empresa global

nº 151 Mayo 2015 4 €

China

oportunidades de la segunda economía mundial

Bienvenido el nuevo banco Asiático de Inversión en Infraestructuras

América Latina: desafíos y oportunidades para las empresas

El «forward» y la gestión del riesgo de cambio

9 771578 345008 00151

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Por fin las sociedades limitadas podrán emitir obligaciones

GESTIÓN EMPRESARIAL

Precios de transferencia de las operaciones vinculadas

FINANZAS PERSONALES

Las economías desarrolladas ganan peso en el proceso de recuperación global

Empresa Global
N° 151 (mayo 2015)

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Verónica López Sabater

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Pablo Aumente, David Cano, Carlos Díez, Ana Domínguez, Virginia González, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Verónica López, Juan Navarro y Emilio Ontiveros.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña
Carlos Egea Krauel
Banco Mare Nostrum
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
BBVA e IESE
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza y Banco de España
Ignacio Santillana del Barrio
Grupo Santillana Editorial 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
Telefónica y ESADE Business School

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN
Valle González Manzanas, Nuria Pérez Navarro y Daniel Sánchez Casado

La editorial Afi Escuela de Finanzas Aplicadas, a los efectos previstos en el artículo 32.1, párrafo segundo del vigente TRLPI, se opone expresamente a que cualquiera de las páginas de Empresa Global, o partes de ellas, sean utilizadas para la realización de revistas de prensa.

Cualquier acto de explotación (reproducción, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, etc.) de la totalidad o parte de las páginas de Empresa Global, precisará de la oportuna autorización, que será concedida por CEDRO

Editorial

China consolida su liderazgo mundial

En 2014, China desbancó a EEUU como primera economía mundial, con un PIB, en términos de paridad de poder adquisitivo, de 17,6 billones de dólares, frente a los 17,4 billones de la economía estadounidense. Sin embargo, este peso en el ámbito económico no se corresponde con el limitado protagonismo que desempeña el gigante asiático en las estructuras internacionales y, en particular, en organismos financieros internacionales como el Banco Mundial o el Fondo Monetario Internacional.

Creadas tras la Segunda Guerra Mundial, las distintas estructuras económicas internacionales fueron configuradas a imagen y semejanza de su principal promotor, Estados Unidos, para preservar su posición dominante en la esfera internacional y canalizar su influencia en el resto del mundo. Lejos de adaptarse a la evolución económica, el entramado institucional internacional heredado de la posguerra ha permanecido ajeno al creciente protagonismo de las economías de la periferia y, en particular, de China, haciendo gala de un notable inmovilismo.

Este *status quo*, junto con los desaciertos en algunas de sus intervenciones en economías emergentes y la necesidad de acabar con el predominio estadounidense en la esfera internacional, ha favorecido el desarrollo de iniciativas regionales promovidas por China y otras economías llamadas a convertirse en los nuevos motores del crecimiento de la economía mundial.

Una de ellas es el Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras. Creado en octubre de 2014 por China, la nueva institución cuenta con 57 miembros fundadores, veinte de ellos asiáticos y el resto procedentes de otras regiones, entre ellas la Unión Europea, que cuenta con 17 representantes, entre ellos España. De las principales economías industrializadas, tan sólo EEUU, Japón y Canadá han decidido quedarse fuera. A imagen y semejanza del resto de bancos regionales, el objetivo del nuevo banco multilateral es promover el desarrollo económico y social de la región asiática a través de la financiación de inversiones en infraestructuras, en sectores como transporte, energía y telecomunicaciones, entre otros. A presentar dicha institución y analizar su contribución en el entramado institucional internacional actual dedica la presente edición de Empresa Global su tema del mes. La reciente publicación de las estadísticas de inversión directa de España en el exterior confirma la reactivación de la economía española y la consolidación de la presencia de las empresas españolas en el exterior. Empresa Global se hace eco en este número de esta excelente noticia, al tiempo que acerca a sus lectores el seguro de cambio, instrumento clave en la operativa internacional, especialmente en aquellos mercados con mayor volatilidad en el tipo de cambio de sus monedas. Confiamos que estos artículos, junto con el resto que completan la presente edición, sean de interés de nuestros lectores y contribuyan a un mejor conocimiento de la realidad de los mercados exteriores y de sus oportunidades ::

:: INTERNACIONAL ::

INFORME PAÍS

China: oportunidades de la segunda economía mundial

Localizada en el este del continente asiático, sus más de 1.355 millones de habitantes convierten a China en el mercado más grande del mundo y, por consiguiente, en un destino atractivo para la actividad de empresas extranjeras interesadas en atender su demanda singular.

Pag. 3

TEMA DEL MES

Bienvenido el nuevo Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras

A pesar de que ni EEUU ni Japón han solicitado su adhesión al proceso de fundación de la nueva entidad financiera de desarrollo promovida por el Gobierno chino, todo el mundo habla ya de la incidencia y relevancia del nuevo (próximo) Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII).

Pag. 8

OBSERVATORIO EXTERIOR

América Latina: desafíos y oportunidades para las empresas

La región de América Latina y el Caribe se enfrenta hoy a múltiples desafíos para seguir impulsando su desarrollo socioeconómico y fortalecer el marco para el comercio exterior y la captación de inversiones, como han expresado los líderes regionales en la VII Cumbre de las Américas.

Pag. 12

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

El «forward» y la gestión del riesgo de cambio

La elevada inestabilidad vigente en el mercado de divisas, con importantes fluctuaciones de los tipos de cambio, amerita una adecuada gestión del riesgo de cambio por parte de las empresas españolas que realizan transacciones internacionales en moneda distinta del euro.

Pag. 16

:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«La cooperación es fundamental, especialmente cuando se trata de abrir nuevos mercados complejos»

La Federación Española de Bebidas Espirituosas (FEBE) representa a la industria española de fabricación y distribución de bebidas espirituosas y productos derivados, contando entre sus asociados con unas 130 empresas que desarrollan su actividad en este sector en España.

Pag. 26

GESTIÓN EMPRESARIAL

Precios de transferencia de las operaciones vinculadas

Las operaciones vinculadas se encuentran contempladas en el artículo 16 de la Ley del Impuesto de Sociedades, referido a aquellas transacciones efectuadas entre personas o entidades dependientes. En el caso de grupos consolidados, la matriz del grupo invierte en las filiales a través de capital y, en algunos casos, a través de préstamos.

Pag. 31

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Por fin las sociedades limitadas podrán emitir obligaciones

Pag. 35

:: FINANZAS ::

FINANZAS PERSONALES

Las economías desarrolladas ganan peso en el proceso de recuperación global

Como cada mes de abril, el Fondo Monetario Internacional ha vuelto a actualizar su *World Economic Outlook*. El mensaje del organismo es bastante continuista en cuanto a la buena marcha de la recuperación a nivel global.

Pag. 23

ESTRATEGIA GLOBAL

La tercera revolución cubana

MAURO GUILLÉN

Pag. 19

MERCADOS FINANCIEROS

Inercia

DAVID CANO

Pag. 24

HOMO OECONOMICUS

Movilidad: ideas para un año electoral

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 29

PASEO GLOBAL

Vuelta a casa, vuelta a lo seguro

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 37

China: oportunidades de la segunda economía mundial

Localizada en el este del continente asiático, sus más de 1.355 millones de habitantes convierten a China en el mercado más grande del mundo y, por consiguiente, en un destino atractivo para la actividad de empresas extranjeras interesadas en atender su demanda singular. A la notable magnitud del mercado chino se une la buena marcha de su economía, que ocupa la segunda posición en el *ranking* mundial. Los sectores intensivos en alta tecnología y servicios lideran las oportunidades de negocio que suscita el país, aunque conviene tener en cuenta las barreras comerciales y no comerciales que pueden presentarse al acceder a este gran mercado, donde la competencia es cada vez mayor.

Pablo Aumente

China se configura bajo la forma de Estado comunista, con un sistema unipartidista al frente: el Partido Comunista Chino (PCC). La ideología fundamental del régimen está integrada por el marxismo-leninismo y las aportaciones realizadas por Mao Zedong y otros líderes del partido como Den Xiaoping o Hu Jintao. Las cuatro estructuras principales de poder son el PCC, el Estado, la Asamblea Nacional Popular y el Ejército de Liberación Popular. En marzo de 2013 se produjo una renovación de diversos cargos políticos, incluyendo el del presidente, momento en el que Xi Jinping relevó a Hu Jintao, quien llevaba 60 años en el poder. Asimismo, el primer ministro Wen Jiabao fue relevado por Li Keqiang. De esta forma se completaba la transferencia de poder a una generación más joven. Los nuevos dirigentes lanzaron una campaña contra la corrupción, aunque su impacto tiene todavía amplio recorrido. Por lo demás, el Gobierno chino ha mantenido una firme línea ideológica, resistiéndose a las tendencias occidentales y ejerciendo un control sobre los medios e internet. Por su parte, desde *Economist Business Unit* (EIU) se considera que las reformas judiciales anunciadas en el pleno, que incluyen planes para dotar de mayor independencia a las cortes frente a los organismos locales, constituirán la principal reforma política

Vista del distrito financiero de Beijing, China.
(Istock/Thinkstock)

hasta 2018. En este contexto, el Gobierno chino no está exento de múltiples focos de tensión: desde enfrentamientos entre facciones del PCC, hasta problemas sociales ligados a la contaminación medioambiental o a la desigualdad económica, entre otros. Además, el emergente activismo laboral, sobre todo en industrias de alta cualificación, podría resultar problemático para el ejecutivo quien, por otra parte, no parece que vaya a suavizar su respuesta frente a las protestas de carácter separatista y étnico de las regiones de Tíbet y Xinjiang.

En el plano internacional, la influencia de China se apoya en el interés de gobiernos y empresas extranje-

Nombre oficial:

República Popular China

Superficie: 9.596.961 km²

Capital: Beijing

Situación geográfica: Situada en el este asiático; limita al norte con Rusia y Mongolia; al oeste con Kazajstán, Kirguizistán, Tayikistán, Afganistán y Pakistán; al sur con Bután, India, Myanmar (Birmania), Laos, Nepal y Vietnam; al este con Corea del Norte. Está bañada por el Mar del Este de China, el Mar Amarillo y el Mar del Sur de China.

Clima: El clima es muy variado. En el norte es continental extremo, en el centro y oeste continental moderado, en el sur tropical y subtropical y en el oeste desértico.

Divisiones Administrativas: 23 provincias: Anhui, Fujian, Gansu, Guangdong, Guizhou, Hainan, Hebei, Heilongjiang, Henan, Hubei, Hunan, Jiangsu, Jiangxi, Jilin, Liaoning, Qinghai, Shaanxi, Shandong, Shanxi, Sichuan, Yunnan, Zhejiang, Taiwán, y 5 regiones autónomas (Guangxi, Nei Mongol, Ningxia, Xinjiang Uygur, Xizang y Tíbet).

Esperanza de vida: 75,15 años

Sistema político: Estado comunista

Idiomas: Chino mandarín (oficial), Cantonés, Shanghaihua y más de 100 dialectos

Moneda: Yuan (CNY), denominado Renminbi (RMB) en las transacciones locales

Fuente: *The World Factbook*.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2010	2011	2012	2013	2014 (e)	2015 (p)
Crecimiento real del PIB (%)	10,4	9,3	7,7	7,7	7,3	7,0
Inflación anual (promedio; %)	4,6	4,1	2,5	2,5	2,8	3,1
Tasa de desempleo (promedio; %)	-	-	-	6,6	6,3	6,0
Balanza por c.c. (mill. US$)	237,8	136,1	196,1	182,8	220,6	154,1
Saldo presupuestario (% PIB)	-1,7	-1,1	-1,6	-1,8	-3,0	-2,7
Deuda Pública Neta (% PIB)	16,8	15,2	14,7	14,8	16,8	18,2

e: estimación; p: previsión

Fuente: *Economist Intelligence Unit*.

ros por el enorme tamaño de su mercado y en la atracción de inversiones. En el ámbito regional, los enfrentamientos vinculados a la línea territorial marítima con Vietnam dieron lugar, en mayo de 2014, a disturbios generalizados, rompiendo con la tradicional estabilidad que caracterizaba las relaciones entre ambos países hasta la fecha.

Evolución de la economía china

La tendencia de la economía china, la segunda más importante del mundo, se dirige hacia un mayor desarrollo cualitativo del sector industrial (que actualmente supone un 43,9% del PIB) y de los servicios (46,1%), en detrimento del sector primario que ha venido recortando su contribución al PIB, de tal modo que hoy tan sólo representa un 10% y emplea a cerca del 34% de la población activa. Ello es consecuencia del XII Plan Quinquenal (2011-2015) cuya pretensión ha consistido en transformar el patrón de crecimiento económico mediante un reajuste estructural, la estabilización y mejora de la calidad del crecimiento, el control de precios, la mejora de las condiciones sociales así como la innovación.

En los últimos años, la economía china ha registrado un notable crecimiento. Hasta 2012, lo hizo a tasas superiores al 9%, pero el debilitamiento de la demanda externa y la ralentización de las inversiones inmobiliarias redujo ese ritmo hasta el 7,7% en 2012 y 2013. Las estimaciones de EIU apuntan hacia un crecimiento sostenido del consumo público y privado, si bien sitúan el crecimiento en torno al 7,3% en 2014 y el 7% en 2015. Este menor crecimiento se fundamenta, principalmente, en una ralentización de las inversiones provocada por el incremento de los costes de los *inputs*, así como por los problemas de demanda en el sector de la vivienda, cuyo nivel de precios es elevado si se tiene en cuenta la renta per cápita china.

En cuanto a la tasa de inflación, que se había convertido en una de las principales preocupaciones de las autoridades chinas en 2010 (4,6%) y 2011 (4,1%), se ha reducido en los últimos ejercicios, cerrando 2012 y 2013 en el 2,5%, caída que refleja el menor crecimiento económico y la moderación en los precios internacionales de las materias primas. Sin embargo, las expectativas de aumento de la liquidez, de la demanda y de los precios de producción, sugieren un incremento de las presiones sobre los precios, que ya se materializaron en 2014, cuando la inflación repuntaba hasta el 2,8%.

Por su parte, el déficit público se estima que ha pasado de anotar un 1,8% del PIB en 2013 a registrar un 3% en 2014, como consecuencia del incremento en los gastos sociales en educación, salud y otros. Además, es necesario reformar el sistema fiscal para corregir los

problemas de financiación de los gobiernos locales, significativamente endeudados.

Respecto al sector exterior, la balanza por cuenta corriente arrojó un superávit equivalente al 1,9% del PIB en 2013 (182,8 millones de dólares) y del 2,1% en 2014 (220,6 millones de dólares) justificado por un aumento del superávit en la balanza de bienes que compensará el déficit en las balanzas de servicios, salarios dividendos e intereses y transferencias. Sin embargo, las expectativas apuntan hacia una reducción de este saldo positivo en los próximos años, debido a la ralentización de las exportaciones (erosión de la competitividad en precios) y el creciente porcentaje de importaciones destinadas a la producción de mercancías para consumo interno. Además, se espera una ampliación del déficit de servicios, debido en buena medida, al aumento de los flujos internacionales de turistas chinos y a las exportaciones ligadas al desarrollo de proyectos de infraestructuras en el exterior.

Relaciones económicas hispano-chinas

España mantiene unas buenas relaciones político-comerciales con China. En el año 2005 ambos países se convirtieron en socios privilegiados mediante el Acuerdo de Asociación Estratégica Integra, y el mercado chino figura entre aquellos considerados prioritarios para la Administración comercial española. En fecha reciente, España ha solicitado su ingreso como socio fundador del nuevo Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras, liderado por China, al que dedicamos el Tema del Mes en este número.

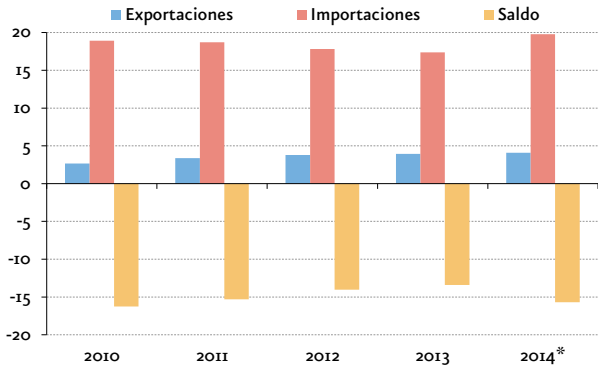
China es el mayor socio comercial de España fuera de la Unión Europea, si bien la balanza comercial hispano-china arroja tradicionalmente un saldo negativo para España, fruto del mayor volumen de compras de productos de origen chino por el mercado español. En el ejercicio 2014 se produjo un aumento del déficit respecto al año anterior, pasando de 13.421 millones de euros en 2013 a 15.689 millones en 2014. En el mencionado ejercicio, las exportaciones españolas con destino China sumaron un total de 4.080 millones de euros. Las principales partidas objeto de exportación en ese periodo fueron: máquinas y aparatos mecánicos (15,81%); materias plásticas y sus manufacturas (8,03%); minerales, escorias y cenizas (6,59%); vehículos automóviles y tractores (6,34%); y cobre y sus manufacturas (5,06%).

En sentido inverso, las importaciones españolas procedentes de China alcanzaron los 19.766 millones de euros en 2014, lideradas por el rubro de aparatos y material eléctricos, la principal partida importada representativa del 19,03% del total de compras al mercado chino durante ese año. Le siguen, por su importancia relativa, las máquinas y aparatos mecánicos (14,10%); las prendas de vestir no de punto (8,03%); las prendas de vestir de punto (6,89%) y los juguetes, juegos y artículos deportivos (4,47%).

Respecto a la inversión directa de España en China, el flujo de inversión bruta en operaciones no «etve» (de tenencia de valores) se situó en los 515 mi-

Balanza comercial hispano-china

(miles de millones de euros)



* Datos provisionales 2014.

Fuente: *Afi a partir de Datacomex.*

«RATING» DEUDA SOBERANA - LARGO PLAZO

Calificación - abril 2015	Moody's	S & P
China	Aa3	AA-
España	Baa2	BBB

NOTAS:

Moody's: de menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (1,2,3), Baa (1,2,3), Ba (1,2,3), B (1,2,3), Caa, Ca. C.P.: P-1, P-2, P-3, Not Prime.

S.&P: de menor a mayor riesgo

AAA , AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C

llones de euros durante el ejercicio 2014. El 87,1% del total de esa inversión se destinó a servicios financieros, excepto seguros y fondos de pensiones. El comercio al por menor excepto vehículos a motor (9,8%) y la industria química (1,3%) fueron otras de las principales partidas destinatarias de ese volumen de inversión.

En sentido inverso, el flujo de inversión directa china en España se situó en 34,6 millones de euros en 2014. La mayor parte de esta cantidad se destinó al sector de construcción de edificios (71,6%), seguida del suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire (10,6%), y de servicios técnicos de arquitectura y de ingeniería (5,8%).

Entorno de negocios en China

El entorno de negocios de China presenta un clima débil (calificación «B», según Coface), dada la continuidad de las ineficiencias en materia de gobernanza, sobre todo en el acceso a los balances empresariales. La obtención de información financiera de las empresas se ha vuelto más complicada y, por otra parte, las pequeñas y medianas empresas han de hacer frente a presiones salariales y las dificultades en el acceso a financiación les están empujando a recurrir al sistema crediticio informal, con los inconvenientes que ello trae consigo.

Conviene remarcar que el acceso al mercado chino no es sencillo, pues las empresas han de hacer frente a ciertas barreras de entrada, siendo recomendable contar con un socio local. Además, la empresa ha de planificar su proceso de internacionalización hacia China sobre un amplio horizonte temporal (a menudo antes del cierre de la primera operación es necesario establecer una relación de confianza con la contraparte china). Con todo, el mercado chino atrae importantes volúmenes de inversión extranjera directa.

Nos encontramos ante una economía catalogada por *Heritage Foundation* en el grupo de economías mayormente controladas. La excesiva influencia del Partido Comunista Chino en todos los aspectos de la vida económica, política y jurídica del país, junto con los problemas de corrupción, afectan negativamente al nivel de libertad económica.

Por su parte, y de acuerdo con la clasificación del *Doing Business* 2015, del Banco Mundial, China se sitúa en la posición 90 (entre un total de 189) en dicho ranking, mejorando tres posiciones con respecto a la reflejada en la edición 2014.

Oportunidades de negocio para la empresa española

China es la segunda economía del mundo (sólo por detrás de EE. UU.) y presenta un fuerte potencial de crecimiento, que se sitúa en tasas por encima de las que registran las economías más industrializadas (en torno al 8% según previsiones del FMI). Su apertura exterior (China es miembro de la Organización Mundial del Comercio desde 2001), vía exportaciones e inversiones directas, ha sido fundamental para su expansión económica. Es previsible que a medio plazo el consumo interno tome el relevo como motor de crecimiento, ampliando la profundidad y las oportunidades de un mercado de más de 1.300 millones de habitantes. Un mercado que cada vez demanda más bienes para la fabricación de productos destinados al consumo doméstico, en línea con el surgimiento de una clase media cuyo poder adquisitivo se acerca cada vez más al europeo, con una renta per cápita en 2014 estimada en más de 10.000 dólares en términos de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA), cuando en 2010 estaba en torno a los 7.500 dólares.

En materia comercial, los sectores que presentan mayores oportunidades son el de bienes industriales, donde destacan la maquinaria y bienes de equipo, con China como primer mercado mundial de máquina herramienta; los componentes de automoción, con un gran desarrollo del sector automoción en los últimos años; el equipamiento médico y sanitario así como equipamiento ferroviario. Asimismo, destacan los productos agroalimentarios, desde materias primas y productos intermedios, a productos derivados del cerdo,

pesca o el aceite. Estos últimos presentan todavía una participación reducida, pero con elevadas expectativas de consolidación en el futuro. Por su parte, y debido al aumento del poder adquisitivo de parte de su población, China destaca por ser el segundo consumidor mundial de productos de lujo, y se espera que en los próximos años ocupe la primera posición. En este sentido, destacan los productos de moda y de accesorios de lujo, como por ejemplo los productos españoles de calzado y marroquinería o las grandes marcas de confección, que gozan de una excelente reputación en China.

Respecto a las oportunidades ligadas a la inversión, estarían principalmente ligadas a los siguientes ámbitos: tecnología, medioambiente, creación de franquicias, turismo y servicios. En este sentido, la inversión a través de franquicias de restauración, gestión hotelera, moda, servicios educativos y cadenas de lavandería, puede resultar una buena alternativa, teniendo en cuenta la necesidad de realizar una alta inversión en imagen y distribución. Conviene señalar también que el sector turístico presenta un elevado potencial de desarrollo, debido al creciente atractivo del país como destino turístico. Las oportunidades de negocio en este sector se centran sobre todo en servicios de alta calidad de agencias de viaje para el turismo europeo, en la construcción y gestión de hoteles en ciudades emergentes o de segundo nivel, y en la creación de franquicias de hoteles para ejecutivos ::

PRINCIPALES CAPÍTULOS EXPORTADOS POR ESPAÑA A CHINA (2014*)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
84	Máquinas y aparatos mecánicos	645.044,28	15,81
39	Mat. Plásticas y sus manufacturas	327.828,07	8,03
26	Minerales, escorias y cenizas	268.836,58	6,59
87	Vehículos automóviles; tractores	258.589,07	6,34
74	Cobre y sus manufacturas	206.551,81	5,06
85	Aparatos y material eléctricos	193.799,56	4,75
2	Carne y despojos comestibles	191.797,72	4,70
30	Productos farmacéuticos	188.842,82	4,63
62	Prendas de vestir, no de punto	131.491,71	3,22
32	Tanino; materias colorantes	119.385,66	2,93
	Subtotal	2.532.167,28	62,06
	Total exportaciones	**4.080.252,75**	**100,00**

*Datos provisionales.
Fuente: *ESTACOM y Afi*.

PRINCIPALES CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DESDE CHINA (2014*)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
85	Aparatos y material eléctricos	3.761.606,26	19,03
84	Máquinas y aparatos mecánicos	2.786.797,77	14,10
62	Prendas de vestir, no de punto	1.587.510,05	8,03
61	Prendas de vestir, de punto	1.361.969,33	6,89
95	Juguetes, juegos, artículos deportivos	883.406,38	4,47
94	Muebles, sillas, lámparas	858.874,76	4,35
64	Calzado; sus partes	846.446,73	4,28
29	Productos químicos orgánicos	769.629,95	3,89
42	Manufacturas de cuero; marroquinería	626.410,37	3,17
39	Mat. Plásticas y sus manufacturas	529.023,96	2,68
	Subtotal	14.011.675,56	70,89
	Total importaciones	**19.766.041,91**	**100,00**

*Datos provisionales.
Fuente: *ESTACOM y Afi*.

Bienvenido el nuevo banco Asiático de Inversión en Infraestructuras

Un nuevo banco de desarrollo se avecina. A pesar de que ni EEUU ni Japón han solicitado su adhesión al proceso de fundación de la nueva entidad financiera de desarrollo promovida por el Gobierno chino, todo el mundo habla ya de la incidencia y relevancia del nuevo (próximo) Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras (BAII) que prevé iniciar operaciones a finales de este año, desde su sede en Beijing. España apuró la fecha límite establecida en el 31 de marzo de este año y solicitó formalmente su adhesión el día 27 de ese mes. Si el año pasado hablábamos del Nuevo Banco de Desarrollo de los BRICS, anunciada su creación en julio de 2014, el 2015 lo protagoniza la irrupción de un gigante como el BAII.

Verónica López Sabater

Aunque no de forma exclusiva, la mayoría de los países de la comunidad internacional de donantes canalizan sus recursos de cooperación financiera a través de Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD). Las IFD son instituciones financieras, generalmente propiedad de los donantes, que proveen financiación en la forma de préstamos de mayor riesgo, posiciones de *equity* e instrumentos de garantía a inversiones en el sector privado en países emergentes y en desarrollo. Cuentan también con recursos, estrategias y programas de cooperación no reembolsable (donaciones, asistencias técnicas), pero son, en última instancia, bancos, y por lo tanto su *core business* es prestar y/o invertir dinero.

Al margen de las IFD de carácter bilateral (esto es, aquellas cuyo propietario es un determinado Estado soberano), las instituciones multilaterales (más reconocidas por el término IFI, Instituciones Financieras Internacionales en las que participan una multiplicidad de países) que existen hoy en día son, bien de alcance global –como el Grupo Banco Mundial o el Banco Europeo de Inversiones–; de alcance regional –Banco Interamericano de Desarrollo, CAF– Banco de Desarrollo de América Latina, Banco Africano de Desarrollo, Banco Asiático de Desarrollo (BAsD)–; subregional–tales como el Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo o el Banco Centroamericano de Integración Económica–; o vinculados a motivos religiosos, como el Banco Islámico de Desarrollo. A este nutrido número de IFI se unirá próximamente el Banco Asiático de Inversiones para Infraestructura (BAII[1]), del que España formará parte como socio fundador.

Edificio China World Trade Center en Pekín.
[iStock]/Thinkstock.

EEUU y Japón se han mantenido al margen en la etapa fundacional por sus reparos en relación al cumplimiento por parte del BAII de estándares

sociales y medioambientales adecuados en sus actividades de financiación. Taiwán y Corea del Norte, por el contrario, no han visto aceptada su solicitud de ingreso.

Al cierre de la fecha límite y la publicación el pasado 15 de abril del listado definitivo de países adheridos, el BAII superaba los cincuenta y siete miembros fundadores. Los primeros países extra regionales fueron Brasil (principal socio comercial de China), Rusia, Australia y Holanda. De los fundadores, veintidós países asiáticos ostentan la categoría de países beneficiarios, quienes suscribieron el Memorando de Entendimiento para el establecimiento del BAII el pasado 24 de octubre de 2014 en Beijing. En ese momento, Jin Liqun fue designado secretario general interino. Jin Liqun fue vice-presidente del Banco Asiático de Desarrollo y viceministro de Finanzas chino, y actualmente es presidente del Consejo de Supervisores del fondo soberano *China Investment Corporation*.

integración económica en la región, así como para cooperar con otros bancos de desarrollo multilaterales. Como continuación de este primer anuncio, comenzaron las reuniones, consultas y discusiones a nivel bilateral y multilateral sobre los principios fundamentales y los elementos clave a abordar para el establecimiento del BAII.

El primero de los debates sobre la incorporación de miembros fundadores tuvo lugar en Kunming (China), en noviembre de 2014, con un segundo encuentro en Mumbai (India) a mediados del pasado mes de enero. El tercer encuentro de negociadores tuvo lugar en Almaty (Kazajstán), los últimos días de marzo, y está previsto que la firma del acuerdo de adhesión esté habilitada para los miembros fundadores extra regionales a partir del próximo mes de junio, para iniciar operaciones a finales de este año.

Todos los BRICS –Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica– se han sumado a la iniciativa, lo que

Fuente: *Banco Asiático de Inversión en Infraestructuras:* http://aiibank.org/

El primer anuncio formal de creación del BAII data de octubre de 2013, momento en el que el presidente chino Xi Jinping y su primer ministro Li Keqiang lo anunciaron durante sus respectivas visitas a los países del sudeste asiático. El mensaje aspiracional entonces era que el banco estaría concebido para promover la interconectividad y la

implica doble tarea para ellos en la medida en que también han iniciado su andadura particular con la creación del nuevo Banco de Desarrollo de los BRICS; en su caso, fruto de la frustración y preocupación por el incumplimiento recurrente de la implementación de las reformas del Fondo Monetario Internacional (FMI) aprobadas en 2010, que

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

en su opinión deslegitima la credibilidad y eficacia de esta institución nacida en Bretton Woods hace más de 70 años.

Nota: En rojo, países cuya solicitud de ingreso como socio fundadores ha sido aceptada. Taiwán y Corea del Norte realizaron la solicitud sin éxito.

Gobernanza y organización

Los países que se han unido en esta etapa fundacional participarán en la definición de las normas que regirán el funcionamiento del BAII. Tras la firma del memorando de entendimiento, China, en consulta con los miembros fundadores, tomó el liderazgo en la conformación de la Secretaría Multilateral Interina (en adelante Secretaría) dotada con los recursos necesarios para desarrollar los preparativos técnicos y la documentación legal básica para el establecimiento del BAII, así como para proporcionar apoyo técnico y servicios a las reuniones de negociación.

A fecha de marzo de 2015, los empleados de la Secretaría, con funciones en las áreas de legal, comunicaciones externas, infraestructura operativa, desarrollo de negocio y finanzas (tesoro y control), así como *front-office*, ascienden a treinta y cinco, provenientes de once países.

División del trabajo con otras IFI que operan en la región

El Banco Mundial (dominado por EEUU y con sede en Washington DC) y el BAsD (dominado por Japón y con sede en Manila) son los principales competidores del BAII en la región asiática. Como su propio nombre indica, el BAII estará centrado en la financiación de infraestructuras de todo tipo, con el objetivo de reducir el *gap* existente que mina la competitividad y el crecimiento económico de muchas de las economías de la región.

Asia cuenta con un masivo déficit de financiación de infraestructuras. El BAsD ha estimado dicho déficit, para la década 2010-2020 en alrededor de 8 billones de dólares, cantidad que ninguna institución actual puede aspirar a cubrir. El BAsD cuenta con una base de capital de algo más de 160.000 millones de dólares, y el Banco Mundial de 223.000 millones de dólares. Por su parte, el BAII tiene previsto iniciar operaciones con un capital de 50.000 millones de dólares. Mientras que los anteriores son multisectoriales –esto es, que apoyan financieramente objetivos diversos como la protección del medioambiente o la igualdad de género –el BAII tiene previsto concentrar sus esfuerzos en infraestructuras. Tanto el Banco Mundial como el BAsD han dado la bienvenida al nuevo banco de desarrollo y han llamado a la colaboración, no sin cierto recelo competitivo.

Nuevo orden económico mundial

China utilizará la nueva entidad para extender su influencia a costa probablemente de EEUU y Japón. La decisión de crear una nueva institución en lugar de dotar de más financiación a los bancos de desarrollo existentes refleja el sentimiento de frustración hacia la velocidad –nula– en la que se encuentra la implementación de la reforma de la gobernanza económica global, como señalábamos en el caso del resto de BRICS.

Y es que aunque China es la mayor economía asiática, el BAsD está dominado por Japón: la cuota de voto es más del doble que la de China, y el presidente de la institución ha sido siempre japonés. Ello, en un contexto en el que las reformas pendientes para dotar a China de mayor poder de voz y voto en instancias como el FMI y el Banco Mundial se han retrasado mucho, y aún en el caso

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

de que prosperen, será difícil ver a EEUU renunciar al poder que actualmente ostenta.

Así, el BAII sirve para fortalecer la estatura y el apalancamiento creciente chinos en la reconfiguración estratégica de la región asiática en su conjunto, con China como epicentro. La decisión de los cincuenta y siete países adheridos sugiere una reorientación geopolítica hacia el oriente y el sur, como venimos señalando en los últimos años en esta revista: un nuevo orden económico mundial más centrado en Asia está en plena fase de configuración, en el que China ya se ha arrogado como la economía de mayor tamaño en términos de paridad de poder adquisitivo, usurpando el puesto al hegemónico EEUU.

No obstante, las reticencias que tanto EEUU como Japón han exhibido como razones para no sumarse a la iniciativa son las siguientes:

• Transparencia y responsabilidad social y medioambiental, acerca de las cuales existen dudas de la capacidad y voluntad de cumplimento de estándares mínimos internacionalmente reconocidos. Si bien, China ha garantizado su cumplimiento, mediante la adopción de principios, prácticas y estándares como los establecidos en el seno del Banco Mundial el FMI o el BAsD, entre otros, y permitir el escrutinio de los agentes interesados.

• Percepción de corrupción, en la medida en que China se posiciona en el puesto 100 (de un total de 175 países) en el índice correspondiente al año 2014 que elabora Transparencia Internacional, cayendo veinte puestos desde el año anterior. Con el establecimiento del BAII, China tendrá que demostrar una rendición de cuentas creíble y sujeta a las reglas y normas internacionales.

• Internacionalización del renminbi, una de las funciones implícitas del nuevo BAII que, con la adhesión de Singapur y Reino Unido (dos de las plazas financieras líderes a nivel mundial), contribuirán a fortalecer posiciones como centros *offshore* para transacciones denominadas en la moneda china. Londres pretende de hecho convertirse en la primera cámara de compensación del renminbi fuera de Asia.

Nuevo orden económico mundial

España no ha dudado en formar parte del grupo de países fundadores de este nuevo banco de desarrollo, dedicado a promover el desarrollo sostenible de Asia concentrándose en la financiación de infraestructuras de energía, transporte y telecomunicaciones, así como en la financiación de proyectos para el desarrollo urbano y rural y la conservación del medioambiente en la región.

El grado de especialización previsto, casi exclusivo en infraestructuras, es a priori una ventaja para nuestras empresas, destacadas líderes mundiales en este tipo de proyectos complejos y de gran dimensión.

Seguiremos muy pendientes de las novedades más relevantes acerca de este nuevo jugador internacional para transmitirlas a nuestros lectores ::

[1] El BAII tiene previsto contar con un capital social inicial de 50.000 USD.

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

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

UNIFOND DINERO, FI

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

Unicaja

América Latina: desafíos y oportunidades para las empresas

La región de América Latina y el Caribe se enfrenta hoy a múltiples desafíos para seguir impulsando su desarrollo socioeconómico y fortalecer el marco para el comercio exterior y la captación de inversiones, como han expresado los líderes regionales en la VII Cumbre de las Américas. De dichos desafíos emanan gran cantidad de oportunidades, en áreas como las de infraestructuras y energía, susceptibles de ser aprovechadas por las empresas españolas, las cuales no ha dejado de apostar por esta región con la que mantienen fuertes vínculos.

Ana Domínguez

El pasado mes de abril se celebró la VII Cumbre de las Américas en la Ciudad de Panamá, una cita que tiene lugar con periodicidad trienal y que congrega a los presidentes y jefes de Estado del continente americano. Bajo el título «Prosperidad con Equidad: El Desafío de la Cooperación las Américas», fueron abordados los importantes retos a los que ha de hacer frente la región y que inciden en el devenir de sus políticas y su desarrollo socioeconómico, abarcando las áreas de energía, salud, medio ambiente, educación, migración, seguridad, y otras.

En el marco de esta VII Cumbre también tuvo lugar la II Cumbre Empresarial de las Américas, orientada al debate sobre el desarrollo socioeconómico y el impulso de las relaciones comerciales y de inversión regionales. La temática elegida en esta ocasión ha sido «Tendiendo Puentes en las Américas: Integración Productiva para un Desarrollo Inclusivo», dando cabida a la reflexión sobre los siguientes asuntos estratégicos: seguridad alimentaria y agronegocios, integración e inclusión financiera, empoderamiento económico de las mujeres, innovación social empresarial, innovación y tecnología de la información, energía, e infraestructuras, logística y conectividad.

Nos centraremos en estos dos últimos aspectos: energía e infraestructuras, trayendo a colación una serie de argumentos que dan soporte a los desafíos y oportunidades regionales, documentados por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para la ocasión.

[iStock]/Thinkstock.

Infraestructuras y la facilitación del comercio

La región de América Latina y el Caribe ha intensificado su apertura comercial en los últimos años, habiendo implementado más de una decena de Acuerdos de Libre Comercio desde 2013, así como iniciado negociaciones y firmado acuerdos de este tipo (pendientes de entrar en vigor) en más de otra docena de casos. Sin embargo, precisa de un mayor avance en el desarrollo de infraestructuras y la mejora de los servicios logísticos, así como de las medidas que impulsen la facilitación del comercio en una región en la que este (el comercio) supone más de un 5% de su PIB.

II CUMBRE EMPRESARIAL DE LAS AMÉRICAS	
Temáticas clave	**Aspectos debatidos**
Seguridad alimentaria y agronegocios: progreso para la región, alimento para el mundo	• Capacidades para promover la innovación y generar valor dentro de la cadena de producción agrícola, favoreciendo un acceso sostenible y equitativo a los alimentos • Desarrollo de nuevas fuentes de financiación para los agronegocios • Necesidades de infraestructuras para el desarrollo agrícola
Integración e inclusión financiera: movilizando recursos para el desarrollo social y económico	• Potenciales políticas a implementar para el desarrollo de los mercados financieros y la promoción de la inclusión financiera • Capacidad de las iniciativas público-privadas para reducir las barreras a la integración e inclusión financieras, garantizando la estabilidad de los mercados • Sostenibilidad y expansión de la integración regional de los mercados de capitales
Empoderamiento económico de las mujeres: bueno para las mujeres, bueno para los negocios y bueno para el desarrollo	• Acciones para responder a las limitaciones que encuentran las mujeres emprendedoras en el acceso a los mercados y cadenas de valor
Innovación social empresarial: impulsando el emprendimiento para el desarrollo social	• Vías para crear oportunidades de negocio y desarrollo económico a través del fomento del emprendimiento y la traslación de ideas a negocios, empleos, riqueza y oportunidades para sociedades más justas e innovadoras
Innovación y tecnología de la información: re-imaginando el futuro de las Américas	• Educación en tecnologías cualificadas • Facilitación del crecimiento de las empresas de Tecnologías de la Información • Cooperación público – privada para cerrar la brecha digital
Energía: abasteciendo el crecimiento de las Américas	• Modalidades de desarrollo rentable de los recursos energéticos regionales, evitando impacto medioambiental y garantizando • Cooperación público – privada para el desarrollo energético, haciendo uso de la tecnología y el capital, así como de mejores prácticas • Ventajas de la promoción de la integración energética y el desarrollo de infraestructuras transfronterizas
Infraestructura, logística y conectividad: uniendo a las Américas	• Necesidades en infraestructuras, logística y conectividad • Vías de mejora de la capacidad de los programas de infraestructuras y desarrollo de capacidades financieras de largo plazo • Potencial contribución de los proyectos de infraestructuras al desarrollo social • Impacto de la expansión del Canal de Panamá en las infraestructuras de transporte regionales

Fuente: *Afi, a partir de VII Cumbre de las Américas.*

Las infraestructuras desempeñan un papel dual: por una parte, son un instrumento fundamental para promover los flujos comerciales y, a su vez, un limitante para el crecimiento económico de la región, además de ser vector de cohesión social, económica y territorial, como señala el Banco Interamericano de Desarrollo. Ante una mejora en la dotación de infraestructuras en todos los países de América Latina y el Caribe, hasta niveles similares al promedio de otras economías de ingresos medios, la región podría registrar un crecimiento adicional de unos 2 puntos porcentuales anuales, estima el BID.

La actual disponibilidad de infraestructuras de transporte en la región, sin embargo, hace que los costes logísticos puedan alcanzar en algunos casos hasta el 35% del valor final de la mercancía, o incluso más del 40% en el caso de pymes; frente a un 8% en los países de la OCDE. A ello hay que unir las deficiencias en servicios dentro de la cadena logística, derivadas del déficit de mecanismos de gestión, una capacitación insuficiente y la atomización del mercado, que redundan en ineficiencias y una calidad subóptima.

Para facilitar las transacciones comerciales de las empresas latinoamericanas con el exterior son necesarias acciones sobre todo en el ámbito no arancelario (pues los aranceles, en general, no son elevados y además existe una tendencia de reducción de los mismos). Las empresas de la región con potencial exportador se ven afectadas por los elevados costes que conlleva el proceso de exportación. Además, no hay que olvidar que las cadenas globales de valor descansan en la rapidez y eficiencia de la circulación de las mercancías, y la integración en esas cadenas sólo es viable si las empresas pueden soportar costes operativos reducidos.

La facilitación del comercio y la búsqueda de ganancias en eficiencia, con la reducción de los costes comerciales, han de situarse entre las prioridades de la agenda de política económica regional, siendo importante la colaboración público– privada. En este contexto, la aplicación del Acuerdo sobre Facilitación del Comercio de la Organización Mundial del Comercio es considerada clave, representando el entorno propicio para la puesta en marcha de ciertas reformas como la introducción de mecanismos de centralización de procedimientos en Ventanillas Únicas nacionales. Estas mejorarían el desempeño logístico, a través de una racionalización de los procedimientos y una mayor coordinación entre las instituciones involucradas en los controles y otros procesos ligados al comercio exterior.

Áreas de oportunidad en el ámbito energético en América Latina y el Caribe

- Financiación de actividades donde existan ventajas competitivas
- Inversión en mejoras de las cadenas de producción y suministro de productos energéticos para eliminar ineficiencias
- Electrificación, mediante energías renovables, de hogares en áreas asiladas (aprovisionamiento de equipos y conocimiento técnico)
- Creación de nuevos productos que se adapten a las particularidades de América Latina y el Caribe
- Transferencia tecnológica (tecnologías que respalden la eficiencia energética)
- Introducción de nuevos modelos de negocio
- Participación en proyectos de integración energética regional y posible generación de nuevos mercados que hagan factible el desarrollo de infraestructuras para el aprovisionamiento energético.

Fuente: *Afi, a partir del BID.*

Las mejoras que puedan producirse en reducción de costes logísticos así como más fácil conexión entre mercados, lógicamente también favorecerán a las empresas españolas que operan en la región.

Oportunidades en el sector energético

La región de América Latina y el Caribe cuenta con una importante dotación de recursos naturales y capacidad de producción energética. No en vano acapara algo más del 20% de la energía hidroeléctrica producida en el planeta, el 13,2% de la producción de petróleo y el 6,6% de la de gas natural. Además, es líder en cuanto al peso de las energías renovables dentro de la matriz energética, donde gozan de una representación mayoritaria (57%).

No obstante, esta región necesitará duplicar su capacidad de generación eléctrica hasta los 600 GW en 2030, con unas inversiones en torno a los 430.000 millones de dólares, así como también se habrán de invertir unos 550.000 millones adicionales entre 2014 y 2030 para mantener la actual capacidad productiva de petróleo, según estimaciones del BID. Unas necesidades derivadas del actual patrón demográfico regional y de la mejora en las condiciones de vida de las familias latinoamericanas.

Como consecuencia de lo anterior, es posible identificar una serie de oportunidades aparejadas a la respuesta a los desafíos en el ámbito energético que enfrenta la región. Dichas oportunidades, de acuerdo con la evaluación realizada por el BID, están relacionadas con el aumento de la eficiencia energética; el aprovisionamiento de accesibilidad a energía moderna, en condiciones de calidad y confiabilidad y a un coste asequible para los hogares de la región; la diversificación de la matriz energética; la intensificación de la integración energética regional; y la consecución de la sostenibilidad financiera, medioambiental y social, promoviendo el reemplazado de combustibles fósiles y optimizando el uso de fuentes renovables no tradicionales.

En materia de eficiencia energética, según las estimaciones de la Agencia Internacional de Energía, la región de América Latina y el Caribe requerirá más de 315.000 millones de dólares de inversión hasta 2035 (de los cuales un 52,8% en transportes, otro 28,5% en la industria, y el restante 18,7% en el sector de construcción). Diversos países de la región ya están implementando iniciativas para impulsar la eficiencia energética.

En cuanto a la accesibilidad a un suministro energético de calidad y a un coste asequible, cabe indicar que 26 millones de latinoamericanos todavía no tenían acceso a electricidad en 2013, destacando los casos de Haití (7 millones de personas) y, a cierta distancia, Perú, Argentina, Brasil, Bolivia, Colombia y Guatemala (entre 3 y 1,7 millones de personas, según el país), de acuerdo con los datos que maneja el BID. Además la región presenta una tasa de pérdida total en la transmisión y distribución eléctrica (electricidad que entra en la red y que no es entregada para consumo final) superior a la otras regiones del mundo, incluida África.

No obstante, en América Latina y el Caribe existe una notable diversificación de las fuentes de energía utilizadas, lo que ofrece mayor seguridad energética,

aunque existen importantes divergencias dentro de la región respecto al grado de diversificación de la matriz energética. Así, mientras Centroamérica y el Caribe son altamente dependientes de la generación de electricidad a partir de las importaciones de petróleo y sus derivados; Brasil, Colombia y Paraguay cuentan con una elevada capacidad de generación hidroeléctrica (por encima del 60% de la capacidad instalada).

Por otra parte, los países de la región han desarrollado iniciativas de cooperación bilateral o regional, aprovechando sus ventajas comparativas y favoreciendo el suministro energético a lugares remotos. Cabe mencionar en este sentido el Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central (SIEPAC) que dio lugar a un Mercado Eléctrico Regional, así como otros acuerdos bilaterales de interconexión eléctrica como los establecidos entre Colombia y Ecuador, México y Guatemala, Paraguay y Brasil, o este último país y Venezuela. Si bien, todavía son necesarias inversiones en infraestructuras de energía (ampliación del SIEPAC (incorporación de una segunda línea), interconexión Colombia – Panamá, proyecto Arco Norte (para la interconexión eléctrica de Guyana, Guyana Francesa y Surinam con Brasil), proyecto SINEA (interconexión eléctrica de Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú), etc.), así como una armonización regulatoria, mayor capacitación técnica, nuevos productos financieros que respondan a las necesidades regionales, el diseño de modelos de negocios innovadores (por ejemplo para la electrificación de comunidades rurales aisladas, o en los que se promueva la colaboración público–privada), o la transferencia de tecnologías más eficientes, entre otros. Y es aquí, entre estos desafíos, donde son susceptibles de ser identificadas oportunidades de negocio por las empresas españolas que desarrollan su actividad en los sectores energético y afines.

Inversión española en América Latina

El mercado latinoamericano ha sido un referente en las estrategias de internacionalización de las empresas españolas, desde que en los años noventa del siglo pasado aterrizaran allí grandes compañías de nuestro país.

Actualmente, a pesar de la desaceleración económica que sufre la región, así como los riesgos asociados al tipo de cambio y, en algunos casos, a la inseguridad jurídica, América Latina sigue configurándose como un mercado prioritario para las empresas españolas. La expansión de la clase media en este mercado es uno de los principales alicientes para hacer negocios en la región, a los que también se unen el marco de acuerdo de libre comercio existentes y la accesibilidad a materias primas.

En el informe 2015 sobre el «Panorama de Inversión Española en Iberoamérica», recientemente publicado por IE Business School, se indica que un 80% de las pymes españolas que operan en Latinoamérica prevé aumentar su inversión en la región durante este año. De hecho sigue siendo la región en la que las firmas españolas incrementen en mayor medida sus ventas, aun cuando no cabe esperar grandes flujos de inversión. En concreto, las principales apuestas inversoras se dirigen a los mercados mexicano, colombiano, peruano y cubano. Por el contrario, Venezuela es el único destino regional en el que las empresas españolas reducirán sus inversiones como consecuencia de la inestabilidad política que reina en el mismo.

La inversión directa de España en América Latina (en términos brutos y sin considerar las operaciones en empresas de tenencia de valores extranjeros) superó los 7.400 millones de euros en 2014, siendo un 88% superior a la registrada un año antes. Precisamente los sectores energético (suministro de energía eléctrica, gas, vapor y aire) y de infraestructuras (medido a través de la actividad de ingeniería civil) han sido el segundo y tercero principales destinatarios de la inversión españolas en la región el año pasado, representando más del 30% del total y situándose sólo por detrás la inversión dirigida a servicios financieros (excepto seguros y fondos de pensiones) (42% del total) ::

El «forward» y la gestión del riesgo de cambio

La elevada inestabilidad vigente en el mercado de divisas, con importantes fluctuaciones de los tipos de cambio, amerita una adecuada gestión del riesgo de cambio por parte de las empresas españolas que realizan transacciones internacionales en moneda distinta del euro. El *forward* o seguro de cambio permite realizar dicha gestión del riesgo de cambio con total sencillez.

Área Internacional de Afi

Las empresas españolas, en el ejercicio de su actividad internacional, a menudo realizan operaciones que conllevan cobros y pagos a plazo en moneda distinta del euro. Los resultados, favorables o perjudiciales para la empresa, de estas operaciones pueden estar condicionados por la evolución del tipo de cambio frente a la divisa en la que está denominada la operación.

El dólar estadounidense es la divisa más utilizada en las operaciones comerciales internacionales, sobre todo en aquellas en las que la contraparte se localiza fuera del mercado europeo. Si tomamos, por ejemplo, el periodo temporal desde el inicio de la crisis financiera global, observamos que la cotización del euro frente al dólar ha registrado importantes oscilaciones. Recordemos que en el verano de 2012, con el surgimiento de la crisis de la deuda soberana en el área euro, la moneda europea sufrió una notable depreciación temporal. Posteriormente, con la recuperación de la confianza y tras el anuncio del Banco Central Europeo (BCE) de las Operaciones Monetarias de Compraventa, el euro entró en una fase alcista, hasta el mes de mayo del año pasado. En esa fecha las expectativas de los mercados en relación con la orientación de la política monetaria del BCE respecto a la de la Reserva Federal estadounidense (mayor divergencia) se vieron modificadas, produciéndose un cambio de tendencia: depreciación del euro y apreciación del dólar. En este contexto, la divisa estadounidense también se vio favorecida por las mayores tensiones geopolíticas, así como por la incertidumbre imperante en los mercados ante la caída de los precios de las materias primas.

[iStock]/Thinkstock.

En lo que llevamos de 2015, seguimos asistiendo a una depreciación del euro frente a la divisa norteamericana, cuyo cruce se ha venido acercado a niveles de la paridad.

Estas fluctuaciones en el tipo de cambio pueden revertir en notables pérdidas para la empresa (también en ganancias, si el movimiento es favorable), al estar expuestas al riesgo de cambio. Y es que las empresas que han de realizar algún pago o recibir un cobro en dólares dentro de un determi-

nado plazo, hoy no saben cuál será el contravalor en euros en esa fecha futura.

El riesgo de cambio

El riesgo de cambio se refiere a la diferencia que existe en la cotización de una divisa entre el momento en que la empresa se obliga a realizar un determinado cobro o pago y el instante en el que efectivamente se produce ese abono o desembolso. Dado que el euro puede registrar un movimiento al alza (apreciación) o a la baja (depreciación) respecto a la divisa en la que esté denominado el cobro o pago, el riesgo de cambio puede representar una ganancia o una pérdida económica para la empresa como se indicaba anteriormente.

Pongamos un ejemplo. Una empresa española que hubiese realizado una compra a una empresa brasileña el 15 de enero de 2015, por importe de 15.000 USD y con vencimiento del pago a 60 días. En la fecha de compra el tipo de cambio del euro frente al dólar se situaba en torno a 1,1708 USD/EUR, por lo que si el pago fuese al contado desembolsaría 12.811,75 EUR. Sin embargo, dos meses más tarde, el 16 de marzo, la empresa hubo de pagar 14.208,58 euros, un importe cerca de un 11% superior al equivalente en euros en la fecha de compra. Si no realizó ningún tipo de cobertura del riesgo de cambio, registró una «pérdida» o desembolso extraordinario («diferencia negativa de cambio») de 1.396,83 euros.

Por otra parte, conviene señalar que las empresas exportadoras e importadoras soportan el riesgo de cambio no solo cuando han de efectuar cobros y pagos (no al contado) derivados de las propias operaciones de compraventa internacional denominadas en otra moneda, sino también cuando financian esas operaciones en una divisa distinta a la que recibirán posteriormente.

El «forward» o seguro de cambio

Para gestionar de forma sencilla el riesgo de cambio las empresas pueden optar, entre otros productos financieros, por contratar un seguro de cambio o *forward*. Este es un instrumento ampliamente utilizado en la operativa de comercio exterior y que responde a una operación en la que la empresa se compromete a vender / comprar cierta cantidad de divisas a su entidad financiera, en una fecha futura y a un tipo de cambio pactado (el «tipo *forward*»). Ello permite a la empresa conocer de antemano cuál va a ser el contravalor de la transacción comercial en el momento en el que adquiere la obligación de pago o el derecho de cobro. Esto es, la empresa conoce el tipo de cambio que será de aplicación en el momento futuro en el que ha de realizar el intercambio de divisas.

En línea con lo anterior, mediante la contratación del seguro de cambio las empresas podrán evitar pérdidas en sus operaciones de comercio exterior derivadas de la volatilidad de las divisas. Así, las empresas exportadoras gestionarán el riesgo de cambio frente a movimientos a la baja en las divisas que van a recibir por sus ventas al exterior y, por su parte, las empresas importadoras lo harán frente a fluctuaciones alcistas de las divisas que han de adquirir para efectuar los pagos de sus compras en el exterior.

Ventajas y limitaciones

El seguro de cambio o *forward*, por lo tanto, permite a las empresas que facturan al exterior en una moneda distinta a la que operan en el mercado doméstico gestionar el riesgo asociado a movimientos adversos en la cotización de la divisa extranjera respecto a la moneda doméstica (el euro en nuestro caso). En este sentido, el seguro de cambio es un instrumento básico para la cobertura del riesgo de cambio.

La frecuente utilización de este producto financiero por parte de las empresas con actividad internacional reside, en buena medida, en otra de sus ventajas fundamentales: su simplicidad. La contratación del seguro de cambio puede realizarse con to-

tal sencillez a través de la entidad financiera con la que trabaja la empresa.

La mencionada simplicidad operativa contrasta con la gestión financiera más sofisticada que podría requerirse en la utilización de otros productos financieros derivados (acumuladores, túnel de divisas, operaciones estructuradas en divisa,...) también empleados en la gestión del riesgo de cambio.

Por otra parte, el seguro de cambio no conlleva el pago de una prima como sí ocurre en las «opciones sobre divisas», en las que dicha prima representa el precio que ha de pagar la empresa por adquirir un derecho a vender o a comprar una divisa en una fecha futura, a un tipo de cambio determinado.

No obstante, lo que no permite el seguro de cambio es beneficiarse de posibles movimientos favorables en la cotización de las divisas, ya que el tipo de cambio que se aplicará (el «tipo *forward*»), con independencia de la evolución del mercado, es el pactado previamente y recogido en el contrato del seguro de cambio.

En definitiva, el seguro de cambio o *forward* se configura como un mecanismo que facilita a las empresas la gestión del riesgo de cambio al que pueden estar expuestas en su actividad internacional, permitiéndoles concentrarse en su propia actividad productiva ::

La tercera revolución cubana

Cuba podría ser hoy uno de los países más ricos del mundo, un ejemplo para el resto de América Latina.

Acabo de co-organizar una cumbre empresarial sobre Cuba en el *Nasdaq MarketSite*, en la neoyorquina Times Square. En la ceremonia de apertura del mercado pronuncié unas palabras de ánimo hacia los emprendedores cubanos, los llamados «cuentapropistas». Lo hice porque la ocasión se prestaba a ello. Después de todo, el Nasdaq es el templo donde se consagran las grandes iniciativas empresariales del momento: Amazon, Apple, Facebook, Google, Netflix, Starbucks, etc. Los asistentes hicimos votos porque en un futuro próximo se produzcan ofertas públicas de empresas cubanas en este mercado.

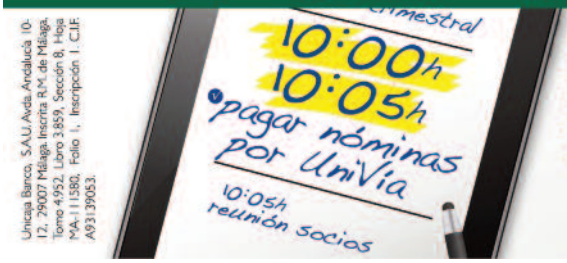
El horizonte de 2030 en Cuba va a ser muy distinto al actual. La isla podría convertirse en uno de los destinos turísticos más importantes del mundo. España pasó de recibir un puñado de turistas en 1960 a sobrepasar los 20 millones en los años 70 y los 50 millones hace una década. Más de la mitad de la población de Estados Unidos se encuentra a menos de cuatro horas de viaje en avión. Además de los recursos naturales, culinarios y culturales de la isla, Cuba ejerce una fascinación notable entre los norteamericanos por la historia bilateral convulsa y la nostalgia de la edad dorada del turismo de lujo para millonarios y famosos durante los años 50.

Pero Cuba también se convertirá en una potencia en sectores intensivos en conocimiento. La población cubana goza de un nivel educativo relativamente alto. Sectores como la biotecnología y la bioinformática van a florecer en la isla una vez se levante el embargo. También pueden desarrollarse ciertas actividades manufactureras ligeras, como lo han hecho en otras partes del Caribe. Queda también por ver si los numerosos emprendedores cubanos en Florida querrán trasladar al menos parte de sus operaciones para crear empleo y acelerar el dinamismo de la economía de la isla. Sectores como los medios de comunicación y los sectores creativos podrían crecer rápidamente.

Para que este potencial se haga realidad hacen falta varios cambios. El más fundamental se refiere a las relaciones bilaterales entre Cuba y Estados Unidos. El previsible restablecimiento de relaciones diplomáticas plenas tiene que abrir el camino hacia el levantamiento del embargo, que resulta esencial para permitir la llegada de inversiones. El gobierno cubano tendrá que abandonar sus prácticas represivas de la oposición política, y además diseñar alguna manera de evitar conflictos sobre los derechos de propiedad de los exiliados. También tendrá Cuba que unificar sus dos monedas, un

Mauro F. Guillén es director del Lauder Institute y catedrático de Dirección Internacional de la Empresa en la Wharton School, así como miembro del Consejo Académico de Afi Escuela de Finanzas Aplicadas.
E-mail: guillen@wharton.upenn.edu

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

sistema monetario que amenaza con agrandar las diferencias entre la economía de planificación central, por una parte, y la economía de emprendedores y de sectores orientados al exterior, por la otra.

A nadie le gusta tener que negociar y ceder tras seis décadas de enconado enfrentamiento. Cuba logrará avanzar hacia una economía, una sociedad y un sistema político concorde a los tiempos que corren si todos los actores implicados están dispuestos a reconsiderar sus posiciones con el objetivo de hacer progresos. Cuba podría ser hoy uno de los países más ricos del mundo, un ejemplo para el resto de América Latina. La culpa de su retraso y del sufrimiento de la gente la tienen, en cierta proporcionalidad, la tozudez de los gobiernos a ambos lados del estrecho de la Florida. Dejando a un lado el caso de Corea del Norte, la situación de Cuba es la más anacrónica del mundo. No pasarán ya muchos años antes de que la isla se convierta nuevamente en la Perla de las Antillas, y su capital en el París del Caribe. La tercera revolución cubana se está fraguando en estos momentos. Esperemos que supere en sus resultados a la revolución de la independencia y a la revolución castrista ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.M. de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Las economías desarrolladas ganan peso en el proceso de recuperación global

Como cada mes de abril, el Fondo Monetario Internacional ha vuelto a actualizar su *World Economic Outlook*. El mensaje del organismo es bastante continuista en cuanto a la buena marcha de la recuperación a nivel global. Una de las principales novedades del documento es la reducción de las diferencias entre el crecimiento de las economías desarrolladas, impulsadas por acontecimientos no recurrentes, y las emergentes, con importantes focos de riesgo que el Fondo pone de relevancia en su informe.

Juan Navarro

Como es habitual por estas fechas, el FMI ha actualizado su documento de previsiones para la economía global, el *World Economic Outlook* (WEO). Esta nueva edición apuesta por un escenario de recuperación global en el que no obstante cambian los motores del crecimiento, recogiendo, entre otros aspectos, el impacto que la caída del precio del petróleo tiene sobre las economías exportadoras e importadoras de crudo. El área euro es, sin duda, una de las regiones que más se beneficia de un barril de Brent más barato, y así lo recoge en sus previsiones el Fondo, que apunta a un crecimiento esperado del 1,5% para 2015.

El arranque de año no podía ser más favorable para las economías europeas y, en particular, para la española, que ve revisada su previsión de crecimiento interanual para el 2015 desde el 2,0% hasta el actual 2,5%. Alemania se consolida como el otro gran motor de crecimiento para el área euro, con un avance previsto según el organismo del 1,6% interanual a lo largo de este año.

El resto de grandes economías dentro del área euro, Francia e Italia, se muestran algo más rezagadas

[Stockbyte]/Thinkstock.

en el proceso de recuperación, lo que pone de manifiesto que en el futuro avance del área euro, las economías del núcleo no tendrán una importancia tan vital como hasta ahora. No obstante, Francia ha visto revisadas al alza sus previsiones en 0,3 puntos porcentuales (hasta el 1,2%), mostrando claros signos de mejora, mientras que se espera que Italia crezca un 0,5% en 2015 (revisados 0,1 puntos porcentuales al alza) y ponga fin a varios años de tasas de crecimiento negativas.

A la ya comentada cesión del precio del petróleo, se unen otros factores como la depreciación del euro, los estímulos cuantitativos del Banco Central Europeo y la mejora asociada a las condiciones financieras a las que se enfrentan entidades financieras, hogares y empresas no financieras. Todos estos aspectos son claves en el mensaje optimista del WEO sobre la recuperación.

Una de las principales novedades que se extrae de las conclusiones del informe del FMI es que el diferencial de crecimiento entre economías desarrolladas y emergentes podría reducirse en los próximos periodos. La mayoría de alertas recaen sobre las economías en proceso de desarrollo, las que según el organismo pueden padecer ciertos desequilibrios estructurales que en última instancia podrían lastrar su crecimiento potencial.

Preocupa sobre todo la situación de América Latina: el final del súper ciclo de materias primas supone un foco de riesgo para ellas, ampliamente dependientes de la evolución de sus precios. Hay que recordar que en torno a un 70% de sus exportaciones (en promedio) son productos naturales sin elaborar.

Por otro lado, el organismo es algo más benévolo con la marcha de otras áreas geográficas como Europa del Este y Asia. Ambas zonas tienen en común el efecto positivo que supone la caída del precio del petróleo, lo que ha contribuido a mejorar la renta disponible de los hogares y con ello ha permitido un repunte en consumo e inversión. Dentro de Europa del Este el principal foco de riesgo reside en las dudas en cuanto al proceso de recuperación de Rusia tras la crisis con Ucrania, así como en la marcha del área euro.

Por otra parte, China tendrá un papel destacado en la evolución del continente asiático. La capacidad de esta economía para converger a tasas de crecimiento mucho más sostenibles de forma progresiva será clave para el desarrollo de la región. Hasta ahora sus autoridades se han mostrado comprometidas con el *soft-landing* (desaceleración gradual de la economía) tal y como se deduce de la implementación de gran cantidad de reformas tanto monetarias como fiscales.

Mientras China está inmersa en un proceso de desaceleración al amparo de la rebaja de los precios energéticos y de nuevas reformas estructurales, surge una nueva potencia: India, sobre la que el FMI considera que crecerá a un ritmo mayor que China a partir de este año. El aumento de la credibilidad de sus instituciones así como la corrección de vulnera-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a	
	Abril	2015
RV Emergentes Europa del Este	7,6	22,4
RV Emergentes Latinoamérica	6,9	7,8
RV Materias Primas	6,4	13,7
RV Emergentes Asia y Oceanía	6,0	23,7
RV Emergentes Global	5,8	19,7
RV Emergentes MENA	4,0	14,1
Materias primas	3,9	2,9
RV Japón	3,8	25,0
RV Sectores Defensivos	3,1	16,5
RV Europa	2,9	20,3
RV Sectores Crecimiento	2,7	18,5
RV Internacional	2,4	16,3
RF Emergentes	1,8	9,5
RF Convertibles	1,8	9,3
RF Emergentes Corporate	1,6	7,2
RV EEUU	1,3	13,4
RV Euro	1,3	18,7
RV Mixta Internacional	1,1	9,6
Monetarios Internacional	1,1	9,6
Gestión Global	1,0	8,0
RV Mixta Euro	1,0	11,1
RF High Yields	0,8	6,9
RF Mixta Internacional	0,6	6,0
RF Internacional	0,6	7,8
Gestión Alternativa	0,5	4,5
RF Largo Plazo USD	0,4	13,4
RF Corto Plazo USD	0,3	11,6
Retorno Absoluto Conservador	0,2	2,1
RF Mixta Euro	0,1	4,1
RV España	0,1	14,7
Monetarios USD	0,1	12,4
RF Largo Euro	0,1	2,8
Fondos de Inversión Libre	0,0	8,4
Garantizado rendimiento variable	0,0	3,8
Monetarios Euro	0,0	0,0
Garantizado parcial	0,0	8,3
RF Corto Euro	-0,1	0,9
Garantizado rendimiento fijo	-0,1	0,7

Fuente: *Afi*.

bilidades intrínsecas que el país arrastraba desde hace décadas han sido los principales condicionantes para la mejora al alza de sus previsiones.

Finalmente, EEUU vuelve a configurarse como el motor más sólido de la recuperación global. La ágil respuesta de la política económica a la crisis permite a este país posicionarse en un estadio más avanzado de la recuperación. Su Banco Central ya podría encontrase cerca del proceso de normalización de las condiciones monetarias. Tras poner fin al programa de compras de activos a finales del 2014 (tapering), en breve procederá a subir los tipos de interés de intervención. No obstante, la laxitud monetaria que están exhibiendo la mayoría de los bancos centrales sumada a la desaceleración de la economía estadounidense durante el primer trimestre, podría ser un incentivo para que la Fed retrasase el comienzo del proceso de endurecimiento de condiciones monetarias hasta el tramo final de 2015.

En términos generales, el FMI pone de manifiesto en su informe la creciente contribución del bloque desarrollado al crecimiento mundial en detrimento de los países en desarrollo, que acusan serias vulnerabilidades. Por otro lado, advierte de que gran parte de las revisiones al alza en el crecimiento de economías concretas, como la del área euro, responden a hechos puntuales, tales como la cesión vertical del precio del petróleo o la cesión del euro. Una vez estos efectos se vayan diluyendo, las reformas estructurales se antojan como requisito indispensable para poder continuar con tasas de crecimiento cercanas al potencial de las economías, cada vez más reducido.

Mercados financieros

En cuanto a la evolución de las principales áreas de mercado destaca el buen comportamiento de la totalidad de activos emergentes, sobre todo en aquellos países que habían sufrido con mayor intensidad durante las últimas semanas como Rusia o Brasil. La falta de presión sobre estos mercados que supone la cautela en el mensaje de la Fed a la hora de acometer la primera subida de tipos de interés es el principal factor explicativo. En la medida que la Fed no endurezca su mensaje, estas áreas de mercado podrían seguir viéndose favorecidas, aunque cualquier tensionamiento por parte de las autoridades de EEUU tendrá una repercusión negativa en los mercados emergentes. Por tanto, consideramos el posicionamiento en éste área de mercado es más táctico que estratégico.

Concretando la composición recomendada de la cartera, pocos cambios con respecto al mes pasado. Reducimos bolsa europea ante los temores de que la crisis griega presione negativamente a esta clase de activo. Por su parte, elevamos la de la bolsa emergente de Latinoamérica porque pensamos que la Fed mantendrá un sesgo *dovish*, lo que debería traducirse en una reducción en las primas de riesgo en estas bolsas. Asimismo, elevamos el peso de gestión alternativa con el objetivo de ganar exposición a una categoría de activo descorrelada ::

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-abr-15	31-mar-15	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	35	40	17	18
RV EEUU	4	4	6	-2
RV Emer. Asia	0	0	1	-1
RV Emerg. Latam	5	2	1	4
RV Europa Este	0	0	1	-1
RV Japón	14	14	4	10
Renta variable	**58**	**60**	**30**	**28**
Ret. Abs. Conservador	0	0	7	-7
Gestión Alternativa	2	0	0	2
Gestión alternativa	**2**	**0**	**7**	**-5**
RF Convertibles	7	7	0	7
RF High Yield	9	9	2	7
RF Emergente	8	8	0	8
RF IG CP	0	0	8	-8
RF IG LP	0	0	0	0
RF Largo EUR	11	11	15	-4
RF Corto EUR	0	0	33	-33
RF USD	0	0	0	0
Renta fija	**35**	**35**	**58**	**-23**
Monetarios USD	2	2	0	2
Monetarios GBP	0	0	0	0
Liquidez	3	3	5	-2
Mdo. Monetario	**5**	**5**	**5**	**0**

Fuente: *Afi*.

Inercia

Han sido tres los factores que han provocado una revisión al alza en las previsiones de crecimiento del PIB: hundimiento del precio del petróleo (y de otras materias primas); intensa cesión de los tipos de interés y brutal depreciación del euro.

Una de las principales críticas que, con razón, se realizan a los modelos que tratan de anticipar la evolución de las variables económicas, es que tienen inercia. Efectivamente, lo más probable es que una economía que está en expansión continúe en una senda más o menos similar, salvo que se produzcan factores positivos o negativos que provoquen una alteración en su trayectoria. Y el problema es que el número de estos factores es elevadísimo, que surgen de manera espontánea, que muchos son nuevos y que su impacto sobre las variables económicas que se tratan de modelizar no es constante. No es que los modelos de previsión sean inerciales sino que es muy difícil (imposible) anticipar las perturbaciones y estas no siempre impactan igual sobre la evolución de las variables económicas.

Lo ocurrido en la UME en los últimos seis meses es un claro ejemplo. Si en verano debatíamos sobre la posibilidad de que el área euro recayera en su tercera recesión en menos de siete años (índices de sentimiento empresarial como los PMI así lo sugerían al acercarse a la zona de 50) hoy hablamos de que en 2015 puede ser el bloque que suponga la mayor sorpresa positiva. En este caso, han sido tres los factores que han provocado una revisión al alza en las previsiones de crecimiento del PIB: (1) hundimiento del precio del petróleo (y de otras materias primas), (2) intensa cesión de los tipos de interés y (3) brutal depreciación del euro. Los dos segundos factores se deben a un *Quantitative Easing* (QE) del BCE finalmente más contundente de lo esperado. El tercero es una «suerte» procedente desde el exterior. Tres factores positivos e inesperados que sirven para justificar por qué hemos modificado nuestro mensaje sobre la UME, en línea con lo que acaba de hacer el FMI: se reduce el riesgo de recesión y, con ello, de deflación.

Parece que los mercados bursátiles tampoco tenían descontada esta mejoría cíclica, a tenor de la recuperación del Eurostoxx 50. Es contundente el mejor comportamiento relativo reciente del índice bursátil europeo que se había quedado claramente atrás desde verano de 2011. La recuperación observada en el S&P 500 aquí imposibilitó la crisis de deuda pública de los países periféricos. En apenas tres meses se ha recortado gran parte del *underperfor-*

David Cano es socio de Afi y director general de Afi, Inversiones Financieras Globales, EAFI.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

mance, pero todavía quedan muchos puntos de índice por recuperar. Para ello, la clave está en la evolución del sector bancario. Con un peso del 20% en el Eurostoxx 50 se cotiza, aproximadamente, a un tercio de su valor de 2007. Entonces, el ROE de la banca era del 15%, lo que justificaba ratios de valoración como el *price to book* en la zona de las 3x. Hoy, con un ROE del 5%, el mercado no paga más que una vez su valor neto contable. Y el ROE es un tercio del de entonces porque aunque el beneficio sea del orden de la mitad, ahora se consigue con mucho más capital, con motivo de la más exigente regulación. El contexto de bajos tipos de interés y de desapalancamiento no es el más favorable para que el ROE de la banca suba de manera destacada, lastrando de esta forma al conjunto del Eurostoxx. A pesar de ello, apostamos por un mejor comportamiento del Eurostoxx frente al S&P 500 en los próximos meses ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

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

UNIFOND DINERO, FI

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

Unicaja

Entrevista a: Bosco Torremocha García de la Rasilla, director ejecutivo de la Federación Española de Bebidas Espirituosas (FEBE)

«La cooperación es fundamental, especialmente cuando se trata de abrir nuevos mercados complejos»

Bosco Torremocha García de la Rasilla, licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, desde diciembre de 2010 es director ejecutivo de FEBE. A lo largo de su carrera profesional ha ocupado puestos de distinta relevancia en el sector público, privado y asociativo, tanto en España como a nivel internacional. Lleva más de quince años vinculado directamente al mundo del vino y las bebidas espirituosas, siendo un gran conocedor del sector, fruto del desempeño de distintos cargos de responsabilidad en la Asociación de Exportadores de Jerez (ACES) y en la Federación de Bodegas del Marco de Jerez (FEDEJEREZ), así como en la Asociación de Destiladores-Usuarios de Aguardientes de Vino, en la Confederación Española del Vino, en el Consejo Regulador del Brandy de Jerez y en el Grupo Consultivo de Bebidas Espirituosas de la Comisión Europea representando a la Confederación Europea de Productores de Bebidas Espirituosas (CEPS).

Bosco Torremocha García de la Rasilla, *director ejecutivo de FEBE*

Ana Domínguez

La Federación Española de Bebidas Espirituosas (FEBE) representa a la industria española de fabricación y distribución de bebidas espirituosas y productos derivados, contando entre sus asociados con unas 130 empresas que desarrollan su actividad en este sector en España. Muchas de ellas también cuentan con actividad internacional, llevando las bebidas espirituosas de origen español a otras muchas latitudes.

¿Cómo caracterizaría el nivel y potencial de internacionalización del sector de bebidas espirituosas español? ¿Qué imagen tienen nuestras bebidas en el exterior?

Afortunadamente el nivel de internacionalización es muy alto. Lo demuestra el valor de las exportaciones, que es el más elevado de todas las bebidas alcohólicas producidas en España. Incluso superior al de los vinos españoles y muy por delante del potencial exportador de las cervezas.

Las bebidas espirituosas se caracterizan por su acento marcadamente marquista lo que se traduce en una muy positiva consideración por parte de los mercados internacionales destino de nuestras exportaciones.

¿Qué tipo de actividades desarrolla FEBE para impulsar la presencia de empresas españolas en otros mercados, fuera de España?

Si bien FEBE tiene su foco en el mercado doméstico, en los últimos años hemos acompañado a nuestras empresas en el exitoso proceso de internacionalización que están llevando a cabo las marcas nacionales, abriendo nuevos mercados y consolidando la posición en los mercados tradicionales. Desde el inicio de la crisis las exportaciones crecen todos los años por encima del 5% y el sector de espirituosos está cerca de lograr una balanza netamente positiva.

¿Cuáles son los principales obstáculos que han de superar las pymes del sector que deciden internacionalizarse?

La dimensión es muy importante a la hora de posicionarse con garantías en los mercados extranjeros. Aunque no es la única clave para el éxito, ya que se puede sustituir por una cuidada presentación, la innovación, el estudio de los mercados y una decidida apuesta por la calidad. Aspectos todos ellos que caracterizan a la producción de bebidas destiladas en España.

¿Qué atributos resultan esenciales para la adecuada comercialización de bebidas espirituosas en el exterior?

La calidad, la innovación, la marca,...; todos ellos son elementos esenciales. La apuesta por la marca conlleva aportar valor y la marca está íntimamente ligada a la innovación y a una cuidada imagen. En nuestro sector el índice de penetración de la marca blanca y de los graneles es muy bajo por lo que la marca desempeña un papel fundamental.

¿Qué tipo de bebidas espirituosas de origen español están teniendo más éxito o son más apreciadas fuera de nuestras fronteras?

La bebida espirituosa más exportada es, sin lugar a dudas, el Brandy, aunque en todos los segmentos y categorías existen buenos ejemplos de éxito: parcharán, aguardientes, licores y, últimamente, ginebras, que en poco tiempo han ganado cuota de mercado y un enorme prestigio.

¿Qué importancia tienen la cooperación y el establecimiento de alianzas empresariales en el desarrollo de una estrategia comercial internacional sólida?

¡La cooperación es fundamental! Especialmente cuando se trata de abrir nuevos mercados, y sobre todo en aquellos que presentan más dificultades logísticas o de penetración. En este sentido, China y Rusia son mercados especialmente relevantes para ello.

¿Qué tipo de apoyos públicos considera que resultan más eficaces para promover la internacionalización del sector? ¿Cuáles son los más valorados por las empresas asociadas a FEBE?

Existe apoyo, pero aún queda mucho por hacer. Estamos muy lejos de la acción de ayuda a la internacionalización de otros países, especialmente de nuestro entorno. No hablamos solo de

apoyos económicos, sino de poner todos los recursos del Estado para la acción internacional (representación comercial, Embajadas, Asuntos Exteriores) al servicio de la marca España en el exterior.

¿Qué mercados internacionales son considerados prioritarios por las empresas españolas fabricantes de bebidas espirituosas? ¿Cuáles ofrecen mejores expectativas de crecimiento de las exportaciones?

Europa es un gran mercado, existen muchas expectativas en los países del Este. Pero el gran potencial de crecimiento está sin duda en el continente americano, en África y en Asia.

¿Cuáles son los principales desafíos para el sector en el ámbito internacional?

La principal barrera viene dada por la normativa internacional y en muchos casos por los "injustos" aranceles que se imponen a los productos importados. En el caso español, se suman o, mejor dicho, se multiplican las trabas, con los impuestos especiales al alcohol.

¿Qué consejos trasladaría a aquellas pymes españolas que desean iniciar su andadura internacional?

Consistencia. Tener un plan, apostar por el conocimiento del mercado y por un adecuado posicionamiento que permita crecer en valor y no solo en volumen ::

Movilidad: ideas para un año electoral

Un mal sistema de movilidad consumirá una desproporcionada cantidad de tiempo y energía.

La movilidad, local o a media y larga distancia, de las personas y las mercancías es causa y consecuencia del funcionamiento de un sistema económico y social. Es necesaria para el desempeño de las actividades productivas, personales y sociales y para mantenerla al nivel requerido por dichas actividades se ordenan importantes recursos económicos. la movilidad, por otra parte, obliga a quienes la realizan a consumir dos recursos muy particulares: tiempo y energía.

Un mal sistema de movilidad consumirá una desproporcionada cantidad de tiempo y energía, haciendo el disfrute de sus ventajas, que, además, se verán disminuidas, muy oneroso para los individuos y/o para la sociedad.

La movilidad, obviamente, se organiza mediante los sistemas de transporte individual, colectivo, público o privado existentes. Todos ellos tienen sus ventajas y sus inconvenientes a la hora de proporcionar el tipo de movilidad que cada persona (o mercancía) requiere en cada uno de los desplazamientos que debe acometer para cada necesidad y resulta difícil establecer el balance mas eficiente de modos de transporte, titularidad de los mismos y plataformas de infraestructuras requeridas.

Las infraestructuras, por otra parte, complican el problema, ya que cada medio de transporte requiere infraestructuras dedicadas, por lo general rígidas, que son muy caras de construir y mantener, al igual que los vehículos, naves, aeronaves o material rodante utilizados en el transporte colectivo.

La restricción medioambiental (atmosférica, asociada al uso de energía fósil) y de espacio, la congestión de las infraestructuras en horas punta, la contaminación o el ruido en los ámbitos urbanos, los accidentes y otra siniestralidad, sin embargo, imponen unos límites muy relevantes al uso de un sistema integral de movilidad económica, personal y social y se revelan "fallos de mercado" que obligan a algún tipo de intervención para limitar los inconvenientes de la movilidad a un mínimo socialmente deseable. Esta intervención suele hacerse mediante el uso de impuestos «piguvianos» (in-

José Antonio Herce es Director Asociado de Afi.
E-mail: jherce@afi.es

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS

PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

e-Business funciona como herramienta de gestión on-line

Solicite su Tarjeta e-Business en su oficina habitual de Unicaja. Para cualquier duda, llame a Unicaja Línea Directa al 901 111 133 / 952 076 224. Le atenderemos encantados.

Unicaja

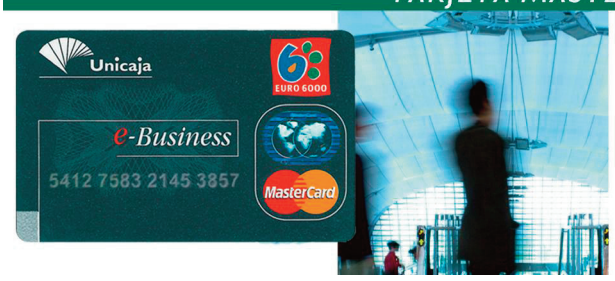
cluidas tarifas adicionales por congestión), transferencias «à la Coase» (para incentivar determinados medios de transporte) o meras prohibiciones, de ser necesarias estas medidas más drásticas.

Es evidente que, solo por casualidad, la combinación de impuestos, transferencias y prohibiciones en materia de movilidad existente en España se acercará a lo deseable. Naturalmente que tenemos impuestos sobre hidrocarburos, pero no a su contenido en carbono (que es lo que importa) ni graduados por la eficiencia social con la que se usa dicho combustible. Claro que tenemos exenciones o subvenciones de algún tipo para el trasporte colectivo y, especialmente, para el de titularidad pública, pero, ¿estamos seguros de que ese tratamiento está diseñado para lograr el uso socialmente óptimo de los medios de transporte colectivos, o para fomentar determinados trasvases de tráficos de unos a otros medios de transporte? Todos observamos que no se puede utilizar el vehículo privado en determinadas zonas de las ciudades, pero, ¿somos todavía demasiado permisivos, o excesivamente restrictivos?

Creo que, de cara al cumplimiento óptimo de las funciones múltiples de un sistema de movilidad integral, no tenemos ni bien evaluados los efectos de nuestro sistema actual ni, como consecuencia de ello, bien calibrados los instrumentos incentivadores o disuasorios que requiere dicho cumplimiento. Si esto es así, estamos sufriendo disfunciones y distorsiones innecesarias que tendrán consecuencias económicas, sociales y medioambientales.

Podríamos, por ejemplo, considerar un impuesto al principio activo de la movilidad: el carbono, en vez de los actuales impuestos a los hidrocarburos. También podríamos ver en qué medida los impuestos a la electricidad se duplican cuando esta se produce utilizando combustibles fósiles ya gravados por sus impuestos especiales. O empezar a graduar impuestos en función del uso unitario de los medios de trasporte (idealmente viajeros-kilómetro) y de sus externalidades negativas. O reducir la fiscalidad de los medios de transporte que menos externalidades negativas causen, también en términos unitarios. Incluyendo, naturalmente, la siniestralidad además del medio ambiente en la valoración. Estamos lejos de la movilidad del S. XXI, pero ya estamos en pleno S. XXI. Movámonos ::

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS



PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

e-Business funciona como herramienta de gestión on-line

Solicite su Tarjeta e-Business en su oficina habitual de Unicaja. Para cualquier duda, llame a Unicaja Línea Directa al 901 111 133 / 952 076 224. Le atenderemos encantados.

Unicaja

Precios de transferencia de las operaciones vinculadas

Las operaciones vinculadas se encuentran contempladas en el artículo 16 de la Ley del Impuesto de Sociedades, referido a aquellas transacciones efectuadas entre personas o entidades dependientes. En el caso de grupos consolidados, la matriz del grupo invierte en las filiales a través de capital y, en algunos casos, a través de préstamos. Las filiales invierten a su vez sus excesos de tesorería en forma de depósitos en la propia matriz. Estas operaciones de financiación e inversión deben realizarse en condiciones de mercado para cumplir con la normativa fiscal y contable vigente que regula las operaciones vinculadas.

Carlos Díez

La financiación de filiales tanto extranjeras como nacionales se ha convertido en una práctica habitual durante los últimos años debido fundamentalmente a dos razones: la imposibilidad de obtener financiación por medio del canal bancario y el aumento del número de filiales extranjeras emplazadas en países con tipos de interés significativamente altos y, por lo tanto, atractivos.

El artículo 16 de la Ley del Impuesto de Sociedades considera entidades vinculadas aquellas que pertenecen a un mismo grupo:

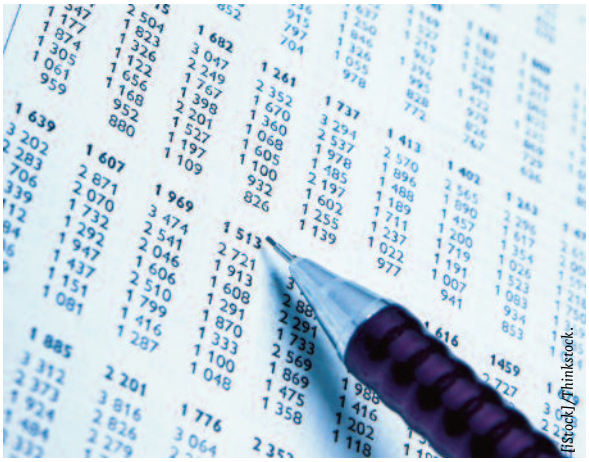
• entidades participadas indirectamente en, al menos, el 25 % del capital social o de los fondos propios;

• entidades residentes en territorio español y sus establecimientos permanentes en el extranjero;

• entidades no residentes en territorio español y sus establecimientos permanentes en el mencionado territorio; y

• entidades que formen parte de un grupo que tribute en el régimen de los grupos de sociedades cooperativas.

Del mismo modo, se establece que hay relación vinculante entre una entidad, en cualquiera de los casos anteriores, y sus socios o partícipes, consejeros, administradores o cualquier persona unida por relaciones de parentesco, consanguinidad o afinidad.



(iStock/Thinkstock)

Documentación y declaración de operaciones vinculadas

La Administración Tributaria establece que tanto personas como entidades deben facilitar la documentación correspondiente a las operaciones de financiación. Existen dos límites que eximen a ambos de la obligación de presentación de documentación:

• Para las personas o entidades cuya cifra de negocios del período impositivo sea inferior a 8 millones de euros y el total de operaciones vinculadas realizadas en dicho período no supere el importe conjunto de 100.000 euros.

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

• Para todo tipo de personas o entidades, cuando la contraprestación del conjunto de operaciones realizadas en el período impositivo con la misma persona o entidad vinculada no supere el importe de 250.000 euros.

En todo caso, será de carácter obligatorio documentar las operaciones realizadas con personas o entidades vinculadas que residan en un país o territorio calificado reglamentariamente como paraíso fiscal, excepto que residan en un Estado miembro de la Unión Europea y el sujeto pasivo acredite que las operaciones responden a motivos económicos válidos y que esas personas o entidades realizan actividades económicas.

Por otro lado, sólo existe obligación de informar en la declaración de aquellas operaciones vinculadas en las que, existiendo obligación de documentación, el conjunto de las operaciones por persona o entidad vinculada, del mismo tipo y con el mismo método de valoración supere 100.000 euros, sin incluir el IVA.

El cuadro resumen de obligaciones tanto para la documentación como para su declaración es el contemplado a continuación.

Cálculo del valor normal de mercado

El artículo 16 de la Ley del Impuesto de Sociedades hace especial hincapié en que dichas transacciones deben efectuarse por su valor normal de mercado, esto es, «aquel que se habría acordado por personas o entidades independientes en condiciones de libre competencia». Este valor normal de mercado aplica, en el caso de operaciones de financiación o de inversión intragrupo, al tipo de interés aplicado por las empresas en estas transacciones.

Para la determinación del valor normal de mercado se aplicará alguno de los siguientes métodos:

• **Método del precio libre comparable**, por el que se compara el precio del bien o servicio en una operación entre personas o entidades vinculadas con el precio de un bien o servicio idéntico o de características similares en una operación entre personas o entidades independientes en circunstancias equiparables, efectuando, si fuera preciso, las correcciones necesarias para obtener la equivalencia y considerar las particularidades de la operación.

Esta es, sin duda, la metodología más aplicada en la práctica. Es muy importante atender, dentro de las equivalencias, al plazo, volumen de emisión, país donde reside el prestatario y por supuesto la calidad crediticia del mismo. Es por tanto muy importante disponer de un sistema o herramienta que permita evaluar el riesgo de contraparte de las diferentes filiales de un grupo a la hora de establecer las condiciones de financiación.

• **Método del coste incrementado**, por el que se añade al valor de adquisición o coste de producción del bien o servicio el margen habitual en operaciones idénticas o similares con personas o entidades independien-

CUADRO RESUMEN DE OBLIGACIONES

Esquema de obligaciones formales en las operaciones vinculadas	Documentación	Consignación en la declaración MOD.200
Operaciones excluidas de documentación y declaración		
• PYMES < 8M € y hasta 100.000€ conjunto de operaciones vinculadas (excepto paraísos fiscales)	NO	NO
• Grupo fiscal (independientemente del volumen operaciones)	NO	NO
• AIES, UTES (independientemente del volumen operaciones)	NO	NO
• Operaciones realizadas en el ámbito de ofertas públicas de venta o de ofertas públicas de adquisición de valores (independiente del volumen de operaciones)	NO	NO
• Operaciones realizadas entre Entidades de Crédito integradas en un S.I.P. aprobado por el BE (independiente del volumen de operaciones)	NO	NO
Operaciones excluidas de documentación y declaración		
Hasta 250.000 € de operaciones por entidad vinculada (no operaciones específicas)	NO	NO
Hasta 250.000 € de operaciones vinculadas (en operaciones específicas). Se distingue:		
• = 100.000 € conjunto operaciones por entidad vinculada, del mismo tipo y método de valoración	SI	NO
• > 100.000 € conjunto operaciones por entidad vinculada, del mismo tipo y método de valoración	SI	SI
Más de 250.000 € de operaciones vinculadas. Se distingue:		
• = 100.000 € conjunto operaciones por entidad vinculada, del mismo tipo y método de valoración	SI	NO
• > 100.000 € conjunto operaciones por entidad vinculada, del mismo tipo y método de valoración	SI	SI

Fuente: *Agencia Tributaria*.

tes o, en su defecto, el margen que personas o entidades independientes aplican a operaciones equiparables, llevando a cabo en aquellos casos que se requiera, las correcciones necesarias.

• **Método del precio de reventa**, por el que se sustrae del precio de venta de un bien o servicio el margen que aplica el propio revendedor en operaciones idénticas o similares con personas o entidades independientes o, en su defecto, el margen que personas o entidades independientes aplican a operaciones equiparables, realizando al igual que en los casos anteriores todo tipo de ajustes necesarios atendiendo a la particularidad de la operación.

En aquellos casos en los que la información de mercado sea limitada y por tanto no sean de posible aplicación los métodos anteriormente descritos se podrán aplicar los siguientes métodos para establecer el valor de mercado de las operaciones vinculadas:

• **Método de la distribución del resultado**, por el que se asigna a cada persona o entidad vinculada que realice de forma conjunta una o varias operaciones, la parte del resultado común derivado de dicha operación u operaciones, en función de un criterio que refleje adecuadamente las condiciones que habrían suscrito personas o entidades independientes en circunstancias similares.

• **Método del margen neto del conjunto de operaciones**, por el que se atribuye a las operaciones realizadas con una persona o entidad vinculada el resultado neto, calculado sobre costes, ventas o la magnitud que resulte más adecuada en función de las características de las operaciones, que el contribuyente o, en su caso, terceros habrían obtenido en operaciones idénticas o similares realizadas entre partes independientes, llevando a cabo los ajustes necesarios al igual que en el resto de casos.

En todas aquellas operaciones en las cuales exista una diferencia entre el precio de transferencia y el valor normal de mercado, esta tendrá el tratamiento fiscal correspondiente para las personas o entidades vinculadas. Si dicha diferencia fuese a favor o en contra de la sociedad, esta deberá registrar dicho importe como activo o pasivo por impuestos diferidos respectivamente. En este sentido, la Administración Tributaria está realizando importantes esfuerzos para garantizar que esta práctica no supone una forma de disminuir la tributación a través de las diferentes sociedades que son financiadas.

Ejemplo de una operación entre dos entidades que pertenecen al mismo Grupo

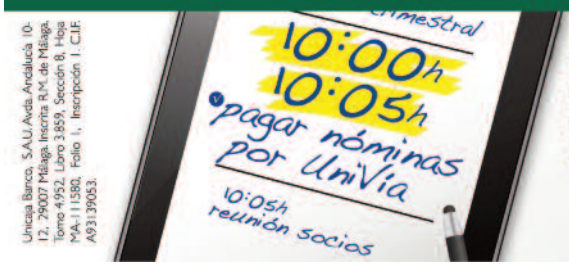
La empresa X, matriz del grupo y situada en España, ha decidido financiar una de sus filiales, la empresa Y, que tiene residencia fiscal en Italia. Se trata de una operación con vencimiento de un año, por un importe de 700 millones de euros. La empresa Y tiene una calidad crediticia asignada por el modelo interno de evaluación de riesgo de contrapartida de la matriz de B-.

Basándose en el método del precio libre comparable, la empresa X busca en el mercado operaciones de financiación a empresas que, contando con la misma calidad crediticia y perteneciendo al mismo sector de actividad (sector industrial), han conseguido fondos para operaciones en euros y con un importe no superior a los 1.000 millones de euros ni inferior a los 500 millones de euros.

Una vez seleccionada la muestra, una de las posibles prácticas puede ser el cálculo de la mediana, a efectos de eliminar posibles registros anómalos (excesivamente altos o anormalmente bajos). Una vez se ha calculado el valor mediano es necesario llevar a cabo una serie de correcciones para ajustar las condiciones de mercado a la operación en particular.

Una de ellas hace referencia a la consideración del riesgo país. En este caso, la empresa ha seleccionado emisiones de mercado de la zona núcleo (Alemania, Francia, Austria, Luxemburgo, Holanda), por tanto, será necesario incluir en este caso el riesgo país que comporta que la empresa esté ubicada en Italia. Normalmente el riesgo país se toma a largo plazo, mediante emisiones de deuda de los tesoros a plazo de 10 años

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

Descubra un nuevo método para ahorrar en su empresa: simplifique al máximo la gestión de pago de las nóminas de sus empleados a través del Servicio Nóminas Empresas. Tramítelas a través de UniVía y dedique su tiempo a gestiones más rentables para su empresa.

www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

Unicaja Banco, S.A.U. Avda. Andalucía 10-12, 29007 Málaga. Inscrita R.Mª de Málaga, Tomo 4.952, Libro 3.859, Sección 8, Hoja MA-111580, Folio 1, Inscripción 1. C.I.F. A93139053.

EJEMPLO DE MÉTODO DEL PRECIO LIBRE COMPARABLE								
ISIN	Descripción	Plazo	*Rating* compuesto	Moneda	País	Sector	Valor facial	OAS vs *Swap*
XS0946155693	ALTICE FINCO SA	6/15/2023	B3	EUR	LU	Media	600	473
XS0873629223	LA FIN ATALIAN	1/15/2020	B3	EUR	FR	Servicios	600	421
XS1061642317	ALTICE	5/15/2022	B3	EUR	LU	Media	750	616
XS1117300241	ALTICE	2/15/2025	B3	EUR	LU	Media	750	584
XS0568044555	CONVATEC HEALTHC	12/15/2018	B3	EUR	LU	Salud	700	579
XS1093814116	HOMEVI	8/15/2021	B3	EUR	FR	Salud	600	489
XS0981235129	XELLA HOLDCO FIN	9/15/2018	B3	EUR	DE	Industrias básicas	700	677
XS0982710740	INEOS GROUP HOLD	2/15/2019	B3	EUR	LU	Industrias básicas	600	472
XS1050202446	FINANCIERE GAILL	9/30/2019	B3	EUR	FR	Industrias básicas	700	576
XS0864385264	KM GERMANY	12/15/2020	B3	EUR	DE	Bienes de capital	700	373
XS1107268135	Nyrstar Netherla	9/15/2019	B3	EUR	NL	Industrias básicas	700	648
XS1117298833	PICARD	02/01/2020	B3	EUR	LU	Retail	700	357
XS0943327378	SMCP	6/15/2020	B3	EUR	FR	Retail	700	541
XS0943769470	UNILABS SUBHOLD	7/15/2018	B3	EUR	LU	Salud	700	599
XS1199438174	UNITYMEDIA KABEL	1/15/2027	B3	EUR	DE	Media	700	352

(que normalmente son las más líquidas). En este caso, el riesgo país se estima en 145 puntos básicos.

Como se puede observar, el vencimiento medio de las emisiones seleccionadas es de 5 años por lo que será necesario corregir los costes por un riesgo plazo menor. Al tratarse de una operación a corto plazo (1 año), ajustamos el riesgo país a través de la pendiente entre el tipo de interés swap en euros a 5 años y el tipo de interés swap en euros a un año.

La mediana nos indica que el *spread* o margen a aplicar en esta operación debe encontrarse en torno a los 541 puntos básicos. Incluyendo el riesgo país (+145 puntos básicos) y reduciendo el riesgo plazo mediante la diferencia de swaps (-13 puntos básicos) nos queda un margen de 673 puntos básicos.

MARGEN O SPREAD A SER APLICADO				
		Riesgo plazo	Riesgo país	*Spread* final
Mediana	541	-13	145	673

Es importante señalar que el *spread* o margen estaría calculado en base anual, por lo que si las liquidaciones y amortizaciones se realizasen trimestralmente este spread debería ser fraccionado ::

Por fin las sociedades limitadas podrán emitir obligaciones

El pasado 28 de abril se publicaba en el BOE la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. Esta nueva ley trata de ser una respuesta a la tradicional dependencia de las compañías españolas de la financiación bancaria, especialmente acusada en el caso de las pequeñas y medianas empresas.

Virginia González

La Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (en lo sucesivo también la «Ley») introduce importantes novedades para fomentar las fuentes de financiación alternativas y la financiación corporativa. En el presente artículo nos centraremos en las novedades aprobadas con la finalidad de fomentar el acceso a los mercados de capitales y, concretamente, en las modificaciones de la Ley de Sociedades de Capital y de la Ley del Mercado de Valores en lo que respecta a la emisión de obligaciones.

Como principal novedad con respecto a la regulación actual en materia de emisión de obligaciones la Ley permite a las Sociedades de Responsabilidad Limitada, con algunos límites, la emisión de obligaciones y otros valores que reconozcan o creen deuda. Hasta la fecha, la Ley de Sociedades de Capital vetaba esta posibilidad de obtención de financiación mediante la emisión de obligaciones a este tipo de sociedad.

Según las estadísticas del Colegio de Registradores de España, en el año 2014 se constituyeron 94.606 sociedades, la mayor cifra desde 2008. De esta cifra, el 98,81% correspondía a sociedades de responsabilidad limitada y un 0,70% a sociedades anónimas. La misma fuente indica que las emisiones de obligaciones inscritas[1], realizadas por las sociedades anónimas como instrumento para conseguir financiación, después del importante repunte producido en 2010 cuando alcanzaron el número de 84, y la bajada posterior en 2011 hasta las 64 operaciones, continúan el ascenso iniciado en 2012 (77) y llegan de nuevo a las 84 operaciones realizadas en 2014. En cuanto al volumen de capital requerido por las necesidades de financiación de los emisores, las cifras han mostrado una fuerte expansión en 2014, hasta alcanzar los 50.556 millones de euros, poco más de la mitad del año anterior (descenso del 44,6%), donde se emitieron 91.315 millones.

A la vista del volumen que representan las sociedades de responsabilidad limitada sobre el total de sociedades que se constituyen en nuestro país, no cabe duda que la nueva Ley hace un guiño al mercado en materia de financiación mediante emisión de valores de deuda, hasta ahora exclusivo de una mínima parte de las compañías.

Sin perjuicio de lo anterior, la Ley prevé expresamente que las sociedades de responsabilidad limitada no podrán, en ningún caso, emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales, así que el avance en materia de emisión de obligaciones por sociedades limitadas se restringe a la emisión de obligaciones simples.

Del mismo modo, mantiene restricciones de cuantía para las sociedades de responsabilidad limitada, en función del importe que represente el valor de la emisión sobre los recursos propios del emisor, y de las garantías que se presten al acordar la emisión, como había venido ocurrido hasta la publicación de esta Ley para las sociedades anónimas no cotizadas (con algunas excepciones) así como las comanditarias por acciones.

Es decir, que también hay que destacar, como novedad importante de la presente Ley, la eliminación del límite máximo que impedía emitir obligaciones a las sociedades anónimas y comanditarias por acciones por encima de sus recursos propios.

La Ley también modifica las competencias para acordar la emisión de obligaciones. A este respecto, salvo disposición contraria en los estatutos, el órgano de administración (y no la junta general) será el competente para acordar la emisión y, en su caso, la admisión a negociación de obligaciones, así como para acordar el otorgamiento de garantías de la emisión de obligaciones. La junta general, por el contrario, será competente para acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones o de obligaciones que atribuyan a los accionistas una participación en las ganancias sociales.

Por lo tanto, la Ley extiende las posibilidades de desintermediación bancaria a la mayoría de sociedades que conforman el panorama empresarial nacional, al permitir a las sociedades de responsabilidad limitada emitir obligaciones simples ::

[1] Las emisiones que se realizan con Folleto Informativo autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores no necesitan ser inscritas en el Registro Mercantil correspondiente.

Vuelta a casa, vuelta a lo seguro

Los activos transfronterizos han descendido en proporción de los activos bancarios totales hasta niveles inferiores a los anteriores a la crisis.

La crisis ha alterado aspectos esenciales de la actividad bancaria. La ha hecho, desde luego, más sensible a la gestión de riesgos y a un entorno regulador que reforzará las exigencias a este respecto, y eso lleva consigo no pocas consecuencias.

La más explícita desde poco después de emerger la crisis fue un repliegue desde las actividades internacionales. Una vuelta a casa que se puso de manifiesto en el desplome en la actividad crediticia transfronteriza de las grandes entidades, especialmente en la eurozona.

Ahora el FMI centra el segundo de los capítulos de su Global Financial Stabilty Report (GFSR) en ese y otros cambios de importancia observados en la banca con proyección internacional, que aquí se comentan a modo de resumen.

1. Cambios en la actividad bancaria internacional

1.1. Vuelta a casa: de la actividad transfronteriza a la multinacional

La vuelta a casa es evidente. Los activos transfronterizos han descendido en proporción de los activos bancarios totales hasta niveles inferiores a los anteriores a la crisis, como se ve en el gráfico adjunto. Ello no ha impedido que la actividad estrictamente multinacional de los bancos haya sido algo más intensa, tras caer en 2007 y 2008, sustituyendo parcialmente esos créditos transfronterizos (financiación directa a entidades de otros países) por los concedidos en moneda local, fondeados en los mercados de los países donde están establecidas las filiales. Este ha sido el caso de los bancos españoles, entre otros.

1.2. Retirada de determinados segmentos de mercado

Se ha reducido el número de filiales en el extranjero. Pero también se ha reducido la exposición a otros riesgos, siempre con el imperativo de la presión reguladora como dominante. Se ha vuelto a negocios y mercados con ventajas de información más claras, más tradicionales, alejándose de las actividades más intensivas en capital hacia las más directamente basadas en la generación de comisiones y gastos por servicios.

1.3. Emergencia de nuevos actores para cubrir los gaps abiertos

Las emisiones internacionales de bonos empresariales han tratado de compensar esas brechas abiertas por el crédito bancario. Desde luego, de los emisores provenientes de mercados emergentes. No hace falta insistir en que los bajos tipos de interés han constituido un poderoso atractivo a esas emisiones.

1.4. Regionalización

Ha sido particularmente explícita en el caso de los bancos de la eurozona, que se han replegado desde los mercados emergentes y en desarrollo desde 2008, sin que hayan recuperado aquellos niveles de expo-

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

sición a esos países, Asia incluida, previos a la crisis. En Asia, esta vuelta a Europa ha sido más que compensada con la intensificación de la presencia de bancos japoneses en la región.

No ha ocurrido lo mismo en América Latina, donde el repliegue europeo ha sido cubierto por bancos locales, estadounidenses y canadienses, fundamentalmente.

2. Causas

Las razones de los cambios anteriores son internas y externas al sector bancario.

2.1. Profundo y prolongado desapalancamiento de bancos, familias y empresas desde el inicio de la crisis. Importante efecto sobre la oferta y la demanda de crédito. En España, desde luego, lo hemos observado muy claramente, mediante la venta muy significativa de activos de todo tipo por los bancos. En realidad, ahora volvemos a observarlo en estos días con las ventas de activos de algunas entidades, considerados estratégicos hasta hace poco.

Al mismo tiempo tratan de confiar en fuentes de financiación más estables y seguras.

2.2. Presiones reguladoras

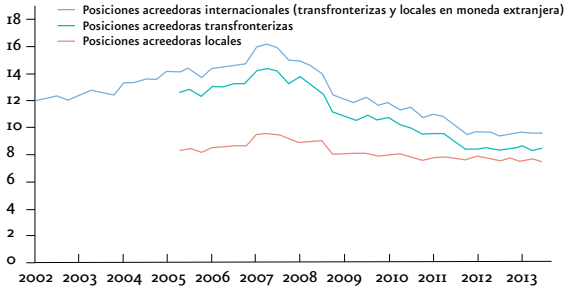
En particular, se trata de aquellas presiones para fortalecer la base de capital de los bancos, al tiempo que reducían su oferta de crédito doméstica.

3. Consecuencias

Puede dar la impresión de que esa involución internacional es inequívocamente favorable, pero sus efectos, como reconocen los autores del informe, están lejos de manifestarse con toda claridad. Señalemos algunos, a modo de muestra:

Posiciones acreedoras transfronterizas y locales relativas a activos bancarios totales de países receptores

(%)



Fuente: *FMI, Global Financial Stability Report, abril 2015.*

3.1. Reducción de posibilidades de diversificación de riesgos. Es decir, mayor exposición a shocks locales.

3.2. Menores posibilidades para las economías receptoras de la financiación internacional de compensar las variaciones en la oferta de crédito local.

3.3. Menores posibilidades de contagio de los flujos transfronterizos, en ocasiones fuente de episodios de inestabilidad financiera local. Aunque es verdad que históricamente los flujos bancarios transfronterizos han sido mucho más volátiles que los flujos financieros de cartera.

Hasta aquí el balance provisional de una tendencia que está durando lo que la crisis. En la medida en que esta se inspira más en la presión reguladora y la de los supervisores, es de esperar que no sea precisamente agua de mayo. Seguro que aparecen señales de su carácter más o menos irreversible ::