



Empresa Global

Nº 103 (enero 2011)

EDITA

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Baliña, David Cano, Ana Domínguez Viana, Santiago Fernández de Lis, Maribel Gómez Sánchez, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Luis Hernanz, Elisa Lafuente, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Javier López Somoza, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández.

CONSEJO ASESOR

Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña

Carlos Egea Krauel
Caja Murcia

José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid

José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid

José Manuel González Páramo
Banco de España y Universidad Complutense de Madrid

Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid

Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza

Ignacio Santillana del Barrio
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid

Juan Soto Serrano
ExPresidente de Hewlett Packard

Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business

Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School

José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid

Javier Santiso
Profesor de Economía, ESADE Business School

DIRECTOR EDITORIAL José Fraile de Valle

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González Manzanar y Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

IMPRESIÓN Monterreina, S.A.

Impresa en España - Printed in Spain

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

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

EDITORIAL

Un motivo más de acercamiento a Marruecos

Colocar a Marruecos entre los 20 principales destinos turísticos mundiales, duplicar el tamaño del sector hasta alcanzar los 20 millones de turistas, crear 200.000 plazas hoteleras y triplicar el volumen de ingresos por turismo hasta los 140.000 millones de dirhams son los principales objetivos que configuran la nueva estrategia Visión 2020 de turismo que acaba de presentar el Gobierno de Marruecos.

La consecución de estos objetivos requerirá la movilización de importantes recursos financieros, que la Administración marroquí estima en más de 10.000 millones de euros. Pero también la intervención coordinada de los distintos actores del sector, públicos y privados, en torno a un conjunto de medidas cuyos ejes principales son la modernización del sector, la apuesta por la calidad y por un turismo sostenible y la diversificación de la oferta a través de una puesta en valor del potencial turístico de Marruecos, entre otros. Todo ello pone de manifiesto la clara apuesta del reino alauita por la potenciación de un sector que está llamado a convertirse en uno de los vectores fundamentales del crecimiento y el desarrollo económico del país.

En este sentido, España constituye un modelo para Marruecos de lo que hay que hacer para desarrollar un sector como el del turismo, pero también de los errores que hay que evitar. El levante español es, a este respecto, bastante ilustrativo de los desastres naturales y medioambientales que puede provocar un desarrollo incontrolado de la industria turística y de la necesidad de acompañar este desarrollo con una correcta planificación.

De esta estrategia van a derivarse, sin lugar a dudas, importantes oportunidades para las empresas españolas que no pueden desaprovechar. En la estrategia anterior, Visión 2010, los inversores de nuestro país tuvieron un protagonismo indiscutible. Ahora, la implicación de nuestras empresas debería ser mayor, apoyándose, para ello, en la experiencia previa y el excelente posicionamiento que posee España en materia turística. No en vano, nuestro país figura entre las tres primeras potencias turísticas del mundo por volumen de llegadas.

Es cierto que, en materia política, las relaciones entre España y Marruecos no atraviesan por su mejor momento. Pero la experiencia histórica nos enseña que los desencuentros políticos no tienen por qué afectar las relaciones económicas y comerciales entre ambos países. Política y economía parecen discurrir, afortunadamente, por derroteros distintos. Pero, aunque esto sea sí, tampoco se puede descartar que el enconamiento de la situación no pueda llegar a impactar negativamente en la esfera económica. La consideración de los importantes intereses mutuos que en todos los ámbitos vinculan a nuestro país con nuestro vecino del sur debería, por tanto, llevar a las Administraciones de ambos países a resolver cuanto antes las diferencias y recuperar el buen clima de entendimiento y cooperación que ha caracterizado históricamente nuestras relaciones bilaterales ::

INFORME PAÍS

Japón o el país de la eterna deflación

Inmerso en un estado de letargo crónico, que data de hace más de 20 años y al que inevitablemente se ha sumado la actual crisis financiera internacional, Japón sigue siendo una de las economías más potentes del oriente asiático junto con China, Corea del Sur y los países de la ASEAN.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Visión 2020: una nueva estrategia para el turismo de Marruecos

El pasado 30 de noviembre de 2010, el Ministro de Turismo presentaba en Marrakech ante el rey de Marruecos Mohammed VI su plan estratégico del sector turístico de Marruecos para la próxima década: Visión 2020. Con ello, el Gobierno reafirma su voluntad de convertir el turismo en uno de los motores de crecimiento y desarrollo de la economía marroquí, al tiempo que invita a los inversores a aprovechar las oportunidades que ofrece el sector.

Pag. 12

OBSERVATORIO EXTERIOR

Las economías de Europa Central y del Este se recuperan

Aunque muchos de los países emergentes han salido casi intactos de la crisis económica y financiera y registran de nuevo un crecimiento vigoroso, no es el caso para la mayoría de los países de Europa Central y del Este. Gran parte de la región sufrió un duro

golpe en 2009 y sus economías tratan hoy de recuperar el rumbo hacia un crecimiento sostenido.

Pag. 17

Rusia: mercado prioritario para 2011

La relevancia del mercado ruso hace del país más grande del mundo un destino prioritario para las empresas españolas. Para facilitar que nuestras empresas aprovechen el potencial y oportunidades de negocio, Rusia será, en 2011 y 2012, el país objetivo del Plan made in/by Spain. Este plan tiene como razón de ser apoyar la imagen de las empresas españolas y potenciar las exportaciones mediante acciones de apoyo institucional al máximo nivel durante dos años consecutivos.

Pag. 21

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

El seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado

La cobertura de los riesgos comerciales, políticos y extraordinarios asociados a la actividad internacional de las empresas puede realizarse a través del seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado, gestionado por CESCE.

Pag. 25



ESTRATEGIA GLOBAL
Reinventando empresas
MAURO GUILLÉN

Pag. 28

FINANZAS PERSONALES

El riesgo Europa impacta en los mercados

La inestabilidad observada en el área euro, con la petición de ayuda de Irlanda y las discusiones en torno a cambios estructurales para la resolución de la crisis soberana, incide de forma implacable sobre las variables financieras: tensionamientos en las curvas de tipos de interés, cesiones importantes en Bolsa o posicionamiento prodólar.

Pag. 29



RIESGO DE CAMBIO

2010 queda atrás: ¿y en 2011?

El mercado de divisas ha reflejado más que nunca en 2010 la incertidumbre que existe en cuanto al ciclo mundial y la inseguridad sobre la estabilidad financiera de bloques hasta ahora considerados seguros como es el caso del área euro. 2011 se prevé como un ejercicio en el que la volatilidad volverá, sin duda, a ser protagonista.

Pag. 32

MERCADOS FINANCIEROS

Paradojas de la renta fija

DAVID CANO

Pag. 36



ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

¿Qué quiere Alemania?

SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS

Pag. 39



EMERGENTES

Endurecimiento monetario en China

El repunte de la inflación por encima del objetivo del Banco Central de China ha llevado a la autoridad monetaria a elevar los tipos de interés de forma progresiva. Ahora bien, con el nuevo máximo registrado por las exportaciones nominales, las especulaciones en torno a una posible mayor apreciación del yuan se incrementan.

Pag. 34

CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Las condiciones de financiación para 2011 se presentan complicadas

La presión en los diferenciales soberanos sigue siendo elevada. En esta situación, el fuerte encarecimiento de la deuda soberana española está encontrando traslado a las condiciones de financiación del resto de agentes privados.

Pag. 37

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Moda española por el mundo»

Una de las características que conlleva el fenómeno de la globalización es la difusión casi en tiempo real de los usos y tendencias de diverso tipo. Textiles Montecid y su presidente, José Julio Martín, lo tienen claro: han abierto tienda *online* para su marca Rosalita McGee, desde la cual colocan su producto en todo el mundo en un plazo no superior a 10 días.

Pag. 41

GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

El trabajo como actividad, no como lugar físico

Los avances tecnológicos de los últimos años han revolucionado el mundo del trabajo: han mejorado la movilidad, las comunicaciones y la eficiencia hasta el extremo de poderse replicar un puesto de trabajo de una empresa en cualquier lugar del mundo, permitiéndola gestionar mejor los recursos disponibles. Ya no se habla sólo de teletrabajo. Se empieza a consolidar la expresión «trabajo en red» y «e-trabajo».

Pag. 44

EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

Lecciones aprendidas del caso Wikileaks

En los últimos meses, ha ganado mucha notoriedad Wikileaks, una web que traslada al dominio público información sensible que afecta a Gobiernos y grandes empresas. Dada su particular naturaleza, la existencia de Wikileaks no habría sido posible fuera de internet, pero también se ha encontrado con numerosos obstáculos por el camino.

Pag. 46

GESTIÓN EMPRESARIAL

El riesgo país y la rentabilidad de inversiones en países emergentes

La inversión en países emergentes se ha convertido en una alternativa atractiva en el contexto actual, en el que las positivas expectativas de crecimiento económico en estos países se contraponen a la incertidumbre asociada a la recuperación de las economías desarrolladas. En la toma de decisiones de inversión en estas economías, la correcta estimación del riesgo diferencial que se asume al invertir en un país distinto al país de origen del inversor es una variable muy importante.

Pag. 47

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Andorra deja de ser paraíso fiscal para los españoles

Pag. 50

AGENDA

Calendario de eventos (ferias, jornadas, encuentros, etc.) de cualquier zona del mundo en el que interviene España con el fin de promocionar nuestros sectores, productos, marcas, etc.

Pag. 52



ESCAPARATE EDITORIAL

Recensiones de la actualidad editorial y de las novedades publicadas en la red en formato electrónico.

Pag. 53

PANORAMA INTERNACIONAL

Comentario breve de noticias de interés sobre la internacionalización empresarial, la política comercial de cualquier país o los nuevos datos relacionados con la exportación mundial.

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

Somos periféricos, pero no iguales (II)

En el número del mes anterior, establecíamos algunos de los elementos diferenciales, que desde un punto de vista estructural, existen entre el grupo de economías del euro calificadas de periféricas. En esa ocasión, el análisis se centra en los niveles de deuda pública y privada contraídos por cada una de ellas.

Pag. 57

BLOG AFI

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

Pag. 58

ESTADÍSTICAS

Datos actualizados macroeconómicos, financieros, bursátiles y de comercio exterior.

Pag. 60

HOMO OECONOMICUS
VLDC («very long distance commuting»)

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



PASEO GLOBAL
Inversión directa ralentizada

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64





Armadura de antiguo guerrero samurai japonés con el casco y la máscara.

Japón

o el país de la eterna deflación

Inmerso en un estado de letargo crónico, que data de hace más de 20 años y al que inevitablemente se ha sumado la actual crisis financiera internacional, Japón sigue siendo una de las economías más potentes del oriente asiático junto con China, Corea del Sur y los países de la ASEAN. Desbancado del segundo puesto del ranking mundial por China, lucha hoy contra retos de gran calado que ya comienzan a atisbar sus vecinos y, lo que es más importante, otras economías avanzadas como la nuestra, como el envejecimiento de la población y sus efectos sobre el comportamiento económico de sus agentes.

Verónica López Sabater

Japón no ha sido ajeno a la tumultuosa crisis financiera internacional. Entró en recesión en el tercer trimestre de 2008, cuando la demanda mundial de bienes se derrumbó al tiempo que el yen se apreciaba de forma considerable en relación con las principales divisas, provocando un efecto adicional sobre la caída de las exportaciones a sus principales mercados: EEUU, Europa y Asia. El crecimiento del PIB ese año fue negativo, del orden de -0,7%, al que le siguió un 2009 en el que se registró la mayor caída desde la II Guerra Mundial, de un -5,2%. El Gobierno y el Banco de Japón estiman que el país se encuentra hoy en una fase de reactivación moderada.

De hecho, la economía japonesa mejoró considerablemente su desempeño en el año 2010, motivado por la recuperada fortaleza del sector exterior y por las políticas de estímulo asumidas por el Gobierno, mientras que las presiones deflacionistas pareciera que comienzan a dar una tregua tras casi 20 años de persistente letargo de la economía. No obstante, en los últimos meses y por causa de la actual crisis del euro, se ha gene-

rado una gran inquietud alrededor de la altísima deuda pública japonesa, que supera el 200% del PIB, una de las más elevadas del mundo desarrollado, cuyo necesario acortamiento habrá de recibir toda la atención de las autoridades. El déficit público, por su parte, ha alcanzado niveles del 10% del PIB.

El Banco de Japón deberá continuar con las medidas expansivas para apoyar la recuperación y combatir la perenne deflación. La autoridad monetaria es tachada, dentro y fuera del país, de ejercer una muy débil labor de reactivación económica. El Gobierno quisiera que el Banco impulsara una política más agresiva, que incluyera la compra de activos no tradicionales, práctica que el Banco de Japón considera ahora inoportuna e ineficaz, visto lo experimentado durante la crisis de los noventa.

A diferencia de lo ocurrido en los sistemas financieros estadounidense y europeo, las instituciones financieras japonesas se encuentran en una situación relativamente saneada, en parte gracias a las reformas acontecidas fruto de la

NOMBRE OFICIAL:
Japón



SUPERFICIE: 377.915 km².

CAPITAL: Tokio.

OTRAS CIUDADES: Fukuoka, Hiroshima, Kobe, Nagasaki, Nagoya, Osaka, Sapporo, Sendai y Yokohama.

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: Japón se encuentra al este de Asia, archipiélago situado entre el océano Pacífico norte y el Mar de Japón, al este de la península de Corea.

CLIMA: tropical en el sur y fresco en el norte.

DIVISIONES ADMINISTRATIVAS: 47 prefecturas.

POBLACIÓN: 126.804.433 (est. julio 2010).

ESPERANZA DE VIDA: 82,17 años.

GRUPOS ÉTNICOS: japoneses 98,5%, coreanos 0,5%, chinos 0,4% y otros 0,6%. Cerca de 230.000 brasileños de origen japonés migraron a Japón en los años noventa para trabajar en la industria. Muchos de ellos retornaron a Brasil en 2004.

IDIOMAS: japonés.

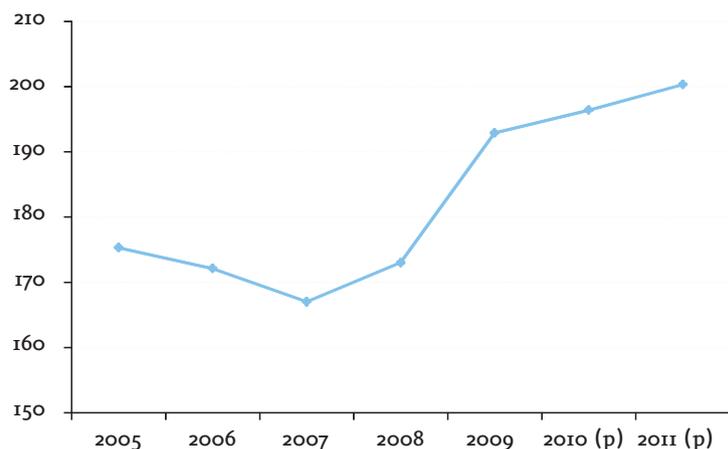
MONEDA: yen.

SISTEMA POLÍTICO: gobierno parlamentario y monarquía constitucional.

Fuente: World Factbook.

Deuda pública japonesa

(miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia a partir de Economist Intelligence Unit.

prolongada crisis de los noventa que trajo consigo tremendas fusiones. El actual sistema financiero japonés se caracteriza por la presencia de megabancos como el Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Mizuho y Sumitomo Mitsui Banking Corporation, que han iniciado una estrategia de expansión internacional sin precedentes en un contexto en el que el resto de sistemas financieros de los países más avanzados se encuentran inmersos en magníficos esfuerzos de saneamiento.

Como ocurre con las economías más desarrolladas, Japón se caracteriza por un predominante sector servicios que representa casi las tres cuartas partes del PIB. El resto, fundamentalmente, corresponde al sector industrial, de gran dimensión en términos absolutos y con un alto reconocimiento internacional por la relevancia de algunos de sus más importantes conglomerados en el sector de la automoción, maquinaria de transporte, herramienta y robótica, maquinaria eléctrica,



Área de limpieza y purificación del agua en el santuario Meiji de Tokio.

tecnologías de la información, siderurgia, confección e industria alimentaria. La actividad industrial se concentra en tres áreas: el núcleo Tokio-Yokohama-Chiba, que representa un tercio del mercado, Osaka-Kobe-Kioto y el área de Nagoya.

El sector industrial nipón sufrió una profunda crisis durante los años noventa, de la que se recuperó sólo a partir de 2005 tras las profundas reestructuraciones llevadas a cabo. Tan sólo tres años después de conseguida la recuperación, la crisis internacional y la caída de la demanda internacional se cebaron con una industria eminentemente exportadora, lo que ha provocado nuevos y duros ajustes en materia de producción, inversión y empleo.

El Gobierno y el Banco de Japón estiman que el país se encuentra hoy en una fase de reactivación moderada

Como se ha señalado, la recesión en la que se ha visto inmerso Japón desde 2008 tuvo su detonante en el desplome del comercio internacional. Japón venía registrando fuertes y recurrentes superávits comerciales hasta que el año fiscal 2008 (abril 2008-marzo 2009) cerró con un importante déficit comercial. La apreciación del yen con respecto al dólar y al euro y la drástica reducción de las exportaciones son las principales causas del cambio de signo de la balanza comercial ese año. Hoy, el superávit de las cuentas externas se mantiene gracias al impulso de la demanda del resto de economías asiáticas, principalmente del tirón que ejerce China. En adelante, la desaceleración de la economía de EEUU y el potencial impacto de la retirada de estímulos fiscales sobre la demanda interna de los principales socios comerciales de Japón se configuran como factores de riesgo para la economía a más corto plazo, junto con la señalada deflación crónica.

[ValueLine]/Thinkstock.

Hablando de socios comerciales, los principales proveedores de Japón son China, la Unión Europea, EEUU, Arabia Saudí, Australia, Emiratos Árabes, Indonesia y Corea del Sur, con los que, a excepción de China y Oriente Medio, mantiene un significativo superávit comercial. Los rubros de importación más importantes son los combustibles minerales (35,1%), maquinaria eléctrica (10,2%), maquinaria no eléctrica (7,7%) y minerales, escorias y cenizas (3,7%). Por su parte, los principales clientes extranjeros del comercio nipón son EEUU, la Unión Europea, China, Corea del Sur, Taiwán y Hong Kong.

El Banco de Japón deberá continuar con las medidas expansivas para apoyar la recuperación y combatir la perenne deflación

Japón ha intensificado en los últimos años una política de acuerdos de asociación económica (EPA) y de tratados de libre comercio con los países de Asia-Pacífico, estando ya en vigor los correspondientes con Singapur (2002), Malasia (2006), Filipinas (2006), Tailandia (2007), Indonesia (2008) y Brunei (2008) y a punto de firmar otro con Vietnam, mientras mantiene conversaciones con Corea del Sur. En 2008, firmó un acuerdo de libre comercio con ASEAN, el primero con una organización regional de Estados asiáticos. Fuera del continente, están en vigor los acuerdos con México (2004) y Chile (2004). En este contexto, el Gobierno ha manifestado la intención de acelerar las negociaciones para lograr un acuerdo de libre comercio también con la Unión Europea, motivado por la proximidad de un acuerdo similar entre Corea del Sur y la Unión Europea que puede dañar el volumen de exportaciones japonesas a la UE.

Por lo que respecta al comercio bilateral hispano-japonés, señalar que, con datos parciales de 2010 hasta septiembre, Japón ocupa el vigé-

PRINCIPALES CIFRAS MACROECONÓMICAS

	2006	2007	2008	2009*	2010(p)*	2011(p)*
Crecimiento real del PIB (%)	2,0	2,3	-1,2	-5,2	2,9	1,6
Inflación anual (%)	-0,3	0,1	0,6	-1,4	-1,0	0,0
Balanza por c.c. (miles M US\$)	81	105	38	44	99	111
Saldo presupuestario consol. (% PIB)	-3,7	-3,5	-1,5	-6,9	-6,7	-6,6
Deuda Pública (miles M US\$)	172,1	167,0	173,0	192,9	196,4	200,3

p: previsión, e: estimación

*Fuente: Consensus Economics.

Fuente: Economist Intelligence Unit.

simo quinto puesto en la lista de destino de las exportaciones españolas por países (lo que representa el 0,77% del total), siendo el noveno país de entre los países extracomunitarios. Japón es el segundo cliente asiático de España por detrás de China.

España, por su parte, ocupa el puesto trigésimo quinto en el ranking de proveedores de Japón, con una cuota del 0,38% del total de importaciones. Dentro de los países de la UE, España ocupa la séptima posición, con un 3,63% del total de las exportaciones europeas a Japón.

15 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A JAPÓN DESDE ESPAÑA EN 2010*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
30	Productos farmacéuticos	211.966,13	20,32
26	Minerales, escorias y cenizas	154.513,10	14,81
87	Vehículos automóviles; tractor	68.759,47	6,59
29	Productos químicos orgánicos	60.079,87	5,76
3	Pescados, crustáceos, moluscos	47.175,06	4,52
2	Carne y despojos comestibles	44.107,11	4,23
22	Bebidas todo tipo (exc. zumos)	41.612,51	3,99
15	Grasas, aceite animal o vegeta	38.827,02	3,72
62	Prendas de vestir, no de punto	38.183,95	3,66
73	Manuf. de fundic., hier./acero	33.885,39	3,25
85	Aparatos y material eléctricos	25.927,14	2,49
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	24.715,37	2,37
84	Máquinas y aparatos mecánicos	20.572,69	1,97
61	Prendas de vestir, de punto	19.897,67	1,91
48	Calzado; sus partes	18.936,66	1,82
	Subtotal	849.159,13	81,40
	Total productos exportados Japón	1.043.214,84	100,00

*Datos de enero a septiembre 2010.

Fuente: ESTACOM.

15 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE JAPÓN EN 2010*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractor	1.181.110,09	45,20
84	Máquinas y aparatos mecánicos	452.290,66	17,31
85	Aparatos y material eléctricos	299.911,95	11,48
90	Aparatos ópticos, medida, medición	119.611,72	4,58
27	Combustibles, aceites mineral.	81.085,40	3,10
29	Productos químicos orgánicos	74.254,97	2,84
30	Productos farmacéuticos	62.944,08	2,41
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	56.783,46	2,17
73	Manuf. de fundic., hier./acero	49.289,19	1,89
40	Caucho y sus manufacturas	33.418,70	1,28
38	Otros productos químicos	28.102,62	1,08
96	Manufacturas diversas	15.968,26	0,61
37	Produ. fotográfico. o cinemat.	14.605,12	0,56
82	Herramient. y cuchill. metálic.	14.099,40	0,54
94	Muebles, sillas, lámparas	11.954,55	0,46
	Subtotal	2.495.430,15	95,49
	Total importaciones de Japón	2.613.217,33	100,00

*Datos de enero a septiembre 2010.

Fuente: ESTACOM.

«RATING» RIESGO-PAÍS

EUROMONEY

	sep-10	mar-10	Var. (1)
Japón	81.91	77.83	-4.08
España	72.27	76.48	4.21
Noruega (máx.)	93.33	94.05	0.72
Rep. Centroafricana (mín.)	4.40	17.80	13.40

(1) Una variación negativa indica una disminución del riesgo
 (2) Mínimo según datos de sept. de 2010, sobre un total de 130 economías analizadas

«RATING» DEUDA SOBERANA

MOODY'S

DICIEMBRE 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Japón	Aa2	P-1
España	Aa1	P-1

S. & P.

DICIEMBRE 2010

	Largo plazo	Corto plazo
Japón	AA	A-
España	AA	A-

NOTAS:

Ins. Investor/Euromoney

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

Moody's De menor a mayor riesgo

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

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

S.&P. De menor a mayor riesgo

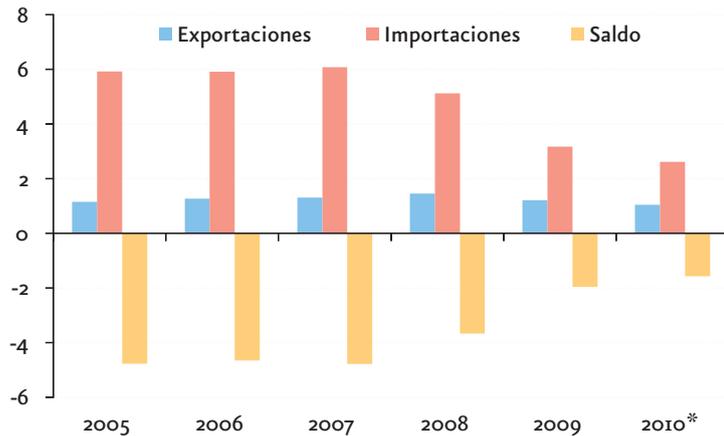
AAA, AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C, "NR": not publicly rated

En valor, las exportaciones españolas a Japón ascendieron a 865 millones de euros en 2009 y a 1.043 millones de euros en los nueve primeros meses de 2010. El grueso de las exportaciones, el pasado año, se concentró en los capítulos de productos farmacéuticos (22,6%), escorias y cenizas metálicas (12,8%), vehículos tractores (4,4%), productos químicos orgánicos (6,1%), pescados y crustáceos (3,7%) y carne y despojos comestibles (2,6%), siguiendo idéntico patrón que años anteriores.

España se encuentra en el trigésimo puesto como destino de las exportaciones japonesas (0,41% de las

Balanza comercial hispano japonesa

(Miles de millones de euros)

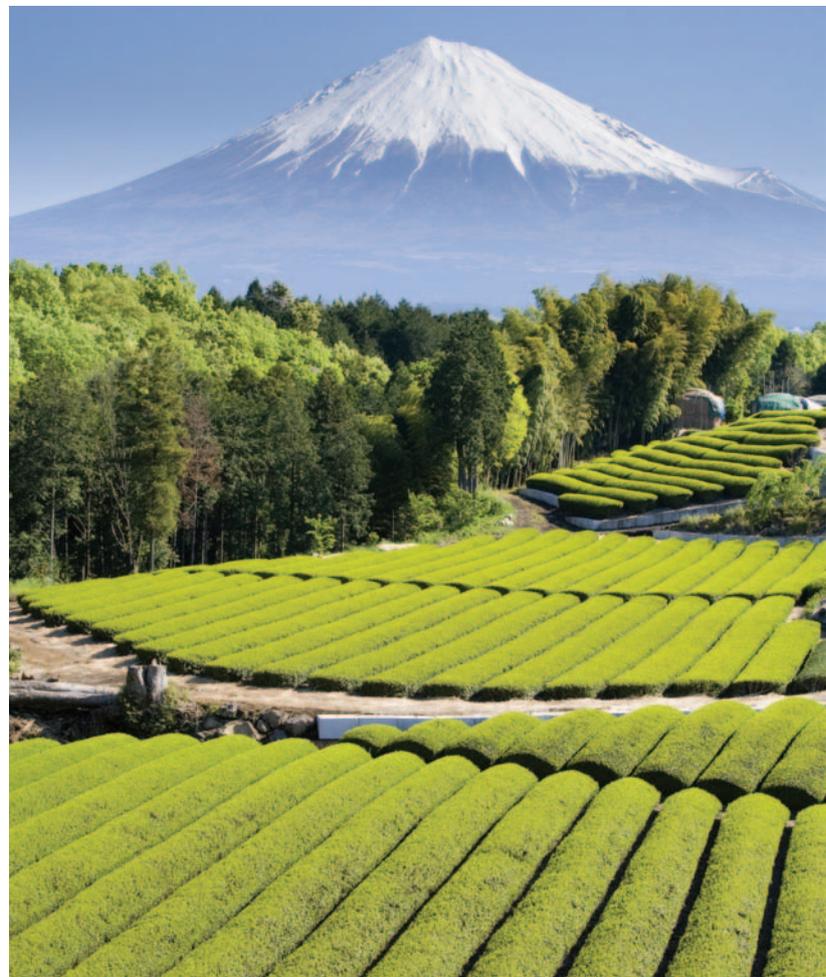


* Datos de enero a septiembre 2010.

Fuente: elaboración propia a partir de ESTACOM.

exportaciones totales). Hasta 2000, Japón era el principal proveedor asiático de España, pero, desde 2001, China se ha convertido en el principal

proveedor de ese continente. Actualmente, el 1,5% de las importaciones españolas provienen de Japón, mientras que el 8,04% proviene de China.



Cultivo de té verde y Monte Fuji al fondo.

[iStockphoto]/Thinkstock



[Comstock/Thinkstock]

Interior de la Bolsa de Tokio.

En 2010 (hasta septiembre), las importaciones españolas de productos japoneses ascendieron a 2.613 millones de euros, registrando un notable crecimiento, del orden del 15%. Japón ocupa el puesto décimo tercero entre los proveedores internacionales, por detrás de otros extracomunitarios como China, Estados Unidos, Rusia, Argelia y Nigeria.

Entre las importaciones españolas procedentes de Japón, destacan los vehículos automóviles-tractores (34,5%), maquinaria y aparatos mecánicos (20,8%), maquinaria y aparatos eléctricos (15,3%), aparatos ópticos (5,4%) y combustibles y aceites vegetales (0,9%).

En cuanto al rubro de inversiones, destaca el reducido volumen de la inversión extranjera directa (IED) de España en Japón (34 millones de euros en 2008 y apenas tres millones en 2009), claro reflejo de la debilidad de nuestras exportaciones. Durante 2009, el sector del comercio al por mayor e intermedio

monopolizó el total de inversiones españolas en Japón. Por su parte, la IED de Japón en España (53 millones de euros en 2009) ha experimentado un crecimiento significativo en el año 2009, por segundo año consecutivo, después del fuerte descenso de 2007. Las inversiones se centraron en el sector metalúrgico, del automóvil y del comercio mayorista e intermedio (excepto vehículos de motor).

El actual sistema financiero japonés ha iniciado una estrategia de expansión internacional sin precedentes

Entre los sectores prioritarios para las empresas españolas con interés en el mercado nipón, destaca el de los productos de consumo y, más concretamente, los agroalimentarios (curados de cerdo, vino, aceite de oliva, jamón, cítricos y pescado), junto con la moda, el hábitat y la industria cultural (cine y enseñanza en español), además de otros más tradicionales, como los

productos industriales (maquinaria, componentes y partes de automóviles).

Cabe señalar que el Gobierno ha establecido en fecha reciente que las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), la biotecnología y el sector de las energías alternativas sean sectores prioritarios para la economía japonesa en 2011 y 2012, decisión que algunas empresas españolas ya han aprovechado, especialmente aquéllas de la industria de la energía solar y eólica.

A ello hay que añadir el conjunto de nuevos sectores en los que se espera un mayor crecimiento en Japón durante los próximos años, típicos de una sociedad envejecida y con pirámide poblacional invertida. Estos sectores son el de cuidados médicos y asistencia social a personas mayores.

IMPORTANCIA ECONÓMICA EN RETROCESO...

A pesar de ser ya la tercera economía del mundo, el peso de Japón en la región es muy importante y

ejerce el triple papel de (i) ser el principal inversor en los países de la región, (ii) estar en la vanguardia de la tecnología industrial y (iii) ser el mayor donante entre los países pobres de la región. Pero su importancia relativa ha decaído en los últimos años por el fuerte empuje que China viene ejerciendo, que es ya el principal mercado para los países de la región y se muestra en el mundo como una potencia económica e industrial a la vez que una superpotencia política y militar.

El gobierno ha establecido que las TIC, la biotecnología y el sector de las energías alternativas sean sectores prioritarios en 2011 y 2012

...A LO QUE CONTRIBUYE LA DEMOGRAFÍA

Los factores demográficos se han mostrado determinantes en la configuración de la economía japonesa y en su capacidad de creci-

miento. El acelerado envejecimiento de la población, la llegada a la edad de la jubilación de la generación del *baby-boom* (aquellos nacidos tras la II Guerra Mundial) y las escuálidas tasas de natalidad ya pesan, y mucho, en las cuentas públicas, además de que están generando -junto con las restrictivas políticas migratorias- una importante escasez en la fuerza de trabajo. Las estimaciones públicas sobre el decrecimiento de la población en torno al 0,3% anual durante el período 2010-2014 conllevan una tasa de contracción de la población activa del 1% anual en el mismo período, lo que no invita a pensar que el crecimiento del PIB pueda ser elevado, a pesar de las potenciales ganancias de productividad del mercado de trabajo japonés. Es lógico que la preocupación de las autoridades en el pasado más reciente haya estado concentrada en cómo salir del estado de languidecimiento

económico más largo de la historia del país y en cómo combatir el pernicioso estado de deflación crónica sufrido hasta la fecha. No obstante lo anterior, el patrón demográfico del país forma buena parte del diagnóstico y, por tanto, de la solución.

La tasa de envejecimiento de la población -la más alta del mundo-, junto con la muy oriental capacidad de ahorro y espera (paciencia) de los japoneses, retroalimentan las presiones deflacionistas por diferimiento del consumo del presente al futuro. La población joven, en franco retroceso, fruto de las políticas de natalidad de los años sesenta a ochenta, deberá sustentar en un futuro muy cercano la carga de una pirámide poblacional invertida. Fijémonos en cómo resuelven este trascendental problema, que tiene visos de similitud con lo que ya está ocurriendo en la «vieja» Europa ::



[Stockbyte]/Thinkstock.

Puente Arco iris sobre la bahía de Tokio.

Visión 2020:

una nueva estrategia para el turismo de Marruecos

El pasado 30 de noviembre de 2010, el Ministro de Turismo presentaba en Marrakech ante el rey de Marruecos Mohammed VI su plan estratégico del sector turístico de Marruecos para la próxima década: Visión 2020. Con ello, el Gobierno reafirma su voluntad de convertir el turismo en uno de los motores de crecimiento y desarrollo de la economía marroquí, al tiempo que invita a los inversores a aprovechar las oportunidades que ofrece el sector.

Javier Paredes



Ruinas romanas de Volubilis, Marruecos.

[Photos.com]/iStockphoto.com

Ante más de mil invitados, en su mayor parte operadores e inversores del sector del turismo nacionales y extranjeros, el joven ministro de Turismo de Marruecos, Yassir Zenagui, presentó, a finales del año pasado, las principales líneas estratégicas del plan de turismo para Marruecos Visión 2020.

Como no podía ser de otra manera, el Ejecutivo eligió la ciudad de Marrakech para presentar el plan. Verdadera joya del sector, la ciudad figura como el principal destino turístico del país, con cerca del 50% de las llegadas, y ha experimentado un desarrollo extraordinario en los últimos años. A las más de 700 riads escondidas en las recónditas calles de una medina cuidadosamente conservada, se suma la imparable explosión de la oferta hotelera convencional y un desarrollo inmobiliario desmedido que da buena cuenta del interés que despierta la «ciudad ocre» entre los inversores de los cuatro rincones del mundo.

PUESTA EN VALOR DEL POTENCIAL TURÍSTICO DE MARRUECOS

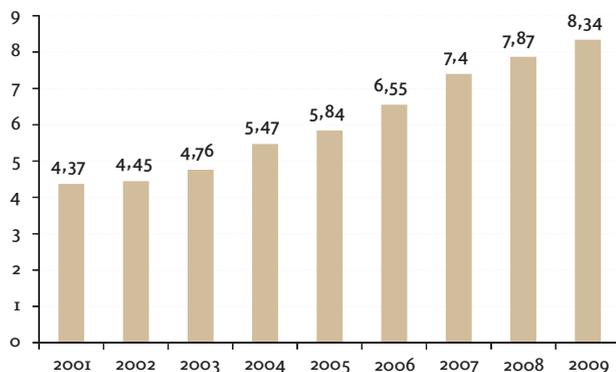
Sin embargo, y aun cuando Marrakech seguirá ocupando un lugar destacado en la oferta turística de Marruecos, la nueva estrategia pretende profundizar en la diversificación turística del país, poniendo en valor los recursos turísticos que posee Marruecos.

Para ello, el Gobierno ha procedido a la división del país en ocho territorios, que presentan la homogeneidad turística, el atractivo y la masa crítica necesarias (en términos de capacidad de alojamiento, activos turísticos y conexión aérea) para poder competir a nivel internacional.

Esta nueva división del territorio, que trasciende, lógicamente, las barreras administrativas, debería permitir a las regiones sacar partido de su potencial turístico, convirtiendo a dicho sector en un vector fundamental para su desarrollo económico.

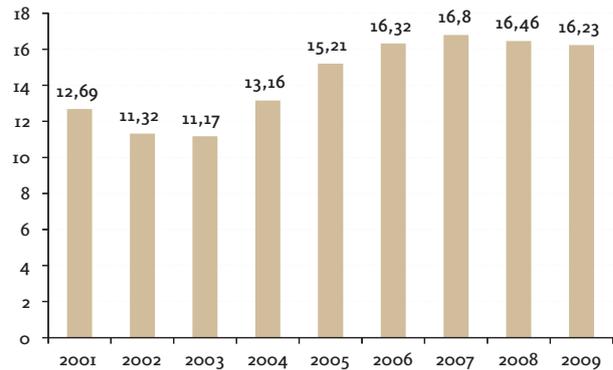
Ésta es probablemente la principal originalidad de la nueva estrategia, que la desmarca claramente de su antecesora. Si la Visión 2010 pretendía incre-

Llegadas de turistas a Marruecos (millones)



Fuente: Ministerio de Turismo de Marruecos.

Pernoctaciones en hoteles clasificados (millones)



Fuente: Ministerio de Turismo de Marruecos.

mentar la llegada de turistas a través del desarrollo de media docena de complejos balnearios mediante el denominado «Plan Azur», la Visión 2020, sin renunciar a un ambicioso incremento de los flujos de turistas, apuesta por un desarrollo del turismo más equilibrado, que sirva al mismo tiempo como motor de crecimiento de las regiones.

Con todo, la Visión 2010 ha supuesto un salto importante para el sector turístico de Marruecos. Desde 2001, sin llegar a alcanzar el objetivo previsto de los 10 millones de turistas, las llegadas de turistas se han más que duplicado hasta los 9,2 millones en 2010. Aunando los esfuerzos de los actores públicos y privados y promoviendo un impulso decisivo para el desarrollo del sector, la Visión 2010 ha conseguido hacer del turismo la principal fuente de divisas del país, con cerca de 55.000 millones de dirhams, y atraer 23.000 millones de dirhams de inversiones.

El nuevo plan estratégico pretende duplicar el número de turistas hasta los 20 millones e incrementar la oferta hotelera en 200.000 camas

Pero, más allá de estas cifras, esta estrategia ha contribuido a fortalecer el sector, permitiéndole sortear con holgura la peor crisis desde la Gran Depresión del 1929. En 2009, mientras que sus principales competidores exhibían caídas en sus flujos de turistas (-2% en el caso de Túnez, -12% en el de Croacia y -1% en el de Turquía), Marruecos conseguía incrementar el flujo de turistas un 5%, haciendo gala de una capacidad de resistencia poco común. Junto a ello, la Visión 2010 ha permitido a Marruecos reforzar su prestigio y su credibilidad internacional en el sector, como demuestra la llegada al país de algunos de los gigantes mundiales del sector, como Accor, Four Season, Kerzner International, Louvres Hotel, Barceló o el touroperador alemán Tui.

SEIS PROGRAMAS CLAVES PARA DUPLICAR EL TAMAÑO DEL SECTOR EN EL PLAZO DE 10 AÑOS

Desde luego, en términos de objetivos, la Visión 2020 no tiene nada que envidiar a su antecesora. Con la nueva estrategia, el Gobierno se ha propuesto duplicar el número de turistas desde los 9,2 millones, con los que espera cerrar el ejercicio 2010, hasta los 20 millones e incrementar la oferta hotelera en 200.000 camas. Ello implica doblar la cuota de mercado de Marruecos en sus mercados tradicionales y atraer un millón de turistas de los países emergentes. En definitiva, el Gobierno pretende situar a Marruecos entre los 20 primeros destinos turísticos del mundo, desde su vigésima séptima posición actual.

En términos económicos, el plan debería permitir la creación de 470.000 nuevos empleos directos, hasta situar los efectivos del sector en el millón de empleados, más que duplicar los ingresos turísticos hasta los 140.000 millones de dirhams, generar un volumen de inversiones estimado en más de 100.000 millo-



Interior de una suite de un hotel en Essaouira, Marruecos.

[Hemera]/Thinkstock.

LA NUEVA OFERTA TURÍSTICA DE MARRUECOS

En el marco de la Visión 2020, la nueva oferta turística se articulará sobre la base de ocho territorios con los que se pretende poner en valor el potencial turístico de las distintas regiones de Marruecos. Dos de esos territorios, Souss-Sahara Atlantique y Maroc Méditerranée, tienen como principal finalidad la explotación del potencial turístico de los litorales atlántico y mediterráneo de Marruecos a través de la finalización de los proyectos balnearios del Plan Azur correspondientes a la estrategia Visión 2010 y el desarrollo de nuevos proyectos en el sur. El primero de estos territorios se articula en torno a los destinos de Agadir, El Ayoun y Guelmin a través de una propuesta turística que combina el desierto con el Atlántico, mientras que el segundo, centrado en los destinos turísticos de Saïdía, Marchica y Cala Iris, apuesta por una oferta que alía el ocio y el desarrollo sostenible con el Mediterráneo como telón de fondo.

Otros cuatro territorios se posicionan en torno a la valorización de una rica oferta cultural. Se trata, en primer lugar, de Marrakech Atlantique, que se apoya en los destinos de Marrakech, Toubkal y Essaouira y que se configura como la puerta de entrada a Marruecos, proponiendo una oferta sofisticada y auténtica. Marruecos Centre es el segundo territorio con un posicionamiento predominantemente cultural, cuyo atractivo reside en su propuesta de recorrido por la historia y cultura de Marruecos a través de algunas de las ciudades más emblemáticas del país, como Fès, Meknès e Ifrane. Completan la oferta cultural los territorios de Cap Nord, con Tánger y Tetuán como principales sedes, y Centre Atlantique, que, al atractivo cultural de la capital administrativa, Rabat, une el excelente posicionamiento de Casablanca como capital de los negocios.

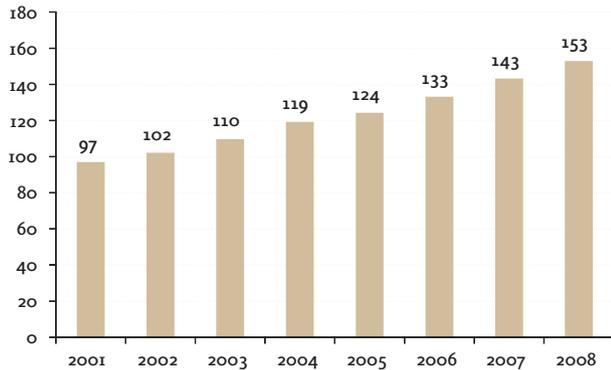
Los dos últimos territorios, Grand Sud Atlantique y Atlas y Vallées basan su posicionamiento en el turismo verde y rural, apoyándose, para ello, en la belleza de sus paisajes. En el primer territorio, destaca la ciudad de Dakhla, mientras que el segundo se apoya en el exotismo de Ourzazate, sus valles y oasis, así como en la cadena montañesa del Haut Atlas.

nes de dirhams e incrementar en dos puntos porcentuales el PIB del turismo en la economía hasta situarlo en los 150.000 millones de dirhams, frente a los 60.000 millones actuales.

Para ello, el plan prevé la puesta en marcha de seis programas de actuación. El primero de ellos es el Programa Azur 2020. En continuidad con la estrategia anterior y dicho programa pretende consolidar el segmento balneario de la oferta marroquí, acelerando el ritmo de los proyectos en curso (estaciones de Plage Blanche, Port Lixus Mogador, etc.) e incrementando las capacidades existentes en destinos como Agadir, Tánger o El Jadida.

El Programa Green-Eco-Desarrollo Sostenible prevé, por su parte, la puesta en valor de los recursos naturales dentro del respeto al medioambiente y de la autenticidad socio-cultural del país.

Oferta hotelera en establecimientos clasificados (miles de camas)



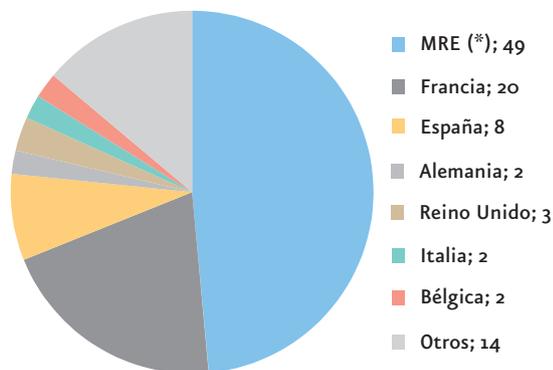
Fuente: Ministerio de Turismo de Marruecos.

Se ha diseñado, asimismo, un programa para la explotación de la rica oferta cultural marroquí. Se trata del Programa Patrimonio y Herencia, que contempla, entre otras acciones, la construcción del Museo de África en Tánger, a imagen del Quai Branly de París, la constitución de una sociedad encargada de la valorización del patrimonio y la transformación de las kashbas (fortalezas tradicionales) en alojamientos de lujo, siguiendo el ejemplo de los paradores españoles, y la creación de una fundación de festivales tradicionales.

La potenciación del turismo de ocio y familiar es otra de las prioridades de la Visión 2020, a través del Programa Ocio y Deporte. Entre las acciones que desarrollará, destacan la construcción de centros deportivos de alto rendimiento, de *resorts* temáticos y de parques de atracciones.

También lo es el turismo interno, que cuenta con un programa específico: el Programa Biladi. El turismo interno tiene un peso reducido en el conjunto del

Distribución de las llegadas de turistas por nacionalidad en 2009 (%)



(*) Marroquíes residentes en el extranjero.
Fuente: Ministerio de Turismo de Marruecos.

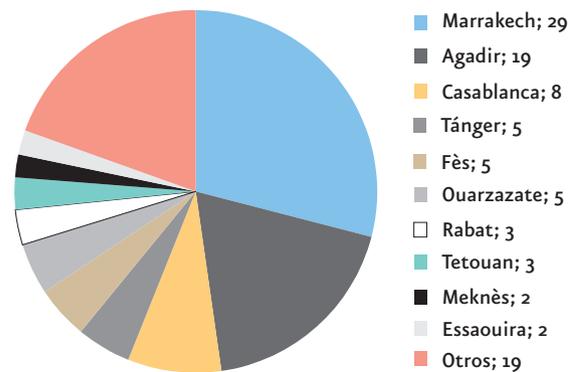
sector tanto en términos de turistas (30% del total) como de pernoctaciones (20% del total). Su potencial es, por tanto, muy elevado. El propósito del Gobierno es impulsar el desarrollo del turismo interno mediante una oferta y una política tarifaria adaptadas a las necesidades y al poder adquisitivo de este segmento.

Completa este conjunto de programas, el Programa Turismo de Nicho, con el que se pretende desarrollar, entre otros conceptos, el turismo de negocios y el de bienestar, en este último caso impulsando la construcción de centros termales, balnearios, etc.

MEDIDAS DE ACOMPAÑAMIENTO

Para hacer realidad estos seis programas y alcanzar los objetivos planteados, el Ministerio ha diseñado un conjunto de medidas de acompañamiento.

Distribución del nº de camas en establecimientos clasificados en 2008 (%)



Fuente: Ministerio de Turismo de Marruecos.

Se trata, en primer lugar, de la puesta en marcha de un nuevo esquema institucional de gobierno del plan. Dicho marco institucional se compone principalmente de una alta autoridad de turismo y agencias de desarrollo turística encargadas de la implementación y el seguimiento del plan en sus territorios respectivos.

Junto a ello, y dadas las abultadas necesidades de financiación asociadas a la Visión 2020, está previsto la puesta en marcha de un conjunto de mecanismos de financiación y apoyo de las inversiones. Entre ellos destaca la creación de un fondo de turismo dotado con un capital inicial 15.000 millones de dirhams, que se nutrirá principalmente de recursos del Estado y del fondo Hassan II. Con el fin de orientar las inversiones hacia los territorios menos desarrollados o emergentes, el plan contempla, asimismo, el establecimiento de un mecanismo de primas a la inversión que servirán para asegurar a los inversores unos niveles de rentabilidad de sus proyectos aceptables. Una tercera medida prevista es la movilización de 24.000 millones de dirhams de recursos bancarios para la financiación de los proyectos considerados estratégicos.

PLANES DE EXPANSIÓN DE EMPRESAS TURÍSTICAS ESPAÑOLAS EN MARRUECOS

Entre las empresas que han centrado su atención en Marruecos, figura el grupo Husa Hoteles. A sus tres hoteles en Tánger, Casablanca y Marrakech, la empresa catalana anunciaba este año la apertura de un nuevo hotel en el distrito financiero de Casablanca, en colaboración con el grupo local Luxor, al tiempo que informaba de su intención de incrementar su presencia en Tánger con un segundo hotel en la ciudad de 360 habitaciones.

Otra de las empresas que también ha anunciado su interés de consolidar su presencia en el mercado marroquí es la cadena Riu Hotels & Resorts. La empresa mallorquina, que cuenta con dos establecimientos hoteleros en Agadir y un tercero en Marrakech, tiene previsto la apertura de tres nuevos hoteles en 2011 en ambas ciudades, incrementado de esta manera su oferta hasta las 1.776 camas.

Por su parte, el grupo Barceló Hotels & Resorts anunciaba el pasado mes de octubre su intención de abrir siete hoteles más en Marruecos, que se sumarían a los tres que ya gestiona en la actualidad y a los otros dos en construcción.

Otra de las empresas que pretende incrementar su presencia en Marruecos es Gat Rooms. El grupo catalán, que cuenta con un hotel en la ciudad de Tánger, ha anunciado recientemente su plan de apertura de cinco establecimientos *low cost* en las ciudades de Tánger, Marrakech, Casablanca y Chefcahouen (que se encuentran a unos 100 km de Ceuta).

El indudable atractivo del sector turístico también ha seducido a cadenas que todavía no estaban presentes en el mercado. Éste es el caso, por ejemplo, de AC Hotels, que ha anunciado su acuerdo con la corporación Pétrole du Magreb (Petrocom) para la apertura de siete establecimientos en las principales ciudades del país. Otros de los grupos interesados en establecerse en Marruecos son las empresas Satocam, división del grupo The Warm Side, especializada en la gestión y comercialización de proyectos hoteleros, y Be Lie Hotels, nueva denominación del área hotelera del *holding* turístico Globalia, que inauguraba recientemente su primer establecimiento hotelero en el complejo turístico de Saida.

AMPLIAS OPORTUNIDADES PARA LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Todo ello da cuenta, de manera elocuente, de las interesantes oportunidades que se abren para los inversores extranjeros y, en particular, para las empresas españolas. Entre ellas destaca especialmente la importante ampliación y diversificación de las infraestructuras turísticas, en la que se incluyen el incremento de la oferta hotelera en 200.000 camas más, pero también el desarrollo de innumerables proyectos, como la construcción de museos, parques de ocio y atracciones, centros termales y balnearios, instalaciones deportivas, la rehabilitación del patrimonio y un largo etcétera de actuaciones que, en breve, el Gobierno debería empezar a presentar.

En este contexto, no sorprende el interés creciente que ha despertado el mercado marroquí entre las empresas españolas del sector turístico. Operadores como Husa Hoteles, Barceló, Riu Hotels & Resorts, AC Hotels o Gat Rooms cuentan con planes concretos de expansión en Marruecos y es muy posible que otras sigan sus pasos a corto plazo. Al menos eso es lo que parece a juzgar por la abultada representación de empresas españolas en el acto de presentación de la Visión 2020 el pasado 30 de noviembre en Marrakech.

Las necesidades de inversión de la Visión 2020 se estiman en más de 9.000 millones de euros

En todo caso, desde su posición como segunda potencia turística del mundo, España no debería

desaprovechar esta oportunidad. No faltarán, sin duda, quienes adviertan de los riesgos que entraña para nuestro propio mercado el desarrollo de un competidor tan próximo como Marruecos. Pero quienes así piensan olvidan, tal vez, que, si no somos nosotros, otros lo harán en nuestro lugar. A nuestro país le corresponde desempeñar un papel clave en el desarrollo de Marruecos, por los indudables vínculos geográficos, históricos y culturales que nos unen con el país vecino. En turismo, como en muchos otros sectores, España cuenta con un excelente posicionamiento competitivo en Marruecos, que debería propiciar, en los próximos años, un sustancial incremento de nuestras relaciones económicas y comerciales con aquel país ::



Playa en Tánger, Marruecos.

[iStockphoto]/Thinkstock.

Las economías de Europa Central y del Este se recuperan

Aunque muchos de los países emergentes han salido casi intactos de la crisis económica y financiera y registran de nuevo un crecimiento vigoroso, no es el caso para la mayoría de los países de Europa Central y del Este. Gran parte de la región sufrió un duro golpe en 2009 y sus economías tratan hoy de recuperar el rumbo hacia un crecimiento sostenido.

Esther Rodríguez Fernández



[Hemera]/Thinkstock

La crisis económica mundial ha puesto de manifiesto algunos desequilibrios en los países de Europa Central y del Este que habían sido obviados durante la época de bonanza, coincidente con su entrada en bloque en la Unión Europea (UE). La crisis les ha afectado de manera especial porque reúnen una serie de características que los hacen muy

vulnerables: abundantes entradas de capitales, déficit exteriores muy altos, fuerte crecimiento del crédito, acusado aumento de los precios de la vivienda, pérdida de competitividad vinculado a procesos inflacionistas, dependencia de los bancos extranjeros y prevalencia de la denominación del crédito a residentes en moneda extranjera.

EFFECTO DESIGUAL DE LA CRISIS EN LOS PAÍSES DEL CENTRO Y DEL ESTE DE EUROPA

Las características comunes expuestas y la denominación genérica para Europa Central y del Este no nos deben confundir, dado que existen marcadas diferencias en el desempeño de las economías de los países que integran esta región. Así, mientras que los tres países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania) sufrieron una contracción económica de dos dígitos durante 2009, la República Checa y Eslovaquia, con economías muy abiertas y dependientes de las exportaciones, sufrieron contracciones más suaves, aunque, sin duda, severas (-4,1 y -4,7%, respectivamente). Por su parte, en 2009, la economía húngara se contrajo un 6,3% y se vio obligada a solicitar una línea de crédito al Fondo Monetario Internacional (FMI) y a la UE por valor de 20.000 millones de euros. La economía rumana se vio fuertemente golpeada por la crisis y tuvo un comportamiento todavía peor, contrayéndose su economía un 7,1%. En cambio, Polonia creció una nada despreciable 1,7%.

Debido a la profundidad de la recesión y a la inevitable necesidad de realizar ajustes e importantes reformas, el FMI ha proyectado para las economías emergentes europeas unas tasas de crecimiento bajas en comparación con las de otros emergentes, del orden de 3,7% en 2010 y del 3,1% en 2011. Como cabe esperar, las perspectivas económicas de cada uno de los países de la región dependen del estado de las cuentas del sector público, del dinamismo del sector privado y de las políticas adoptadas para sustentar la recuperación. Aquellas economías que sufrieron contracciones más suaves, que cuentan con unas finanzas públicas relativamente equilibradas y un sector bancario sólido (Polonia, Eslovaquia y la República Checa) verán cómo el

TASAS DE CRECIMIENTO EN LOS PAÍSES DE EUROPA CENTRAL Y DEL ESTE (%)

	2009	2010	Proyecciones	2011
Bulgaria	-5,0	0,0		2,0
Estonia	-13,9	1,8		3,5
Hungría	-6,3	0,6		2,0
Letonia	-18,0	-1,0		3,3
Lituania	-14,8	1,3		3,1
Polonia	1,7	3,4		3,7
República Eslovaca	-4,7	4,1		4,3
República Checa	-4,1	2,0		2,2
Rumanía	-7,1	-1,9		1,5
Economías avanzadas europeas	-4,1	1,7		1,8

Fuente: Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la Economía Mundial*, Octubre 2010.

crecimiento cobrará fuerza, contribuyendo a éste la recuperación del comercio mundial y la reactivación de los flujos de inversión. En cambio, aquellas que tienen un menor margen de maniobra para aplicar medidas por el deterioro de las cuentas públicas crecerán más lentamente, como es el caso de los países bálticos y Rumanía. Hungría, al tener un sector exportador sensiblemente más potente, será capaz de beneficiarse de la recuperación alemana, pero los desequilibrios fiscales y el excesivo endeudamiento en moneda extranjera ralentizarán, sin embargo, su potencial de crecimiento. La tabla «Tasas de crecimiento en los países de Europa Central y del Este» recoge las perspectivas de crecimiento del FMI para las economías señaladas.

LOS NUEVOS GOBIERNOS LLEVAN A CABO IMPORTANTES AJUSTES

La crisis económica ha traído cambios de Gobierno a algunos de los países del este y centro de Europa, siendo notorio el generalizado giro a la derecha. Desde su llegada al poder, los nuevos Gobiernos se han ajustado el cinturón y han implantado medidas de austeridad para reconducir la senda al crecimiento. Así, por ejemplo, el nuevo Gobierno de la República Eslovaca planea un fuerte recorte a los presupuestos del Estado para 2011, reduciendo el gasto público en 970

millones de euros. También tiene previsto aumentar la recaudación en 730 millones de euros y llevar a cabo una reforma de las pensiones y del sistema sanitario. Por su parte, el recién elegido Gobierno en la República Checa está implementando medidas similares para reducir el déficit público del actual 5,3 al 3% (exigido por la UE) en 2013 y alcanzar el equilibrio presupuestario en 2016.

El nuevo Gobierno húngaro de centro-derecha también ha tomado medidas para hacer frente a la difícil situación económica, en la que la deuda ha alcanzado el 78,9% del PIB, porcentaje significativamente más alto que el del resto de los países de la región. El programa económico adoptado ha generado cierto enfrentamiento del Gobierno con la UE y el FMI, dado que aquél ha mostrado su intención de dar marcha atrás en la reforma de las pensiones, así como de eliminar gravámenes recientemente aprobados, como el controvertido impuesto sobre los beneficios de la banca con el que se preveía recaudar 700 millones de euros destinados a la reducción del déficit.

OPORTUNIDADES EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES DE EUROPA

Aunque la crisis ha puesto de manifiesto algunas debilidades, también hay fortalezas que es justo



[Hemera]/Thinkstock

destacar. A pesar de los temores iniciales, el sistema financiero ha soportado bien la crisis, porque, a diferencia de sus homólogos estadounidenses y de Europa occidental, los bancos no se embarcaron en inversiones de alto riesgo. Por su parte, las industrias que más exportan, entre ellas la del automóvil, se han recuperado rápidamente. Por ello, conviene prestar atención a las oportunidades de negocio que estos mercados ofrecen, para lo que presentamos un resumen de los sectores con mayor potencial en cuatro mercados: Polonia, Eslovaquia, Hungría y los tres países bálticos.

Un análisis de los datos muestra la diversidad en el desempeño de sus economías

Polonia, la mayor economía de la región, es un destino, sin duda, atractivo para las empresas españolas. El mercado polaco demanda marcas europeas de moda, alimentación y decoración. Sin embargo, es importante tener presente que, para tener éxito en el país eslavo,

es necesario realizar un esfuerzo inversor en promoción y publicidad, debido a la fuerte competencia existente entre las marcas internacionales que luchan por hacerse un hueco en este gran mercado. En el sector industrial, se espera que crezca la importación de bienes de equipo y suministro y los equipos medioambientales. Por su parte, entre los sectores con mayor potencial para la inversión extranjera destaca el de las infraestructuras: construcción de carreteras y red ferroviaria, así como la construcción de instalaciones energéticas, con especial énfasis en las energías renovables, que pueden hoy beneficiarse de las ayudas polacas. Debido a la celebración del campeonato de Europa de fútbol en 2012 en Polonia, encontramos, asimismo, oportunidades de inversión para las empresas españolas en sectores como el de las infraestructuras deportivas, hoteleras y de transporte.

La situación geográfica privilegiada en el mismo centro de Europa convierte a Eslovaquia en un

importante centro económico. Dentro de los sectores con mayor demanda potencial destacan los bienes de consumo, concretamente la alimentación (vinos y licores, frutas y verduras frescas o en conservas, dulces y chocolates, pescado y alimentos congelados), los productos textiles y de confección, el calzado, los artículos de cuero, muebles y juguetes. Eslovaquia demanda bienes de equipo tales como generadores, sistemas de comunicaciones en redes y de mejora de eficiencia energética, cerámicas de construcción e interiores y maquinaria de construcción y agrícola. A los suministradores para la industria de la automoción les puede interesar saber que el país acoge tres importantes fábricas de automóviles pertenecientes a Volkswagen, PSA Peugeot Citroën y Kia.

Hungría, situado también en el centro de Europa, tiene buenas comunicaciones con los países bálticos y es centro logístico para la distribución de productos a Rusia y a las ex repúblicas soviéticas.

Son dos los sectores que presentan mayor demanda de importación: maquinaria y equipos de transporte y manufactura de bienes. El primero representa casi el 50% de todas las importaciones, destacando la fabricación de automóviles, equipos de telecomunicaciones y maquinaria eléctrica. El segundo tiene una cuota de importación del 32%, siendo los subsectores más importantes los productos farmacéuticos, químicos, de la industria metalúrgica y textil. Los sectores más atractivos para invertir son el sector de las infraestructuras y el sector de la energía. Hungría cuenta con una red de casi 160.000 Km de carreteras, de los que tan sólo 70.000 km están pavimentados y muchos en un estado deficiente. En el sector energético destacan la ampliación de una central nuclear en la que se invertirán entre 2.000 y 3.000 mi-

No todo son debilidades en las economías emergentes de Europa, también hay oportunidades

llones de euros y la construcción del gasoducto Nabuco, así como la red complementaria de gasoductos con los países vecinos.

Dado el tamaño reducido y el relativamente aún bajo poder adquisitivo de los países bálticos, las empresas españolas interesadas en alguno de ellos habrán de plantear una estrategia de penetración para el conjunto de los tres mercados con el fin de abarcar así un tamaño de mercado con mayor potencial. Los productos agroalimentarios españoles cuentan con cierta imagen, aunque la demanda es muy sensible a los precios. El incremento continuado del nivel de vida en las repúblicas bálticas hace que se demanden productos como calzado,

productos de cuero, moda, muebles, decoración, aunque es necesario destacar que algunos países con una imagen de producto-país muy consolidada ya se encuentran implantados en la región (zapatos italianos, perfumes franceses o chocolates finlandeses). Otros sectores con demanda potencial son el de material ferroviario, maquinaria y equipamiento, aparatos mecánicos y equipo eléctrico, material de construcción, productos químicos, vehículos de transporte y equipos medioambientales para el control de la contaminación y de la calidad del aire y equipamiento para el tratamiento de aguas residuales. Entre los sectores para invertir destaca la industria forestal y maderera, por la riqueza natural de los bosques de la región, que podría ser una interesante fuente de suministro de materias primas para la industria española del mueble ::



[Hemera]/Thinkstock.

Rusia: mercado prioritario para 2011

La relevancia del mercado ruso hace del país más grande del mundo un destino prioritario para las empresas españolas. Para facilitar que nuestras empresas aprovechen el potencial y oportunidades de negocio, Rusia será, en 2011 y 2012, el país objetivo del Plan Made in/by Spain. Este plan tiene como razón de ser apoyar la imagen de las empresas españolas y potenciar las exportaciones mediante acciones de apoyo institucional al máximo nivel durante dos años consecutivos.

Elisa Lafuente



[Hemera/Thinkstock]

No son pocas las señales que postulan a Rusia como un mercado en el que España puede representar un papel muy importante en el año que ahora comienza, siendo una economía en la que nuestras empresas ven importantes oportunidades de negocio.

En el actualizado Plan Integral de Desarrollo de Mercado en Rusia, elaborado por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio del Gobierno de España,

se exponen las diferentes oportunidades y aspectos por los que se invita a la empresa española a tener en cuenta esta gran economía para sus relaciones comerciales.

Como contexto, señalar que, en los años anteriores a la crisis, el PIB real creció un promedio del 7% anual, una tasa elevada propia de países emergentes. En 2009, la economía rusa se contrajo un 7,9% y el FMI prevé que la recuperación se produzca ya en

2010, alcanzando tasas del 4%. Esto se combina con una relativamente reducida tasa de paro, que, aun en plena crisis, no superó el 8%.

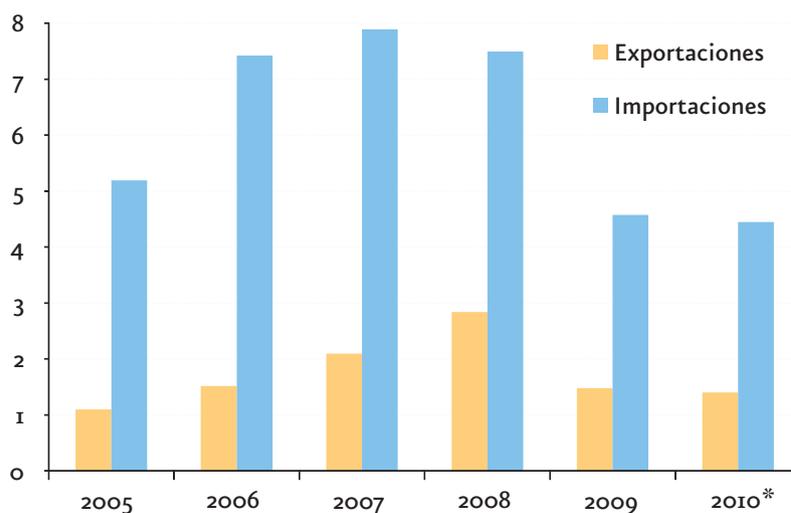
IMPULSO PÚBLICO A LAS RELACIONES ECONÓMICAS BILATERALES

A finales del pasado mes de noviembre, con motivo de la celebración de la VII Comisión Mixta Hispano-Rusa de Cooperación Económica e Industrial, el ministro español de Industria, Turismo y Comercio, Miguel Sebastián, se reunió en Rusia con el vicepresidente Alexander Zhúkov, con quien trató temas bilaterales relacionados con los sectores de transporte, industria, construcción naval, aeroespacial, turismo, energía y medioambiente, este último en el marco del Protocolo de Kioto.

Paralelamente a esta comisión, tuvieron lugar las Jornadas de Partenariado Multilateral Hispano-Ruso, organizadas por el ICEX y la Oficina Económico Comercial de España en Moscú, que reunieron a las principales empresas españolas y rusas de los sectores mencionados.

Balanza comercial hispano-rusa

(miles de millones de euros)



* Datos hasta septiembre de 2010.
Fuente: elaboración propia a partir de DATACOMEX.

En el seno de esta comisión, Rusia fue presentada como el próximo mercado objetivo al que se dirigirá el nuevo Plan Made in/by Spain, con el que el ICEX, en colaboración con comunidades autónomas, cámaras de comercio y la Confederación Española de Organizaciones Empresariales (CEOE), pretende potenciar la imagen de los productos y marcas españolas en este país. Dicho plan comenzó su andadura con EEUU como país

prioritario para el período 2009-2010 y se focalizará en Rusia en 2011 y 2012.

El Plan Made in/by Spain concuerda con la iniciativa que, en septiembre de 2009, el presidente José Luis Rodríguez Zapatero y su homólogo ruso Dimitri Medvedev adoptaron en la Conferencia de Yaroslav, esto es: la celebración en 2011 del año de España en Rusia y de Rusia en España. Además de actividades encaminadas a fortale-

CALENDARIO

Éstos son algunos de los eventos que se celebrarán en España, todos ellos en Madrid, durante 2011 con motivo del año de España en Rusia y de Rusia en España:

- **ARCO, feria de arte contemporáneo con Rusia como país invitado**
Fecha: 20 de abril de 2011
Lugar: IFEMA
- **Muestra «El aniversario del primer vuelo humano al espacio», dedicado a Yuri Gagarin**
Fecha: 30 de abril de 2011
Lugar: Centro Cultural Antonio Machado
- **«El lago de los cisnes», de Tchaikovski**
Fecha: 1 de junio de 2011
Lugar: Teatro Real. Madrid
- **Exposición de pintura rusa**
Fecha: 30 de julio de 2011
Lugar: Centro Cultural Antonio Machado
- **Gala de estrellas de los ballets rusos**
Fecha: 1 de diciembre de 2011
Lugar: Teatro Real

Fuente: <http://www.russia-spain.com>, página web oficial de 2011 año de España en Rusia y de Rusia en España.

cer aspectos económicos, está previsto que, en el marco de esta celebración, tengan lugar otras acciones en materia científica, cultural y educativa.

Estas iniciativas dan fe del potencial y de las oportunidades de negocio que Rusia ofrece a las empresas españolas. Aunque, en los últimos años, nuestras empresas han explotado algunas de estas oportunidades y se han intensificado los lazos comerciales, todavía queda camino por recorrer.

RELACIONES HISPANO-RUSAS EN MATERIA DE COMERCIO E INVERSIÓN

En la actualidad, España posee una cuota del 1,1% en el mercado ruso, situándose como su décimo tercer proveedor extranjero. Si bien, las relaciones bilaterales hispano-rusas han sido superavitarias para Rusia en los últimos años: lo que España importa de Rusia casi triplica el volumen de nuestras exportaciones a aquel país. El principal motivo es, obvia-

mente, el sector energético. A pesar de esta fuerte dependencia energética, el déficit comercial se ha venido reduciendo desde 2007, aunque los datos parciales para el año 2010 dejan entrever que éste pueda crecer de nuevo.

El Plan Made in/by Spain reforzará las acciones de promoción del Gobierno, CCAA, cámaras y CEOE para aprovechar el potencial ruso en plena recuperación económica

Siguiendo con el tema energético, la importantísima demanda que el resto del mundo ejerce sobre Rusia ha motivado que esta crisis, que, en general, ha afectado en menor medida a los países emergentes, impusiera en Rusia fuertes restricciones. Dada esta situación, en el país proliferan los esfuerzos para conseguir una mayor diversificación productiva hacia otros sectores menos volátiles que el de los hidrocarburos. En este sentido, encaja a la perfección el papel que España puede

desempeñar en estos esfuerzos de diversificación gracias a la firme apuesta por las energías renovables y la mayor competitividad que, en éste y otros sectores, presenta nuestra economía frente a la rusa.

Pero éste no es el único punto débil de Rusia del que las empresas españolas pueden, en cierto modo, beneficiarse. Existen otros factores que muestran la necesidad de reforzar otros sectores en su economía, como la obsolescencia de las infraestructuras, sector en el que empresas españolas podrían ver consolidadas sus posiciones de inversión. Todo ello unido al hecho de que Rusia cuenta con un deficiente sistema financiero, que deja al descubierto una necesidad importante de financiación y de *know how* en materia de gestión de infraestructuras que será imprescindible suplir.

De dicha debilidad rusa en el sistema financiero han tomado ya nota los inversores españoles, siendo el financiero el sector al



Fuentes de Peterhof, San Petersburgo, Rusia

[Hemera/Thinkstock]

que más inversión han destinado en los últimos años, a mucha distancia del siguiente, el de fabricación de otros productos minerales no metálicos.

Las empresas españolas pueden contribuir a los esfuerzos de Rusia en su búsqueda de una mayor diversificación productiva

Por su parte, el sector agroalimentario ruso muestra niveles muy bajos de competitividad, dejando una puerta abierta a empresas españolas del sector. Los productos agroalimentarios, tales como carnes, frutas y legumbres, ya se encuentran entre los primeros capítulos exportados por España. De hecho, Rusia es el segundo país fuera de la Unión Europea al que más exporta la industria alimentaria española, con unas exportaciones de 275 millones de euros el pasado años.

Otra de las oportunidades de internacionalización de nuestras empresas en Rusia se encuentra en el segmento de bienes de lujo. En el país hay una gran diferencia de población y renta entre las grandes ciudades (Moscú, San Petersburgo y Tyumén) y el resto de zonas, generalmente rurales. En las primeras, debido al mayor nivel de ingresos, proliferan las tiendas de alta gama y sus habitantes, por lo general, prefieren consumir productos de importación a pesar de los elevadísimos precios que ello supone.

BARRERAS Y PROCESOS DE INTEGRACIÓN PENDIENTES

Vistas las oportunidades que hacen de Rusia «el mercado prioritario» en 2011 para nuestras empresas, deben tenerse en cuenta algunas barreras y algunos asuntos relevantes en materia de relaciones multilaterales que el país aún no ha resuelto. Y es que, desde 1992, Rusia ha estado negociando sin éxito su entrada a la Organización Mundial de Comer-

cio (OMC), sólo superándose recientemente algunos de los asuntos pendientes que impedían completar el proceso. El principal problema se centró en los aranceles a la exportación de materias primas, tales como los hidrocarburos y madera, y en las medidas proteccionistas que el Gobierno ruso viene adoptando para proteger sectores puntuales de su economía, como es el caso del sector agrícola.

Una vez Rusia consiga culminar su adhesión, que se prevé tenga lugar en el transcurso de este año 2011, seremos con seguridad testigos de un considerable avance en las relaciones comerciales del país con el resto de países pertenecientes a la OMC.

Por otro lado, las relaciones de Rusia con la Unión Europea, enmarcadas desde 1997 en el Acuerdo

de Partenariado y Cooperación (APC) -que, aunque en un principio, se suponía vigente hasta 2007, fue entonces prorrogado hasta nuevas negociaciones-, prevén el establecimiento de una zona de libre cambio en fecha aún por determinar.

Sin embargo, durante la crisis, el Gobierno ruso ha tomado medidas proteccionistas adicionales, como el aumento de los derechos arancelarios aplicables para automóviles, máquinas cosechadoras, algunos productos agrarios y productos de acero, decisión que podría ralentizar las negociaciones mencionadas anteriormente.

No obstante lo anterior, Rusia es un destino clave para las empresas de carácter exportador. Nada mejor que aprovechar iniciativas de apoyo en curso como las aquí presentadas para incursionar en tan inmenso mercado ::



[Hemera/Thinkstock]

El seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado



[Hemera/Thinkstock.

La cobertura de los riesgos comerciales, políticos y extraordinarios asociados a la actividad internacional de las empresas puede realizarse a través del seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado, gestionado por CESCE.

Ana Domínguez Viana

La operativa empresarial internacional, tanto en lo que se refiere a ventas directas como a inversiones u otras operaciones en el exterior, entraña mayores riesgos que la nacional, en buena medida condicionada por el clima de mayor incertidumbre que envuelve a los mercados y agentes foráneos, todos ellos menos conocidos que los nacionales. Para mitigar o cubrir dichos riesgos, las empresas españolas cuentan con diversos instrumentos, entre ellos, el seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado. Se trata de un instrumento enmarcado dentro de las medidas de apoyo oficial a la internacionalización con el que se ofrece seguridad en las operaciones internacionales realizadas por exportadores, inversores e instituciones financieras.

En la actual coyuntura, el clima de incertidumbre y las circunstancias que condicionan la seguridad de cobro de las operaciones comerciales internacionales y las transacciones ligadas a la ejecución de proyectos de inversión en el exterior pueden intensificar los riesgos. Las empresas que operan, o desean hacerlo, en los mercados exteriores no han de obviar la mitigación de tales riesgos, ya que la no cobertura de los mismos puede

no sólo comprometer la viabilidad de un proyecto u operación internacional, sino, incluso, la continuidad de la actividad empresarial.

La cobertura del riesgo de crédito es ciertamente relevante. De hecho, se estima que en torno a un 20% de las empresas exportadoras incrementarían su facturación exterior si disminuyese el retraso en los pagos por parte de sus clientes extranjeros. Dicho retraso constituye, asimismo, uno de los motivos por los cuales la mitad de las empresas creadas en la Unión Europea cesan en su actividad durante su primer lustro de vida.

PRINCIPALES RIESGOS

En función de la propia naturaleza de los riesgos es posible distinguir entre los comerciales y aquellos otros de carácter político y extraordinario.

El riesgo comercial se asocia a la posibilidad de que el deudor extranjero -o sus garantes, todos ellos personas jurídicas privadas- no haga frente a sus obligaciones de pago o que rescinda el contrato por motivos de insolvencia (quiebra o suspensión de pagos), morosidad prolongada o falta de pago.

El riesgo político está relacionado con la situación de estabilidad política y financiera, así como con el grado de desarrollo institucional del país. Este riesgo puede ligarse a la posibilidad de que un Gobierno ponga en marcha determinadas iniciativas que impidan al deudor (empresa importadora) cumplir con sus obligaciones o a la incapacidad del Estado, de sus instituciones o empresas públicas (personas jurídicas públicas) de satisfacer los pagos exteriores por falta de divisas o por una situación de insolvencia. Las guerras civiles o conflictos internacionales, las revueltas u otros acontecimientos de esta índole que tengan lugar fuera de España y que lleven al incumplimiento de las obligaciones del deudor se circunscriben bajo este tipo de riesgo.

El riesgo extraordinario, por su parte, hace referencia a los denominados *acts of God*, relativos a catástrofes naturales (inundaciones, terremotos, etc.), que pueden imposibilitar el desarrollo de una operación comercial o de inversión en los términos pactados. Este riesgo, a diferencia de los anteriores, no conlleva la existencia de un crédito concreto exigible; de hecho, no existe consenso entre todos los países para su cobertura (en España, sí se cubre, pero no en otros) y las aseguradoras privadas no lo cubren.

En las operaciones de exportación hacia países solventes y política y económicamente estables, donde el cliente (deudor) sea una empresa privada, el único riesgo significativo es el comercial.

¿QUIÉN PUEDE CUBRIR ESOS RIESGOS?

La cobertura de los riesgos mediante un seguro puede realizarse a través de compañías aseguradoras privadas o de las agencias de crédito a la exportación (ECA, según sus siglas en inglés). Estas últimas, aglutinadas en la Unión de Berna, presentan similares funciones en los distintos países, ofre-

ciendo apoyo a la actividad exterior (mediante créditos, seguros de crédito y/o garantías) y otorgando, con el respaldo de los Gobiernos, coberturas no asumidas por el mercado privado.

Los porcentajes y los períodos de cobertura ofrecidos por las ECA, por cuenta de los Estados, son más amplios que los concedidos por las aseguradoras privadas. La cobertura privada suele situarse en torno al 80% de la operación y por un período máximo de tres a cinco años, mientras que las ECA pueden cubrir hasta el 99% y con plazos más extensos. Además, en muchos casos, las aseguradoras privadas no cubren directamente a las entidades financieras.

En España, la cobertura de los riesgos comerciales relativos a operaciones internacionales cuyo vencimiento es igual o superior a dos años, así como de los riesgos políticos y extraordinarios, puede hacerse a través de la Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación (CESCE), que es la que gestiona el seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado.

Las compañías aseguradoras privadas (las principales en España por volumen de negocio, serían Crédito y Caución y Mapfre) ofrecen también cobertura de los riesgos comerciales y políticos (no de los extraordinarios), complementando a las ECA.

CESCE

La Compañía Española de Seguro de Crédito a la Exportación, ECA española creada en 1970, es una sociedad anónima con un 50,25% de capital patrimonio del Estado y el resto perteneciente a los principales bancos (45,20%) y compañías de seguros (4,55%) de nuestro país. Lidera Grupo CESCE, al que pertenecen Informa D&B, el Consorcio Internacional de Aseguradores de Crédito y CTI Tecnología y Gestión.

CESCE tiene como objeto social asegurar a las empresas de los riesgos de impago derivados de ventas nacionales e internacionales. Actúa tanto por cuenta propia como por cuenta

del Estado, en cuyo caso (con carácter monopolístico) cubre los riesgos políticos y extraordinarios, así como los riesgos comerciales de operaciones con plazo de pago igual o superior a dos años. Pero también puede cubrir el resto de operaciones comerciales (con pago aplazado a menos de 24 meses) y los riesgos políticos «comercializables» por cuenta propia (contra su capital), además de cubrir riesgos de crédito interior y riesgos de caución.

Para ofrecer esas coberturas, CESCE cuenta con una amplia oferta de pólizas, cuyas condiciones pueden ser consultadas en su página web (www.cesce.es) o directamente a la compañía.

El seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado constituye un instrumento de apoyo oficial a la internacionalización empresarial, que cubre los riesgos asociados a la operativa exterior

¿CÓMO ES LA COBERTURA?

Los riesgos pueden cubrirse a través del seguro de crédito y de inversiones por cuenta del Estado gestionado por CESCE, contratando la póliza que se ajuste a las características de la operación.

La cobertura máxima será del 99%, tanto para los riesgos comerciales como para los políticos y extraordinarios. Nunca alcanzará el 100%, ya que es necesario que el asegurado también sea partícipe del riesgo, pues ello favorecerá el cobro de las deudas vencidas con mayor agilidad (por el propio interés del asegurado). A pesar de que CESCE cuenta con una red mundial de «recobradores», el asegurado es, en última instancia, quien posee los contactos de los agentes extranjeros que intervienen en la operación, resultando, por tanto, conveniente que se involucre en el proceso de cobro.

Conviene indicar que, en aquellas operaciones internacionales en las que intervienen proveedores de diferentes países, aunque el titular

PÓLIZAS CESCE: COBERTURA DE RIESGOS POR CUENTA DEL ESTADO

OPERACIONES CON PLAZO DE PAGO INFERIOR A 2 AÑOS

Póliza	Asegurado	Riesgos cubiertos por cuenta del Estado/coertura máxima
Póliza individual de crédito suministrador	Exportador	Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Póliza individual de créditos documentarios	Entidad financiera confirmadora	Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Póliza abierta de créditos documentarios	Entidad financiera confirmadora	Políticos: 99% Extraordinarios: 99%

OPERACIONES CON PLAZO DE PAGO IGUAL O SUPERIOR A 2 AÑOS

Póliza	Asegurado	Riesgos cubiertos por cuenta del Estado/coertura máxima
Póliza de crédito comprador	Entidad financiera española	Comerciales: 99% Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Póliza individual de crédito suministrador	Exportador	Comerciales: 99% Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Póliza de seguro de obras y trabajos en el exterior	Empresa constructora española	Comerciales: 99% Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Seguro a fiadores por riesgo de ejecución de fianzas	Banco fiador español	Comerciales: 99%
Seguro a exportadores por riesgo de ejecución de fianzas	Exportador	Comerciales: 99% Políticos: 99% Extraordinarios: 99%
Póliza de garantías bancarias	Banco financiador	Comerciales: 99%
Póliza de seguro de operaciones de compensación	Exportador	Políticos: 99%
Seguro de operaciones de <i>project finance</i>	–	Comerciales: según proyecto Políticos: según proyecto
Póliza de seguro de inversiones en el exterior	Inversor español	Políticos: 99%

Fuente: elaboración propia a partir de CESCE.

del contrato sea español, CESCE asegura toda la operación, pudiendo simultáneamente firmar un contrato de reaseguro con otras compañías de los países involucrados.

Tras la aprobación de la Ley 11/2010, de 28 de junio, de reforma del sistema de apoyo financiero a la internacionalización de la empresa española, cada operación susceptible de recibir apoyo oficial a través del seguro de crédito por cuenta del Estado será analizada en función del grado de endeudamiento del país de destino en aras de garantizar la coherencia del seguro con la sostenibilidad de la deuda, tal como establece la Ley 38/2006 de Gestión de Deuda.

En el caso de países pobres altamente endeudados (HIPC, por sus siglas en inglés), sólo serán objeto de aseguramiento las exportaciones a medio y largo plazo con garantía soberana y por cuenta del Estado si, a propuesta del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, lo autoriza la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos.

FUNCIONAMIENTO DEL SEGURO

El proceso que ha de seguirse, *gross modo*, para la solicitud y contratación del seguro de crédito con CESCE podría simplificarse en las siguientes fases:

- La empresa solicita cobertura a CESCE para una determinada operación, aportando información detallada de la misma.
- CESCE analiza la operación y acepta su cobertura en función de la valoración del riesgo de la operación (importe, plazo y país de destino) y de los riesgos ya acumulados para el país objetivo. En su caso, comunica su «oferta de condiciones», en la que se indica el importe de la prima (precio que pagar para obtener la cobertura; variable según el importe de la operación, el país, el deudor, el plazo de reembolso, el medio de pago, etc.) y el plazo máximo para la aceptación de la oferta, entre otra información.

- Aceptación de la «oferta de condiciones» por el asegurado.
- Emisión de la póliza por parte de CESCE.
- Firma de la póliza y pago de la prima.
- Entrada en vigor del contrato de seguro.

En caso de que se produzca el «siniestro» objeto de cobertura, el asegurado deberá notificarlo a CESCE, suministrando toda la información relativa al mismo dentro del plazo establecido. Una vez que CESCE verifica la información, procederá a abonar un porcentaje de la indemnización que corresponda dentro del plazo estipulado y, posteriormente, tras determinar la indemnización neta, realizará el pago restante que proceda.

Como consecuencia de la crisis económico-financiera, la demanda de cobertura de riesgos para operaciones internacionales a CESCE se ha incrementado y, con la finalidad de hacer frente a esa mayor demanda, ha tenido que duplicar su capacidad de asunción de riesgos ::



«En todos los casos de reinención, fue un nuevo equipo directivo quien pilotó la transformación que consiguió salvar la empresa»

Reinventando empresas

La oferta pública de venta de General Motors por algo más de 20.000 millones de dólares nos recuerda que las empresas pueden reinventarse. Pese a que el futuro de General Motors todavía es incierto, los inversores han dado su voto de confianza a una empresa que tan sólo hace un año estaba moribunda. El nuevo equipo directivo ha cerrado divisiones, reorganizado la gama de marcas y modelos y recortado costes.

La historia empresarial nos ofrece muchos otros ejemplos emblemáticos. IBM, por ejemplo, no supo anticipar la importancia de los ordenadores personales y se veía en considerables apuros durante los ochenta. Un nuevo consejero-delegado, Lou Gerstner, sin experiencia en el sector, consiguió resucitar la empresa reorientándola hacia las soluciones informáticas integradas en lugar del *hardware*. Otro ejemplo legendario es el de Apple Computer, también en problemas por la falta de innovación. En este caso, fue uno de los cofundadores de la empresa, Steve Jobs, quien lideró la resurrección de la empresa a través de una serie de innovaciones estrella tales como el iPod, iTunes, el iPhone y, más recientemente, el iPad.

En Europa, también tenemos una serie de ejemplos de reinención de empresas. El gigante holandés de la electrónica, Philips, una empresa con más de cien años de historia, comenzó a entrar en fase de declive durante los años setenta a raíz de la competencia japonesa, taiwanesa y coreana. Gerard Kleisterlee ha conseguido reorientar la actividad de la empresa hacia los aparatos y servicios de biomedicina, especialmente los escáneres y las resonancias magnéticas, productos que gozan de una tasa de crecimiento y márgenes envidiables.

También en España tenemos empresas que han sabido reinventarse. Duro Felguera, por ejemplo, se ha convertido

en una empresa de servicios de llave en mano, especializada sobre todo en proyectos de plantas de ciclo combinado para la generación de energía eléctrica. La empresa se fundó en 1858 dentro del sector del carbón y del acero. Más adelante, saltó a la maquinaria industrial, en la que todavía se encuentra activa. Su experiencia y conocimiento sobre ingeniería le ha permitido desarrollar su negocio de plantas de llave en mano, expandiéndose por América Latina, Europa, Japón e India.

Otro ejemplo importante es Ebro Foods, el mayor productor mundial de arroz y el segundo de pasta. Se trata de una empresa cuyos orígenes se encuentran en el sector azucarero. Asimismo, Gamesa comenzó su andadura en 1976 en el sector de componentes de automoción y material bélico. Tras una incursión en el sector aeronáutico, la empresa se enfocó en los aerogeneradores, convirtiéndose en una de las principales empresas eólicas del mundo tanto en fabricación como en promoción de parques.

Los casos de General Motors, IBM, Apple, Philips, Duro Felguera, Ebro Foods y Gamesa son diferentes y ofrecen varios caminos alternativos hacia la reinención. General Motors continúa siendo una empresa automovilista. IBM, Phillips y Duro Felguera se reinventaron gravitando hacia áreas de servicios relacionadas con sus actividades manufactureras preexistentes. Ebro Foods y Gamesa se diversificaron hacia productos relacionados, bien en términos de canales de distribución, o bien tecnológicamente. En todos los casos, fue un nuevo equipo directivo quien pilotó la transformación que consiguió salvar la empresa. Y también en todos los casos (salvo Philips) una nueva estructura de propiedad sirvió de fundamento para realizar los cambios estratégicos y organizativos que el mercado demandaba ::

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

El riesgo Europa impacta en los mercados

La inestabilidad observada en el área euro, con la petición de ayuda de Irlanda y las discusiones en torno a cambios estructurales para la resolución de la crisis soberana, incide de forma implacable sobre las variables financieras: tensionamientos en las curvas de tipos de interés, cesiones importantes en Bolsa y posicionamiento prodólar.

Luis Hernanz



[iStockphoto]/Thinkstock.

PANORAMA ACTUAL

La petición de ayuda financiera por parte de Irlanda, con su consecuente presentación del plan de ajuste fiscal, ha pesado de forma muy relevante sobre la evolución de las variables financieras en las últimas semanas. Pero, más allá de este aspecto concreto, el mercado ha desplazado igualmente la atención hacia los cambios estructurales que se están gestando en el seno del área euro. En este punto, merece la pena destacar algunos detalles que también se han publicado respecto al ESM (*European stability mechanism*) y que han pesado sobre la evolución de variables financieras, como es el hecho de que se haga referencia abiertamente a los términos «reestructuración» e «insostenibilidad».

Por otro lado, en la esfera macroeconómica, la publicación de los PIB del tercer trimestre de 2010 vuelve a confirmar las divergencias de crecimiento en el seno del área euro. Con un avance del 0,4% T, el PIB del área euro acumula cinco trimestres de registros positivos, sumando un 2,4% desde el suelo del ciclo, aunque todavía lejos del nivel precrisis (el PIB llegó a caer desde el techo un 5,4%). En el

análisis detallado por países, se confirman las divergencias de crecimiento entre los mismos. Mientras Alemania (0,7% T) y, en menor medida, Francia (0,4% T) consolidan su posición como motores de la zona, otros como España (0,0% T), Italia (0,2% T) y Holanda (-0,1% T) se mantienen débiles. Las claves de esta favorable evolución de la economía alemana reside en la importancia del sector exterior, si bien, no hay que menospreciar el hecho de que el consumo privado acumule tres trimestres consecutivos de expansión (0,4% T en el tercer trimestre de 2010) y haya recuperado todo el terreno perdido con la crisis económica.

Buen comportamiento de los activos denominados en dólares ante la vulnerabilidad que ha mostrado el euro como consecuencia de la segunda oleada de crisis de deuda periférica

Por su parte, en EEUU, el balance de datos vuelve a ser negativo, destacando una vez más la débil situación del mercado inmobiliario. El desplome de la venta de viviendas nuevas y la corrección también de la venta de viviendas de segunda mano son factores, que unido al repunte del *stock* de viviendas, seguirán presionando el precio a la baja con implicaciones en términos de morosidad y embargos. La falta de empuje de la economía, ha llevado a la Reserva Federal a recortar sus previsiones de crecimiento para los próximos años.

¿Cómo ha reaccionado el mercado ante estos acontecimientos? En Europa, de forma negativa, con tensionamientos muy significativos de las curvas de tipos de interés de la periferia y repuntes de diferenciales respecto a Alemania hasta máximos históricos. En las Bolsas, a nivel regional, destaca el Ibex-35 sobre el resto, al ceder en un 14,3% en noviembre, situándose en torno a los 9.250 puntos, un nivel razonable mientras la deuda española se mantenga por encima de los 200 pb de diferencial frente Alemania en todos los plazos. En el lado positivo, cabe destacar el DAX, que cerró noviembre con una revalorización del 1,3%. En este caso, la diferente posición cíclica de la economía alemana (con el IFO en máximos), junto con el poco peso del sector financiero en la composición del índice, está facilitando esta descorrelación de la renta variable alemana (+12% en el año).

EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN

En la industria de fondos, noviembre se ha caracterizado por el buen comportamiento de las inversiones denominadas en dólares como consecuencia de la vulnerabilidad que ha mostrado el euro a raíz de la reapertura de la crisis de deuda periférica. Además de la RV emergente y materias primas, junto con la renta variable japonesa, como viene siendo habitual en estos últimos meses, se desmarcan en positivo y la renta variable europea es la que se queda en terreno negativo. El peor comportamiento del mes lo ha li-

ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Variaciones desde	
	31-oct-10	31-dic-09
RV Japón	8,4	12,2
Monetarios dólar	6,4	10,4
RF LP dólar	5,9	16,4
RF CP dólar	5,7	11,7
RV EEUU	5,6	14,8
RV Asia y Oceanía	4,6	23,8
RV emergentes Latinoamérica	4,3	19,3
Monetarios internacional	4,2	11,4
Materias primas	3,8	8,1
RV sectores crecimiento	3,7	14,2
RV emergentes global	3,7	19,5
RV sectores defensivos	3,2	13,4
RV emergentes MENA	2,2	28,7
RF emergentes	2,0	17,4
RV emergentes Europa del Este	1,9	22,6
RV global	1,8	10,6
RF internacional	1,2	10,0
Gestión alternativa	0,3	1,4
RV mixta internacional	0,1	5,5
RF convertibles	0,1	5,6
Monetarios euro	-0,1	0,2
Ret. absoluto conservador	-0,1	1,0
RF mixta internacional	-0,4	1,6
RF corto euro	-0,6	0,0
FI inmobiliaria	-0,7	-3,5
RF <i>high yields</i>	-0,9	13,3
Garantizado RF	-1,3	-0,3
RF largo euro	-1,8	1,3
Gestión global	-1,9	-0,1
RV Europa	-2,1	6,7
RF mixta euro	-2,1	-1,9
Garantizado a vencimiento	-2,2	-2,1
FIL	-2,4	-0,9
Garantizado parcial	-2,9	-2,9
RV mixta euro	-3,6	-3,9
RV euro	-4,8	-3,2
RV España	-11,8	-17,9

Fuente: Afinet Global EAFI.

derado la renta variable España, sufriendo los envites del mercado de deuda y el fuerte incremento de la prima de riesgo cotizada para nuestro país.

Haciendo balance de lo que llevamos de año 2010, la renta fija y la renta variable emergente lideran el *ranking* de ganancias por categorías de fondos. Por su parte, la tendencia apreciadora del dólar en el mes trae como consecuencia que las inversiones denominadas en esta moneda recuperen mucho terreno en el año y se coloquen cerca de la cabeza. Al buen comportamiento de las Bolsas emergentes, secundado por la fortaleza de sus economías, les siguen otros activos de riesgo que se benefician de la mejoría de la prima de riesgo descontada por el mercado y la disminución de la aversión en crédito, como son los bonos convertibles y la renta fija de alto riesgo *-high yield-*. En el terreno negativo, destacan la RV española, los fondos inmobiliarios y los fondos mixtos de renta variable europea.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Tras estas semanas negativas, revisamos nuestra asignación de activos de cara a afrontar los próximos meses. En este sentido, con el objetivo de plantear la estrategia para los activos de renta variable, en el mes de diciembre, debemos gestionar, por un lado, la estacionalidad positiva y, por otro, las alertas de cubrir exposición a renta variable que nos están dando nuestros modelos de *timing* para Europa. En este sentido, optamos por reducir su exposición global (bajamos un 4% la exposición, hasta el 26%) y desplazamos pesos desde Europa y emergentes hacia Japón.

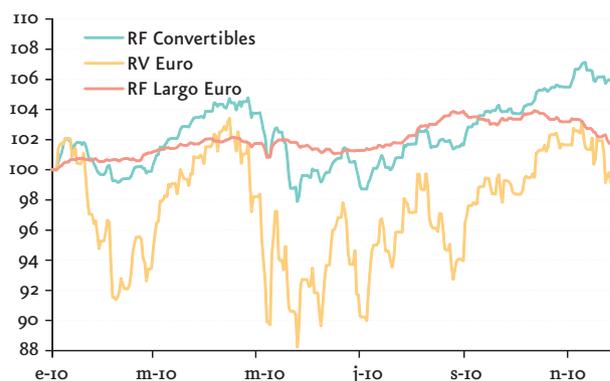
En renta variable, hay que gestionar la estacionalidad positiva y las alertas que nos están dando nuestros modelos de *timing* para cubrir exposición a renta variable Europa

En los activos de renta fija (el 47% de nuestra cartera), en deuda pública, aprovechamos la ampliación de diferenciales del último mes para subir un 2% la exposición en deuda a corto plazo (hasta el 4%), mientras que, en deuda euro a largo plazo y deuda dólar, continuamos sin exposición. El peso en cartera de RF emergente sube hasta el 14% (+2 pp).

Por su parte, en renta fija privada, rebajamos la sobreponderación en *investment grade* (15% de la cartera) y mantenemos sin cambios el resto de exposición a renta fija privada. En *high yield* mantenemos un 12% de la cartera.

Retomamos la exposición a riesgo divisa con un 3% en dólar. El recorrido adicional en la apreciación de la divisa estadounidense podría ser limitado atendiendo al posicionamiento del mercado prodólar (las posiciones especulativas, indicador contrario) y los niveles de tensión en las cotizaciones del *basis swap* euro/dólar 12 meses. Con todo, consideramos que existe un riesgo asimétrico, acotado

Índices Afi fondos de inversión



Fuente: elaboración propia.

para una eventual apreciación del euro, mientras el foco de atención se reorienta hacia el plano político del área euro.

En el área de gestión alternativa, concentramos el 18% de exposición en la gestión con mayor presupuesto de riesgo (sin exposición al retorno absoluto conservador). En liquidez, subimos un 2%, hasta el 6% de la cartera.

En nuestra cartera recomendada de acciones españolas, mantenemos nuestra estrategia en la selección de valores con un ROE superior a la media del mercado, con un margen EBITDA superior y un nivel de apalancamiento inferior. Así, nuestro posicionamiento pasa por cubrir el riesgo direccional (beta) y comprar el principal apoyo de la renta variable a largo plazo (dividendos). Los cambios propuestos en la cartera son los siguientes: incluimos Indra en detrimento de ACS y rebajamos la exposición en Inditex a favor de Santander.

En lo referente a Indra, esperamos un mejor comportamiento relativo como consecuencia de su diversificación por producto (consultoría estratégica y tecnológica, proyectos de integración de sistemas, *outsourcing*, sistemas de gestión de tráfico aéreo, de tique de los metros, de recuento de voto, etc.) y el origen diverso de sus ingresos, que han permitido entender la resistencia de su BPA durante la crisis (no ha caído en ningún año, aunque, en 2010, apenas crecerá un 1% si se cumple la reactivación en el cuarto trimestre de 2010). Ahora bien, a pesar de los esfuerzos, en los últimos meses, está mostrando cierta incapacidad para reducir el peso de España en su facturación (todavía es de un 62%). La ausencia de endeudamiento (apenas un 0,5 deuda/EBITDA) es otro de los aspectos positivos del valor, así como un núcleo duro de accionistas que controlan un 40% y que parece estable, al menos tras la venta de Unión Fenosa a CF Alba de un 10%. Con todo, consideramos que la actual corrección es una oportunidad de compra, dado que implica cotizar con un PER < 11 veces y una rentabilidad por dividendo cercana al 5%, en claro contraste con lo observado en años anteriores, en los que el PER era 20 veces y la rentabilidad de apenas el 2% ::

2010 queda atrás: ¿y en 2011?



El mercado de divisas ha reflejado más que nunca en 2010 la incertidumbre que existe en cuanto al ciclo mundial y la inseguridad sobre la estabilidad financiera de bloques hasta ahora considerados seguros como es el caso del área euro. Realizamos un breve balance del año pasado y planteamos las previsiones para 2011, un ejercicio en el que la volatilidad volverá, sin duda, a ser protagonista.

Pablo Guijarro

EL SEGUNDO SEMESTRE TERMINA DE FORMA SIMILAR AL PRIMERO

La fuerte inestabilidad registrada por los mercados de deuda soberana en la primera mitad de 2010, a raíz de la desconfianza en torno a la solvencia de Grecia y el potencial efecto arrastre que su quiebra podría tener sobre el resto de emisores soberanos del área euro, motivó una fuerte depreciación del euro entre los meses de marzo y mayo no sólo en su cruce frente al dólar, sino también frente a otras monedas como la libra esterlina o el franco suizo. Tras la estabilización de los mercados en la parte central del año, los meses de noviembre y diciembre han supuesto la reedición de la debilidad del euro y, de nuevo, guiada por los mismos factores que motivaron su caída durante el primer semestre del ejercicio.

La paradoja de 2010 es que la mayor certeza en relación con los mercados financieros es la extrema incertidumbre que sigue reinando en los mismos

Una de las principales consecuencias de este entorno, que podríamos calificar de extremada e

[Hemera]/Thinkstock.

inusualmente incierto, ha sido un aumento de la volatilidad tanto implícita como realizada en el mercado de divisas. De esta manera, tras la relajación observada en esta variable en la parte final de 2009, en 2010 hemos vuelto a observar niveles de volatilidad más elevados que la media histórica en la práctica totalidad de cruces cambiarios.

¿Y EN 2011? ¿PERSISTIRÁ LA INCERTIDUMBRE?

La ausencia de señales contundentes de recuperación económica y las dudas existentes en cuanto a la sostenibilidad del área euro, aunque atenuadas, persisten, haciendo del entorno actual de los mercados financieros un escenario extremadamente arriesgado. En el caso del mercado de divisas, y atendiendo sencillamente a las expectativas del mercado (volatilidades implícitas cotizadas por las opciones sobre tipo de cambio), podemos anticipar que la volatilidad se mantendrá y, además, lo hará en niveles elevados.

Esta circunstancia motiva que la gestión del riesgo de tipo de cambio vuelva a deber centrarse no tanto en la consecución de un beneficio con las coberturas contratadas, sino en lograr la máxima estabilización de los resultados de las empresas. Tengamos presente que, en un entorno tan inestable y en el que las diferencias relativas entre países son míni-

COBERTURA DE LA EXPOSICIÓN A DIVISA EN FUNCIÓN DE LA VOLATILIDAD REALIZADA DE CADA TIPO DE CAMBIO FRENTE AL EURO (%)

Divisa	Volatilidad		Cobertura		Cobertura según volatilidad media histórica
	De referencia	Deseada	Mínimo	Máximo	
Dólar	11,4	8	30	85	24
Libra esterlina	9,4	8	15	85	0
Francos suizo	8,5	8	6	85	0
Yen	14,3	8	44	85	36

Fuente: elaboración propia.

mas, es muy complejo observar tendencias a largo plazo en el mercado de divisas.

Este entorno marcadamente volátil obliga a mantener porcentajes de cobertura del riesgo de tipo de cambio elevados

Por lo tanto, recomendamos mantener unos porcentajes de cobertura del riesgo de tipo de cambio relativamente elevados en comparación con los que se darían en entornos de volatilidad más reducidos, tal y como se describe en el cuadro «Cobertura de la exposición a divisa en función de volatilidad». Estos porcentajes deberán ser tanto mayores cuanto mayor sea el riesgo de asistir a un movimiento adverso en el valor de la divisa de referencia ::



[Photodisc]/Thinkstock

PORCENTAJES DE COBERTURA DEL RIESGO DE TIPO DE CAMBIO EN FUNCIÓN DE VOLATILIDAD

La consecución de estabilidad en los flujos de caja en el entorno actual es clave. Los parámetros de máxima volatilidad tolerable por parte de una compañía en su cuenta de resultados en moneda extranjera son los que determinarán cuál es el porcentaje mínimo de cobertura de riesgo de tipo de cambio que aplicar según la ecuación que se describe a continuación: volatilidad objetivo = volatilidad de referencia (1-porcentaje de cobertura).

Hemos tomado como referencia una volatilidad máxima tolerada por la compañía de un 8%. Con niveles de volatilidad como los actuales (véase tabla «Cobertura de la exposición a divisa en función de la volatilidad realizada de cada tipo de cambio frente al euro»), los porcentajes de cobertura mínimos que adoptar por la empresa rondarían, en el caso del dólar, un 30% (frente a una media histórica del 24%). En el resto de divisas tomadas como ejemplo, los porcentajes de cobertura también se incrementan con respecto a situaciones de normalidad en el mercado, siendo especialmente significativo el caso del yen, cuya volatilidad obligaría a cubrir como mínimo un 44% de la exposición (frente a una media histórica de un 36%).

Endurecimiento monetario en China

El repunte de la inflación por encima del objetivo del Banco Central de China ha llevado a la autoridad monetaria a elevar los tipos de interés de forma progresiva. Ahora bien, con el nuevo máximo registrado por las exportaciones nominales, las especulaciones en torno a una posible mayor apreciación del yuan se incrementan.

Álvaro Lissón

En pleno proceso de ajuste de las economías del área euro y con la debilidad en la recuperación de las principales economías avanzadas como telón de fondo, los últimos datos de actividad correspondientes al cuarto trimestre de 2010 han servido para confirmar el buen estado de forma de las economías emergentes. En particular, de las asiáticas, en las que el empuje de la demanda doméstica está empezando a cobrar cierta relevancia.

Una de las implicaciones del mayor dinamismo de la demanda interna está siendo la aparición de presio-

nes inflacionistas, que, aunque sin ser preocupantes, están propiciando que los bancos centrales endurezcan de forma progresiva las condiciones monetarias. Éste es el caso del Banco Central de la India, de Corea del Sur, de Tailandia y, sobre todo, de China (en este caso, la inflación se ha situado en el 5,1% en noviembre, por encima del 3% fijado como objetivo por parte del Banco Central), donde las medidas introducidas para contener la escalada de los precios se han multiplicado (elevación del coeficiente de reservas a bancos comerciales, flexibilización del régimen de cotización del yuan frente al dólar y subidas en el tipo de interés de los depósitos y de los préstamos).

El nuevo máximo anual de la balanza comercial de China (3,7% del PIB) reabre las especulaciones acerca de una nueva vuelta de tuerca en las medidas de restricción monetaria

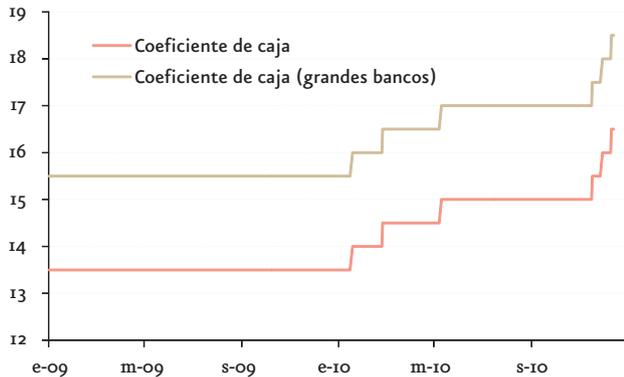
En el caso particular de China, el nuevo máximo anual de su balanza comercial en noviembre (3,7% del PIB) se ha dado en un contexto de sólido crecimiento de las importaciones (en torno al 40% interanual), lo que refleja el dinamismo de los flujos de comercio internacional (las exportaciones nominales se sitúan en máximos históricos en noviembre) y reabre las especulaciones acerca de una nueva vuelta de tuerca en las medidas de restricción monetaria por parte de las autori-

Inflación en China (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecwin.

Coeficiente de caja en China (%)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Sector exterior de China (miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.

dades. El dinamismo de la demanda interna china está ejerciendo de apoyo para las economías asiáticas que dependen en mayor medida de su sector exterior para crecer y también para las economías avanzadas con mayor vínculo comercial con China, como puede ser el caso de Japón, EEUU o Alemania. En el caso de Alemania, si bien está siendo importante el papel del sector exterior en la recuperación, no podemos menospreciar el hecho de que la demanda interna está ganando protagonismo.

Creemos probable que el Banco Central de China decida dejar apreciar con mayor intensidad el yuan

POSICIONAMIENTO RECOMENDADO EN EL MERCADO DE DIVISAS

Los elementos más característicos del mercado de divisas en los últimos meses se resumen en una elevada volatilidad de los cruces y en diferencias regionales. Las principales líneas de recomendación se basan en:

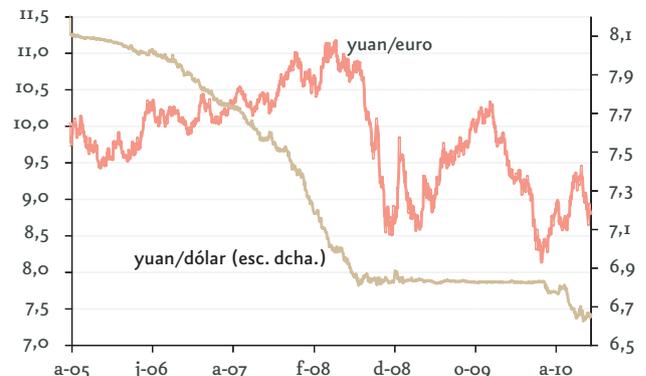
Limitar exposición a Europa del Este y cubrir cobros en sus divisas locales. La elevada inestabilidad de las economías y su exposición a las economías del área euro con mayores problemas de consolidación fiscal nos lleva a limitar la exposición a estas divisas.

Vemos valor en las divisas asiáticas. El diferencial favorable de crecimiento y de tipos de interés, la posición superavitaria de sus cuentas externas, la consolidación fiscal y, en muchos casos, la infravaloración de las divisas son factores que deberían seguir propiciando la entrada de flujos en Asia y la progresiva apreciación de las divisas.

Neutrales en las divisas de América Latina. Teniendo en cuenta que existe riesgo de intervención, vemos a los principales cruces cotizando en un rango en torno a los niveles actuales.

Con la excepción china, donde el tipo de cambio permanece estrictamente vigilado por la autoridad monetaria, las divergencias en las direcciones que han adoptado las políticas monetarias de las economías asiáticas frente a las avanzadas están llevando a las divisas de las primeras a apreciarse con intensidad, en especial, contra el dólar, a lo que ha contribuido también la decisión de la Reserva Federal de ampliar su balance mediante la compra de deuda pública. Teniendo en cuenta que el objetivo de China debe ser el de avanzar hacia una estructura económica menos dependiente del sector exterior, en la que la demanda interna desempeñe un papel más destacado, creemos probable que el Banco Central decida dejar apreciar con mayor intensidad el yuan (desde que esta institución anunció la flexibilización del yuan en junio, la divisa se ha apreciado apenas un 2,5% frente al dólar), lo que contendría la presión internacional y contribuiría a la reducción de los desequilibrios globales ::

Cotización yuan/dólar y yuan/euro



Fuente: elaboración propia a partir de Ecowin.



«El incremento de rentabilidad de la deuda emitida por países *core* de la UME aumenta ligeramente su atractivo de inversión»

Paradojas de la renta fija

Desde que, a finales de agosto, el presidente de la Fed, Ben Bernanke, anticipara en un discurso, que recordando encarecidamente leer¹, la intención de implantar el denominado *quantitative easing* 2.0. (QE), es decir, la compra por parte del Banco Central de bonos emitidos por el Tesoro estadounidense, los precios de estos activos han caído. En consecuencia, se ha producido el fenómeno contrario al esperado, por cuanto la fuerza compradora de la Reserva Federal debería haber sido un motivo más que suficiente para que el resto de inversores optasen por adquirir deuda pública. Pero parece que ésa es la estrategia seguida justo hasta entonces, dado que, en las últimas sesiones, hemos asistido a un importante repunte de los niveles de rentabilidad. Es cierto que, para ser más estrictos, los mínimos de TIR en el T-Note a 10 años se alcanzaron el 10 de octubre (2,36%), pero apenas unos pocos puntos básicos por debajo de los registros del 27 de agosto (2,46%), cuando se produjo la famosa comparecencia en Jackson Hole.

Los indicadores publicados en EEUU, que constatan una mejora de su economía (aunque no en todos los componentes, ya que la construcción sigue en mínimos), junto con nuevos anuncios de estímulo fiscal (prorrogando alguno de los vigentes hasta ahora), han podido ser los argumentos fundamentales que han contrarrestado la aplicación del QE de la Fed. Pero la agresividad del movimiento al alza en los niveles de rentabilidad ha sorprendido a todos los inversores, con pérdidas, en apenas un mes y medio, que oscilan entre el 2 y el 7% (téngase en cuenta que, en un bono a 10 años, un repunte de 100 pb de la TIR, como el que prácticamente se ha producido, implica una pérdida de casi el 7%, al ser, en media, siete años su duración). En defini-

tiva, ha vuelto a ponerse de manifiesto que la «renta fija no es fija» y que, en ocasiones, sufre una importante volatilidad.

Como también suele ser habitual, el repunte de los niveles de rentabilidad ha impactado sobre otras curvas soberanas, como es el caso de la alemana, donde el *bund* a 10 años ha superado la barrera del 3% (frente al 2% que se llegó a observar a principios de septiembre). Si bien en este país también hemos asistido a una mejora de los indicadores económicos (el PIB crece casi al 4% en tasa interanual, aupado por todos los componentes), es obvio que el repunte se debe, en mayor medida, al «contagio» de EEUU que a la situación de la economía alemana o del propio área euro, donde, en las últimas sesiones, se ha vuelto a recrudecer la «crisis de deuda de los países periféricos», lo que podría haber justificado cierto «refugio hacia la calidad» en los bonos alemanes.

Sea uno u otro caso, el incremento de rentabilidad de la deuda emitida por países *core* de la UME aumenta ligeramente su atractivo de inversión, al abandonar niveles históricamente bajos. Así como el activo más seguro (replicar el EONIA) sigue siendo poco rentable (y la ampliación temporal de la «barra libre de liquidez» por parte del BCE, al menos hasta abril, seguirá lastrando al tipo interbancario a un día hasta la zona del 0,5%), invertir en bonos públicos AAA de la zona media de la curva es ahora un poco más atractivo. No puedo terminar este comentario sin hacer alusión al comportamiento de las referencias de renta fija del Tesoro español. Las letras a 12 meses ofrecen una rentabilidad del 3,52%, mientras que el bono a dos, cinco y 10 años, del 3,55, 4,83 y 5,51%, respectivamente, lo que, sin duda, es una clara oportunidad de inversión de cara a los próximos meses ::

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

¹ Véase <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>.



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

Las condiciones de financiación para 2011 se presentan complicadas



[Hemeria]/Thinkstock.

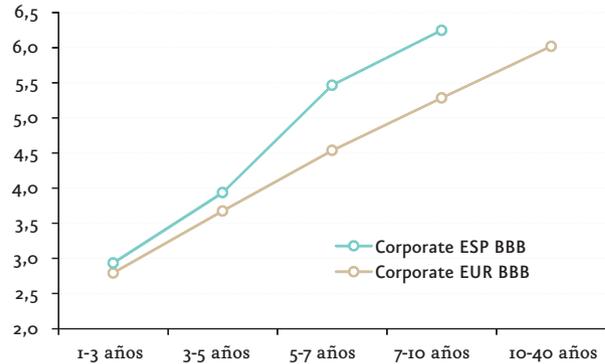
Puntos destacados

- La presión en los diferenciales soberanos sigue siendo elevada. En esta situación, el fuerte encarecimiento de la deuda soberana española está encontrando traslado a las condiciones de financiación del resto de agentes privados.
- La puesta en «vigilancia negativa» del rating soberano de España por parte de *Moody's* (aunque mantiene la nota de Aa1) no hace sino entorpecer aún más la capacidad de apelación a mercado de la totalidad del sistema español.
- Esta situación queda reflejada en los niveles de tipos que el mercado exige a las entidades corporativas españolas respecto a sus homólogos europeos con rating similar.
- Adicionalmente, la condensación de vencimientos de deuda financiera española en los próximos años en un contexto de (1) progresiva retirada del apoyo institucional a los mercados interbancarios y (2) baja participación de los agentes españoles en los mercados de crédito, podría contener aún más la baja predisposición de bancos y cajas a la concesión de crédito.
- La operativa en los mercados de negociación también está resintiéndose. La ampliación de los diferenciales entre los precios de compra y venta que los creadores de mercado ofrecen a sus contrapartidas es un reflejo del grado del desencuentro y la fragmentación del mercado.

Las tensiones en los mercados de deuda periférica del área euro siguen afectando de forma negativa no sólo al coste de financiación de Tesoro, sino también a los niveles que deben pagar los agentes privados españoles para acceder a un mercado primario prácticamente cerrado.

De esta forma, el tipo de interés que los emisores corporativos españoles pagan por financiarse a mercado es superior a la media de sus homólogos europeos con la misma calificación crediticia. El mayor coste soportado por las empresas españolas es, además, más que proporcional cuanto mayor es el plazo, llegando a ser de casi 100 puntos básicos para empresas con rating BBB y a plazos superiores a los cinco años, un elemento que complica su esquema de refinanciación.

Tipo de interés medio de deuda corporativa con rating BBB por plazo (%)

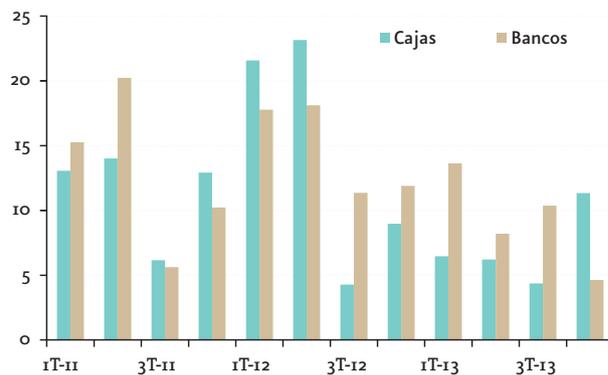


Fuente: elaboración propia a partir de Merrill Lynch.

La concentración de vencimientos de deuda por parte de las entidades bancarias españolas en 2011 -y que ascienden a cerca de 95.000 millones de euros-, en un contexto de baja capacidad de apelación a los mercados de emisión de deuda, podría limitar la posición de liquidez de bancos y cajas durante el próximo año y, por tanto, restringir su capacidad de concesión de crédito.

Dadas las adversas condiciones que reflejan los mercados mayoristas también para los agentes corporativos españoles, el esquema de refinanciación para 2011 se presenta complicado para la captación de financiación de las empresas, tanto por la vía de solicitud de créditos bancarios como por la vía de apelación al mercado.

Perfil de vencimientos de deuda bancaria española en 2011 (miles de millones de euros)

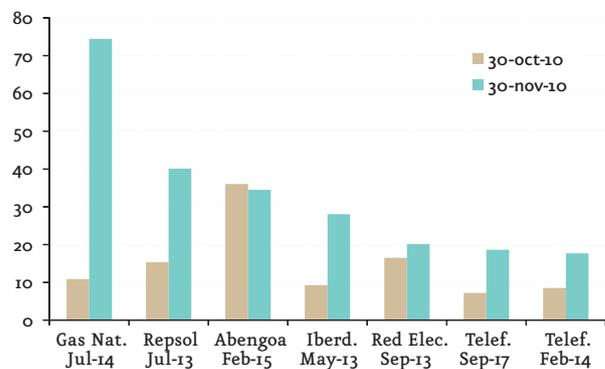


Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg, ALAF y CNMV.

Las tensiones en el mercado secundario de deuda son, por tanto, cada vez más patentes. La ampliación de diferenciales frente a otras medidas de riesgo es un ejemplo claro del deterioro experimentado por estos mercados.

Otra forma de medir el nivel de estrés de los mercados de crédito es a través de las horquillas entre los precios de compra y venta ejecutables. Una forma de medir el nivel de fragmentación en este segmento es, por tanto, observar la distancia entre estos precios: una distancia mayor suele reflejar unas condiciones de mercado más estresadas y caracterizadas por un mayor desencuentro entre los agentes participantes.

Horquillas de cotización bid/ask en referencias de deuda corporativa (puntos básicos)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.



«Da la impresión de que los dirigentes alemanes quieren mejorar la gobernanza de la eurozona e imponer mecanismos que aseguren la disciplina fiscal»

¿Qué quiere Alemania?

En los últimos meses, la crisis del euro ha venido marcada, en buena medida, por las declaraciones y comentarios sobre la posición de Alemania, cuyo liderazgo en la UE se ha asentado, pero a costa de un cierto grado de desconfianza o incompreensión por parte de sus socios, especialmente los países periféricos más castigados por la crisis.

En el peor momento de la crisis financiera internacional, al hilo de la caída del comercio y de los flujos de capitales mundiales que siguió a la quiebra de Lehman Brothers, la economía alemana fue una de las más afectadas de la UE, debido a su mayor apertura exterior. Sin embargo, esa misma apertura hizo que la economía alemana se beneficiara también de forma especial de la recuperación internacional y que rápidamente se situara a la cabeza de la UE, en tanto que otros países con mayores desequilibrios (sobre todo los periféricos) tenían muchas más dificultades para el despegue.

Las posiciones alemanas en la crisis de la deuda soberana de la eurozona han despertado desconcierto y ciertas dudas sobre las intenciones últimas de sus dirigentes. En los primeros meses de 2010, a medida que se agravaba la crisis griega, los dirigentes alemanes transmitieron titubeos y cierta ambigüedad sobre sus intenciones. Finalmente, aceptaron la inevitabilidad del paquete de rescate que se materializó en el mes de mayo, pero sin ocultar su malestar por las manipulaciones, ocultaciones e incumplimientos del Gobierno griego.

Cuando volvieron las tensiones a los mercados de deuda en octubre, esta vez con Irlanda en el ojo del huracán, los dirigentes alemanes sacudieron a los mercados con la idea de que, en los futuros rescates, el sector privado debía soportar parte de las pérdidas. Aunque esta idea tiene bastante lógica, y los alemanes la han defendido en las suce-

sivas crisis internacionales que se han sucedido desde al menos México 1994, su aplicación a los países de la eurozona, en un momento de tensiones en los mercados, ha ocasionado una profunda ola de desconfianza hacia la deuda periférica, que ha aumentado sus tipos de interés, lo que, a su vez, dificulta la tarea de estabilizarla (en una profecía autocumplida).

Ha habido todo tipo de especulaciones sobre las intenciones últimas de los dirigentes alemanes, desde las que señalan a la ruptura del euro como objetivo último (y la vuelta al añorado marco), hasta las que apuntan al deseo de disciplinar a los díscolos países periféricos o limitar el alcance de los fondos que los contribuyentes alemanes van a tener que pagar por su rescate.

Posiblemente, la explicación es múltiple y compleja y no todos en Alemania responden a las mismas motivaciones, lo que explica la percepción de vacilaciones e incoherencia desde el resto de Europa. Pero, teniendo en cuenta que Alemania es el país más beneficiado por el euro y que sus bancos serían los más perjudicados por su eventual ruptura, parece razonable excluir la ruptura del euro como una motivación. Más bien da la impresión de que los dirigentes alemanes quieren mejorar la gobernanza de la eurozona e imponer mecanismos que aseguren la disciplina fiscal, dando pasos al mismo tiempo para una mayor coordinación fiscal, de ahí la creación del mecanismo de estabilización europeo y la reforma del Tratado, aprobados en el Consejo Europeo de mediados de diciembre.

Alemania ha sido y continúa siendo clave en la construcción europea, que no hubiera sido posible sin su generosidad. Los países periféricos deberíamos hacer un esfuerzo mayor por comprender la posición alemana, al tiempo que los alemanes deberían, quizá, ser algo más pragmáticos y menos doctrinarios ::

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

José Julio Martín

PRESIDENTE DE TEXTILES MONTECID



Moda española por el mundo

José Julio Martín es licenciado en Filología Inglesa por la Universidad de Valladolid. Tras diferentes trabajos en parcelas comerciales y de exportación, asimilando distintas experiencias y responsabilidades, comienza su andadura como empresario en el mundo textil y de la moda en 1993 como cofundador de la empresa Ransil, en la que lanzó y desarrolló la marca Riverside. En mayo de 2007, crea la empresa Textiles Montecid con el fin de gestionar e impulsar la marca Rosalita McGee. Más tarde crea dos nuevas: Missing Johnny, en 2008, y Rosalita Señoritas, en 2010.

Quizá uno de los primeros sectores industriales en ser global fue el del textil-confección. Rápidamente nos viene a la cabeza Marco Polo, comerciante italiano que utilizó la Ruta de la Seda entre Asia y Europa. Inicialmente, por tanto, lo fue para conseguir materia prima que manipular en los talleres textiles; posteriormente, ha sido la deslocalización como forma de abaratar los costes de producción. Una de las características que conlleva el fenómeno de la globalización es la difusión casi en tiempo real de los usos y tendencias de diverso tipo y el ámbito de la moda es, sin duda alguna, el paradigma. Textiles Montecid, joven empresa radicada en Valladolid, y su presidente lo tienen claro.

Javier López Somoza

La empresa

Textiles Montecid nace en Valladolid en el año 2007 para gestionar e impulsar la marca Rosalita McGee, creada en 2005. En 2008 se lanza al mercado la marca Missing Johnny. En 2009, apostando por la internacionalización de la empresa, se abre una tienda franquiciada en un lujoso centro comercial de Kuwait. Ya en 2010, nace Rosalita Señoritas, siguiendo con la línea de Rosalita McGee, pero orientado a un público infantil: niñas de cuatro a 10 años. Actualmente, Textiles Montecid cuenta con 1.500 puntos de venta en el mundo entre las tres marcas.

¿Qué productos conforman en la actualidad el catálogo de Textiles Montecid?

En Textiles Montecid nos dedicamos al diseño, distribución y comercialización de moda para mujer, con las marcas Rosalita McGee y Missing Johnny, y moda para niñas, con Rosalita Señoritas.

Cada una de nuestras marcas posee una identidad propia y bien definida, orientada a un público también muy preciso, ofreciendo una gama de productos diferenciada en cada caso. Por ejemplo, Rosalita McGee es una apuesta por el color y el diseño y los productos van desde abrigos, chaquetas, faldas o ves-



Tienda de Rosalita McGee en Arraya Center (Kuwait).

tidos, hasta botas, paraguas o bolsos. Rosalita Señoritas sigue esta misma línea, pero las creaciones van dirigidas a niñas de entre cuatro y 10 años. Missing Johnny es quizá algo más sobrio, sin perder el diseño en sus prendas, y se caracteriza más por minivestidos o camisetas, tomando como referencia el cine, el teatro o la música.

«Cada una de nuestras marcas posee una identidad propia y bien definida, orientada a un público también muy preciso»

¿Cuáles son los pilares de la estrategia de la compañía?

El cliente. Desde el diseño de nuestros productos hasta su distribución y posterior comercialización son factores que buscan un único fin: la atención personalizada de nuestros clientes. El éxito de nuestra empresa depende directamente de su satisfacción, por eso nuestro servicio de atención al cliente, y servicio postventa han hecho que

sea posible y que el grupo siga creciendo cada vez más entorno a este objetivo.

¿Cuál fue su primera experiencia internacional?

Como Textiles Montecid y bajo la marca Rosalita McGee, la asistencia a la feria CPD de Dusseldorf.

¿Qué motivó esta decisión?

Introducimos en el mercado alemán y, sobre todo, en el mercado europeo.

¿Cuáles son sus mercados de referencia fuera de nuestras fronteras?

Actualmente, Francia por nivel de facturación, que aporta el 25% del total de las exportaciones. Mercados como Portugal, Reino Unido, Grecia o Alemania también están adquiriendo una importancia relevante para nosotros.

¿Qué factores tienen en cuenta a la hora de elegir sus mercados exteriores?

En primer lugar, la proximidad.

Logísticamente nos permitía ofrecer los mismos servicios que al cliente nacional. Y, en segundo lugar, el desarrollo natural de las marcas. En un mercado global, el mundo de la moda también está cada vez más globalizado y las tendencias de moda son dinámicas y se mueven, es por esto por lo que también decidimos salir al exterior. El desarrollo natural de las marcas que comercializamos y su crecimiento nos han marcado los pasos que seguir en este sentido.

¿Qué porcentaje de sus ingresos se generan en el extranjero?

En 2010, la exportación supone un 34% del total de facturación de la compañía, un 7% más que en el año anterior, si bien es cierto que estamos inmersos en pleno proceso de expansión, abriendo nuevos mercados en Asia, en países como Japón o Kuwait y, en América, en EEUU, y la previsión es que, en 2012, alcancemos el 75% de la facturación total en el extranjero sin comprometer las ventas en el territorio nacional.

¿Cómo se organiza la actividad internacional?

Contamos con un departamento de exportación, con personal multicultural y de distintas nacionalidades. Esto nos permite acercarnos, conocer y controlar de una manera más eficiente cada uno de los mercados en los que estamos presentes.

¿Qué experiencias y enseñanzas positivas ha extraído de los mercados exteriores en los que se encuentran?

Salir al exterior nos ha enseñado a comportarnos de una manera más flexible como compañía y a saber adaptarnos de una forma rápida a las necesidades que nos plantean cada mercado y cada tipo de cliente.

¿Cuáles son los principales problemas que se han encontrado en los países en los que se encuentran presentes? ¿Siguen la misma estrategia en España que en el resto de países donde comercializan sus productos?

Sobre todo en una fase inicial, el desconocimiento de los mercados y la adaptación a los mismos son problemas que se nos planteaban. Ahora que ya estamos presentes en casi 30

países, estos problemas cada vez son menores y los resolvemos con más celeridad, pero, al principio, es difícil conocer cada mercado y, sobre todo, a sus consumidores. A la hora de exportar, siempre hemos confiado en continuar con la estrategia establecida en el mercado español, pero somos conscientes que cada mercado es diferente y debemos adaptarnos a él, pero sin perder de vista la estrategia global de la compañía.

«Estamos inmersos en pleno proceso de expansión, abriendo nuevos mercados en Asia, Japón o Kuwait y EEUU, y la previsión es que, en 2012, alcancemos el 75% de la facturación total en el extranjero»

¿De dónde proceden sus principales competidores? ¿Suponen también una amenaza en el mercado nacional?

Europa es el principal territorio y de donde más marcas surgen que podamos considerar competencia. Es cierto que existe una gran cantidad de marcas y empresas que se dedican a confeccionar moda para mujer, aunque, dada nuestra con-

cepción de la moda, las consideramos más como marcas adyacentes que como competidores. Todos somos compatibles, tanto en España como en el exterior, y nuestras marcas surgen como una alternativa a los parámetros establecidos actualmente en el sector.

¿Cuál es la apuesta de Textiles Montecid por la I+D? ¿Qué esfuerzos han realizado en este sentido?

Contamos con un amplio equipo de diseñadores en constante contacto con el mundo de la moda y sus tendencias. Quizá sea en lo que más se está trabajando, ya que el diseño de nuestras prendas es lo que nos define, no las prendas en sí mismas. Las nuevas tecnologías suponen un avance importantísimo para nosotros en este sentido. Igualmente, dado el ritmo de crecimiento de la compañía, hemos establecido sistemas que nos permitan optimizar los recursos para poder atender la demanda internacional de nuestros productos.

¿Qué papel desempeña el blog y la tienda online a la hora de comunicarse con sus clientes?

El canal internet tiene un papel crucial en el mundo de la moda. Nuestro *blog* y nuestra tienda *online*, en el caso de Rosalita McGee, nos permiten una interacción directa con nuestros consumidores. Pero también utilizamos otros medios para establecer una relación directa y más estrecha con cada una de las marcas y clientes. Plataformas como Facebook, Twitter o Youtube o *blogs* externos con los que colaboramos de forma habitual son herramientas muy útiles que permiten a nuestros consumidores y clientes expresarse libremente y acercarse a nuestras marcas. Es nuestra labor atender y escuchar todas esas inquietudes, sugerencias y comentarios, una valiosísima información impensable hace algunos años ::

«Contamos con un amplio equipo de diseñadores en constante contacto con el mundo de la moda y sus tendencias, ya que el diseño de nuestras prendas es lo que nos define»



Vestido de la colección otoño-invierno 2010 Rosalita McGee.

El trabajo como actividad, no como lugar físico



[iStockphoto]/Thinkstock.

Los avances tecnológicos de los últimos años han revolucionado el mundo del trabajo: han mejorado la movilidad, las comunicaciones y la eficiencia hasta el extremo de poderse replicar un puesto de trabajo de una empresa en cualquier lugar del mundo, permitiéndola gestionar mejor los recursos disponibles. Ya no se habla sólo de teletrabajo. Se empieza a consolidar la expresión «trabajo en red» y «e-trabajo».

Yolanda Antón

En el siglo XXI, contar con empleados que trabajan fuera de la oficina es cada vez más habitual. Es una manera de aumentar el alcance del negocio y reducir costes de operaciones, grandes ventajas que llevan aparejadas algunos inconvenientes, salvables todos ellos, pero que merecen una especial dedicación. Es necesario seguir de cerca la productividad del empleado, pero dándole la suficiente libertad como para que pueda valorar el teletrabajo como una experiencia positiva y conveniente para ambas partes.

Como es evidente, y ya comentamos en un número anterior, no todas las tareas son susceptibles de ser trabajadas en red -por supuesto no si requieren presencia física-, ni todos los empleados se ajustan al perfil de un e-trabajador. Algunas cualidades, como la motivación y el sentido de la responsabilidad, son básicas, pero no mucho más importantes que otras como la capacidad para trabajar sin apenas supervisión, una buena organización y la habilidad para comunicarse con el responsable o con el resto de miembros del equipo, así como con clientes, llegado el caso.

Suponiendo que encontramos empleados con esas cualidades, ¿qué pueden y deben hacer los responsables para lograr que la experiencia del trabajo en red sea un éxito? Básicamente, tres cosas:

- Fijar metas y reglas claras que permitan conocer el grado de avance de los proyectos sin necesidad de reportes continuos.
- Crear un ambiente de equipo que fomente la inclusión, trabajando expresamente las relaciones interpersonales.
- Proporcionar la tecnología y el soporte técnico adecuado, lo que, además de incrementar la eficiencia, genera seguridad en el empleado y pone a su disposición información y herramientas útiles para el desempeño de sus tareas.

Las empresas que se empeñen en un esquema de trabajo tradicional pueden encontrarse con que no puede retener o contratar el talento necesario

La forma de trabajar está cambiando en todo el mundo. El lugar físico al que llamamos «oficina» puede estar ya en cualquier sitio, desde la propia casa al lugar de vacaciones, pasando por la sala de embarque de un aeropuerto. Las nuevas tecnologías permiten a personas y empresas crear unas nuevas rutinas laborales más flexibles y, en muchos casos, más productivas.

Según un estudio realizado recientemente por Insight Express para Cisco denominado *Cisco Connected World Report*, basado en encuestas a 2.600 empleados y profesionales de las tecnologías de la información en 13 países, el 60% de los trabajadores considera que su productividad no varía trabajen desde su casa o desde cualquier sitio o trabajen desde la oficina y están pidiendo a sus empresas que les provean de las herramientas y la flexibilidad necesarias para poder desempeñar sus funciones cuándo, cómo y dónde más les convenga con el fin de compatibilizar mejor su vida profesional y personal. Los dispositivos móviles son claves para ello.

Sin embargo, todavía hay un número importante de empresas en el mundo que no logran -o no quieren- salirse del esquema del trabajo tradicional, con sus horarios predefinidos, a pesar de que, según el estudio, los e-trabajadores admiten realizar hasta tres y cuatro horas más extras a la semana.

Estas empresas pueden encontrarse con el problema de no poder retener o no poder contratar el talento necesario, como muestra el hecho de que, según el mencionado estudio, dos de cada tres trabajadores estarían dispuestos a cambiarse a un empleo con un salario menor si éste les ofreciera las herramientas y la flexibilidad para poder tra-

bajar desde donde quieran y en su propio tiempo. En países como España, la proporción es tres de cada cuatro.

Los prejuicios, el desconocimiento o la desconfianza impiden el compromiso con la innovación. Sin duda, la implementación de sistemas de trabajo remoto tiene sus riesgos, pero, asumiéndolo como un reto, aumenta el grado de compromiso con la empresa y los proyectos y potencia la adquisición de nuevas y mayores responsabilidades.

Una empresa que no cuente con una visión alineada hacia la innovación imposibilitará que su estructura emprenda nuevos caminos y perderá oportunidades no sólo de crecimiento, sino de propia supervivencia en un entorno tan competitivo como el actual.

En España, tres de cada cuatro trabajadores estarían dispuestos a cambiar flexibilidad por salario

Las compañías deben apostar por una infraestructura de redes sin fronteras, dirigida a cubrir las necesidades de los empleados y a conseguir nuevas ventajas competitivas. Ser productivo en cualquier momento y lugar con independencia del dispositivo utilizado representa una oportunidad única para convertir definitivamente el trabajo en una actividad y no en un lugar físico ::



[iStockphoto/Thinkstock.

Lecciones aprendidas del caso Wikileaks

En los últimos meses ha ganado mucha notoriedad Wikileaks, una web que traslada al dominio público información sensible que afecta a Gobiernos y grandes empresas. Dada su particular naturaleza, la existencia de Wikileaks no habría sido posible fuera de internet, pero también se ha encontrado con numerosos obstáculos por el camino.

Álvaro Martín Enríquez

La revelación de cerca de 250.000 cables diplomáticos estadounidenses en noviembre de 2010 supuso un antes y un después en la trayectoria de Wikileaks, la web creada por disidentes chinos, periodistas, matemáticos y emprendedores de internet para llevar al dominio público información sensible y/o confidencial. Por un lado, confirmó la madurez de un medio periodístico atípico, con presencia exclusiva en internet y dedicado a destapar historias antes que a contarlas. De hecho, Wikileaks optó por conceder la exclusiva temporal de publicación a cinco diarios de prestigio internacional (*El País*, *The Guardian*, *Le Monde*, *Der Spiegel* y *The New York Times*) para que tuvieran tiempo de procesar tan ingente cantidad de información y, de paso, para que manejaran los tiempos informativos a su antojo.

El segundo gran cambio que se produjo fue la actitud ante Wikileaks por parte de los Gobiernos y, en especial, del de Estados Unidos. Algunas filtraciones anteriores ya habían producido descontento en la Administración estadounidense, pero el hecho de que Wikileaks no esté establecido formalmente en ningún país implica que no está su-

jeto a ninguna jurisdicción nacional en particular. Por ello, cualquier acción legal dirigida a su clausura debería llevarse a cabo en cada país en los que es accesible, lo que hace ineficaz cualquier acción por esa vía.

La publicación de los cables diplomáticos coincidió con diversas acciones privadas contra Wikileaks. De cada una de estas acciones y, sobre todo, de la reacción a ellas podemos extraer algunas lecciones para las empresas que operan desde internet.

En primer lugar, Wikileaks sufrió varios ataques distribuidos de denegación de servicio (DDoS), una de las mayores pesadillas de cualquier administrador web. En estos ataques, el objetivo es saturar los servidores de la víctima para hacerlos inoperativos. Como respuesta, se procedió a migrar los servidores a uno de los tan en boga servicios en la nube, concretamente el ofrecido por Amazon. Al poco tiempo, la empresa estadounidense dio de baja a Wikileaks alegando una violación de términos de licencia, por lo que hubieron de buscar un nuevo proveedor. Por fortuna, en un mundo de servicios en la nube, encontrar proveedores alternativos es relativamente sencillo.



El segundo problema al que se enfrentó en poco tiempo fue la expulsión por parte de su proveedor de DNS (que contienen las tablas que relacionan cada dirección IP con los nombres que manejamos habitualmente) con argumentos similares al de Amazon. Como consecuencia, el acceso a través de <http://wikileaks.org> dejó de funcionar. Sin embargo, los robots de Google siguieron localizando la web en sus diversas direcciones IP y un gran número de usuarios en Facebook y Twitter las publicaron a título personal, manteniendo el acceso relativamente sencillo para cualquier persona interesada.

El tercer asalto vino por la vía de la financiación, ya que, en apenas unos días, PayPal, MasterCard y Visa dejaron de procesar las donaciones que Wikileaks necesita para sobrevivir. Este golpe fue duro, pero rápidamente surgieron alternativas como Flattr, el sistema de remuneración ideado por uno de los cofundadores de Twitter, que seguía siendo una alternativa para transferir fondos, además de las transferencias bancarias.

Esta serie de acontecimientos nos lleva a pensar que, mientras internet siga siendo neutral, resultará muy difícil silenciar a quien tenga algo interesante que contar ::

El riesgo país y la rentabilidad de inversiones en países emergentes

La inversión en países emergentes se ha convertido en una alternativa atractiva en el contexto actual en el que las positivas expectativas de crecimiento económico en estos países se contraponen a la incertidumbre asociada a la recuperación de las economías desarrolladas. En la toma de decisiones de inversión en estas economías, la correcta estimación del riesgo diferencial que se asume al invertir en un país distinto al país de origen del inversor es una variable muy importante.

Maribel Gómez Sánchez



El estallido de la crisis financiera ha provocado no sólo una caída de actividad en las economías desarrolladas, sino que ha puesto de manifiesto la solidez de las economías emergentes. Si bien es cierto que estas economías sufrieron durante 2009 los efectos de la caída del comercio internacional, que repercutió muy negativamente en sus tasas de crecimiento, su recuperación no sólo ha sido más sólida que la observada en las economías desarrolladas, sino que además se produce en un entorno con menos incertidumbre que la presente en estas últimas.

Dentro de los bloques emergentes, en cualquier caso, es preciso hacer distinciones, puesto que no todos se encuentran en la misma posición de estabilidad ni de vulne-

rabilidad económico-financiera. En orden de magnitud, la región que presenta una mayor fortaleza es Asia, seguida de Latinoamérica; Europa Central y oriental queda claramente en desventaja frente al resto de emergentes, en la medida en que presenta fuentes de vulnerabilidad muy similares a las de las economías desarrolladas, susceptibles de mermar su capacidad de crecimiento potencial.

El riesgo país forma parte del coste de capital de una inversión, incrementando la rentabilidad que el inversor debe exigir al proyecto

Centrándonos en los dos primeros casos, hay elementos que hacen de estos países destinos especialmente atractivos para la inversión. En concreto, en primer lu-

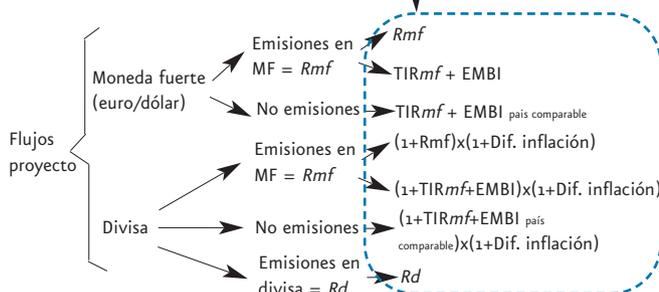
gar, la estabilidad de sus cuentas públicas, clave en la coyuntura actual, que está permitiendo a estos países captar financiación sin dificultades en los mercados mayoristas. Y, en segundo, el dinamismo de sus demandas internas tanto desde la óptica de la inversión como del consumo privado. Ambos elementos representan claras divergencias con respecto a lo observado en las economías desarrolladas, cuyo crecimiento se está viendo muy condicionado por las elevadas tasas de paro existentes y, adicionalmente, por la restricción de crédito que viene produciéndose desde 2008.

De cara a los próximos años, la salud del sistema financiero en estos países, el proceso de liberalización de los servicios públicos, el equilibrio de las cuentas públicas y la robusta demanda interna son los elementos que les sitúan como destinos atractivos para la inversión.

Sin embargo, la toma de decisiones de inversión en países emergentes debe tener en cuenta el riesgo asociado a la inversión en un entorno político, institucional y social muy diferente al de origen del inversor.

CÁLCULO DE LA RENTABILIDAD EXIGIBLE INCLUYENDO EL RIESGO PAÍS

Coste de los recursos propios $\rightarrow ke = Rf + \text{riesgo país} + \beta \times (Rm - Rf)$



Rmf = rentabilidad de las emisiones del país emergente en moneda fuerte.
 Rd = rentabilidad de las emisiones del país emergente en divisa emergente.
 $TIRmf$ = rentabilidad de las emisiones del país fuerte.
 Fuente: elaboración propia.

En este sentido, la cuantificación del valor de un proyecto de inversión en un país emergente o la determinación de la rentabilidad exigible a estas inversiones conlleva la previa estimación del riesgo país asociado, es decir, a grandes rasgos, el riesgo que aporta al proyecto, en términos de probabilidad de impago, el hecho de estar localizado en un país distinto al del inversor.

El riesgo país es un componente de la rentabilidad que el inversor debe exigir al proyecto y, en consecuencia, forma parte del coste de capital.

El coste de capital de una inversión viene determinado por el coste de los recursos propios y el coste de la deuda. El riesgo país afecta al coste de los recursos propios (ke), que se calcula a partir de la siguiente expresión:

$$ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

Donde:

Rf = rentabilidad libre de riesgo.

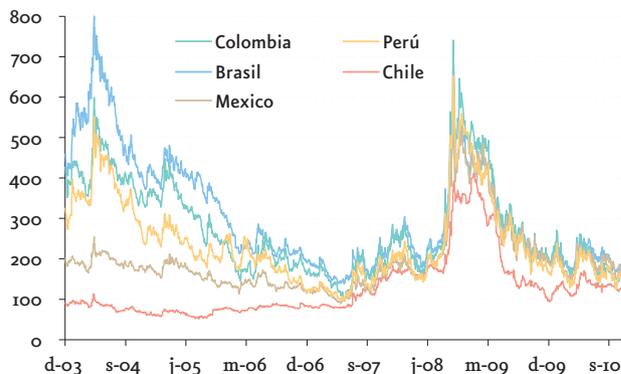
$Rm - Rf$ = prima de mercado.

La rentabilidad libre de riesgo se asocia comúnmente con la rentabilidad (TIR) de las emisiones de deuda soberana a largo plazo en Estados Unidos (ya que se consideran tradicionalmente como exentas de riesgo de impago). La ubicación de la inversión en un país con un riesgo superior deberá reflejarse incrementando este parámetro por la prima de riesgo país y, en su caso, por el riesgo de tipo de cambio.

Para la cuantificación del riesgo país existen diferentes alternativas que toman como referencia, fundamentalmente, las rentabilidades de las emisiones de deuda pública. La correcta elección de las emisiones que se van a considerar exige la previa determinación de una característica fundamental del proyecto que se esté evaluando: la moneda en la que están denominados los flujos del proyecto (asumimos que la inversión se realiza en euros por ser la moneda de origen del in-

EMBI de las principales economías latinoamericanas

(dic. 2007-oct. 2010)



Fuente: JPMorgan.

versor).

En función de este dato, se definen los siguientes escenarios:

- Flujos del proyecto en «moneda fuerte» (euro/dólar):
 - Si el país emite deuda pública en moneda fuerte, la rentabilidad exigible a la inversión vendrá determinada por la TIR de estas emisiones. La diferencia entre la rentabilidad de estas emisiones y la rentabilidad de las emisiones de los bonos estadounidenses con el mismo vencimiento indica la prima por riesgo país.
 - Si no existen emisiones de deuda pública en moneda fuerte, será necesario acudir a referencias de países con la misma calificación crediticia que el país de destino de la inversión.
- Flujos del proyecto en la moneda local del país de ubicación de la inversión:

a) Si el país tiene emisiones en su divisa, la rentabilidad exigible se estimará a partir de la TIR de estas emisiones. Estas rentabilidades incluirán ya tanto el riesgo país como los riesgos de tipo de cambio e inflación.

b) Si no hubiera emisiones en moneda local pero sí en dólares, la rentabilidad se puede determinar tomando como referencia la TIR de estas emisiones, pero aplicando la siguiente fórmula para incorporar el riesgo de tipo de cambio:

$$(1 + Rd) \times (1 + \text{Dif. inflación})$$

Donde:

Rd = TIR de las emisiones de deuda pública del país emergente en moneda emergente.

Dif. inflación = diferencial de inflación entre el país de destino de la inversión y EEUU.

c) Si no existen emisiones que se puedan tomar como

representatividad de las referencias de deuda pública utilizadas en el cálculo.

El gráfico «EMBI de las principales economías latinoamericanas» muestra la evolución del EMBI de las principales economías latinoamericanas, lo que indica la prima de riesgo que un inversor debería exigir a las inversiones en estos países por encima de la que exigiría a una inversión en EEUU.

El riesgo país se estima generalmente comparando la rentabilidad de la deuda pública de un país con la de EEUU

A pesar de que en dicho gráfico se observa que, a finales de 2008, el EMBI de estos países se disparó, este hecho no se debió a causas intrínsecas a dichas economías, sino a la importante caída de rentabilidad de los bonos del Tesoro estadounidense, que se erigieron como refugio para los inversores tras el estallido de la crisis financiera. El hecho de que el EMBI represente, por de-



referencia, se recurrirá a las de países con similar calificación crediticia

La observación de la rentabilidad de estas emisiones puede ser complicada, entre otros, por los siguientes motivos:

- Es necesario que existan emisiones con vencimiento a largo plazo.
- En ocasiones, la representatividad de las emisiones en mercado es limitada, fundamentalmente por motivos de liquidez o de distorsiones en la oferta/demanda

En este sentido, existe un indicador de riesgo país comúnmente utilizado en el análisis de inversiones en países emergentes que evita la problemática de selección de las emisiones de referencia: se trata del EMBI (*emerging market bond index*). EMBI es un indicador de riesgo país que publica periódicamente JPMorgan y que mide el diferencial, en puntos básicos, de los retornos financieros de la deuda pública emitida en dólares en el país emergente respecto de la estadounidense. En su elaboración, JPMorgan sigue unos criterios de selección de emisiones en función del plazo y la liquidez, fundamentalmente, que pretenden garantizar la re-

finición, la diferencia entre la rentabilidad exigida a los bonos de los países emergentes y la rentabilidad de los bonos estadounidenses hace que este indicador muestre un incremento desmesurado en esos meses. Sin embargo, ello no implica un incremento del riesgo total atribuido a dichas economías, entendido como la suma de la TIR del bono estadounidense y el EMBI de un determinado país, que se mantuvo más estable.

La tendencia observada en el gráfico es que, en los últimos años, se ha producido una reducción paulatina del EMBI de los principales países emergentes de Latinoamérica, a excepción de Chile, cuyos valores están distorsionados a causa de la intensa demanda de instrumentos de inversión locales de los fondos de pensiones, que tienen limitado el patrimonio que pueden invertir en títulos emitidos fuera de Chile, lo que explica rentabilidades anormalmente bajas en las emisiones locales.

En consecuencia, actualmente, el riesgo que los inversores atribuyen a las economías latinoamericanas se sitúa en niveles reducidos en comparación con los datos históricos, hecho que resulta coherente con el contexto y las previsiones económicas planteadas al comienzo de este artículo ::

Andorra deja de ser paraíso fiscal para los españoles



Paula Ameijeiras

El *Boletín Oficial del Estado* del pasado 23 de noviembre publicaba el Acuerdo entre el Reino de España y el Principado de Andorra para el Intercambio de Información en Materia Fiscal, rubricado en Madrid el 14 de enero de 2010 y que entrará en vigor el próximo 10 de febrero de 2011.

Andorra era uno de los pocos Estados de Europa que reconocía el secreto bancario en su legislación. No obstante, y aunque ya se habían producido contactos entre el Ministerio de Economía y Hacienda y las autoridades andorranas, fue a raíz de los trabajos emprendidos por el G-20 cuando Andorra asumió el compromiso de adaptar su legislación a los estándares actuales de la OCDE en materia de intercambio de información. Con el nuevo acuerdo, la Agencia Tributaria dispondrá de toda la información fiscal relevante para el control adecuado y efectivo de los contribuyentes españoles, ya que implica el acceso a la información bancaria y contable, así como la capacidad para identificar a los beneficiarios efectivos de cualquier tipo de transacción.

En el caso de España, el acuerdo de intercambio de información afecta a todos los impuestos de nuestro sistema, incluidos los locales, sobre la renta y el patrimonio

En consecuencia, y en virtud de lo establecido en el artículo segundo del Real Decreto 1080/1991, de 5 de julio, por el que se determinan los países o territorios a que se refieren los artículos segundo, apartado 3, número 4, de la Ley 17/1991, de 27 de mayo, de Medidas Fiscales Urgentes, y sexagésimo se-

gundo de la Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991¹, a partir de la entrada en vigor del acuerdo (10 de febrero de 2011), el Principado de Andorra dejará de tener la consideración de «paraíso fiscal».

En este sentido, los principales puntos del texto del acuerdo son:

- Al entrar en vigor el día 10 de febrero de 2011, hasta dicha fecha no hay posibilidad de requerimientos de la Hacienda española a la andorrana sobre información fiscal de residentes o no residentes en Andorra.
- En el caso de Andorra, los tributos afectados son el impuesto sobre las plusvalías en las transmisiones patrimoniales inmobiliarias y los impuestos directos existentes en la legislación del Principado.
- En el caso de España, afecta a todos los impuestos de nuestro sistema, incluidos los locales, sobre la renta y el patrimonio.
- Se establece un procedimiento de intercambio previa solicitud de una de las partes, con independencia de que los datos requeridos lo sean para investigar un delito fiscal, una infracción tributaria, una infracción en materia de control de cambios o una comprobación tributaria.
- La información puede ser requere-

rida a bancos, instituciones financieras, fundaciones, sociedades de capital, fideicomisos, etc. En el caso de las sociedades, se establece la posibilidad de extender la información a las personas que constituyen una cadena de propiedad.

- Se prevé expresamente la posibilidad de inspecciones fiscales en el otro país, es decir, que la Hacienda española podría personarse físicamente en empresas andorranas.
- Se establece una cláusula de confidencialidad de información, que sólo puede ser levantada en procedimientos judiciales (no administrativos) públicos, y se prohíbe que la información facilitada pueda ser suministrada a otra autoridad extranjera.
- El Estado requerido no estará obligado a facilitar la información que no obre en poder de sus autoridades o que no esté en posesión o bajo el control de personas que se hallen en su jurisdicción territorial.

En definitiva, el acuerdo supone un apreciable avance en cuanto a los instrumentos de prevención del fraude fiscal y se espera que conlleve un importante efecto disuasorio para la realización de operaciones que tengan por finalidad el fraude fiscal internacional ::

¹ Los países y territorios a los que se refiere el artículo primero que firmen con España un acuerdo de intercambio de información en materia tributaria o un convenio para evitar la doble imposición con cláusula de intercambio de información dejarán de tener la consideración de paraísos fiscales en el momento en que dichos convenios o acuerdos entren en vigor.



«No es nada descabellado pensar en docenas de miles de profesionales de ambos sexos que cada año se desplazarán a otros países europeos o a otros continentes»

VLDC («very long distance commuting»)

El encaje entre un trabajador y un puesto de trabajo no es sencillo, como lo demuestran las elevadas tasas de desempleo estructural que se observan en determinadas economías, la española entre otras. Ni siquiera cuando las tareas que se van a desempeñar son sencillas o requieren cualificaciones medio-bajas está garantizado que se produzca un maridaje rápido y poco costoso entre ambos extremos, ya que factores tan idiosincráticos como la disponibilidad a la movilidad, apoyada en salarios de reserva (prestaciones de desempleo) de cierta entidad, pueden interponerse entre lo que de otra manera sería un ajuste forzado por la necesidad de encontrar una fuente estable de ingresos.

Con el concurso de las comunicaciones físicas y las virtuales, se han ido resolviendo muchos de los problemas que exigían una cercanía estricta entre los lugares de residencia y de actividad laboral o profesional, pero quedan muchos rasgos culturales que impiden una mayor disponibilidad a la movilidad física para la búsqueda de un empleo. Los *commuters* que recorren cada día docenas o cientos de kilómetros para desplazarse a sus trabajos son cientos de miles en la actualidad en las grandes ciudades del mundo y cada vez más los trabajadores, profesionales y directivos que pueden trabajar en su casa, reduciendo la necesidad de espacios de oficinas, limitando el consumo de energía y ahorrando horas para todos.

Las migraciones internacionales son la manifestación más clara de una gran disposición a la movilidad y la han venido practicando millones de individuos y familias sistemáticamente, a pesar de las barreras, desde los trabajadores menos cualificados hasta los más cualificados. En la década pasada, se constató un fenómeno sorprendente: el de miles de surcoreanos que desplazaban a sus familias a las grandes capitales occidentales,

especialmente europeas, quedando ellos en sus puestos de trabajo, visitando a sus familias los fines de semana en una especie de *commuting* semanal de muy larga distancia. De esta forma, evitaban a sus familias el estrés de una vida profesional muy dura y una escolarización de sus hijos aún más estresante que el trabajo, aunque no está claro a qué precio para la cohesión familiar, no obstante.

Lo que sí está claro es que encontrar un buen trabajo ya no va a ser tan fácil para los jóvenes españoles y, muy probablemente, asistiremos a un ciclo creciente de emigración de españoles a otros países. No es nada descabellado pensar en docenas de miles de profesionales de ambos sexos que cada año se desplazarán a otros países europeos o a otros continentes, repitiendo el éxodo laboral de los años sesenta y setenta, aunque con algunas diferencias respecto a aquella emigración de maleta de cartón atada con cuerdas y ferrocarriles atestados y prehistóricos.

La principal de estas diferencias radica en que serán titulados universitarios y profesionales cualificados los que nutrirán este nuevo éxodo. Sin saberlo, para ello se han preparado las nuevas generaciones de españoles, aunque el poco éxito en el manejo de idiomas que arrastran o la excesiva protección hogareña de la que han disfrutado les haga pensar que la expatriación no es lo suyo. No tendrán más remedio que adaptarse. A partir de ahora, para un número creciente de españoles, los *city breaks* del fin de semana se pasarán en casa de los padres y la semana laboral a miles de kilómetros de distancia. Una cierta diferencia con los estilos de vida practicados hasta ahora, sin duda, pero una distancia abismal respecto a las condiciones en las que se producía la emigración masiva de los años sesenta que sufrieron sus padres y abuelos ::

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

Gulfood 2011

Entre los días 27 de febrero y 2 de marzo se celebrará en Dubai la Gulfood 2011, la feria internacional dedicada al sector de la alimentación y bebidas más importante de Oriente Medio. Como novedad, en esta decimo sexta edición, destaca la consolidación, por segundo año consecutivo, de las ferias Ingredients Middle East y Restaurant&Café, logrando así un amplio escaparate de las últimas tendencias e innovaciones del sector. Fabricantes de todo el mundo se dan cita desde el año 1987 en la capital de los Emiratos Árabes Unidos con motivo de esta feria internacional, que presenta dos novedades: la Gulfood Conference, ciclo de charlas y mesas redondas, y el Gulfood Majlis, foro comercial integrado por empresarios de gran experiencia en la industria alimentaria para la discusión de nuevas oportunidades comerciales y de negocio.

El perfil de los participantes, público profesional, engloba a agentes comerciales, importadores y distribuidores de la industria alimentaria, que acuden a este evento ferial en busca de contactos, socios e información en este importante mercado internacional. No en vano, este certamen se ha convertido en una feria de carácter estratégico para la industria del sector de la alimentación, ya que ofrece de forma integral la identificación de nichos de mercado, permitiendo así aprovechar las oportunidades de negocio en una zona del mundo con un espectacular crecimiento económico y una alta demanda de alimentos de calidad. Cabe destacar en este sentido que los Emiratos Árabes Unidos presentan una gran dependencia de las importaciones de alimentos para cubrir su demanda en más del 80% ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
Imtext 2011 Sector: alimentación y bebidas no alcohólicas	Bangalore (India)	Del 20 al 26 de enero	Contacto: ICEX, Carlos Villar Tlf: 91 349 63 81 Correo electrónico: carlos.villar@icex.es
Kidscreen Summit Sectores: contenidos cinematográficos	Nueva York (Estados Unidos)	Del 15 al 18 de febrero	Contacto: ICEX, Javier Martínez Iñiguez Tlf: 91 349 19 86 Correo electrónico: javier.martinez@icex.es
Game Connection America 2011 Sectores: industria del videojuego	San Francisco (Estados Unidos)	Del 1 al 3 de marzo	Contacto: ICEX, Maribel Martín Tlf: 91 349 19 88 Correo electrónico: maribel.martin@icex.es
OTRAS FERIAS			
Copenhagen International Fashion Fair Sector: textil	Copenhague (Dinamarca)	Del 3 al 6 de febrero	Contacto: Bolette Hvalsøe Tlf: + 00 453 2472 301 Correo electrónico: bhv@bellacenter.dk
Malaysia Technology Expo 2011 Sector: innovación y tecnología	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 17 al 19 de febrero	Contacto: Prottemp Exhibitions Sdn. Bhd Tlf: + 603 6140 6666 Correo electrónico: jennifer@protempgroup.com
FORMACIÓN			
Programa superior en la práctica del arbitraje y la mediación comercial nacional e internacional 2011 Sectores: todos	Madrid (España)	Del 14 de febrero al 22 de junio	Organizador: Centro de Estudios Económicos y Comerciales (CECO) y la Asociación Europea de Arbitraje (AEADE) Tlf: 91 563 18 15 Correo electrónico: ceco@ceco.es
Proyectos de inversión en América Latina Sectores: todos	Madrid (España)	21 de febrero	Organizador: Afi Escuela de Finanzas Aplicadas Tlf: 91 520 01 00 Correo electrónico: efa@afi.es
OTRAS ACTIVIDADES			
INVESTOUR 2011: II Foro de Inversiones Turísticas en África Sector: turismo	Madrid (España)	20 de enero	Organizador: ICEX, Organización Mundial del Turismo (OMT), Feria Internacional de Turismo (FITUR) y Casa África Contacto: Juan Barrio Tlf: 91 567 81 00 E-mail: investour@unwto.org

OECD ECONOMIC SURVEY: EURO AREA 2010

OECD, 2010 | www.oecd.org



La OCDE hace público en el mismo mes dos informes relevantes para conocer la marcha futura de la economía europea: su análisis sobre la zona euro y el de España, que recensamos a continuación de éste. En éste que nos ocupa ahora, el organismo advierte de que la debilidad del sector bancario continúa siendo el principal riesgo para la recuperación de la zona euro. En concreto, dice, «podrían ser necesarias» nuevas operaciones de recapitalización tras los cientos de miles de millones inyectados por los Gobiernos desde el estallido de la crisis. Pero es que, además, añade, las entidades de los países periféricos de la zona euro se ven más afectados por dificultades para financiarse en el mercado interbancario, debido a la exposición a la deuda soberana de sus propios Gobiernos.

Todo esto le lleva a respaldar la realización de pruebas de solvencia a las principales entidades europeas de forma periódica. En positivo, en cuando a España, afirma que es el país que ha tomado medidas más enérgicas para garantizar la salud de la banca gracias a la política de provisiones del Banco de España, en vigor desde 2000, lo cual ha hecho que exista un «colchón de protección», creado durante las épocas de bonanza, que ahora es muy útil, al tiempo que resalta que la reestructuración de las cajas de ahorros ha sido otra medida adoptada para corregir las debilidades del sector ::

OECD ECONOMIC SURVEY: SPAIN 2010

OECD, 2010 | www.oecd.org

Como decíamos anteriormente, si bien el organismo ve con buenos ojos las medidas adoptadas en el seno del sector bancario, mala nota le pone al Gobierno en política de jubilaciones, reforma laboral e impuestos. En el primer caso, aplaude la iniciativa de ampliar la edad de jubilación a los 67, pero, tensando algo más la cuerda, propone el sistema de que la edad de jubilación se extienda automáticamente en función de la esperanza de vida, de tal manera que, si, por ejemplo, la esperanza de vida aumentara tres años hasta 2050, ese año la edad de jubilación sería de 70 años. Ésta es una de las propuestas de la OCDE enmarcadas en una reforma mucho más radical del sistema de pensiones que la que prepara el Gobierno, a la que se suman, en la misma línea, una reforma laboral más contundente -con un contrato único y más facilidades para despedir, endurecimiento del régimen de prestaciones por desempleo, mayores exigencias de búsqueda de empleo, acortamiento de los plazos de prestación, eliminación de la prórroga de los convenios colectivos, etc.- y una reforma fiscal en la que podría subirse el IVA y los impuestos especiales y, en cambio, bajar los impuestos a los beneficios de las empresas y las cotizaciones de los empresarios a la Seguridad Social ::



ANUARIO 2010: INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA



Círculo de Empresarios y Wharton School, 2010 | www.circulodeempresarios.org

Esta edición del anuario, ya la cuarta, que publica el Círculo de Empresarios en colaboración con la prestigiosa Wharton School, toma el pulso a la situación de la empresa española en un contexto global. Su objetivo es hacer balance anual de la presencia de la empresa española fuera de nuestras fronteras, destacando tanto los logros como los retos competitivos de cara al futuro. Algunos datos ofrecidos por el anuario son:

- Pese a la fuerte caída de flujos de inversión provocada por la crisis, España siguió siendo en 2009 un inversor neto por 939 millones de euros.
- En términos acumulados, España pasa de la novena a la décima posición como inversor directo mundial, por detrás de EEUU, Reino Unido, Alemania, Francia, Países Bajos, Hong Kong (China), Suiza, Japón y Bélgica.
- Destacan por su relevancia operaciones en 2009 en el exterior de Abengoa, BBVA, Gamesa, Iberdrola y Elecnor, Grupo OHL y Sacyr Vallehermoso.

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

Alianza hispano-mexicana de bufetes

El bufete español de abogados Romá Bohorques ha llegado a un acuerdo con el despacho mexicano Cornejo, Méndez, González & Duarte (CMGD) para dar soporte legal mutuo a sus respectivos clientes.

El despacho, dirigido por Pablo Romá, asesorará en derecho tributario español a los clientes del despacho mexicano en España, mientras que CMGD, especializado en derecho empresarial e internacional, dará soporte a los clientes del primero en el área NAFTA.

El acuerdo NAFTA (North American Free Trade Agreement) establece una zona de libre comercio entre Mé-

xico, Estados Unidos y Canadá. Por ello, según un directivo de Romá Bohorques, la entrada en México puede ser una importante fuente de oportunidades para las empresas españolas que deseen entrar en el mercado estadounidense.

A través de esta alianza, ambos despachos pueden proporcionar un servicio integral a estas empresas en fiscalidad, comercio internacional y aduanas, derecho de la competencia, derecho laboral y fusiones y adquisiciones, entre otros.

Estados Unidos y México son, por este orden, el primer y segundo destino de las exportaciones espa-

ñolas en el continente americano (2.453 y 1.800 millones euros, respectivamente, en 2009).

El despacho de abogados CMGD es considerado como uno de los más reputados en la capital mexicana y entre sus clientes se encuentran múltiples empresas multinacionales. Romá Bohorques está especializada en asesoramiento tributario y con este acuerdo podrá, además de mejorar su asesoramiento a las inversiones españolas en México, ampliar sus servicios a inversores y grandes patrimonios mexicanos en España ::

100 Montaditos: franquicia internacional



La cadena de cervecerías 100 Montaditos abrirá sus primeros locales fuera de España en Perpiñán (Francia), Oporto (Portugal) y Miami (Estados Unidos).

La compañía fue creada en Huelva en el año 2000 y actualmente cuenta con más de 160 franquicias y cerca de 80 millones de euros de facturación. La expansión internacional supondrá un nuevo impulso para la compañía.

Desde el pasado diciembre se está llevando a cabo la apertura escalonada de los locales. Mientras que los locales en Francia y Portugal ya están operativos, está pendiente la apertura de dos cervecerías en Estados Unidos. La primera cervecería en territorio estadounidense se ubicará en un centro comercial en el Midtown de

Miami y, posteriormente, se inaugurará otra en South Beach, en la misma ciudad.

Según un directivo de Restalia, compañía gestora de la franquicia, la estrategia pasa por potenciar el mercado estadounidense frente al europeo, al ser éste un mercado menos maduro y admitir mejor las innovaciones.

100 Montaditos también tiene planes de expansión en otras ciudades de Estados Unidos, como Nueva York, Chicago o el Estado de California. También se esperan las aperturas en México DF, Guadalajara y Monterrey para el próximo abril.

Según fuentes de la compañía, el concepto de negocio de 100 Montaditos es totalmente exportable, sobre todo dado el auge en que se encuentra la demanda de restauración española y de la cocina mediterránea. La ven-

taja de los montaditos frente a las tapas es que los primeros requieren de una cocina menos elaborada.

Según su director general, la franquicia se encuentra en un momento extraordinario. En este sentido, la compañía creó el pasado año cerca de 800 puestos de trabajo en España y experimentó un crecimiento de la cifra de negocio del 20%. Para el ejercicio 2011, el grupo tiene firmadas 37 aperturas de cervecerías y prevé superar los 200 restaurantes en el primer trimestre del año.

Ante el éxito de la cadena, Restalia prepara una nueva marca de cervecerías -La Sureña- orientada al concepto de marisquería. Además, la compañía abrirá centros de formación para franquiciados y empleados, uno de ellos conocido como «La universidad del montadito» ::

Oportunidades en Argelia para el sector de la construcción

Argelia, el país más grande del Magreb, con una superficie de 2.381.741 km², ofrece oportunidades al sector de la construcción español. La construcción, junto con las obras públicas, representaron en 2009 el 11% del PIB argelino y ocupan al 13,68% de la población activa, lo que da una idea de su importancia estratégica.

El Gobierno argelino ha aprobado un ambicioso plan quinquenal (2010-2014) dotado con 212.000

millones de euros. Dentro de éste, se incluyen importantes proyectos en el sector urbanístico y residencial, previéndose la entrega de un total de 1.300.000 viviendas hasta 2014. Además, está proyectada la construcción de numerosas instalaciones deportivas (seis estadios de fútbol, 160 polideportivos, 400 piscinas, etc.) con una dotación de 11.300 millones de euros. También están proyectados 850 liceos, 1.000 colegios, 400.000 camas para estu-

diantes y 300 centros de formación profesional por un importe total de 19.000 millones de euros. En el ámbito de las infraestructuras sanitarias, se prevé la construcción de 172 hospitales, 45 complejos especializados y 377 centros de salud dotados con 6.600 millones de euros. Asimismo, en el sector turístico, el Gobierno argelino quiere crear hasta 75.000 nuevas camas y construir balnearios ::



Puente de Sidi M'Cid en Constantina, Argelia.

Ginefiv desembarca en Francia

Ginefiv, la clínica de reproducción asistida de origen madrileño, abre su primera sede en Francia en respuesta al aumento de la demanda de sus servicios por parte de potenciales clientes franceses.

Con esta apertura en la localidad de Grenoble, en el sureste del país galo, la compañía tratará de captar clientes y acercar información sobre las técnicas de fertilidad más actuales al público francés. No obstante, la clínica, las consultas y el laboratorio seguirán estando en Madrid.

Actualmente, muchas parejas francesas optan por acudir a otros países europeos, como España, Grecia o Bélgica, para ser padres

mediante un óvulo de donante debido a varias razones. En primer lugar, las listas de espera son casi tres años inferiores a las de Francia. Por otro lado, la legislación en estos países es más flexible que la legislación francesa, haciendo más fácil el acceso a este tipo de técnicas.

Además, el porcentaje de éxito en los centros españoles es nueve puntos superior a la media europea, según datos de la Sociedad Europea de Fertilidad.

En este sentido, Ginefiv ha logrado atraer la atención a nivel internacional por sus altas tasas de embarazo, equiparables a las de los centros más prestigiosos del mundo. De forma orientativa, la

tasa de embarazo oscila entre el 45 y el 50% en técnicas de fecundación in vitro y microinyección espermática y entre el 15 y el 30% en técnicas de inseminación artificial.

La compañía siempre ha sido pionera en su campo. En 1988, logró el nacimiento del primer bebé procedente de embriones congelados y, en 1996, el primer nacimiento tras una fertilización por microinyección espermática.

Con una plantilla de más de 60 profesionales especializados en áreas como ginecología, biología o urología y fundado por dos prestigiosos médicos, la clínica ha ayudado a nacer a cerca de 15.000 bebés desde 1987 ::

América Latina sigue siendo clave para el sector exterior español



Las relaciones comerciales bilaterales hispano-latinoamericanas se han venido intensificando en los últimos 20 años. Sin embargo, conforme ha señalado el secretario de Estado de Comercio Exterior, Alfredo Bonet, todavía hay margen para un mayor aprovechamiento de las oportunidades por ambas partes. En los nueve primeros meses de 2010, solamente un 5,2% del comercio exterior español de mercancías se ha realizado con la región latinoamericana y ha tenido un fuerte carácter interindustrial. No obstante, en términos interanuales, la cuota de mercado ha crecido.

En cuanto a los flujos de inversión españoles hacia América Latina, éstos se sitúan en torno al 25% del total de la inversión española en el exterior, acumulando un stock de inversiones del 26%. Este año, España mantiene su posición de liderazgo como principal inversor europeo (y segundo a nivel mundial) en América Latina, una región que ocupa el segundo lugar, entre las emergentes, por volumen de captación de inversión extranjera directa y que continua ofreciendo oportunidades para las empresas españolas ::

Creciente demanda de productos ecológicos en el mercado francés

Los consumidores franceses demandan cada vez en mayor medida productos ecológicos por lo que las empresas del denominado «sector bio» pueden encontrar en Francia un mercado con un elevado potencial.

El volumen del mercado francés de alimentos ecológicos alcanzó los 3.000 millones de euros en 2009, experimentando un crecimiento interanual del 27%.

Las estimaciones apuntan a que un 30% de los productos ecológicos comercializados y consumidos en Francia procederán del exterior ::



China: destino atractivo para los exportadores de aceite de oliva



Según estudios de mercado realizados por Extenda en Pekín y Shanghái, principales núcleos de consumo en China, el 66% de la población conoce el aceite de oliva y el 52% se declara consumidor. El aceite de oliva es considerado un producto de alta calidad, cuyo consumo está principalmente vinculado a sus propiedades saludables y que se emplea principalmente como aderezo de platos fríos, para saltar o como cosmético. Las posibilidades de crecimiento del sector en este mercado asiático son enormes tanto por el volumen de consumidores como por los usos ::

Comisión Mixta Hispano-China

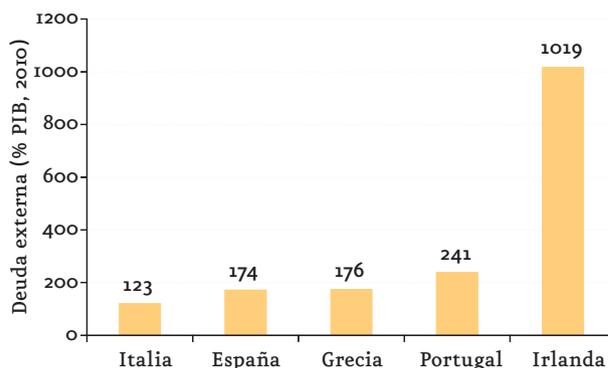
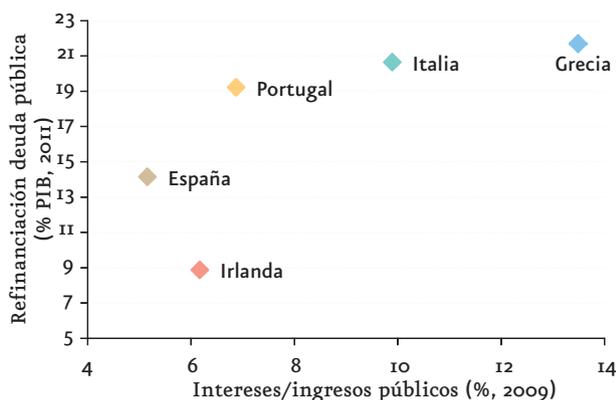
El ministro de Industria, Turismo y Comercio, Miguel Sebastián, realizó el pasado mes de diciembre un viaje oficial a China para asistir a la Comisión Mixta Hispano-China, foro bilateral que realiza un seguimiento de los temas comerciales, turísticos y empresariales.

El Industrial and Comercial Bank of China (ICBC), el banco más grande del gigante asiático, tiene previsto ubicar una sucursal en España, lo que abrirá la posibilidad de canalizar un mayor volumen de inversión ::

Somos periféricos, pero no iguales (II)

Sara Baliña

Indicadores de riesgo en economías periféricas de la UME



Fuente: elaboración propia a partir de AMECO y Banco Mundial.

En el número del mes anterior, establecíamos algunos de los elementos diferenciales que, desde un punto de vista estructural, existen entre el grupo de economías del euro calificadas de periféricas. En esa ocasión, el análisis se centraba en los niveles de deuda pública y privada contraídos por cada una de ellas. En ésta, la focalización se va realizar en tres puntos clave para la sostenibilidad de la dinámica de la deuda a medio plazo, aunque con una importancia relativa diferente en cada caso.

Las variables de control seleccionadas son el porcentaje que representan los intereses de la deuda sobre los ingresos públicos, el volumen de refinanciación al que, en 2011, se tiene que enfrentar el Tesoro y, por último, el peso de la deuda externa sobre el PIB (pública y privada). Aun reconociendo que España presenta en las tres una posición más desfavorable que la que puede tener la media de economías núcleo, no es menos cierto que, en relación con Grecia, Irlanda, Portugal e, incluso, Italia, la lectura difiere.

El riesgo de refinanciación, y no sólo del Tesoro, sino también de las Administraciones territoriales y el sector bancario, es, sin duda, el principal foco desestabilizador a corto plazo. La concentración de vencimientos, en un contexto de costes de financiación al alza y bajo apetito por activos periféricos, es especialmente

gravoso para España y Portugal (el total para 2011 se estima en un 14 y en un 19% del PIB, respectivamente), teniendo en cuenta que los planes de rescate articulados para Irlanda y Grecia les exime, en principio, de tener que apelar a mercado.

El peso de los intereses sobre los ingresos públicos ejemplifica hasta qué punto la persistencia de un escenario de bajo crecimiento y costes crecientes puede dificultar el proceso de consolidación de las cuentas públicas. Un rasgo distintivo de Grecia es el hecho de que este porcentaje, con cifras a 2009, roce el 14%, frente al apenas 5% de España.

Por último, son muchas las formas de medir la dependencia de una economía de la financiación exterior. La ratio de deuda externa sobre PIB es una de ellas y, traída a colación en este contexto, permite ver hasta dónde un *shock* de demanda de deuda por parte de no residentes puede terminar generando un problema de insolvencia a medio plazo. Las divergencias entre España, Grecia e Italia son menores. Portugal se desmarca con una ratio de casi el 250%, frente a niveles del 120-170% de las anteriores, pero es Irlanda la que constituye el elemento discordante, si bien hay que precisar que es su sobredimensionado sector financiero el que dispara su deuda externa. Excluido, las distancias se acortan con el resto de periféricos ::

El post del mes

Sebastián Larraza

Mes repleto de tensiones en la deuda periférica europea



[Hemera]/Thinkstock.

La petición de ayuda financiera por parte de Irlanda y la presentación del correspondiente plan de ajuste fiscal durante las últimas semanas apenas han facilitado una relajación de las curvas de tipos de interés ni en Irlanda ni en el resto de economías de la periferia del área euro. El importe del plan ascenderá a 85.000 millones de euros y sus detalles más importantes son los siguientes:

- Reestructuración y reorganización del sistema bancario, al que se destinan 35.000 millones de euros. Acción: inyección inmediata de capital al sistema de 10.000 millones y creación de un fondo contingente por 25.000 millones.
- Política fiscal y reformas estructurales, por 50.000 millones de euros. Acción: implementación del plan de ajuste anunciado por Irlanda (15.000 millones a 2014). Objetivo de déficit del 3% del PIB para 2015 (se pospone un año).
- Del monto total del programa, un 26% del mismo (17.500 millones de euros) lo aportará el propio Tesoro irlandés a través de las reservas del fondo de pensiones y otras líneas de liquidez. Los 67.500 millones restantes procederán de ayuda externa: 22.500 millones vía FMI y 45.000 millones vía Europa, incluidos préstamos bilaterales de Reino Unido, Suecia y Dinamarca.

A pesar de la articulación del programa de ayuda, la reacción del mercado ha sido negativa, con tensionamientos muy significativos de las curvas de la periferia y repuntes de diferenciales respecto a Alemania hasta máximos históricos. Y es que, más allá de la confirmación de las necesidades de financiación de Irlanda, el

mercado ha desplazado la atención hacia los cambios estructurales que se están gestando. En este punto, queremos destacar algunos detalles que también se han publicado respecto al ESM y que, en nuestra opinión, han pesado más sobre la evolución de variables financieras en estos días, como es el hecho de que ya se haga referencia abiertamente a los términos «reestructuración» e «insostenibilidad». No en vano, a partir de mediados de 2013, y tras un estudio de caso por caso, se abre la posibilidad a la participación del sector privado (PSI) en procesos de reestructuración siempre y cuando el país se encuentre en riesgo de insolvencia.

A pesar de la articulación del programa de ayuda, la reacción del mercado ha sido negativa

La publicación de los PIB del tercer trimestre de 2010 confirma las divergencias de crecimiento en el seno del área euro. Con un avance del 0,4% T, el PIB del área euro acumula cinco trimestres de registros positivos sumando un 2,4% desde el suelo del ciclo, aunque todavía lejos del nivel precrisis (el PIB llegó a caer desde el techo un 5,4%). En el análisis detallado por países, se confirman las divergencias de crecimiento entre los mismos. Mientras Alemania (0,7% T) y, en menor medida, Francia (0,4% T) consolidan su posición como motores de la zona, otros como España (0,0% T), Italia (0,2% T) y Holanda (-0,1% T), se mantienen débiles.

Aunque la importancia del sector exterior sigue siendo notable en la recuperación de la economía alemana, no hay que menospreciar el hecho de que el consumo privado acumule tres trimestres consecutivos de expansión (0,4% T el tercer trimestre de 2010) y haya recuperado todo el terreno perdido con la crisis económica. Además, la recuperación de la confianza del consumidor y de los empresarios del sector minorista, unido al buen momento del mercado laboral (tasa de paro en mínimos y avance de salarios), son factores que permiten mantener cierto optimismo de cara a la evolución del consumo en adelante. Sin duda, una situación que, de producirse, podría ejercer de cierto alivio para los países del área euro con mayor vínculo comercial con Alemania, entre ellos España.

Por su parte, en EEUU, el balance de datos del mes ha vuelto a ser negativo, destacando una vez más la dé "Continua en <http://blogs.cincodias.com/inversion>" ::

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	28/12/2010	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,213	5,457	5,651	4,657
Brasil	Real	BRL	2,215	2,506	2,637	2,166
Bulgaria	Lev	BGL	1,955	1,784	2,160	1,759
Canadá	Dólar	CAD	1,314	1,501	1,519	1,245
Chile	Peso	CLP	616,380	729,780	762,550	612,090
China	Yuan	CNY	8,692	9,828	9,953	8,115
Colombia	Peso	COP	2660,790	2938,287	2965,525	2280,178
Corea del Sur	Won	KRW	1506,291	1682,784	1691,396	1397,925
EEUU	Dólar	USD	1,312	1,438	1,458	1,188
Hungría	Florín	HUF	279,390	272,570	292,090	260,520
India	Rupia	INR	59,068	67,041	67,471	55,134
Japón	Yen	JPY	107,820	131,730	134,380	105,440
Kenia	Chelín	KES	105,520	108,680	116,250	95,140
Malasia	Ringgit	MYR	4,060	4,934	4,963	3,915
Marruecos	Dirham	MAD	11,133	11,329	11,372	10,859
Nigeria	Naira	NGN	201,775	215,791	220,275	179,598
Perú	Sol	PSS	3,677	3,785	3,795	3,652
Polonia	Zloty	PLN	3,995	4,158	4,248	3,823
Reino Unido*	Libra	GBP	0,854	0,899	0,915	0,807
Rep. Checa	Corona	CZK	25,345	26,421	26,494	24,201
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	8,786	10,773	10,883	8,763
Rusia	Rublo	RUB	39,778	42,749	43,844	37,183
Suiza	Franco	CHF	1,249	1,488	1,490	1,244
Venezuela	Bolívar	VEB	5635,012	3089,534	6132,890	3062,081

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

Fuente: Bloomberg.

TIPOS DE INTERÉS. DICIEMBRE 2010

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,63	1,03	1,55	Canadá	1,25	1,42	1,80
Dinamarca	0,70	1,30	1,70	Estados Unidos	0,35	0,69	1,29
Reino Unido	0,57	0,85	1,84	Argentina	9,44	12,44	14,63
Suecia	1,50	2,05	2,40	Brasil	10,67	0,10	0,09
Suiza	0,13	0,39	0,77	Chile	3,30	4,85	2,91
				México	4,60	4,60	4,79
Bulgaria	0,72	3,89	6,69	Perú	1,79	3,67	5,68
Rep. Checa	0,55	1,26	1,85				
Hungría	4,89	4,83	5,38	Australia	4,92	5,52	6,00
Polonia	2,40	3,95	4,36	China	4,585	2,25	2,75
Rusia	4,04	4,48	5,75	Corea	4,4*	5,55	4,09
				Hong Kong	0,08	0,30	0,72
Egipto	3,00	8,2	8,2	Indonesia	5,92	6,57	7,27
Sudáfrica	6,06	6,21	7,35	Japón	0,15	0,59	0,80
Turquía	6,00	7,50	8,60	Singapur	0,38	0,56	0,81

* A una semana.

Fuente: Bloomberg y Reuters.

«RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. DICIEMBRE 2010

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

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. DICIEMBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Tasa paro (%) ²			Saldo público sobre PIB ²			Balanza corriente ³		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania	-4,7	3,4	2,1	0,4	1,1	1,5	7,5	7,3	6,7	-3,0	-3,7	-2,7	167,0	167,0	175,0
Dinamarca	-4,7	1,5	1,8	1,3	2,0	1,7	6,0	6,9	6,3	-2,7	-5,1	-4,3	12,3	8,7	8,3
España	-3,7	-0,3	0,6	-0,3	1,6	1,4	18,0	20,1	20,2	-11,1	-9,3	-6,4	-81,7	-60,3	-46,1
Francia	-2,5	1,6	1,5	0,1	1,6	1,5	9,5	9,6	9,5	-7,5	-7,7	-6,3	-51,6	-48,9	-46,4
Grecia	-2,0	-3,8	-2,3	1,2	3,6	1,4	18,0	20,1	20,2	-15,4	-9,6	-7,4	-37,3	-27,9	-19,0
Irlanda	-7,6	-0,4	2,0	-4,5	-1,0	1,0	11,9	13,7	13,5	-14,3	-11,7	-12,1	-6,8	-3,6	-2,0
Italia	-5,1	1,1	1,0	0,8	1,5	1,7	7,8	8,4	8,3	-5,3	-5,0	-4,3	-69,3	-58,8	-45,4
Polonia	1,7	3,6	4,0	3,5	2,6	3,2	8,2	9,5	9,2	-7,2	-7,9	-6,6	-9,6	-12,8	-17,3
Reino Unido	-4,9	1,7	2,0	2,2	3,2	2,7	7,6	7,8	7,9	-11,4	-10,5	-8,6	-24,2	-41,5	-33,3
Bulgaria	-4,9	0,1	2,6	2,8	2,7	3,4	6,8	9,8	9,1	-4,7	-3,8	-2,9	-4,9	-2,6	-2,8
Rumanía	-7,1	-1,9	1,5	5,6	6,3	5,4	6,9	7,5	7,4	-8,6	-7,3	-4,9	-7,2	-8,1	-9,2
Zona euro	-4,0	1,6	1,4	0,3	1,5	1,6	9,5	10,1	10,0	-6,3	-6,3	-4,6	-78,4	-41,3	-6,7
UE-27	-4,1	1,7	1,5	0,3	1,5	1,6	8,9	9,6	9,5	-6,8	-6,8	-5,1	-53,7	-20,5	-27,1

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Rusia	-7,9	3,9	4,2	8,8	8,5	7,9	7,3	8,2	7,9	3,1	n.d.	n.d.	49,4	74,4	62,5
Suiza	-1,9	2,7	1,8	-0,5	0,7	0,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	58,7	63,3	64,1
Turquía	-4,7	7,8	4,5	6,3	8,7	6,4	14,0	12,2	11,7	n.d.	n.d.	n.d.	-14,4	-44,0	-50,8
Europa Este ⁴	-5,2	3,9	3,9	6,3	6,4	6,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-6,7	8,7	-20,0

(p): Previsiones • (e): Estimaciones. ² Dato actualizado semestralmente. ⁴ Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turkmenistán, Turquía, Ucrania y Uzbekistán.

¹ Tasa de crecimiento anual.

³ Miles de millones de dólares.

⁴ Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Bulgaria, Chipre, Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Georgia, Hungría, Kazajstán, Letonia, Lituania, Macedonia, Moldavia, Polonia, República Checa, Rumanía, Rusia, Serbia, Turkmenistán, Turquía, Ucrania y Uzbekistán.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. DICIEMBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente ²		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
AMÉRICA												
Argentina	0,9	8,3	5,2	7,7	11,2	11,8	-0,6	-0,4	-1,3	11,3	5,4	2,9
Bolivia	3,4	3,9	4,2	0,3	4,8	4,6	n.d.	n.d.	n.d.	0,8	0,9	1,0
Brasil	-0,6	7,5	4,5	4,3	5,8	5,1	7,8	2,7	2,4	-24,3	-49,1	-66,4
Chile	-1,5	5,3	6,0	-1,4	3,0	3,3	-4,5	-2,2	-1,0	4,2	0,0	-1,2
Colombia	0,8	4,4	4,6	2,0	2,7	3,6	n.d.	n.d.	n.d.	-5,0	-5,9	-6,4
México	-6,1	5,1	3,6	3,6	4,4	3,7	-2,3	-2,6	-2,3	-6,2	-6,8	-12,6
Perú	0,9	8,5	6,0	0,2	2,4	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	0,2	-1,8	-2,6
Venezuela	-3,3	-2,3	0,7	26,9	28,1	29,4	-5,1	-2,1	-2,9	8,6	16,9	16,8
América Latina	-1,7	5,7	4,1	5,7	7,3	7,1	n.d.	n.d.	n.d.	-15,4	-51,5	-81,0
EEUU	-2,6	2,7	2,4	-0,3	1,6	1,4	n.d.	n.d.	n.d.	-378,0	-486,0	-540,0
Canadá	-2,5	3,0	2,4	0,3	1,7	2,1	n.d.	n.d.	n.d.	-38,1	-39,1	-30,3

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. DICIEMBRE 2010

	PIB ¹			Inflación ¹			Balanza corriente ²		
	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)	2009	2010 (p)	2011 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	9,1	10,1	9,1	-0,7	3,3	4,0	297,1	291,4	315,0
India	7,4	8,5	8,4	12,4	9,7	7,1	-38,4	-50,7	-57,9
Japón	-5,3	3,5	1,1	-1,4	-0,8	-0,3	142,2	192,4	197,1
Corea del Sur	0,2	6,0	4,2	2,8	2,9	3,2	42,7	33,9	25,5
Asia/Pacífico	1,9	6,6	5,0	0,8	2,3	2,7	554,6	572,9	583,1

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

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

Fuente: Consensus Forecasts.

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO - OCTUBRE 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Andalucía	14.966,3	9,8	28,0	19.033,0	9,7	29,1	-4.066,7
Aragón	6.903,4	4,5	18,7	5.820,0	3,0	16,6	1.083,4
Asturias	2.933,7	1,9	44,7	2.992,4	1,5	35,5	-58,8
Baleares	717,9	0,5	-31,4	1.177,1	0,6	1,7	-459,2
Comunidad Valenciana	14.940,2	9,8	12,9	16.027,3	8,2	20,7	-1.087,1
Canarias	1.580,6	1,0	26,0	3.884,9	2,0	32,8	-2.304,3
Cantabria	1.908,5	1,3	24,2	1.601,5	0,8	32,8	307,0
Castilla-La Mancha	2.724,5	1,8	13,8	4.226,3	2,2	12,3	-1.501,8
Castilla y León	8.743,4	5,7	13,3	7.287,5	3,7	13,1	1.455,9
Cataluña	39.982,7	26,2	17,4	55.016,1	28,2	13,6	-15.033,4
Ceuta	0,1	0,0	-42,9	224,9	0,1	12,0	-224,8
Extremadura	1.046,2	0,7	4,3	819,2	0,4	10,4	227,0
Galicia	12.348,2	8,1	6,7	11.200,5	5,7	6,6	1.147,7
Madrid	17.246,7	11,3	8,6	41.405,6	21,2	1,4	-24.158,9
Melilla	3,4	0,0	-48,5	104,9	0,1	-12,8	-101,6
Murcia	4.021,1	2,6	16,7	6.084,4	3,1	13,3	-2.063,3
Navarra	6.202,9	4,1	36,9	3.696,6	1,9	24,9	2.506,3
País Vasco	14.537,6	9,5	21,0	12.507,7	6,4	23,6	2.029,9
La Rioja	1.032,4	0,7	5,7	781,2	0,4	20,1	251,2
Sin determinar	478,3	0,3	52,6	1.464,1	0,7	29,2	-985,9
Total	152.317,8	100,0	16,7	195.355,3	100,0	13,7	-43.037,5

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO - OCTUBRE 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
Alimentos	22.502,7	14,8	10,8	20.100,2	10,3	5,6	2.402,5
Productos energéticos	7.526,1	4,9	26,4	35.773,7	18,3	28,5	-28.247,6
Materias primas	3.673,7	2,4	46,3	7.313,1	3,7	61,8	-3.639,4
Semimanufacturas no químicas	18.634,8	12,2	25,5	14.627,5	7,5	24,3	4.007,3
Productos químicos	23.644,0	15,5	23,9	30.007,5	15,4	11,6	-6.363,5
Bienes de equipo	30.618,0	20,1	15,2	38.239,8	19,6	8,1	-7.621,8
Sector automóvil	24.707,4	16,2	8,3	20.570,9	10,5	-5,0	4.136,5
Bienes de consumo duradero	2.897,8	1,9	6,2	6.597,2	3,4	23,7	-3.699,5
Manufacturas de consumo	13.114,8	8,6	7,4	21.288,5	10,9	13,4	-8.173,6
Otras mercancías	4.998,6	3,3	43,1	837,0	0,4	39,6	4.161,5
Total	152.317,8	100,0	16,7	195.355,3	100,0	13,7	-43.037,5

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

INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO - OCTUBRE 2010

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros	% total	% 10/09	Millones euros
UNIÓN EUROPEA	103.287,4	67,8	14,4	107.280,3	54,9	7,1	-3.993,0
ZONA EURO	84.843,9	55,7	14,0	86.389,5	44,2	4,3	-1.545,7
Francia	28.164,3	18,5	11,9	21.268,1	10,9	2,4	6.896,2
Bélgica	4.278,4	2,8	18,1	4.992,3	2,6	10,8	-713,9
Luxemburgo	134,7	0,1	-19,4	366,1	0,2	84,1	-231,4
Países Bajos	4.651,2	3,1	21,4	8.687,9	4,4	20,1	-4.036,7
Alemania	15.933,5	10,5	8,7	23.271,7	11,9	-7,8	-7.338,2
Italia	13.324,9	8,7	23,5	13.686,8	7,0	12,7	-361,9
Irlanda	598,4	0,4	27,3	2.703,4	1,4	-17,9	-2.105,0
Portugal	13.575,2	8,9	14,3	7.014,3	3,6	19,3	6.561,0
Austria	1.276,6	0,8	14,9	1.531,2	0,8	9,1	-254,6
Finlandia	448,2	0,3	21,6	869,4	0,4	-5,7	-421,2
Grecia	1.360,5	0,9	-7,6	429,5	0,2	64,4	930,9
Eslovenia	329,8	0,2	12,9	179,4	0,1	20,4	150,4
Malta	127,7	0,1	-11,0	90,8	0,1	63,0	36,9
Chipre	269,9	0,2	83,9	9,9	0,0	47,1	260,0
Eslovaquia	370,6	0,2	11,7	1.288,8	0,8	71,0	-918,2
RESTO UE	18.443,5	12,1	16,4	20.890,8	10,7	20,2	-2.447,3
Reino Unido	9.558,9	6,3	16,1	8.820,6	4,5	9,3	738,3
Dinamarca	755,3	0,5	3,5	1.369,5	0,7	-7,3	-614,2
Suecia	1.200,8	0,8	19,3	1.872,2	1,0	9,2	-671,4
Estonia	60,4	0,0	10,9	31,2	0,0	-51,5	29,2
Letonia	64,0	0,0	-0,1	56,1	0,0	8,1	7,9
Lituania	140,2	0,1	8,4	156,6	0,1	5,6	-16,4
Polonia	2.254,1	1,5	10,9	2.558,8	1,7	33,4	-304,7
República Checa	1.255,6	0,8	19,8	1.823,6	1,2	35,1	-568,0
Hungría	761,9	0,5	19,6	1.459,8	1,0	11,6	-697,9
Bulgaria	273,8	0,2	6,7	286,2	0,1	8,6	-12,4
Rumanía	711,0	0,5	28,0	858,2	0,4	35,8	-147,3
RESTO EUROPA	10.420,6	6,8	26,8	12.104,6	6,2	12,4	-1.684,0
Suiza	2.779,0	1,8	27,0	2.215,1	1,1	-3,1	563,9
Noruega	687,4	0,5	-3,1	1.546,3	0,8	3,8	-858,9
Turquía	3.060,2	2,0	43,4	2.552,9	1,3	17,5	507,3
Rusia	1.617,3	1,1	36,1	4.866,5	2,5	26,7	-3.249,2
Croacia	166,7	0,1	2,3	49,6	0,0	21,6	117,2
AMÉRICA DEL NORTE	6.095,7	4,0	11,1	8.281,1	4,2	6,7	-2.185,5
EEUU	5.360,7	3,5	10,5	7.588,5	3,9	6,5	-2.227,8
Canadá	734,9	0,5	16,1	692,6	0,4	9,3	42,3
AMÉRICA LATINA	8.027,9	5,3	31,5	10.167,2	5,2	33,0	-2.139,3
Argentina	677,0	0,4	38,3	1.355,3	0,7	18,7	-678,3
Brasil	1.757,6	1,2	66,7	2.497,5	1,3	32,7	-739,8
México	2.286,1	1,5	15,1	2.499,2	1,3	70,5	-213,1
RESTO DE AMÉRICA	174,4	0,1	-27,1	1.404,6	0,7	16,2	-1.230,2
ASIA	11.481,2	7,5	29,4	38.259,0	19,6	27,6	-26.777,8
Japón	1.169,5	0,8	17,1	2.887,4	1,5	13,4	-1.717,9
China	2.146,3	1,4	33,6	15.670,5	8,0	32,1	-13.524,2
Hong-Kong	594,8	0,4	41,9	238,3	0,1	-1,3	356,5
Corea del Sur	617,1	0,4	29,6	1.373,3	0,7	-9,2	-756,2
India	968,4	0,6	48,2	2.088,4	1,1	38,2	-1.120,0
Oriente Medio	3.883,7	2,5	19,1	8.941,6	4,6	42,4	-5.057,9
ÁFRICA	8.559,7	5,6	10,9	17.123,0	8,8	24,9	-8.563,4
Marruecos	2.866,9	1,9	11,9	2.302,3	1,2	15,9	564,6
Argelia	1.682,7	1,1	-6,6	3.671,8	1,9	15,8	-1.989,1
Nigeria	197,9	0,1	5,6	3.218,3	1,6	43,6	-3.020,4
Sudáfrica	700,3	0,5	56,9	746,0	0,4	5,2	-45,7
OCEANÍA	1.063,4	0,7	35,2	719,4	0,4	36,2	344,0
SIN DETERMINAR	3.207,6	2,1	14,1	16,1	0,0	1.241,7	3.191,5
TOTAL MUNDIAL	152.317,8	100,0	16,7	195.355,3	100,0	13,7	-43.037,5
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	49.030,5	32,2	21,9	88.075,0	45,1	23,0	-39.044,6
TOTAL NO ZONA EURO	67.473,9	44,3	20,3	108.965,8	55,8	22,5	-41.491,9
OCDE	119.068,7	78,2	15,2	127.657,8	65,3	7,6	-8.589,0
NAFTA	8.381,7	5,5	12,2	10.780,3	5,5	16,9	-2.398,6
MERCOSUR	2.576,9	1,7	57,3	4.123,7	2,1	30,1	-1.546,8
OPEP	5.281,6	3,5	5,6	19.583,2	10,0	33,7	-14.301,5

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



«La OCDE espera que los flujos internacionales de inversión caigan en 2010 por tercer año consecutivo»

Inversión directa ralentizada

Una de las consecuencias más explícitas, pero también más inquietantes, de esta ya larga crisis es la contracción en los flujos de comercio e inversión internacionales, introspección doméstica de la que no es la primera vez que hablamos en esta columna y que, entre otras consecuencias adversas, puede alimentar tensiones proteccionistas y frenar la dinámica de integración económica global. Es un reflejo de la incertidumbre que sigue dominando la toma de decisiones de las empresas: crecimiento incierto y clima de comercio global poco amigable. La muy explícita contracción de las operaciones transfronterizas de los bancos es un exponente claro.

Ahora hemos conocido información de la OCDE correspondiente a los flujos de inversión extranjera directa. A esta categoría de movimientos de capital se la caracterizó, con razón, como el colesterol bueno: no sólo constituyen una

de compromiso con el país de llegada, una apuesta, ya sea por el mercado o por la capacidad competitiva de la economía. O de ambas.

La OCDE estima que en 2010 esos flujos caigan un 8%, tras el descenso en un 43% el 2009 y un 19% en 2008. Los datos de la propia OCDE correspondientes al último trimestre de este año dejan lugar a pocas dudas: crecimiento plano. En el gráfico adjunto se refleja la evolución de los flujos de entrada de inversión extranjera directa y la de uno de sus principales componentes, las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas con proyección internacional (los componentes que pueden conformar las IED, además de la inversión directa en capital, son la reinversión de beneficios por las multinacionales o los préstamos a largo plazo en el seno del mismo grupo empresarial con proyección internacional).

Desde el inicio de la pasada década, aproximadamente dos terceras partes de los flujos de IED toman la forma de fusiones y adquisiciones. Los datos para el conjunto de 2010 son el resultado de una proyección de los disponibles a mediados de noviembre y nos indican que alcanzarán los 670.000 millones de dólares en el conjunto de 2010, un 6% más que las registradas en 2009, constituyendo el primer incremento en este tipo de actividad desde 2007, tras los descensos del 21% en 2008 y del 53% en 2009.

El otro rasgo que conviene subrayar, aunque es verdad que no es nuevo, es el protagonismo creciente de las economías emergentes ya no sólo en la recepción de esos flujos, sino en su emisión. Las previsiones de los flujos de IED para el próximo año se muestran muy dependientes, como es lógico, de la evolución de crecimiento económico global y del definitivo alejamiento de amenazas al mismo, como las tensiones proteccionistas que hemos observado en los últimos meses ::

Flujos globales de inversión extranjera directa y fusiones y adquisiciones internacionales (millones de dólares)



* Datos hasta octubre de 2010
Fuente: OCDE.

transferencia de ahorro a las economías destinatarias, sino que, con esos flujos, canalizados por las empresas multinacionales, acuden técnicas de gestión y, en ocasiones, tecnología que favorecen la modernización de las economías receptoras. En todo caso, dado su largo plazo y la voluntad de permanencia de esos flujos, constituyen una expresión

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