



Empresa Global

Nº 112 (noviembre 2011)

EDITA

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

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Esther Aragón

COLABORAN EN ESTE NÚMERO

Fernando Aceña, Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Miguel Arregui, Sara Balaña, David Cano, Cristina Colomo, Ana Domínguez Viana, Guillermo Fernández Dono, Virginia González Pérez, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Álvaro Lissón, Verónica López Sabater, Javier López Somoza, Pablo Mañueco, Álvaro Martín Enríquez, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández, Javier Santiso.

CONSEJO ASESOR

Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña

Carlos Egea Krauel
Caja Murcia

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

José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid

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

Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid

Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza

Ignacio Santillana del Barrio
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid

Juan Soto Serrano
ExPresidente de Hewlett Packard

Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business

Luis Viciara Alguacil
Harvard Business School

José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid

Javier Santiso
Profesor de Economía, ESADE Business School

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

PORTADA hof12

DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN

Valle González Manzanos y Daniel Sánchez Casado

DEPÓSITO LEGAL M-34827-2001

ISSN 1578-3456

IMPRESIÓN Monterreina, S.A.

Impresa en España - Printed in Spain

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

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

EDITORIAL

Crece el comercio, pero menos

Mientras sus colegas del Fondo Monetario Internacional o de la Comisión Europea hacían lo propio con las previsiones de crecimiento, la Organización Mundial del Comercio revisaba a la baja, el pasado mes de septiembre, sus previsiones de crecimiento del comercio mundial para 2011, desde 6,5 al 5,8%. Junto a ello, el organismo alertaba de que estas previsiones no podrían considerarse como definitivas, habida cuenta de las importantes incertidumbres que afectan a la economía mundial. Y es que si, a principios de año, el panorama se antojaba prometedor en cuanto a las perspectivas de consolidación de la recuperación económica, éste se ha ensombrecido en la segunda mitad del ejercicio. El tsunami y el accidente nuclear en Japón, la crisis de la deuda soberana en el área euro, la rebaja de la calificación crediticia de EEUU -principal motor de la economía mundial-, la persistente debilidad del sistema bancario europeo y la marcada ralentización de los últimos indicadores publicados de producción y empleo son algunos de los factores que han motivado esa revisión a la baja de los escenarios de crecimiento del PIB mundial y, por tanto, también del comercio.

La desaceleración prevista de los intercambios comerciales debería afectar tanto a las economías más desarrolladas como a las emergentes, si bien las segundas siguen manteniendo un diferencial significativo de crecimiento respecto a las primeras (8,5% frente a 4,7%). Hace unas pocas semanas, China publicaba el PIB correspondiente al tercer trimestre, anunciando un crecimiento del 9,1 en términos interanuales y evidenciando la robustez de su economía y el indudable papel de China y del conjunto de economías emergentes en la reactivación económica y del comercio mundial.

Junto a la confirmación de la ralentización, el principal riesgo que podría debilitar el dinamismo del comercio mundial son los ramalazos proteccionistas que algunos Gobiernos, principalmente en Europa, han empezado a exhibir. Desde luego, lejos de favorecer la recuperación, el establecimiento de barreras al comercio contribuiría a enconar la situación y a favorecer una espiral de incalculables consecuencias. Al contrario, es precisamente en momentos como los actuales cuando conviene impulsar la liberalización de los intercambios y la apertura exterior de las economías. Si la economía mundial consiguió abandonar la recesión en 2010 fue, en buena medida, gracias al impulso del comercio mundial, que, tras desplomarse en 2009, exhibió un notable dinamismo, con tasas de crecimiento superiores al 12%. Ante la parálisis de la Ronda de Doha, las opciones más inmediatas son los esquemas bilaterales. Europa debería, por ello, acallar las voces partidarias de instaurar medidas proteccionistas y seguir el ejemplo de EEUU, que el pasado mes de octubre anunciaba la conclusión de acuerdos de libre comercio con Corea del Sur, Panamá y Colombia.

Para España, el sector exterior es, en la actualidad, el único motor de crecimiento ante la debilidad de la demanda interna. Es más, según los últimos datos, el saldo de la balanza comercial española arrojaría, por primera vez desde hace varias décadas, un saldo positivo, si se excluyesen las importaciones energéticas. Es, sin duda, una excelente noticia, que evidencia, es verdad, la fuerte contracción que han experimentado las importaciones, pero también, y sobre todo, la cada vez mayor proyección exterior de nuestra economía ::

INFORME PAÍS

Los países bálticos: retorna el crecimiento

Los tres países bálticos -Estonia, Letonia y Lituania- recuperaron su independencia hace 20 años tras separarse de la antigua Unión Soviética. Después de un período de transición marcado por profundas reformas, hoy son economías de mercado que, después de haber sido golpeadas duramente por la crisis económica, muestran perspectivas de crecimiento positivas.

Pag. 4

TEMA DEL MES

Efecto estímulo del comercio mundial

El comercio internacional demostró en 2010 su capacidad para actuar como motor fundamental de la recuperación económica, un motor en cuya propulsión han intervenido más activamente las economías en desarrollo.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

Temas claves en la industria de las microfinanzas hoy

Es, para muchos de nosotros, «la temporada» de las microfinanzas.

NORTE Y SUR

Diásporas emprendedoras

JAVIER SANTISO

Pag. 23



ESTRATEGIA GLOBAL

¿El siglo de China?

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



Eventos de singular importancia, como el Foro de la Microempresa del BID/FOMIN y la V Cumbre Mundial del Microcrédito, visibilizan notablemente esta industria de la que aún conocemos relativamente poco en España.

Pag. 14

Financiación de inversiones de pymes españolas en el exterior

Cofides, la Compañía Española de Financiación al Desarrollo, ha elaborado un Plan Específico de Atención a la Pyme con el objetivo de duplicar la cartera de proyectos de inversión en el exterior promovidos por pymes españolas.

Pag. 19

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

¿Qué ley rige un contrato internacional?

En Derecho internacional privado, el tema de la ley aplicable a los contratos internacionales es considerado de los de mayor complejidad y confusión. A contratos con efectos más allá de las fronteras de un sistema legal, ¿les rige la ley donde se celebraron o la ley donde debe cumplirse la obligación?

Pag. 24

FINANZAS PERSONALES

Sin señales de recuperación

Ante la confirmación de la pérdida de pulso del ciclo económico y la lenta implementación de nuevas medidas en el área euro, las principales Bolsas reaccionan corrigiendo de manera intensa, la deuda pública *core* vuelve a ejercer de activo refugio y el dólar reafirma su senda apreciadora en términos generales.



Pag. 28

RIESGO DE CAMBIO

El final de año de las divisas emergentes

La tendencia a la apreciación de las monedas emergentes a lo largo de los últimos ejercicios podría verse truncada en la parte final de 2011. Actualizamos nuestras perspectivas y recomendaciones de cara al final del ejercicio para las principales monedas de Asia, Europa del Este y Latinoamérica.

Pag. 31

MERCADOS FINANCIEROS

Señales mixtas en los factores de riesgo

DAVID CANO

Pag. 35



EMERGENTES

¿Qué hay detrás de la intervención del Gobierno chino en el sector bancario?

El Gobierno chino ha anunciado la compra de acciones de los cuatro principales bancos con el objetivo de estabilizar su cotización y generar confianza en el sistema financiero. La eficacia de dicha medida puede verse condicionada por una potencial intensificación de la desaceleración económica en China, principal foco de riesgo para la salud del sistema financiero en el medio plazo.

Pag. 33



CUADRO DE MANDO FINANCIERO

Primeros síntomas de apertura del mercado primario ¿sostenible?

La aprobación del mecanismo de rescate europeo (EFSF) por parte de los Parlamentos europeos ha favorecido la reducción de la prima de riesgo cotizada por los mercados financieros.

Pag. 36

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

«Pocoyó nació pensando en ser internacional»

José María Castillejo es el presidente de Zinkia Entertainment, empresa española nacida en 2001 dedicada a la realización de series de animación y contenidos de entretenimiento orientados al ocio digital y que, desde hace dos años, cotiza en el MaB. Pocoyó es su propiedad más valiosa hasta la fecha, su principal money maker, exhibida en televisiones de más de 100 países de todo el mundo.

Pag. 38



GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

La gestión del talento: una necesidad

En 1997, un estudio de McKinsey acuñó el término «la guerra por el talento». Ahora, en el nuevo milenio, nos encontramos en la era del talento y la batalla se centra en la competencia por la mejor gente, porque ellos son los verdaderos creadores de valor.

Pag. 42

HOMO Oeconomicus
El doble des(bar)ajuste
JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 51



EMPRESA, TECNOLOGÍA E INTERNET

Microfinanzas a un clic

Pese a que España es uno de los grandes impulsores de las microfinanzas, todavía persiste un gran desconocimiento de esta materia entre la población española. Por fortuna, las TIC pueden ayudar a cualquier ciudadano a conocer y a participar en la financiación a microempresarios.

Pag. 44

GESTIÓN EMPRESARIAL

Tasa libre de riesgo para inversiones en España

La valoración de empresas está condicionada por la tasa de descuento empleada, uno de cuyos principales parámetros es la tasa libre de riesgo, que se aproxima mediante la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. El presente artículo pretende analizar la tasa libre de riesgo adecuada para valorar actualmente inversiones en España.

Pag. 45

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

Las claves de la deducción fiscal del fondo de comercio financiero

Pag. 49

AGENDA

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

Pag. 52



ESCAPARATE EDITORIAL

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

Pag. 53

PANORAMA INTERNACIONAL

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

Pag. 54

ESPAÑA EN CONTRASTE

La posición externa, todavía fuente de vulnerabilidad

El caso de las operaciones de inversión fija y ahorro, por un lado, y de las operaciones en activos y pasivos financieros, por otro, siempre ofrece resultados interesantes y que merecen más de un comentario. Aprovechamos la publicación de las Cuentas financieras para el segundo trimestre de 2011 para exponer algunos de ellos.

Pag. 57

BLOG AFI

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

Pag. 58

ESTADÍSTICAS

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

Pag. 60

PASEO GLOBAL
Debilidad exterior
EMILIO ONTIVEROS

Pag. 64

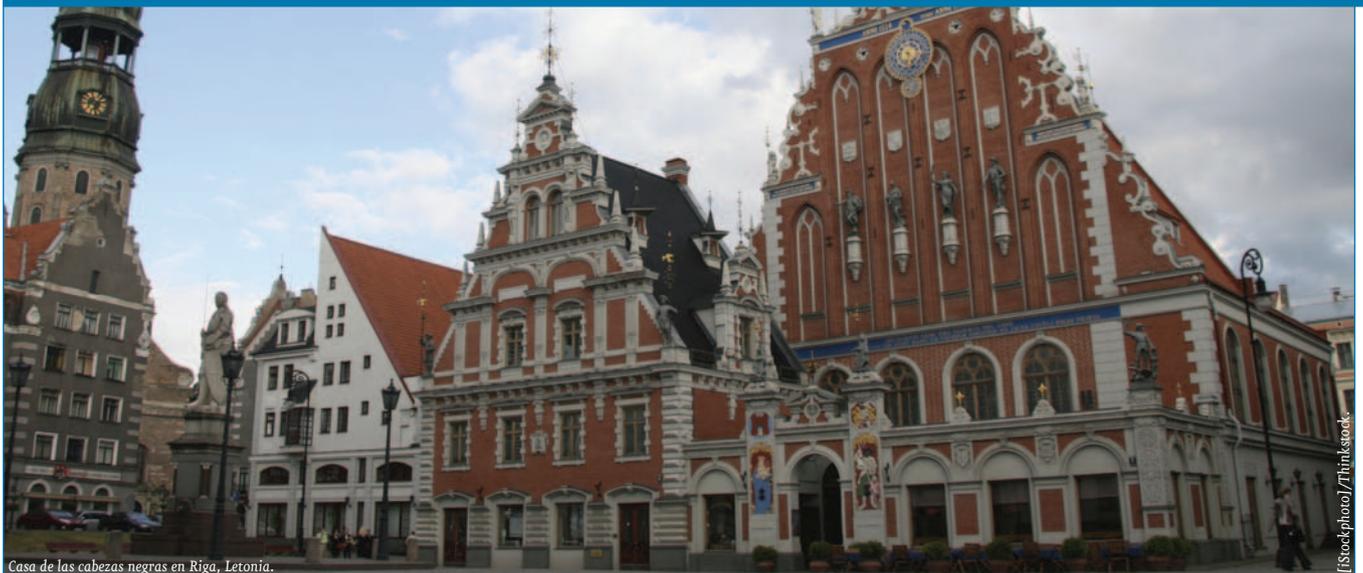




Vista de Tallin, Estonia.

[iStockphoto]/Thinkstock.

Los países bálticos



Casa de las cabezas negras en Riga, Letonia.

[iStockphoto]/Thinkstock.

RELACIONES CON RUSIA TRAS LA INDEPENDENCIA

Tras la independencia de las URSS, a principios de la década de los noventa, las tres repúblicas bálticas reforzaron sus relaciones con Europa occidental, que culminaron con la entrada en 2004 en la Unión Europea (UE) y en la OTAN. En este proceso, que ha supuesto un progresivo alejamiento de Rusia, las relaciones con este país se han ido deteriorado, sobre todo en el caso de Estonia. El punto más crítico se alcanzó en 2007, cuando las autoridades estonias trasladaron un monumento de guerra de la época soviética y exhumaron los restos de los soldados rusos. Desde entonces, Rusia y Estonia han emprendido esfuerzos para consolidar las bases que permitan normalizar las relaciones bilaterales. Lituania, por su parte, también ha tenido altibajos con la potencia euroasiática. Prueba de ello es que, en 2006, la em-

presa estatal rusa operadora de gasoductos Transneft suspendió el suministro de petróleo con destino a la refinería lituana de Mazeikiu, lo cual afectó al sector energético de este país.

SITUACIÓN ECONÓMICA DESPUÉS DE LA INDEPENDENCIA

En la década inmediatamente posterior a su independencia, las repú-

blicas bálticas hicieron la transición de economías planificadas a economías de mercado logrando un progreso impresionante. Para ello, sus economías se liberalizaron y se abrieron a los mercados internacionales y se pusieron en marcha un importante número de difíciles y complejas reformas estructurales. Durante esta época, comenzó la reorientación de la actividad comercial

DATOS BÁSICOS

Países	Área (km ²)	Población (est. 2011)	Densidad de población (por km ²)	Capital
 Estonia	45.277	1.282.963	28,3	Tallin
 Letonia	64.589	2.204.708	34	Riga
 Lituania	65.300	3.535.547	54	Vilna

Fuente: Economist Intelligence Unit.

DATOS MACROECONÓMICOS 2010

Países	PIB nominal (millones de dólares)	PIB nominal per cápita (dólares)	Crecimiento económico (%)
 Estonia	19.251	18.327	3,1
 Letonia	24.058	14.459	-0,3
 Lituania	36.390	16.840	1,3

Fuente: Economist Intelligence Unit.

retorna el crecimiento

Los tres países bálticos -Estonia, Letonia y Lituania- recuperaron su independencia hace 20 años tras separarse de la antigua Unión Soviética. Después de un período de transición marcado por profundas reformas, hoy son economías de mercado que, después de haber sido golpeadas duramente por la crisis económica, muestran perspectivas de crecimiento positivas.

Esther Rodríguez Fernández



Rascacielos en Vilna, capital de Lituania.

[iStockphoto/Thinkstock]



Catedral de Tallin, Estonia.

[Stockphoto/Thinkstock]

hacia la UE en detrimento del mercado ruso, lo que tensó las relaciones con esta potencia.

El crecimiento, sin embargo, no fue uniforme a lo largo de toda la década. A principios de los noventa, las economías bálticas sufrieron una caída acusada en la producción, que refleja la magnitud de las distorsiones económicas existentes antes de la transición y el grado de la reestructuración necesaria. A esta primera etapa de ajuste, le siguió un período de bonanza económica, que comenzó en 1994. Tan sólo tres años después, en 1997, el crecimiento en los países bálticos se encontraba entre los más destacados en las economías en transición. La crisis rusa de 1998 frenó su rápida expansión, pero sin llegar a invertir la tendencia.

Durante la primera mitad de década del presente siglo, los países bálticos no sólo continuaron con su expansión económica, sino que dis-

frutaron de una de las mayores tasas de crecimiento en Europa. Así, en 2006, el PIB estonio creció un 11,2%, mientras que el letón creció un 11,9% y el lituano, un 7,5%. Ese mismo año, los tres países vieron cómo sus tasas de desempleo caían por debajo de la media de la UE. Prueba del progreso que vivió Estonia es que, en ese año, dejó de ser clasificada por el Banco Mundial como una economía de renta media-alta para ser considerada una economía de altos ingresos, la calificación más alta.

Durante 2009, los tres países bálticos sufrieron una contracción económica de dos dígitos

Como a muchos otros países, la crisis económica ha sacudido con fuerza a las economías del Báltico y, del rápido crecimiento anterior, han pasado a la recesión. En 2009,

la economía de Estonia se contrajo un 13,9%; la de Lituania, un 14,7%, y la de Letonia, un 18%. Aunque, en 2010, Estonia y Lituania retornaron a la senda de crecimiento positivo, el PIB letón cayó un 0,3% adicional. Y es que no hay que olvidar que este país recibió apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI) para estabilizar su economía en diciembre de 2008. El programa, que expira a finales de este año, tiene por objeto mantener el tipo de cambio vinculado al del euro. Para conseguir este objetivo, el Gobierno tomó estrictas medidas de ajuste, que incluyó recortes en el gasto público sin precedentes. También apoyó al sector bancario con la nacionalización de un banco y la reestructuración del banco estatal dedicado a la concesión de hipotecas. El Gobierno ha anunciado reformas estructurales adicionales en educación y salud. En este contexto de reformas, el FMI prevé que la economía crezca un significativo 4% este año y un 3% el que viene. Por su parte, esta misma institución prevé que la economía estonia crezca un 6,5% en 2011 y un 4% en 2012 y la lituana un 6 y 3,4% durante estos dos años.

A pesar de la difícil situación económica, Estonia ha conseguido cumplir con los requisitos para su ingreso en el euro y, en enero de 2011, la más pequeña de las tres repúblicas bálticas adoptó la moneda común. Por ahora, Letonia y Lituania no tienen una fecha determinada para ingresar en la Unión Económica y Monetaria.

Ante las fuertes perspectivas de crecimiento económico de Estonia, el pasado agosto, la agencia de calificación Standard and Poor's subió la calificación de su deuda soberana dos escalones, hasta AA-, la misma nota que tiene la deuda española actualmente. La agencia destacó que la subida del *rating* refleja el clima de consenso político en el país, así como la productividad y transparencia del sector público. Es necesario destacar que Estonia es uno de los tres países,

¿QUÉ ENTENDEMOS POR PAÍSES BÁLTICOS?

Políticamente, el término «países bálticos» se refiere a los tres países ribereños del mar del mismo nombre que obtuvieron la independencia del Imperio ruso tras la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, cultural, étnica y lingüísticamente, sólo Letonia y Lituania se consideran pueblos bálticos, dado que los estonios poseen mayor afinidad con el pueblo finlandés.

junto con Suecia y Luxemburgo, que ha cumplido de forma continuada con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE, que fija para los Estados miembro un límite de déficit del 3% del PIB y del 60% en el caso de la deuda pública.

Aunque las previsiones de crecimiento son positivas para las tres repúblicas, existen factores de riesgo que pueden ensombrecer el futuro. En el caso de Estonia, puede que el tipo de interés que establece el Banco Central Europeo para toda la eurozona sea demasiado bajo para esta economía que se encuentra en transición, lo que puede generar tensiones inflacionistas. De hecho, la previsión de IPC del FMI para este año que finaliza es de 5,1%, el doble del previsto para la zona euro. También habrá que estar pendientes de las otras dos repúblicas, puesto que el incremento en los precios de las materias primas hace que las previsiones del IPC sean altas, del 4,2% en ambos casos.

Otro factor de riesgo que no se puede ignorar es el desempleo, y es que los tres países bálticos sufren una grave situación. Aunque ésta ha mejorado gracias a la reciente recuperación económica, las tasas de desempleo siguen siendo altas. Para 2011, el FMI prevé una tasa del 16,1% para Letonia; del 15,5%, para Lituania, y del 13,5%, para Estonia; todas ellas, muy superiores a las de otros países emergentes de Europa. Así, por ejemplo, dicha tasa en Rumanía es de tan sólo el 5% y la de Polonia, del 9,4%.

RELACIONES BILATERALES HISPANO-BÁLTICAS

España reconoció la restauración de la independencia de las repúblicas bálticas en 1991, año en el que también se reanudaron las relaciones diplomáticas, que, actualmente, se desarrollan con normalidad en el seno de la UE.

En el plano comercial, las relaciones no son muy intensas. Lituania es la república que concentra un 52% de las exportaciones españolas



Molino de viento en Ventspils, Letonia.

a esta región (172 millones de euros). Cabe señalar que es el país de mayor envergadura tanto en términos de extensión y población (51% de población de la región reside en

este país) como de PIB. Estonia y Letonia, por su parte, mantienen un peso muy similar en las ventas al exterior de España: 77 y 79 millones de euros, respectivamente.

10 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A LAS REPÚBLICAS BÁLTICAS DESDE ESPAÑA EN 2010

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
8	Frutas/ frutos s/conservar	42.746,32	12,99
85	Aparatos y material eléctricos	28.186,03	8,56
22	Bebidas de todo tipo (exc. Zumos)	24.798,84	7,54
7	Legumbres, hortalizas s/ conservar	23.000,27	6,99
84	Máquinas y aparatos mecánicos	21.257,45	6,46
87	Vehículos automóviles, tractor	19.646,67	5,97
62	Prendas de vestir, no de punto	16.553,51	5,03
99	Conjunt. De otros productos	13.765,81	4,18
39	Mat. Plásticas; sus manufacturas	13.441,77	4,08
61	Prendas de vestir, de punto	10.472,50	3,18
	Subtotal	213.869,18	64,98
	Total productos exportados a las repúblicas bálticas	329.108,81	100,00

Fuente: ESTACOM.

10 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE LAS REPÚBLICAS BÁLTICAS EN 2010

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
72	Fundición hierro y acero	67.140,07	21,52
27	Combustibles, aceites minerales	56.344,33	18,06
94	Muebles, sillas, lámparas	54.023,66	17,31
10	Cereales	38.423,03	12,31
39	Productos Farmacéuticos	18.753,17	6,01
44	Madera y sus manufacturas	12.265,03	3,93
4	Leche, productos lácteos; huevos	10.670,97	3,42
3	Pescados, crustáceos, moluscos	6.945,28	2,23
90	Aparatos ópticos, medida	6.087,66	1,95
28	Productos químicos orgánicos	4.832,53	1,55
	Subtotal	275.485,73	88,29
	Total de productos importados de las repúblicas bálticas	312.034,81	100,00

Fuente: ESTACOM.

«RATING» DEUDA SOBERANA

MOODY'S

OCTUBRE 2011

	Largo plazo	Corto plazo
Estonia	A1	WR
Letonia	Baa3	P-1
Lituania	Baa1	P-1
España	A1	P-1

S & P

OCTUBRE 2011

	Largo plazo	Corto plazo
Estonia	AA-	A-1+
Letonia	BB+	B
Lituania	BBB	A-3
España	AA-	A-1+

NOTAS:

Moody's: de menor a mayor riesgo

L.P.: Aaa, Aa (1,2,3), A (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

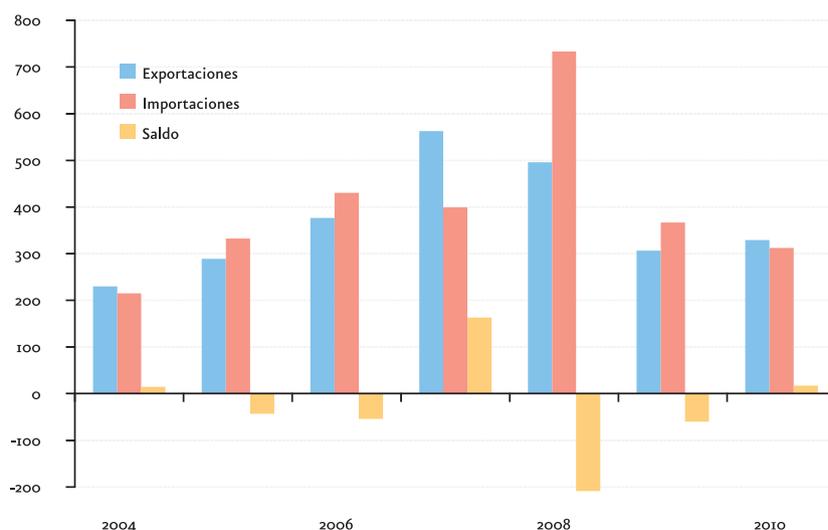
AAA, AA(+,-), A(+,-), BBB(+,-), BB(+,-), B(+,-), CCC(+,-), CC, C.

Entre 2004 y 2007, las exportaciones españolas de bienes hacia los países bálticos mostraron un gran dinamismo. Según datos del ICEX, en dicho período, crecieron a un promedio anual del 34,8%, hasta alcanzar los 562 millones de euros anuales en 2007. Sin embargo, en los ejercicios 2008 y 2009, las exportaciones se resintieron como consecuencia de la crisis económica. El pasado año, se invirtió la tendencia y las exportaciones volvieron a crecer (7,3%) hasta los 329 millones de euros, cifra que, como se puede observar, es muy inferior al máximo histórico alcanzado en 2007. Como parece lógico, hay grandes diferencias entre los países, que presentan ritmos de recuperación distintos. Así, mientras que las exportaciones a Estonia aumentaron un significativo 17,2%, las ventas a Lituania lo hicieron en menor medida (7,1%) y las destinadas a Letonia continuaron registrando descensos, aunque el ritmo de caída se ha suavizado (0,4% frente al 28,9% del año anterior).

Cabe señalar que las exportaciones españolas a las repúblicas bálticas se encuentran muy concen-

Balanza comercial hispano-báltica

(millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir de Datacomex.

tradas; de hecho, tan sólo 10 capítulos concentran dos tercios de las exportaciones totales, destacando las frutas, manufacturas y aparatos eléctricos y mecánicos, bebidas, legumbres y prendas de vestir.

Las fuertes perspectivas de crecimiento económico motivaron que Standard and Poor's subiera la calificación de la deuda soberana estonia dos escalones, hasta AA-, la misma que España

Por su parte, las importaciones españolas han mostrado un patrón de comportamiento muy similar al de las exportaciones aumentando en las épocas de bonanza y reduciéndose como consecuencia de la crisis económica hasta los 312 millones de euros en 2010, lo que arroja un saldo comercial favorable para España de 17 millones de euros. Al igual que sucede con las ventas españolas en el exterior, las importaciones provienen en su mayoría de Lituania (61% del total) representando Letonia el 26% y correspondiendo tan sólo un 13% a Estonia.

Durante los últimos dos años, los flujos de inversión española en las repúblicas bálticas han sido casi nulos -consecuencia de la crisis finan-

ciera y de la escasez de financiación- y están muy lejos del máximo histórico de 2007, cuando se superaron los 12 millones de euros. En el período 2006-2008, cuando se incrementó significativamente la inversión española en la región en línea con el avance de la inversión directa española en el exterior, destacan las operaciones llevadas a cabo por FERSA e Iberdrola Renovables en el sector de la energía eólica en Estonia. En Lituania, las operaciones más importantes se han llevado a cabo en el sector de componentes de automoción. Por su parte, la inversión española en Letonia se concentra, principalmente, en actividades de intermediación en comercio, materiales de construcción y sector de ocio.

OPORTUNIDADES DE NEGOCIO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA

Dado el reducido tamaño y modesto poder adquisitivo de los países bálticos, las empresas españolas interesadas en alguno de ellos habrán de considerar 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, si bien es cierto que la deman-

da es muy sensible en cuanto a los precios. En el caso del vino, existe una cierta saturación y se observa que, en algunos casos, estos países funcionan de tránsito, esto es: se importa vino para su reexportación, mayoritariamente a Rusia.

Como estos países se encuentran en un proceso de convergencia de su nivel de vida con el de Europa occidental, existen productos españoles de consumo con potencial, como el calzado, los productos de cuero, moda, muebles y decoración. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que algunos países con una imagen de producto-país muy consolidada ya se encuentran firmemente implantados en las repúblicas, como ocurre con los zapatos italianos o los perfumes franceses.

Otros sectores de interés para las empresas españolas son material ferroviario, maquinaria y equipamiento, aparatos mecánicos y equipo eléctrico, generadores, material de construcción, productos químicos y vehículos de transporte.

Centrándonos en la inversión, las mejores oportunidades se encuentran en aquellos campos relacionados con los fondos de cohesión y estructurales que estos países van a recibir en los próximos años. Por ello, van a requerir apoyo especializado de empresas extranjeras en áreas como la consultoría de ingeniería con el fin de asistir a las Administraciones públicas en la definición de las especificaciones técnicas de los proyectos y en su puesta en marcha, así como en la construcción y asistencia en la gestión de los mismos.

Entre los sectores para invertir destaca la industria forestal y maderera, debido a 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.

Otro sector que puede resultar interesante para las empresas españolas es el de las energías renovables. De acuerdo con la normativa

europea, los países miembros de la UE deben generar como mínimo el 25% de su electricidad a partir de fuentes renovables en 2020. Para conseguir este objetivo, los Gobiernos están desarrollando activamente un programa de energías renovables. Además, el desarrollo de fuentes alternativas de energía reducirá su dependencia energética de Rusia, objetivo perseguido por las tres repúblicas dadas las tensas relaciones que mantienen con la potencia petrolera.

También en el sector de la energía, aunque fuera del campo de las renovables, a las empresas españolas les puede interesar el transporte de gas y petróleo procedentes de Rusia que atraviesan estos países.

La Organización Mundial del Turismo prevé una fuerte expansión del turismo en los países bálticos. En este contexto, las autoridades de Estonia tienen intención de fomentar este país como destino turístico, que es ciertamente excepcional, aunque todavía es un gran desconocido para la mayoría de nosotros. Lituania también

quiere desarrollar este sector, concretamente el turismo rural y el denominado «turismo de salud». Ciertamente, las empresas españolas, líderes mundiales en el sector, pueden encontrar oportunidades en este campo.

La Organización Mundial del Turismo prevé una fuerte expansión en los países bálticos; las empresas españolas, líderes en este sector, pueden encontrar oportunidades

Conforme mejore la dinámica laboral, es previsible que se reduzca la deuda de los hogares y que, paulatinamente, aumente el consumo privado y, con él, las importaciones. España quizá está peor posicionada que otros países europeos para aprovechar esta oportunidad al no tener todavía lazos muy estrechos con las repúblicas bálticas. Sin embargo, no cabe duda de que esta región presenta unas perspectivas muy positivas de crecimiento que pueden interesar a las empresas españolas ::



Vista de la ciudad de Kaunas, Lituania.

Efecto estímulo del comercio mundial



El comercio internacional demostró en 2010 su capacidad para actuar como motor fundamental de la recuperación económica, un motor en cuya propulsión han intervenido más activamente las economías en desarrollo, la mayoría de las cuales todavía mantienen unos fuertes flujos comerciales a pesar de que las recientes turbulencias en los mercados financieros y el escenario económico más convulso han provocado una ralentización del comercio mundial mayor de la esperada.

Ana Domínguez Viana

[Stockbyte/Thinkstock]

INTERPRETACIÓN COMEDIDA DEL EXCEPCIONAL CRECIMIENTO DEL COMERCIO MUNDIAL EN 2010

En 2010, asistimos a un repunte sin precedentes en el comercio internacional de bienes y servicios. El comercio mundial fue abanderado y promotor de la recuperación económica mundial: las exportaciones de mercancías experimentaron un crecimiento cuatro veces más veloz al del PIB -habitualmente, es de en torno a dos veces- incrementándose, en términos de volumen, un 14,5% interanual¹, tras la caída del 12%

registrada un año antes (la mayor tras la Segunda Guerra Mundial), mientras el PIB mundial aumentaba un 3,6%. Dicho avance permitió a las exportaciones mundiales recuperar sus niveles precrisis.

Un comportamiento, sin duda, positivo, pero que conviene analizarlo en perspectiva, ya que dicha recuperación no ha encontrado su símil en términos tendenciales al no posibilitar el retorno a la senda de crecimiento que había registrado anteriormente teniendo además en cuenta los reducidos niveles de

¹ En valor, las magnitudes de crecimiento son todavía más elevadas: las exportaciones de mercancías, en dólares corrientes, aumentaron un 22% entre 2009 y 2010, favorecidas por los mayores precios de los productos básicos y la depreciación del dólar estadounidense.

partida resultado del deterioro económico sufrido en 2009. De hecho, como ha señalado la Organización Mundial del Comercio (OMC), el crecimiento tanto del PIB como del comercio mundiales podría haber sido superior en 2010 si no hubieran acaecido una serie de hechos que limitaron una expansión más profunda, entre los que se destacan: (i) el encarecimiento de la factura energética como consecuencia de unos precios del petróleo un 30% más elevados que en 2009; (ii) la minoración registrada en la aplicación de medidas de estímulo fiscal en muchas economías -principalmente, europeas- para contener el déficit, que repercutió en el ritmo de actividad del segundo semestre de 2010, y (iii) el lastre del desempleo en las economías desarrolladas, que impidió una mayor recuperación de su demanda interna y externa.

A su vez, no se puede olvidar que aquellas mercancías que sufrieron en mayor medida los efectos de la recesión, aquéllas más sensibles a la coyuntura económica, como la maquinaria industrial y los bienes de consumo duradero (éstos últimos representan alrededor del 4% del comercio de manufacturas, referidas, sobre todo, a electrodomésticos y sin incluir los automóviles), gozan de un mayor peso en el comercio que en la producción mundial. Por ello, la recuperación en 2010 ha encontrado, en cierta medida, un resorte en los flujos comerciales apoyado en dichas mercancías.

El volumen de las exportaciones mundiales de mercancías creció un 14,5% en 2010

Bajo una perspectiva histórica, hoy nos encontramos, además, con un fenómeno relativamente novedoso relacionado con la dimensión de las cadenas globales de producción. El devenir de la globalización ha propiciado que, cada vez en mayor medida, los procesos productivos adquieran una dimensión mundial, de tal forma que distintas fases de la cadena de producción se realizan en localizaciones geográficas diferentes y que los bienes intermedios puedan ser reexportados en sucesivas ocasiones hasta la obtención de los productos terminados. Estas transacciones internacionales de mercancías, que se producen a lo largo de la cadena de producción de forma más habitual en la actualidad que hace unas décadas, no hacen sino engordar el cómputo total de flujos comerciales, cuya cuantificación independiente es, por el momento, inviable.

MEJOR DESEMPEÑO DE LAS ECONOMÍAS EN DESARROLLO

Establecidas las anteriores consideraciones, que apelan a cierta cautela a la hora de interpretar el importante avance en el volumen del comercio

EXPORTACIONES MUNDIALES (VARIACIÓN ANUAL EN %)

Volumen exportaciones	2008	2009	2010	2011*
Economías desarrolladas	0,9	-15,2	12,9	3,7
Economías en desarrollo y CEI	4,6	-7,5	16,1	8,5
Total mundo	2,3	-12,1	14,1	5,8

* Proyecciones.

Fuente: OMC.

internacional (14,5% en 2010), resulta interesante ahondar en el origen de los flujos comerciales. Aquí nos encontramos la diferente contribución de las economías desarrolladas y de aquellas en desarrollo. Así, mientras los países desarrollados incrementaron sus ventas al exterior en un 12,9%, los países en desarrollo y los de la Comunidad de Estados Independientes (CEI) lo hicieron en un 16,7%. Estos últimos, a su vez, importaron un 17,9% más en 2010 que en 2009, frente al 10,7% de las economías avanzadas, con lo que el mayor dinamismo de las importaciones respecto a las exportaciones también ha sido diferente entre ambos.

Regiones como Asia y América del Norte incrementaron el volumen de sus exportaciones por encima del promedio mundial, con aumentos del 23,1 y del 15%, respectivamente. Y si hay que destacar un protagonista, éste es indudablemente China por haber contribuido de forma destacada a la recuperación del comercio internacional aumentando el volumen de sus ventas al exterior en un 28,4%, tras la caída del 10,5% registrada en 2009.

Respecto al volumen de importaciones, Asia y América del Norte repiten en un mejor desempeño de la media, con avances respectivos del 17,6 y 15,7%. China también soporta un notable crecimiento en cuanto a sus compras al exterior, del 22,1%, aunque, en el análisis por regiones, destacan América central y del Sur, cuyas compras fueron un 22,7% superiores a las de 2009, y la CEI, que importó un 20,6% adicional en 2010.

El repunte el año pasado de los precios de los productos básicos, sujetos a una elevada volatilidad -en gran medida, derivada de la participación de inversores financieros en los mercados de estos productos, como apunta la UNCTAD- y que se han visto presionados al alza por la mayor demanda de economías emergentes como la china o la india, ha favorecido ese importante avance de las importaciones en América central y del Sur y en la CEI. No en vano, han sido regiones receptoras de mayores ingresos por sus ventas de productos básicos al resto del mundo y, con ello, han podido generar a su vez una mayor demanda exterior.

El encarecimiento de los productos básicos es también explicativo del notable aumento de las ex-



Shutterstock/Thinkstock

portaciones africanas en términos de valor (28%), aunque no así en volumen (6%), un denominador común aplicable a otras regiones y países fuertemente exportadores de recursos naturales.

Asia y América del Norte fueron las regiones que registraron un mayor dinamismo exportador

Sin dejar de comentar el caso de Europa, hay que señalar que su comportamiento fue más tímido que en las regiones mencionadas anteriormente. En la Unión Europea de los 27, las exportaciones, en volumen, se incrementaron un 11,4% y las importaciones un 9,2% durante 2010. No obstante, si se considera la UE-27 como unidad, sigue siendo, en valor, el mayor exportador e importador del mundo tanto de mercancías como de servicios.

Con todo, el conjunto de economías avanzadas ha sufrido una pérdida de cuota, en términos de valor, en las exportaciones mundiales en 2010, cuota que registró un mínimo histórico del 55% ese año (en 2008 había sido del 58%). La cuota relativa a las importaciones también se redujo notablemente, hasta el 59% (63% en 2008).

COHERENCIA SECTORIAL

El mayor crecimiento de las exportaciones en las economías en desarrollo que en las desarrolladas desde el surgimiento de la crisis es, a su vez, coherente con las dinámicas y representatividad sectoriales.

En las exportaciones de las economías desarrolladas, por ejemplo, el peso de los «equipos de oficina y telecomunicaciones» es inferior que en los países en desarrollo: 7% frente al 15%, respectivamente, en 2008. Por el contrario, el sector de automoción representa un 11% de las ventas al exterior de las primeras y un 4% en los segundos. Esto apoya el peor comportamiento relativo de las exportaciones de los países desarrollados, ya que este último sector se vio afectado en mayor medida por la recesión económica mundial que el de «equipos de oficina y telecomunicaciones» (-51% frente a -30%, respectivamente), de tal forma que, al cierre de 2010, el comercio mundial de la industria de automoción apenas se situaba un 5% por encima del nivel correspondiente al inicio de 2007, mientras que, en el otro sector, había aumentado un 37%.

En el análisis del comportamiento sectorial conviene hacer referencia, asimismo, al mayor crecimiento de las exportaciones de mercancías que de servicios comerciales. El valor de las ventas al exte-

rior de estos últimos había menguado en menor medida en 2009 cayendo 10 puntos menos que en el caso de las mercancías (-12% frente al -22%), por lo que, para retornar a los niveles precrisis, no eran necesarios incrementos tan elevados. Las exportaciones de servicios comerciales, en valor, aumentaron un 8% (mientras las mercancías lo hicieron un 22%) en 2010 destacando el avance de los servicios de transporte (14%), al ser los más dinámicos dada su conexión con los flujos comerciales de mercancías.

COMPORTAMIENTO MÁS RECIENTE DEL COMERCIO MUNDIAL

El destacado crecimiento del comercio mundial de mercancías en 2010 mantuvo su fortaleza en el primer trimestre de 2011. Las importaciones del grupo de las siete mayores economías del mundo y los BRICS (Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica) aumentaron algo por encima del 10% y sus exportaciones crecieron en torno al 7,7% según la OCDE.

Sin embargo, en el segundo trimestre del año, los flujos comerciales internacionales pierden fuelle y el comercio mundial se debilita más de lo esperado, sobre todo en las principales economías. En ellas, el consumo se vio frenado por los mayores precios del crudo, a la vez que se sumó el efecto del desastre natural que azotó Japón en marzo, el cual alteró la mecánica de las cadenas de suministro mundiales. Así, en las principales economías avanzadas y emergentes (el G-7 y los BRICS), las ventas al exterior de mercancías en ese segundo trimestre se incrementaron tan sólo un 1,9% y las importaciones un 1,1%.

Como señala el FMI, las expectativas nunca se apoyaron en una continuidad de la intensa reactivación del comercio mundial (también del PIB) de 2010, si bien han existido circunstancias imprevistas que han provocado en los últimos meses una ralentización de los flujos comerciales mundiales más acusada de lo previsto, circunstancias que aluden al impacto del desastre natural nipón y al repunte de los precios del crudo por las revueltas en varios países de Oriente Medio y del norte de África, pero también a la dilación tanto de la crisis de la deuda soberana en el área euro como de la transición de la deuda pública a la privada en las economías avanzadas, sobre todo en la estadounidense.

Ese menor crecimiento del comercio mundial en meses recientes, junto con las mayores incertidumbres sobre la posibilidad de alcanzar el crecimiento del PIB esperado, llevaron a la OMC a revisar a la baja, a finales del pasado septiembre, sus previsiones

de crecimiento de las exportaciones mundiales de mercancías, en volumen, hasta el 5,8% para este año 2011. Un crecimiento que la UNCTAD también considera que se reducirá a un dígito, sobre todo en el caso de los flujos comerciales de las economías avanzadas.

Las previsiones para 2011 apuntan a crecimientos de un dígito del comercio mundial manteniéndose un mejor desempeño de las economías en desarrollo

Las últimas previsiones de la OMC cifran en un 3,7% el posible avance de las exportaciones de las economías desarrolladas y en un 8,5% el de los países en desarrollo. El FMI, por su parte, espera que dichas exportaciones se incrementen un 6,2% en el caso de las economías avanzadas y un 9,4% en las emergentes y en desarrollo.

ALGUNAS CLAVES PARA MANTENER EL EFECTO ESTÍMULO DEL COMERCIO MUNDIAL

Dado que detrás de la ralentización del comercio a partir del primer trimestre del año han estado, fundamentalmente, las economías desarrolladas, especialmente las europeas -la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones de Alemania era del 36% en mayo y caía hasta el 16% dos meses después, una caída que ha sido todavía más acusada en el caso de Francia, donde ha pasado del 44 al 9%-, una eventual solución de la crisis de la deuda soberana debería evitar, como apunta la OMC, una caída más drástica del comercio mundial.

A su vez, los distintos organismos internacionales abogan por evitar las prácticas proteccionistas. No obstante, la OMC ha alertado sobre el riesgo de que un mayor deterioro económico (acompañado de tasas de desempleo más elevadas y contención del gasto) pueda propiciar un «proteccionismo autodes-

tructivo», algo que sería poco oportuno y que perturbaría la capacidad de actuación del comercio mundial como motor de crecimiento.

Por último, cuando se cumple una década del inicio (en noviembre de 2001) de la Ronda de Doha, sería ciertamente conveniente que finalizasen las negociaciones y se alcanzase la buscada reforma del sistema del comercio internacional preservando los acuerdos logrados hasta ahora y evitando una posible proliferación de acuerdos comerciales bilaterales preferenciales.

Un acuerdo en materia de facilitación del comercio podría conllevar un ahorro en costes superior al imputable a la distancia geográfica entre países. Asimismo, se ha cuantificado entre 121.000 y 202.000 millones de dólares la contribución a la economía mundial que se derivaría de un acceso generalizado de las mercancías a los mercados y de subvenciones a la agricultura.

No obstante, en un contexto complejo como el actual, la última iniciativa planteada en el marco de la Ronda de Doha para alcanzar, al menos, resultados parciales, se configuró en torno al paquete «PMA plus», cuyo énfasis descansaba en la ayuda a los países menos adelantados (definidos así por Naciones Unidas). Sin embargo, en gran medida por su contenido adicional o plus, en el mes de julio, se constataba que dicho paquete no estaba avanzando como deseaban los miembros de la OMC. La próxima cita para abordar futuros progresos será en diciembre, con la celebración de la octava Conferencia Ministerial en Ginebra.

Con la finalidad de poder obtener avances, como señala el FMI, es crucial que se conozcan los beneficios de la Ronda de Doha bajo la premisa de que «la liberalización del comercio mundial no es una concesión, sino que estimula el crecimiento y promueve los más altos intereses de cada país» ::

PRINCIPALES EXPORTADORES/IMPORTADORES MUNDIALES DE BIENES Y SERVICIOS EN 2010 (%)

Exportadores	Mercancías		Exportadores	Servicios comerciales	
	Total	Variación anual		Total	Variación anual
China	10,4	31	EEUU	14,1	8
EEUU	8,4	21	Alemania	6,3	2
Alemania	8,3	13	Gran Bretaña	6,2	0
Japón	5,1	33	China*	4,6	32
Países Bajos	3,8	15	Francia	3,8	-1
Importadores	Total	Variación anual	Importadores	Total	Variación anual
EEUU	12,8	23	EEUU	10,2	7
China	9,1	39	Alemania	7,3	1
Alemania	6,9	15	China*	5,5	22
Japón	4,5	25	Gran Bretaña	4,5	-1
Francia	3,9	8	Japón	4,4	6

* Proyecciones.

Fuente: OMC.

Temas claves en la industria de las microfinanzas hoy



[Hemera]/Thinkstock.

Al margen de la actual coyuntura económica, que viene protagonizando y ocupando la mayor parte de la literatura y los medios de información económicos, podemos asegurar que el otoño de 2011 es, para muchos de nosotros relacionados con el sector, «la temporada» de las microfinanzas. Eventos de singular importancia, como el Foro de la Microempresa del BID/FOMIN, recientemente celebrado en San José de Costa Rica, y la V Cumbre Mundial del Microcrédito, que arranca en Valladolid el próximo 14 de noviembre, visibilizan notablemente esta fascinante industria de la que aún conocemos relativamente poco en España, a pesar de ser nuestro país uno de los principales financiadores de este instrumento de desarrollo.

Verónica López Sabater

Un año más, el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), miembro del Grupo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), del que España forma parte, ha conseguido reunir a más de 1.300 especialistas en microfinanzas durante tres días en San José de Costa Rica con motivo del XIV Foro Interamericano de la Microempresa (Foromic), de carácter anual.

La edición de este año ha estado protagonizada por importantes temas de debate de actualidad en este sector, como los retos y dificultades de la expansión rural de la industria de las microfinanzas, las innovaciones en la captación y la provisión de productos de ahorro, la incorporación de la juventud como segmento clave en este mercado y el reconocimiento de los retos que aún enfrentan las mujeres; el uso de la tecnología para la inclusión financiera y el sobreendeudamiento presente en algunos de los países de la región. Asimismo, destacamos la determinante firmeza de algunos actores en el ámbito de las microfinanzas medioambientalmente sostenibles (*green finance*).

Son virtualmente inexistentes las situaciones en las que existe una oportuna y suficiente atención y provisión de servicios financieros en el ámbito rural

Son muchos los temas relevantes que determinan hoy el desarrollo y, en algunos casos, la consolidación de sistemas financieros inclusivos en países emergentes y en desarrollo, y de forma particular en la región de América Latina y el Caribe. De los señalados como temas tratados en el XIV Foromic, en el presente análisis, nos detendremos en dos ámbitos que, en nuestra opinión, son de especial importancia hoy en día: la expansión rural de los servicios financieros y la situación de sobreendeudamiento que



Productos típicos peruanos.

sufre un segmento importante de prestatarios en determinados países de la región.

LA DIFICULTAD DE EXTENDER EL MODELO A LAS ZONAS RURALES...

Si bien son muchas las realidades en entornos urbanos en las que existe cierta saturación del mercado, provocada por la creciente incursión de operadores por el lado de la oferta y la relajación de los estándares en el análisis de riesgo, son virtualmente inexistentes las situaciones en las que existe una oportuna y suficiente atención y provisión de servicios financieros en el ámbito rural. La exposición que el profesor Claudio González Vega efectuó sobre el tema en cuestión partía del reconocimiento de la preocupación existente por el rezago en el alcance y profundización financiero en este entorno, identificando las seis dimensiones que funcionan como condiciones necesarias para garantizar una adecuada cobertura de los servicios financieros, que difícilmente se encuentran bastante desarrolladas en ámbitos ru-

rales: la amplitud del servicio (*outreach* o alcance en la atención de un mayor número de clientes), la profundidad (capacidad de atención de los segmentos de menores ingresos), el catálogo o variedad de productos y servicios financieros ofertados (generalmente reducido en el ámbito rural, siendo las necesidades financieras muy distintas a las presentes en entornos urbanos), la calidad del servicio, el precio (que sufre muy elevados costes de transacción que obligan a innovar en el diseño de los canales de distribución) y la rentabilidad institucional (muy frágil).

Son dos las estrategias apuntadas que las entidades microfinancieras podrían abordar para una mayor y mejor atención del ámbito rural: por un lado, la expansión de la actividad desarrollada en entornos urbanos; por otro, la intensificación de la actividad que determinados actores rurales ya se encuentran desarrollando, por la vía de la incorporación de renovadas innovaciones que les permita ampliar su alcance. Cualquiera de

DISTINTAS APROXIMACIONES METODOLÓGICAS PARA LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DE CRÉDITO

- La banca comercial o tradicional, a diferencia de las entidades microfinancieras, tiene un conocimiento superficial y muy documentado de sus clientes, y parte fundamental de la evaluación del riesgo se encuentra sustentada en el avalúo de la garantía.
- Por su parte, la banca de desarrollo, extendida con distinto grado de intensidad en la mayoría de los países de la región, sustenta su análisis en la factibilidad del proyecto que va a ser financiado y, generalmente, asume un elevado riesgo sistémico por financiar el mismo tipo de actividad productiva a un elevado número y porcentaje de clientes (por ejemplo, campañas agrarias).
- Las entidades de microfinanzas evalúan de forma intensa y no documentada las actividades que realiza el potencial prestatario en el entorno hogar-empresa, teniendo en cuenta el efecto de unidad de caja entre el hogar y el negocio del microempresario, metodología que, en el entorno rural, resulta en elevados costes administrativos por la «distancia».

estas dos estrategias enfrenta barreras presentes en el ámbito rural que van más allá de las recogidas en los manuales básicos de finanzas y que exceden a los problemas básicos de acceso y calidad de información, grado de cumplimiento de los contratos y generación de incentivos adecuados. Así, distancia y covarianza se constituyen en dos variables adicionales a las enunciadas, que condicionan, y mucho, la capacidad institucional de las entidades financieras para atender adecuadamente las necesidades financieras (crédito, ahorro, seguros, pagos...) de la población rural.

En las zonas urbanas de un buen número de los países de la región, las microfinanzas enfrentan situaciones en las que los mercados se encuentran muy saturados

Por lo que respecta a la distancia, la definición de lo rural puede estar sustentada en dos grandes dimensiones. La dimensión territorial se caracteriza por una baja densidad poblacional y por la distancia que se para al proveedor del cliente de los servicios financieros. La dimensión sectorial, por el uso y dependencia económica de los recursos naturales del entorno más cercano y por la actividad agropecuaria que mayoritariamente desarrollan un segmento importante de los habitantes rurales de la región.

El desafío de la covarianza viene determinado por el elevado potencial de riesgo sistémico que amenaza la actividad de financiación de actividades productivas sujetas a riesgos climáticos y con ciclos simultáneos (siembra, cosecha, ferias...) en entornos geográficos reducidos y ejercidas por un importante segmento de clientes del entorno rural. La gestión del riesgo sistémico así definido requeriría, por tanto, tomar cierta «distancia» de los actuales clientes (esto es, ampliar el ámbito de actuación de la entidad). Pero una mayor distancia impediría «ver» bien a los clientes, lo que generaría un mayor potencial riesgo de crédito por la dificultad del análisis de riesgo si éste no se efectúa con la necesaria cercanía y conocimiento del cliente, más aun en entornos rurales. Encontrar, por tanto, el equilibrio y la «distancia» adecuada es uno de los retos clave de las entidades financieras en dichos entornos.

... PUEDE SUPERARSE CON APOYO EN LAS CADENAS DE VALOR Y LOS SEGUROS

¿Cuáles son, entonces, las alternativas que hoy resultan factibles? González Vega señaló dos destacadas: de un lado, el despliegue de la figura de los corresponsales no bancarios en el área rural, con la necesaria resolución de los problemas de agencia implícitos en el diseño de este

canal de distribución de productos, servicios y de atención al cliente; de otro, el apalancamiento de las entidades financieras rurales en la gestión de la información generada en el seno de las cadenas de valor agrícolas (las existentes entre los proveedores y clientes rurales), de forma tal que la entidad financiera pueda delegar la selección de sujetos de crédito en el eslabón de la cadena que, generalmente, provee financiación comercial a los microempresarios rurales, fruto de su relación de proveedor-cliente comercial. De este modo, y para mejor ilustrar esta última alternativa, detallamos en el recuadro «Distintas aproximaciones metodológicas para la evaluación del riesgo de crédito» las notables diferencias existentes en los distintos enfoques en la evaluación del riesgo de crédito entre los diferentes proveedores financieros que encontramos en la práctica totalidad de los países de la región, atiendan o no el área rural, como es el caso de la banca comercial, la banca de desarrollo, las entidades microfinancieras en entornos urbanos y las que actúan aún tímidamente en entornos rurales.

Sustentar, por tanto, una estrategia de expansión en el área rural apoyada en la existencia de las cadenas de proveedores-clientes -por ejemplo, agropecuarias- presenta una gran posibilidad para facilitar un mayor alcance de los servicios financieros mediante la delegación de la selección de potenciales clientes al eslabón de la cadena (por ejemplo, el supermercado que adquiere los productos agrícolas de un gran número de agricultores), que trabaja de forma habitual y continuada en el tiempo y que maneja una información única y de calidad para el análisis del perfil de riesgo. Esta modalidad, actualmente en fase de arranque en diversos entornos de la región, presenta no obstante desafíos importantes, como la extensión de la atención a todo tipo de productor

rural, en concreto, a aquellos que operan al margen de las cadenas de valor existentes.

La mitigación del elevado riesgo sistémico (covarianza) que acompaña a las actividades productivas en el entorno rural, tanto de los prestatarios como de las entidades microfinancieras, pasan por el acceso y uso de productos de seguro adecuados. La innovación que en este sentido ya se vislumbra en el horizonte es la que se encuentra sustentada en los seguros de índice (*index insurance*), aquellos que determinan los pagos de indemnización en función de ciertos indicadores relacionados con incidencias climáticas (volumen de lluvia por unidad de tiempo; cambio en la temperatura del mar, etc.), que se activan si un indicador alcanza determinado nivel. González Vega mostró su opinión de que los seguros de índice resultan, quizá, más atractivos para las entidades microfinancieras como producto de reaseguro de su cartera de créditos que, simplemente, para la cobertura del riesgo climático para el prestatario individual.

SEGUROS DE ÍNDICE

Los seguros de índice pueden resolver un número de problemas que los seguros tradicionales no son capaces de cubrir en los entornos rurales del mundo en desarrollo, como ya demuestran algunos casos en funcionamiento. Este tipo de contratos permite a la compañía aseguradora prescindir de analizar al asegurado para la valoración de daños y/o la determinación de la indemnización, ya que si, por ejemplo, el volumen registrado de lluvia es inferior a un determinado nivel predeterminado, la compañía aseguradora paga la indemnización. Éste es un mecanismo que reduce significativamente los costes de transacción, cuya dimensión en el entorno rural condiciona la viabilidad de muchos productos y servicios financieros.

Los seguros de índice, a diferencia de los seguros tradicionales, erradican el riesgo moral de los asegurados, se articulan en entornos con menor asimetría de información y tienen unos relativamente reducidos costes administrativos. Como desventajas destaca, sobre todo, el hecho de que dichos seguros no cubren la totalidad de las pérdidas.

EL RIESGO DE SOBREENDEUDAMIENTO

Pasemos ahora al escenario opuesto. En las zonas urbanas de un buen número de países de la región, las microfinanzas enfrentan situaciones en las que los mercados se encuentran saturados. La saturación, en no pocas ocasiones en el pasado reciente, ha ocasionado situaciones graves de sobreendeudamiento de los clientes, problema que se encuentra en los primeros puestos de la agenda público-privada del sector microfinanciero de la región, por los

terribles impactos en el desarrollo y en consolidación del sector y, en última instancia, en el bienestar de la población. Bolivia y Nicaragua han sufrido las consecuencias del sobreendeudamiento en el ámbito de las microfinanzas, como hasta hace poco sufrían también los prestatarios marroquíes y bosnios. El origen del sobreendeudamiento hay que buscarlo en una conjunción de factores: (i) contexto económico de crecimiento, (ii) educación financiera del cliente, (iii) gestión del riesgo de crédito y prácticas de venta responsable del proveedor, (iv) saturación del mercado y (v) falta de infraestructura de mercado (central de riesgos, regulación). Esta conjunción de factores está produciéndose hoy en economías como la de Bolivia, Ecuador, Perú y Paraguay, donde, según MixMarket¹, el número de prestatarios de microcrédito representa ya más del 10% del total de la población nacional, indicador adelantado utilizado por Mix para identificar situaciones de sobreendeudamiento potencial.

Son muchos e interesantes los temas que hoy se encuentran en la agenda de autoridades y operadores de este sector de desarrollo. De ellos seguiremos dando debida cobertura en un próximo número, tras la celebración de la V Cumbre Mundial del Microcrédito ::



Platos decorados, México.

¹Véase www.themix.org.

Financiación de inversiones de pymes españolas en el exterior



La falta de financiación es una de las principales barreras a las que se enfrentan las pymes europeas a la hora de abordar proyectos en el exterior. Cofides, la Compañía Española de Financiación del Desarrollo, ha elaborado un Plan Específico de Atención a la Pyme con el objetivo de duplicar la cartera de proyectos de inversión en el exterior promovidos por pymes españolas.

Fernando Aceña¹

Según el informe *Opportunities for the Internationalisation of European SMEs*, publicado por la Comisión Europea en el año 2011, más del 30% de las pymes europeas desarrolla algún tipo de actividad internacional, ya sea exportación, importación, contratación internacional, inversión en el exterior o cooperación técnica internacional. No obstante, el porcentaje de pymes internacionalizadas varía sensiblemente en función del tipo de actividad internacional, de modo que, por ejemplo, cerca de un 13% de las pymes europeas exportaría a terceros mercados, mientras que, únicamente, un 1% de las pymes europeas habría acometido inversiones más allá de las fronteras de la UE.

A pesar de que la internacionalización se considera un factor estratégico de primer orden, estas cifras demuestran que el segmento de las pymes apenas ha comenzado a vislumbrar todo el potencial de negocio que puede llegar a representar el mercado internacional y, muy especialmente, los países emergentes en un contexto económico globalizado como el actual.

Entre las principales barreras a las que se enfrentan las pymes europeas para hacer negocios en mercados fuera de la UE figuran el riesgo de pago, los procedimientos burocráticos y la falta de financiación. Con respecto a esta última, el mercado financiero se muestra poco proclive a financiar operaciones en el exterior que incorporen riesgo país y riesgo proyecto.

Así, las empresas españolas que se internacionalizan se enfrentan a una serie de restricciones financieras derivadas de un funcionamiento imperfecto del mercado cuando desean acometer proyectos de inversión en el exterior y, muy especialmente, en países emergentes o en desarrollo. Dichas restricciones son:

- Los mercados financieros y de capitales de los países receptores suelen estar poco desarrollados, sin financiación a largo plazo y con costes elevados.
- La banca comercial nacional e internacional suele otorgar principalmente financiación a plazos cortos para proyectos muy capitalizados y sin asumir riesgo país.

¹ Director de Estrategia y Desarrollo de Negocio de Cofides.

- La financiación de instituciones multilaterales se centra fundamentalmente en proyectos de infraestructuras y es muy selectiva, debido al menor porcentaje de recursos que dedica a proyectos del sector privado, exigiendo además estructuras de proyectos muy capitalizados.

MARCO DE APOYO FINANCIERO DE COFIDES A LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN DE PYMES ESPAÑOLAS EN EL EXTERIOR

Cofides es una institución financiera que opera con la vocación, entre otras, de cubrir estas ineficiencias del mercado. Además, como institución financiera, tiene la doble misión de fomentar la internacionalización de las empresas y la economía españolas y contribuir al desarrollo de los países destinatarios de las inversiones. Desde su creación en 1988 y en cumplimiento de su doble misión, cofinancia inversiones productivas de empresas españolas, especialmente pymes, en mercados exteriores.

Para ello, además de sus recursos propios, gestiona también fondos de terceros, en particular los fondos estatales FIEEX (Fondo para Inversiones en el Exterior) y FONPYME (Fondo para Operaciones de Inversión en el Exterior de la Pequeña y Mediana Empresa), con los que puede financiar proyectos en cualquier país del mundo para fomentar la internacionalización de la empresa y de la economía españolas.

Entre los accionistas públicos de Cofides se encuentran el Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX), el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y la Empresa Nacional de Innovación (ENISA), que suman el 61% del capital social. Sus accionistas privados, con el restante 39% del capital, son las entidades financieras Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), Banco Santander y Banco de Sabadell.

PRINCIPALES RETOS Y NUEVAS MEDIDAS TOMADAS POR COFIDES PARA FACILITAR EL ACCESO DE LAS PYMES A LA FINANCIACIÓN

Las empresas españolas, fundamentalmente las pymes (mayoritarias en la estructura productiva nacional), tienen importantes debilidades financieras estructurales para

acometer de modo solvente el proceso de internacionalización. Dichas debilidades pueden resumirse en:

- Débil capitalización, que frecuentemente se traduce en dificultades para obtener financiación bancaria suficiente a largo plazo (incluso para sus operaciones domésticas).

VENTAJAS ESPECÍFICAS PARA PYMES QUE INCORPORA LA FINANCIACIÓN DE COFIDES

- Precios preferenciales con menor coste de financiación sobre el Euribor de referencia.
- No existe comisión de estudio.
- Procedimiento rápido (*fast-track*) de tramitación de solicitudes.
- Posibilidad de flexibilizar a los dos últimos años el requisito de solicitar estados financieros auditados.
- Posibilidad de reducir el límite mínimo de financiación por proyecto, actualmente establecido en 250.000 euros.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA FINANCIACIÓN QUE OFRECE COFIDES

- Financiación entre 250.000 euros y 30.000.000 de euros.
- Plazos largos: de tres a 10 años.
- Precios competitivos en función del proyecto y del promotor.
- Apoyo institucional.
- Flexibilidad en cuanto a instrumentos y condiciones.
- Productos financieros tales como:
 - Participaciones en el capital de la empresa que se crea en el país de localización del proyecto o en sociedades vehiculares.
 - Préstamos subordinados, *mezzanine* y de coinversión a medio y largo plazo a la empresa que se crea en el país de localización del proyecto.
 - Préstamos a medio y largo plazo a la empresa que se crea en el país de localización del proyecto.
 - Préstamos a medio y largo plazo al inversor español.
 - Préstamos multiproyecto.

REQUISITOS PARA LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN

Cofides puede financiar las inversiones en el exterior de empresas españolas siempre y cuando el proyecto:

- Sea viable y rentable.
- Consista en la creación *ex novo* de una empresa o en la compra o ampliación de una ya existente.

Además de que:

- El grueso de la inversión se realice en activos no corrientes.
- El importe total de la inversión supere, aproximadamente, los 500.000 euros.
- La financiación de Cofides no se utilice para la refinanciación de deudas preexistentes.

La empresa promotora deberá:

- Contar con una situación financiera equilibrada y saneada, además de estados financieros auditados de los últimos tres años.
- Hacer una aportación financiera al proyecto (principio de coinversión).
- Tener un compromiso de permanencia a largo plazo en el proyecto.
- Disponer de una trayectoria consolidada y experiencia demostrada en el sector.
- Disponer de la mayoría en el capital de la sociedad de proyecto o, en su defecto, el control efectivo de la misma.
- No pertenecer a sectores de defensa, inmobiliario o aquellos recogidos en la lista de sectores y actividades excluidos por motivos medioambientales o sociales.

- Dificultades para financiarse competitivamente a través de los mercados de capitales.
- Ausencia de historial inversor en el exterior.
- Planes de negocio parcialmente desarrollados y de difícil banca-bilidad.
- Prácticas contables y financieras que, frecuentemente, no facilitan la financiación de sus inversores a través de la banca comercial.
- Garantías débiles o muy comprometidas.

Las principales barreras de las pymes europeas para hacer negocios fuera de la UE son el riesgo de pago, los procedimientos burocráticos y la falta de financiación

Es prioritario para Cofides facilitar un acceso a la financiación a medio y largo plazo para aquellas pymes españolas con vocación internacional inmersas en operaciones de inversión en el exterior. Con el objetivo de duplicar la cartera de proyectos de inversión en el exterior promovidos por pymes españolas,

PROYECTO DE GRUPO CUERVA EN PANAMÁ

Promotor: Grupo Empresarial Cuerva

Sector: energía

Financiación de FONPYME: máximo de 2,9 millones de euros

Producto: participación en capital

Inversión total: 32 millones de dólares

Nº empleos directos: 11 durante la fase de operación y más de 200 durante la fase de construcción

Con más de 70 años de antigüedad, Cuerva es un grupo familiar andaluz que opera en todas las actividades del sector eléctrico: generación, distribución y comercialización de energía eléctrica, así como instalación y mantenimiento de infraestructuras eléctricas.

Desarrolla actualmente en Panamá la construcción y explotación de una minicentral hidroeléctrica de pasada, alimentada por el río Fonseca. La central contará con una potencia total instalada de 8,6 MW y se prevé una producción media anual de 42,3 GWh.

Este proyecto constituye la primera experiencia internacional de Cuerva. La inversión total del proyecto asciende a más de 32 millones de dólares y se estima que generará 11 puestos de trabajo directos durante la fase de operación y más de 200 durante la fase de construcción.

Cofides, como gestora del FONPYME, ha tomado una participación del 38% en el capital de la sociedad panameña de Cuerva que desarrolla el proyecto. El importe máximo de la participación con cargo a recursos de FONPYME asciende a 2,9 millones de euros.

Cuerva cuenta en la actualidad con 41 empleados y con cinco centrales hidroeléctricas, incluyendo la de Panamá, que se encontrará operativa en el año 2013.

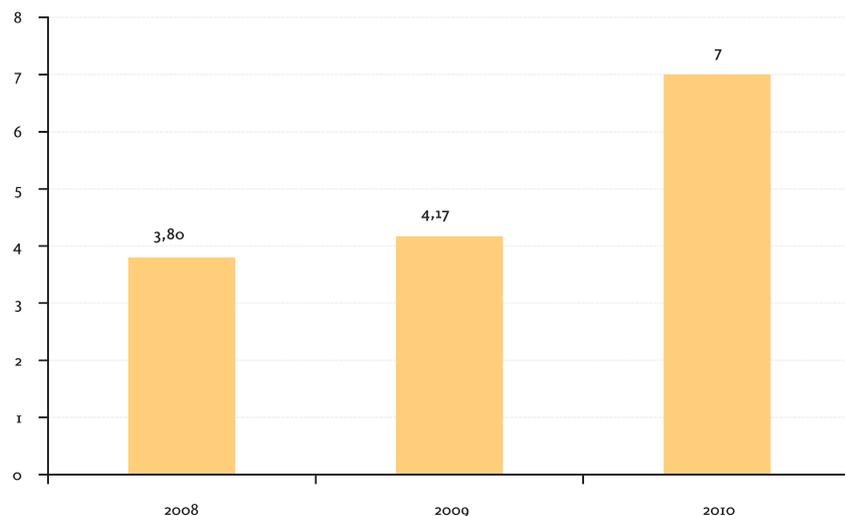
las, Cofides ha diseñado en 2011 un Plan Específico de Atención a la Pyme.

Las nuevas medidas adoptadas para favorecer a las pymes persiguen, principalmente, ofrecer financiación a precios más competitivos, así como simplificar y

agilizar la tramitación de las solicitudes. Para ello, entre otras medidas, se ha decidido reducir para las pymes el coste de financiación sobre el Euribor de referencia, flexibilizar el requisito de presentar tres ejercicios auditados y poder, en ciertos casos, reducir el límite mínimo de financiación por proyecto, actualmente establecido en 250.000 euros.

Volumen anual de financiación formalizada por Cofides para proyectos acometidos por pymes

(millones de euros)



Fuente: Cofides.

EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DESTINADA A PROYECTOS ACOMETIDOS POR PYMES EN EL EXTERIOR

En 2009, Cofides ya implementó un primer plan de acción a favor de la pyme con medidas que, desde entonces, han comenzado a dar sus frutos. Prueba de ello es que, en el último año, se ha visto incrementado en un 68% el volumen de financiación de proyectos de pymes con respecto a 2009.

Hoy en día, invertir en el exterior constituye una necesidad inducida por las condiciones de competencia a escala global. La internacionalización como factor es-

tratégico permite operar en nuevos mercados, diversificar riesgo, superar la saturación y estrechez del mercado doméstico, mejorar la imagen de la empresa y contribuir a la supervivencia de la compañía. Multitud de pymes se ven embarcadas en procesos de internacionalización con el objeto de mantener el carácter de proveedor global frente a las empresas multinacionales, como sucede mayoritariamente en el sector de componentes de automoción.

Con el objetivo de duplicar la cartera de proyectos de inversión en el exterior de las pymes españolas, Cofides ha diseñado el Plan Específico de Atención a la Pyme

Ha sido precisamente este sector, el de automoción, el principal receptor de la financiación otorgada por Cofides para proyectos de pymes durante los últimos tres años. Otros sectores que destacar en los que las pymes españolas han acometido su implantación productiva son plásticos, hostelería, bienes de equipo, servicios a empresas, industria química y farmacéutica, siderurgia, comercio, así como industria textil y calzado.

Entre los principales países destinatarios de las inversiones destacan China, Emiratos Árabes Unidos, Argentina, Gran Bretaña, Francia, Rumanía, México, Marruecos, EEUU, Brasil, Chile, India, Panamá o Italia.

Son muchas las pymes españolas que se han embarcado en proyectos de internacionalización con implantación productiva en mercados exteriores y que han contado para ello con financiación de Cofides operando en una amplia gama de sectores. Entre ellas figuran casos como los de AGQ en Marruecos, Reginahotel en Argentina, Talleres ZB en Panamá, Relats y Equity Point en Gran Bretaña, Damerik en Francia, Fersa Bearings en China o Solutex en India, además de otras muchas ::

PROYECTO DE REGINA HOTEL EN ARGENTINA

Promotor: Regina Hotel

Sector: hostelería

Financiación de Cofides/FONPYME: dos millones de euros

Producto: préstamo de coinversión

Inversión total: 7,5 millones de euros

Nº empleos directos: 40

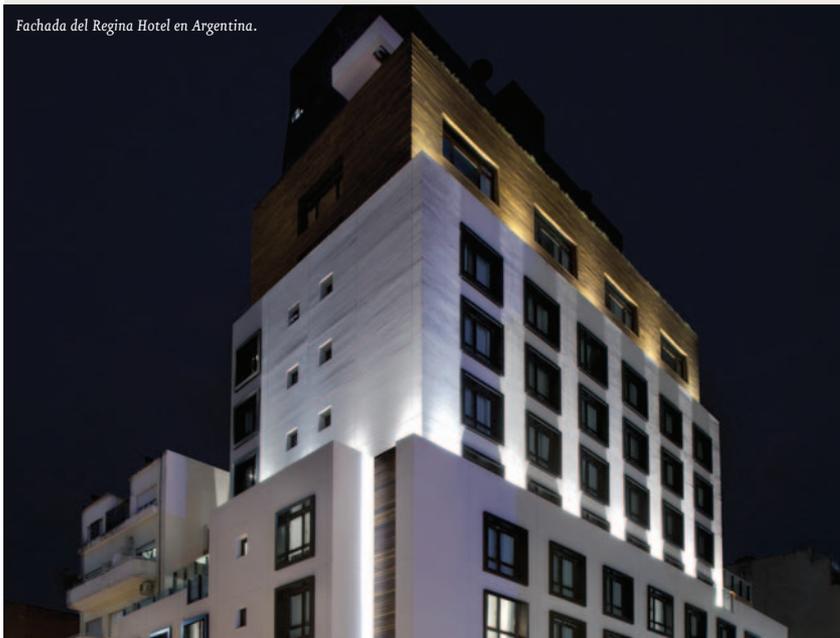
Regina Hotel, con sede en Barcelona, es una pyme de origen familiar dedicada a la gestión y explotación de hoteles urbanos de categoría superior, preferentemente en propiedad y en ciudades de máximo nivel, con un alto grado de diseño como valor diferenciador. En 2010, el grupo gestionaba cuatro hoteles ubicados en Barcelona y París, que totalizaban 270 habitaciones.

Su experiencia data de 1967, cuando adquiere el legendario hotel Regina de Barcelona. Sin embargo, es en el año 2000, con la apertura del hotel Pulitzer París, cuando nace el grupo actual y comienza su expansión internacional.

Tras haber identificado una buena oportunidad de negocio y como continuación de este proceso expansivo, la empresa catalana decide acometer en 2008 un proyecto de inversión en Buenos Aires tomando como referencia el modelo del exitoso hotel Pulitzer de Barcelona. De esta manera, la implantación en Argentina constituye para Regina Hotel su primera experiencia en un país fuera de la Unión Europea.

El nuevo hotel se ubica en el barrio Microcentro de Buenos Aires y consta de 13 plantas con 104 habitaciones. La inversión total del proyecto asciende a cerca de ocho millones de euros y se estima que supondrá la creación de 40 nuevos puestos de trabajo. El proyecto cuenta con financiación de Cofides por importe de dos millones de euros con el objeto de financiar parte de la construcción y puesta en marcha del hotel. El 25% de este importe se ha desembolsado con cargo a recursos propios de Cofides y el 75% restante con cargo a recursos del FONPYME.

Fachada del Regina Hotel en Argentina.



DATOS DE CONTACTO DE COFIDES

Oficina central

C/ Príncipe de Vergara, 132
28002 Madrid (España)
Teléfonos: (+34) 91 562 60 08
(+34) 91 745 44 80
Fax: (+34) 91 561 00 15
E-mail:
cofides@cofides.es

Delegación en Cataluña

Gran Vía de les Corts
Catalanes 630 - 4ª planta
08007 Barcelona (España)
Teléfono: (+34) 93 270 26 20
Fax: (+34) 902 095 568
E-mail:
jose.salgado@cofides.es

Delegación en México

Avenida Presidente Mazaryk, 473
Colonia Los Morales
Polanco-11510 México D. F.
Teléfono: (+52) 55 5280 9577
Fax: (+52) 55 9138 6045
E-mail:
abtorre@comercio.mityc.es



«Si se analizan las cúpulas directivas de muchas multinacionales europeas y estadounidenses, uno se encuentra con una grata sorpresa: el vivero de talento latino está muy presente»

Diásporas emprendedoras

El auge de las empresas tecnológicas indias o israelíes no podría entenderse sin el papel central que desempeñaron los empresarios de estos países ubicados en Palo Alto o en Boston, tanto los que se quedaron como los que regresaron. Todos tuvieron una importancia fundamental a la hora de catapultar sus respectivas economías en el mapa mundial empresarial.

Esta circulación de personas, ideas y capitales sigue muy viva. El talento, por ejemplo, indio, su diáspora de empresarios y *managers* sigue nutriendo de presidentes, consejeros y miembros a los comités ejecutivos de multinacionales como la europea Arcelor Mittal o las estadounidenses PepsiCo, Citibank, Adobe, Nokia Siemens Networks o de decanos a prestigiosas escuelas de negocios de Estados Unidos como las de Harvard y Chicago, que, además, por primera vez en su historia, han puesto incluso a un extranjero al mando de ambas instituciones.

¿Existe en América Latina un vivero de talento comparable de estos nuevos argonautas de los tiempos modernos? Curiosamente, en su libro *The New Argonauts*, la académica Anna Lee Saxenian no resalta ningún latinoamericano. Se centra exclusivamente en los casos de las diásporas de emprendedores de países asiáticos. Sin embargo, cuando se analizan las cúpulas directivas de muchas de las multinacionales europeas y estadounidenses, uno se encuentra con una grata sorpresa: el vivero de talento latino está aquí muy presente. Éste es el caso tanto de multinacionales como de *start ups*, de capital riesgo como de banqueros y gestores de activos.

En el ámbito empresarial, por hablar sólo de un aspecto, abundan los directivos latinoamericanos en las cúpulas de las grandes multinacionales. Es el caso de las europeas. Así, el restringido grupo del comité de dirección de Telefónica incluye un argentino (que lleva, de hecho, todo el mercado español), sin hablar del gran número de altos ejecutivos latinos con los que cuenta su filial internacional. En 2010, el colombiano Diego Mola-

no, a cargo de asuntos corporativos para América Latina, fue nombrado en su país ministro de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones del nuevo Gobierno de Juan Manuel Santos.

En la minera anglo-australiana BHP Billiton, otro colombiano, Alberto Calderón, forma parte del núcleo directivo de la multinacional, al igual que un peruano en la multinacional suiza de seguridad SGS. El grupo francés Renault cuenta con Carlos Ghosn, de origen brasileño, como máximo directivo. Más espectacular todavía es el caso de la mayor cervecera del mundo, AB-Imbev, con sede en Bélgica: la mitad de la docena de altos directivos de esta multinacional son brasileños, empezando por el CEO y el CFO. Más hacia el norte, en la multinacional sueca Electrolux, hay dos brasileños y un hispano en el comité ejecutivo.

La diáspora de empresarios y directivos en las multinacionales estadounidenses es todavía más impactante: el prestigioso bufete de abogados Baker and McKenzie cuenta con un brasileño como presidente mundial, una chilena forma parte del equipo de dirección de la tecnológica HP como máxima responsable de recursos humanos y, en la química Dow, además de un vicepresidente ecuatoriano a cargo de la tesorería, un argentino ocupa la dirección general.

Hay países que han sabido movilizar sus diásporas para impulsar el desarrollo económico y empresarial en los países de origen. Los casos más llamativos son, sin duda, los de India o Israel, a los que me refería al principio, países donde la diáspora ha sido clave para crear empresas incluso en sectores punteros y tecnológicos. Una pregunta que quizá deberían hacerse los países del mundo latino sería por qué no movilizar también este talento para (re)pensar la inserción internacional de sus economías. Los Gobiernos de la región podrían tener aquí un vivero importante, que, combinándolo con los empresarios ejecutivos innovadores asentados en sus países, sería una canteira de asesores inmejorable ::

JAVIER SANTISO

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

¿Qué ley rige un contrato internacional?

En Derecho internacional privado, el tema de la ley aplicable a los contratos internacionales es considerado de los de mayor complejidad y confusión. A contratos con efectos más allá de las fronteras de un sistema legal, ¿qué ley los rige?, ¿la ley donde se celebraron (*lex celebrationis*)?, ¿la ley donde debe cumplirse la obligación (*lex executionis*)?, y, si la respuesta que prevaleciera tuviera que ver con la ejecución en el caso de que las prestaciones deben cumplirse en diversos sistemas legales, ¿cuál de todas las *lex executionis* es la relevante?

Virginia González Pérez



¿POR QUÉ SE CARACTERIZA UN CONTRATO INTERNACIONAL?

Si uno se pregunta por qué los contratos internacionales deben tratarse jurídicamente de forma diferente a los nacionales, la respuesta está en el hecho de que estos contratos afectan a dos o más ordenamientos jurídicos, debido a que los elementos del contrato - bien sean las partes, el objeto del contrato o el lugar de ejecución-, se encuentran situados en distintos países.

La contratación internacional está caracterizada por el hecho de afectar a dos o más ordenamientos jurídicos

Así, en cuanto a su naturaleza contractual, la compraventa nacional es igual a la internacional, salvo por las peculiaridades que puede implicar por razón del transporte de las mercancías o el paso por las aduanas, por ejemplo, pero las obligaciones del vendedor y del comprador son esencialmente las mismas que en una compraventa nacional. Pero así como es relativamente sencillo conocer cuál es la normativa aplicable a un contrato nacional que carece de elementos de extranjería, no lo es tanto en un contrato internacional. Es evidente que un contrato celebrado por españoles, en España, en relación con un objeto español vendrá regulado por el ordenamiento jurídico español. Sin embargo, cuando se trata de contratos internacionales, todo se complica, ya que éstos aparecen vinculados a más de un ordenamiento jurídico y es difícil saber cuál o cuáles son los aplicables.

¿QUÉ LEY U ORDENAMIENTO JURÍDICO VA A REGIR EL CONTRATO INTERNACIONAL?

La existencia de distintas leyes aplicables es un factor de

complicación e incertidumbre que dificulta la conclusión del contrato. Esto se agrava más aún, ya que las soluciones propuestas por las disposiciones internas de los ordenamientos jurídicos resultan muchas veces inadecuadas para regular este tipo de operaciones.

La problemática que presentan los contratos internacionales tiene dos soluciones posibles. Una es dar reglas para definir cuál es la ley nacional aplicable al contrato internacional, que es la solución propia del Derecho internacional privado, las llamadas «reglas de conflicto», y actualmente, la solución todavía predominante. La otra solución es definir un régimen contractual común aplicable a los contratos, con independencia de la nacionalidad o establecimiento de las partes; ésta sería la mejor solución, aunque, probablemente, la más laboriosa, pues, para ello, se requiere la construcción de un derecho común en materia contractual y, aunque ha habido importantes avances a este respecto, todavía son insuficientes. Para poder tener un derecho contractual común, tal y como explica Jorge Adame Goddard en su artículo «El Derecho de los contratos internacionales», se requiere la formación de una jurisdicción común especializada que resuelva los conflictos derivados de contratos internacionales mediante la aplicación de las reglas jurídicas definidas en las fuentes del derecho común, pudiendo ser precisamente el arbitraje comercial internacional esa jurisdicción especializada.

Con el objeto de unificar las reglas de conflicto aplicables a los contratos internacionales, se han venido haciendo varios esfuerzos de unificación por medio de tratados o convenciones. Entre

estos convenios, el Convenio de Roma y el Convenio de Viena merecen una atención especial.

La Convención de las Naciones Unidas sobre los contratos de compraventa internacional de mercaderías, hecha en Viena el 11 de abril de 1980 (el Convenio de Viena), en vigor en España desde el 1 de agosto de 1991 y de la que son Estados contratantes más de 55 países del mundo, se dedica, exclusivamente, a regular, en aras de la uniformidad, la figura contractual por excelencia del comercio internacional: el contrato de compraventa. De esta forma, la convención es aplicable a los contratos de compraventa de mercaderías entre partes que tengan sus establecimientos en Estados diferentes, cuando esos Estados sean Estados contratantes de la convención o cuando las normas de Derecho internacional privado prevean la aplicación de la ley de uno de los Estados contratantes.

La norma de conflicto tiene como función determinar el derecho aplicable a la situación privada internacional de entre todos los ordenamientos jurídicos con los que presenta conexión poniendo fin al conflicto de leyes suscitado

Por su parte, la ley aplicable a las obligaciones contractuales, hecha en Roma el 19 de junio de 1980 (el Convenio de Roma), en vigor en España desde el 1 de septiembre de 1993, aunque no se refiere expresamente a contratos internacionales, sino a obligaciones contractuales, se aplica en los casos en que hay conflictos de leyes, lo cual sucede evidentemente en los contratos entre partes establecidas en países de la Unión Europea.

El Convenio de Roma consagró el principio de la autonomía de la voluntad en materia contractual en virtud del cual quienes

contratan pueden establecer todos aquellos pactos, cláusulas y condiciones que entiendan convenientes a sus intereses -siempre que no contravengan normas imperativas o prohibitivas, ni la moral ni el orden público-, el cual tiene un papel protagonista a la hora de determinar el derecho aplicable a la relación jurídica constituida.

De esta forma, está dispuesto que los contratos se regirán por la ley elegida por las partes, siendo interesante realizar las siguientes precisiones al respecto, muchas de ellas contenidas en el Convenio de Roma:

- La elección de la ley aplicable puede realizarse de forma expresa o tácita, es decir, las partes pueden manifestar expresamente (por escrito o verbalmente) la ley que pretenden aplicar al contrato o puede resultar de manera cierta de los términos del contrato o de las circunstancias del caso.
- No es necesario que esta ley presente vínculo alguno con el contrato o con el tribunal que en su momento pueda conocer el asunto. O, lo que es lo mismo, no es necesario que el ordenamiento jurídico elegido sea el coincidente con alguno de los elementos del contrato: partes, lugar de celebración, objeto...

sino que puede no presentar conexión alguna con éste.

- Como regla general, debe hacerse referencia a la ley de un Estado determinado.
- Se considera que la alusión a la ley de un Estado hace referencia a la normativa vigente, ya que no se admite la congelación del derecho entre particulares. Únicamente en el caso de que el Estado (como particular) sea una de las partes contractuales se permitirá esta técnica.
- Respecto al número de leyes que pueden regular el contrato, el convenio señala, en su artículo 3.1, que las partes pueden designar ley aplicable sólo a una parte del contrato. El problema se planteará cuando la elección de diversas normativas aplicables al contrato dé lugar a una regulación inconexa e, incluso, contradictoria del mismo. Por este motivo, es recomendable utilizar una única normativa o, en caso de que sean varias, que éstas hagan referencia a partes separables del contrato.

A falta de elección, el contrato se rige por la ley del país con el que tenga un vínculo más estrecho. Se precisa esta regla con algunas presunciones: i) se presume que el contrato tiene un vínculo más estrecho con el país donde está establecida la parte obligada

a la prestación característica del contrato en el momento del perfeccionamiento del contrato (en general, se entiende por prestación característica aquella diferente al pago de un precio); ii) si el contrato tiene por objeto derechos reales sobre inmuebles, se presume que el vínculo más estrecho es con el país donde están ubicados los inmuebles; iii) para el contrato de transporte de mercancías, se presume el vínculo más estrecho con el país donde el transportista tiene su establecimiento principal -si dicho país es también el lugar de carga o descarga de las mercancías- o el lugar donde el cargador tiene su sede principal en los demás casos.

El Convenio de Roma para la determinación de la ley aplicable en los contratos internacionales consagró el principio de la autonomía de la voluntad de las partes

En consecuencia con todo lo expuesto, se puede concluir afirmando la importancia de la elección de la ley aplicable al contrato internacional. Es un aspecto imprescindible y, en la medida de lo posible, se deben evitar las situaciones de contratos sin ley, en los que, en caso de conflicto entre las partes, se puede complicar considerablemente la resolución del mismo ::



[Stockphoto]/Thinkstock.



«El sistema bancario chino no es muy sofisticado y podría verse afectado muy seriamente si se produce una ralentización económica»

¿El siglo de China?

Se ha convertido ya en un tópico hablar de China como la superpotencia del siglo XXI. Antes de que termine esta década, se convertirá en la mayor economía del mundo en términos de PIB. Ya es la mayor potencia comercial del mundo y cuenta con las mayores reservas de divisas. Al mismo tiempo, Estados Unidos, Europa y Japón se enfrentan a un período de escaso crecimiento económico y problemas fiscales.

El auge económico y financiero de China, sin embargo, no implica que se convierta en la potencia dominante en el mundo. Existen varias razones para ello. En primer lugar, China se enfrenta a una serie de retos económicos, políticos y sociales. Por ejemplo, su tasa de crecimiento puede verse afectada por una explosión incontrolada de la burbuja inmobiliaria y por los problemas medioambientales. El sistema bancario no es muy sofisticado y podría verse afectado muy seriamente si se produce una ralentización económica. Los problemas políticos son graves. Dos terceras partes del territorio chino están habitados por grupos étnicos que preferirían más autonomía e, incluso, la independencia: Tibet y las provincias de Asia central. La legitimidad del Partido Comunista depende no solamente de un crecimiento económico sostenido, sino también de una mejor distribución de la riqueza y una extensión de la bonanza económica más allá de las zonas costeras. El problema medioambiental en China es multidimensional: entraña la calidad del aire, las pérdidas de biodiversidad, la desertificación, la pérdida de cosechas y los desastres naturales causados por el crecimiento descontrolado.

China es, además, un país geoestratégicamente encajonado. Todos sus vecinos -Japón, Corea del Sur, Filipinas, Vietnam, Camboya, India y Rusia- ven con recelo y temor el resurgir de la mayor economía del planeta. Se trata de países grandes y algunos de ellos ricos y poderosos. China tiene disputas territoriales con todos ellos. Curiosamente, salvo Rusia y Camboya, todos han gravitado hacia Estados Unidos en busca de

un contrapeso en la región. Todo ello queda agravado con la dependencia china de materias primas y energía del exterior. Es de sobra conocido que Estados Unidos en el Pacífico e India en el Índico podrían obstaculizar fácilmente los suministros a China.

Otro punto importante es que China no está en condiciones de proyectar su poder mucho más allá de sus costas. Carece de los medios militares y diplomáticos para hacerse respetar, aunque su músculo financiero es considerable. Tampoco puede China esgrimir mucho poder «blando», es decir, cultural o ideológico. Aunque posee una cultura milenaria, no tiene la influencia que Estados Unidos o Europa ejercen sobre el resto del mundo a través de sus productos y servicios culturales.

Los expertos chinos en política exterior comparten este análisis de las fortalezas y las debilidades de su país en el contexto global. Aunque entre ellos se encuentran algunos nacionalistas a ultranza que quieren hacer valer en el mundo su nuevo poderío económico-financiero, la mayoría proponen una política exterior enfocada en la defensa de los intereses económicos chinos con vistas a continuar el proceso de desarrollo económico y social dentro de su país, sin, en ningún caso, pretender convertirse en una superpotencia global. Evidentemente, esta postura podría interpretarse como una fase transitoria hasta que China disponga de los medios para proyectar su influencia de una manera más firme.

Mientras tanto, conviene plantearse la relación de Estados Unidos y Europa con el gigante asiático en términos pragmáticos. La mejor manera de garantizar un futuro pacífico en esa relación es convencer a China de que participe activamente en los foros multilaterales y que se adhiera a las propuestas y programas que de ellos emanen. También conviene seguir promoviendo la defensa de los derechos humanos, que sentarán las bases para una democratización. El objetivo bien podría ser conseguir una China rica y democrática para el año 2050 ::

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

Sin señales

de recuperación

Ante la confirmación de la pérdida de pulso del ciclo económico en el mes de septiembre y la lenta implementación de nuevas medidas desde el frente institucional en el área euro, las principales Bolsas reaccionan corrigiendo de manera intensa, la deuda pública *core* vuelve a ejercer de activo refugio y el dólar reafirma su senda apreciadora en términos generales.

Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono

CONTEXTO ECONÓMICO

El mes de septiembre se salda sin grandes novedades sobre la gestión de la crisis soberana del área euro y con nuevas caídas en los indicadores adelantados del ciclo económico, lo que anticipa una agudización de la desaceleración económica a nivel global.

Bajo este contexto, los activos de riesgo han corregido de forma generalizada con caídas medias de los índices bursátiles del orden del 5% y con las Bolsas emergentes liderando las correcciones. La deuda pública de países *core* ha vuelto a ejercer de refugio destacando los nuevos mínimos históricos alcanzados en la curva alemana (el tipo a dos años cede en el mes 12 pb, hasta el 0,48%, y el tipo a 10 años cae 28 pb, hasta el 1,89%) y en la curva de EEUU (el tipo a 10 años cede 26 pb, hasta el 1,92%). Por último, la aversión al riesgo ha propiciado la apreciación del dólar a nivel global y, en particular, contra el euro (6,5%, hasta 1,3503). Factores específicos también explican la intensa depreciación de algunas divisas emergentes, al tiempo que la aparición de tensiones en los mercados de financiación en dólar podrían estar detrás del intenso castigo sufrido por algunas divisas.

En línea con lo que se había especulado, la Fed recurrirá a la «operación Twist» para reducir el «riesgo duración» de los tramos largos de la curva dólar y reinvertirá los vencimientos de deuda de agencias y MBS (*mortgage back securities*) que tenga en cartera en títulos de la segunda tipología. Las medidas buscan estimular la economía mediante la extensión del carácter laxo de las condiciones monetarias a segmentos de mercado claves como el hipotecario (los tipos hipotecarios están vinculados a las referencias del Tesoro a 15 y 30 años). Para ello, comprará 400.000 millones de dólares de deuda Tesoro con vencimiento entre seis y 30 años y

venderá una cantidad equivalente en títulos con vencimiento inferior o igual a tres años de aquí a junio de 2012.

La decisión podría tener un impacto limitado sobre la actividad hipotecaria en la medida en que incide sobre la accesibilidad (los índices de esfuerzo para la compra de vivienda ya han mejorado bastante con la caída acumulada en el precio de la vivienda y la relajación de los tipos hipotecarios) y no sobre el núcleo del problema: mercado laboral y ejecución hipotecaria.

La Fed recurrirá a la «operación Twist» para reducir el «riesgo duración» de los tramos largos de la curva dólar y actuar sobre segmentos de mercado clave como el hipotecario

Mientras no contemos con mejoras sustanciales en el mercado laboral y en la confianza de los agentes, el elevado número de viviendas vacantes y el inventario de casas en proceso de ejecución seguirán presionando los precios inmobiliarios a la baja. Vemos mayor capacidad de estímulo en el nuevo «plan fiscal Obama», el cual busca promover la creación de empleo mediante beneficios fiscales y la construcción-rehabilitación de infraestructura pública.

Desde el frente institucional del euro, aunque, en las últimas semanas, se han dado pasos en la dirección correcta (pretensión de incrementar la participación del sector privado en el rescate griego, aprobación de las nuevas funcionalidades del EFSF por parte de los Parlamentos europeos y alternativas para reforzar la base de capital bancario), todavía estamos lejos de asistir a la definición de una hoja de ruta sin escollos que devuelva la confianza plena a los mercados mayoristas. El refuerzo de las medidas de inyección de

liquidez al sistema por parte del BCE constituye, sin duda, un acicate para mitigar el impacto que las restricciones de financiación están teniendo sobre la transmisión de la política monetaria convencional. En este sentido, el BCE ha anunciado nuevas medidas «no estándar», dentro de las que se engloban la reinstauración de subastas a 12 meses por parte de la autoridad monetaria, así como la segunda ronda de compra de *covered bonds* por un importe de 40.000 millones de euros de aquí a junio de 2012.

REACCIÓN DE LOS MERCADOS

Con este panorama económico como telón de fondo, la volatilidad y la acumulación de minusvalías en los mercados bursátiles ha continuado en septiembre, aunque pierde intensidad con respecto a los registros de agosto. Desde el punto de vista geográfico, observamos menor dispersión geográfica en el *performance* de los índices en comparación con agosto, cuando los índices asiáticos registraron un mejor comportamiento relativo.

En términos sectoriales, aquellos sectores de mayor beta continúan un mes más siendo los que peor comportamiento presentan, de tal modo que se registran pérdidas generalizadas en todos los sectores excepto *utilities*. Se atenúa el castigo al sector financiero, mientras los autos y recursos naturales continúan siendo los de mayor *underperformance*.

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (40%). Subimos +9pp la exposición de nuestra cartera recomendada a renta variable, el mayor peso de 2011 y una sobreponderación de +10pp respecto al *benchmark* (30%). El *sell off* de agosto y septiembre ha mejorado las valoraciones relativas de los mercados de acciones, una recuperación en términos de rentabilidad esperada-riesgo asumido que están recogiendo nuestros monitores de timing, sugiriendo un escenario de rebote como el más probable en los próximos uno-tres meses.

Calificamos el potencial rebote que se pueda formar a corto plazo como el primer *bear market rally* del mercado bajista que ha arrancado en los máximos de los índices esta-

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

	Rentabilidades a 2011	
	Octubre	YTD
RV España	2,1	-8,9
RV emergentes Latinoamérica	1,8	-25,0
Monetarios dólar	1,6	-0,8
RV sectores defensivos	1,4	-17,1
RV euro	1,3	-15,7
RF LP dólar	1,2	3,1
RF CP dólar	1,2	0,0
RV EEUU	1,2	-9,5
RV sectores crecimiento	1,0	-10,7
RV mixta euro	0,9	-7,9
RF emergentes	0,9	-1,3
RV global	0,6	-14,3
RF internacional	0,6	1,0
RV mixta internacional	0,5	-8,6
RV Europa	0,5	-15,8
Gestión alternativa	0,4	-3,0
Garantizado parcial	0,3	-2,5
RF mixta euro	0,3	-2,8
RF mixta internacional	0,2	-3,6
Garantizado a vencimiento	0,1	-0,4
Gestión global	0,1	-6,7
Garantizado RF	0,0	2,4
Ret. absoluto conservador	0,0	-1,0
Monetarios euro	0,0	0,8
RF corto euro	0,0	0,9
RF largo euro	-0,1	0,2
FIL	-0,1	-5,3
RV Asia y Oceanía	-0,3	-22,8
FI inmobiliaria	-0,3	-3,0
RV emergentes global	-0,4	-24,1
RV emergentes MENA	-0,8	-23,8
Materias primas	-1,0	-9,7
RF convertibles	-1,3	-10,2
RV Japón	-1,4	-11,3
RF <i>high yields</i>	-1,5	-6,7
RV emergentes Europa del Este	-2,4	-28,6

Fuente: elaboración propia.

blecidos en 2011. Según nuestras previsiones, el ciclo de beneficios se desacelerará más intensamente de lo que descuenta el mercado y los múltiplos de valoración ajustados por ciclo tenderán a la baja mientras el proceso de desapalancamiento sigue su curso. EEUU y Asia emergente siguen siendo las áreas más sobreponderadas, mientras que en renta variable euro subimos +6pp el peso, disminuyendo la infraponderación respecto a *benchmark*.

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

	Peso actual (%)	Ratios valoración				Ccto BPA (%)			Market cap (mill. €)
		PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	
Telefónica	23	9,1	2,9	10,2	31,6	-0,4	0,8	5,6	69.829
Repsol	11	11,9	1,1	5,1	9,1	14,5	27,3	4,1	26.798
Iberdrola	11	10,7	1,0	6,2	9,1	1,0	8,6	4,3	31.448
Banco Santander	10	7,1	0,7	9,4	10,4	-4,6	5,8	9,1	54.144
ACS	9	9,4	1,9	7,4	19,9	-1,6	3,9	8,0	8.711
Técnicas Reunidas	9	10,7	3,7	5,2	34,1	37,1	8,2	-0,7	1.441
Caixa Bank	8	9,0	0,6	6,5	7,1	-26,5	12,7	22,0	13.446
BBVA	8	7,0	0,8	6,2	11,9	-19,2	13,3	10,3	32.933
Indra	6	9,5	1,8	5,8	18,9	-9,5	2,5	6,6	1.898
CAF	5	9,4	2,0	3,0	21,3	8,0	9,0	11,9	1.301
Cartera recomendada	9,4	1,8	7,2	18,9	0,5	8,5	7,4		
Ibex-35		9,6	1,0	6,5	10,9	-1,9	10,4	11,7	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Renta fija (41%). En relación con la deuda pública (6%), seguimos fuera de las curvas de deuda soberanas core (Alemania, EEUU, Gran Bretaña), que cotizan con rentabilidades nominales en mínimos históricos, y con tipos reales negativos que faciliten una reactivación de ciclo. La política monetaria seguirá siendo expansiva, tanto la convencional (esperamos -50 pb en repo BCE hasta el 1%) como la cuantitativa (Banco de Inglaterra y Reserva Federal apuntan en esa dirección), y podrá facilitar un anclaje en las diferentes curvas core. Con todo, en la valoración relativa frente al resto de activos, no encontramos valor más allá de la huida a la calidad.

Limitamos la exposición a deuda soberana al plano emergente, en el que mantenemos sin cambios el 6% en cartera. En la distribución regional, minimizamos la exposición a deuda de Europa del Este y central por contagio y exposición a deuda soberana del área euro y sobreponderamos Asia por ser la región que concentra las mejores perspectivas económicas.

En cuanto a la renta fija privada (27%), seguimos viendo en la reprecación de *spread* en las últimas semanas una oportunidad para sobreponderar esta área de mercado, una sobreponderación que mantenemos en cartera, pero reduciendo intensidad para (i) desplazar peso hacia otra área de riesgo (renta variable) y (ii) gestionar presupuestos de riesgo y niveles de beta de nuestra cartera. Lo más destacado, los -5pp en *high yield*, para dejar el peso en 10% (frente al 2% *benchmark*).

Ante un rango de escenarios inusualmente abierto para los mercados financieros, nos decantamos por sobreponderar los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (bolsa y liquidez)

Asimismo, a pesar de que el repunte de la volatilidad implícita es favorable para la gestión alternativa, las tensiones de liquidez en los mercados financieros, junto con el temor a reembolsos por partícipes por el mal comportamiento relativo reciente, nos lleva a reducir en 5% la gestión alternativa (12%).

Este mes, queremos destacar los *hedge funds*, que no están siendo ajenos a la corrección de los mercados financieros iniciada a mediados de mayo. En agosto, los índices global y de las principales categorías han cedido entre un 2 y 3%, por lo que se ha perdido ya toda la rentabilidad acumulada en el año, y que llegó a ser del 4% a finales de abril. El balance de esta tipología de activo, teniendo en cuenta el contexto en los mercados, es positivo, como también lo es que, hasta junio, los *hedge funds* hayan seguido atrayendo patrimonio, especialmente los fondos de mayor tamaño (> 500 millones de dólares) y en las categorías más «tradicionales» (*global macro*, *long-short equity* y arbitraje de renta fija). En agosto, hemos revivido situaciones como las del otoño de 2008 en lo que a tensiones de liquidez en los mercados se refiere, lo que ha podido acelerar las estrategias de aumento de liquidez por parte

ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	30-sep-11	31-may-11	BMK	Afi vs BMK
RV euro	16	12	17	-1
RV EEUU	10	12%	6	4
RV emergentes Asia	4	4	1	3
RV emergentes Latinoamérica	2	1	1	1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	8	6	4	4
Renta variable	40	35	30	10
RF largo euro	0	0	15	-15
RF corto euro	0	2	33	-33
RF dólar	0	0	0	0
RF emergente	6	5	0	6
RF convertibles	4	6	0	4
RF IG CP	9	8	8	1
RF IG LP	4	0	0	4
RF <i>high yield</i>	10	12	2	8
Renta fija	33	33	58	-25
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	12	18	0	12
Gestión alternativa	12	18	7	5
Monetarios dólar	3	6	0	3
Monetarios libra esterlina	0	0	0	0
Liquidez	12	8	5	7
Mercado monetario	15	14	5	10

Fuente: elaboración propia.

de los gestores (iniciadas en mayo) autoalimentando la corrección de los mercados. Aunque la situación actual no parece tan compleja como la de la quiebra de Lehmann, los gestores de *hedge funds* que han sobrevivido cuentan ya con experiencia sobre situaciones de fuerte estrés -posiblemente éstos han actuado de forma preventiva-, no contamos con evidencia sobre reembolso de patrimonio y los *hedge funds* han demostrado su capacidad de recuperación, conviene volver a poner una especial atención en este activo financiero.

Monetario (15%). la pérdida de soporte del 1,41 en dólar/euro abre las puertas a un escenario apreciador para el dólar, que encuentra catalizadores en las renovadas tensiones en la deuda soberana periférica del área euro y en la ausencia de avances desde el frente institucional para la construcción de «cortafuegos» ante el riesgo creciente en Grecia. Con todo, la ampliación de los esquemas de liquidez para el fondeo en dólares que han aprobado los principales bancos centrales y el mayor activismo de la Reserva Federal en el plano cuantitativo de la política monetaria -con implicaciones depreciadoras sobre el dólar-, equilibran las fuerzas para el dólar/euro, donde nos decantamos, a corto plazo, por un desplazamiento hacia la parte alta del rango de *trading* (objetivo 1,38). Rebajamos sensiblemente la exposición a dólar/euro (-1pp @ 3% en cartera).

Aumentamos la liquidez en 5pp hasta el 12%, moviéndolo agresivo con el que buscamos construir una táctica *barbell*, es decir, sobreponderar los extremos de la curva de riesgos del universo de activos (sobreponderamos bolsa y liquidez). Nos decantamos por esta táctica para gestionar un rango de escenarios inusualmente abierto para los mercados financieros y que, en nuestra distribución de probabilidades, pasan por escenario de rebote (nuestro central) o un escenario bajista (nuestro alternativo que pesa mucho más que el alcista) ::

El final de año de las

divisas emergentes



[iStockphoto]/Thinkstock.

La tendencia a la apreciación de las monedas emergentes a lo largo de los últimos ejercicios podría verse truncada en la parte final de 2011.

Actualizamos nuestras perspectivas y recomendaciones de cara al final del ejercicio para las principales monedas de Asia, Europa del Este y Latinoamérica.

Pablo Guijarro

TENDENCIA TRUNCADA

En los últimos ejercicios, la tendencia de apreciación de las divisas emergentes estaba fuera de duda sobre la base de las robustas tasas de crecimiento experimentadas por sus respectivas economías. La fortaleza de la expansión había traído consigo, en muchos casos, elevaciones de tipos de interés en claro contraste con las decisiones de los bancos centrales de las economías desarrolladas, hecho que reforzó los movimientos de apreciación de las divisas del primer bloque.

La fortaleza del crecimiento seguirá siendo una nota característica del bloque emergente de cara a los próximos trimestres, pero las decisiones adoptadas por determinados bancos centrales en aras de preservar el sector exterior han provocado que la tendencia de apreciación de las monedas esté, en el momento actual, más en entredicho que hace algunos meses.

Tipo de cambio del real brasileño frente al dólar estadounidense



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

Estas decisiones conllevan dos riesgos, en nuestra opinión:

- Conflictos comerciales y establecimiento de medidas proteccionistas cuyo impacto sobre el crecimiento puede ser muy negativo en la coyuntura actual.

Decisiones inesperadas por parte de los bancos centrales de determinadas economías emergentes han dado al traste con la fortaleza de divisas como el real brasileño

- Desconfianza en los inversores, que observan una pérdida de ortodoxia por parte de las autoridades monetarias del bloque emergente, lo que reduce el ritmo de entrada de capital en estas economías.

PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO

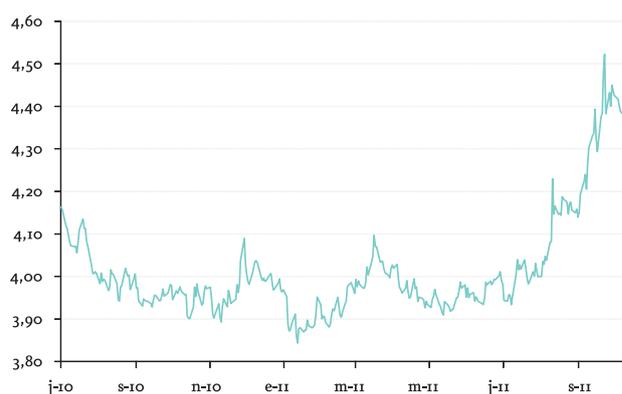
De cara a la parte final del ejercicio, actualizamos nuestras previsiones para las principales monedas de las diferentes regiones emergentes:

Asia. Consideramos que el riesgo de asistir a rebajas de tipos de interés es muy reducido y que las divisas de este bloque seguirán viéndose favorecidas por un elevado diferencial de tipos de interés frente a las economías desarrolladas y por la fortaleza del crecimiento en países como China, India o Indonesia. Recomendamos la cobertura de pagos que vayan a tener lugar en estas divisas en la parte final de 2011.

Recomendamos llevar a cabo la cobertura de pagos que vayan a producirse en monedas asiáticas en la parte final de 2011

Latinoamérica. No anticipamos un proceso de bajadas de tipos acentuado en la región, en la medida en la que las tasas de inflación de las principales economías se encuentran situadas próximas o, incluso,

Tipo de cambio del zloty polaco frente al euro



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

por encima de las referencias de los bancos centrales. En todo caso, anticipamos que la depreciación observada en los últimos meses, aunque con menor intensidad, puede continuar en la parte final de 2011.

Europa del Este. La proximidad a uno de los principales focos de inestabilidad de los mercados financieros en los últimos meses ha condicionado la evolución de las divisas de esta región. Consideramos que el margen de depreciación frente al euro se encuentra ya agotado y que podríamos asistir a una ligera recuperación de monedas como el zloty polaco o el florín húngaro en el último tramo del ejercicio ::

LA REFERENCIA DE LA PARIDAD DE PODER ADQUISITIVO

El cálculo del tipo de cambio de equilibrio según paridad de poder adquisitivo (PPA) conlleva diferentes limitaciones, que hemos analizado en ediciones anteriores de *Empresa Global*. No obstante, esta referencia nos puede ayudar a concretar el escenario en el que podemos movernos en los próximos meses respecto a las divisas:

- Asiáticas. La elevada infravaloración observada en el momento álgido de la crisis se ha corregido de forma parcial, aunque el margen de apreciación adicional de estas divisas frente al dólar aún no se ha agotado. El yuan chino sigue, según nuestros cálculos, infravalorado un 1,5% frente al dólar.
- Latinoamericanas. Después de varios meses, en los que las monedas se encontraban sobrevaloradas en sus cruces frente al dólar, la depreciación registrada tras el verano ha posibilitado una corrección de las mismas. Monedas como el real brasileño todavía permanecen sobrevaloradas frente al dólar (25%).
- De Europa del Este. Mantienen su sobrevaloración frente al euro, que se ha corregido en los últimos meses a tenor del impacto negativo que ha tenido el recrudecimiento de la crisis de deuda soberana en el área euro sobre los mercados de la región.



¿Qué hay detrás de la intervención del Gobierno chino en el sector bancario?

El Gobierno chino ha anunciado la compra de acciones de los cuatro principales bancos con el objetivo de estabilizar su cotización y generar confianza en el sistema financiero. La eficacia de dicha medida puede verse condicionada por una potencial intensificación de la desaceleración económica en China, principal foco de riesgo para la salud del sistema financiero en el medio plazo.

Álvaro Lissón

Con el objetivo de estabilizar la cotización de los bancos y generar confianza en el sistema financiero, el Gobierno chino anunciaba durante la primera semana de octubre la intervención en el mercado bursátil mediante la compra de acciones de los cuatro principales bancos del país a través del fondo soberano Central Huijin.

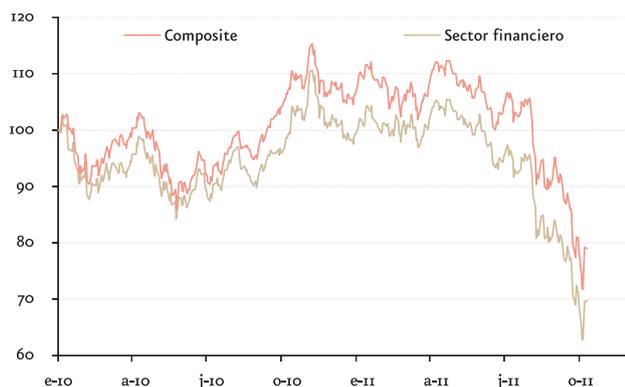
Sin detalles acerca de cantidades, el anuncio contribuía a impulsar la cotización de un sector bancario que, hasta ese momento, acumulaba pérdidas del 30% en el año. Además del contagio provocado por la inestabilidad del sector bancario en Europa, son varios los factores específicos de la economía china que han contribuido a generar dudas sobre la solvencia de las

entidades y provocado la corrección de los bancos en Bolsa.

El Gobierno chino anuncia la compra de acciones de los cuatro principales bancos del país y contribuye a estabilizar su cotización

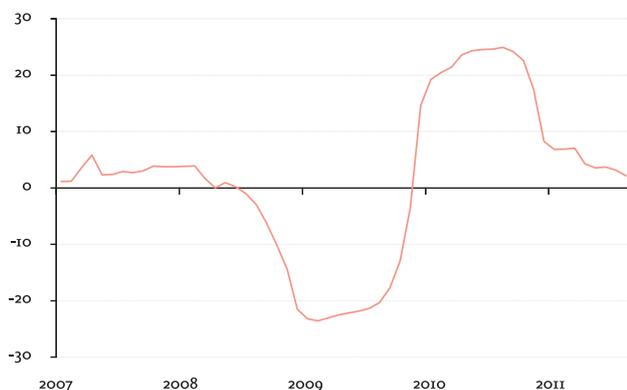
En este sentido, un foco de presión importante están siendo las dudas que suscita el enfriamiento del mercado inmobiliario sobre la capacidad de pago de los Gobiernos locales. Como medida de estímulo, el Gobierno chino autorizó al sector bancario en 2009 a conceder préstamos a las autoridades locales, que utilizan como colateral valores inmobiliarios o, incluso,

Índice bursátil Hang Seng y sector bancario (enero 2010 = 100)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

Precio de la vivienda en China (% tasa interanual)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

suelo, para la inversión en infraestructuras. Las noticias que apuntan a la primera caída mensual en septiembre de las ventas de viviendas y de los precios inmobiliarios en un año han contribuido a disparar las alarmas.

La potencial intensificación de la desaceleración económica en China es el principal factor de riesgo para el sistema financiero

Otro factor relevante está siendo la salida de depósitos minoristas de los bancos hacia otras entidades financieras, cuya operativa no está bajo la regulación del Banco Central de China y cuya remuneración es más atractiva. Sin sujeción a esta regulación, estas entidades, «en la sombra», han continuado con su actividad sin las «cortapisas» del Banco Central (subida

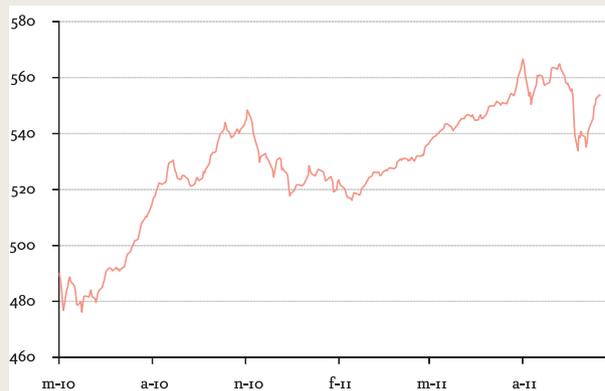
¿HAY VALOR EN LA RENTA FIJA EMERGENTE?

La recuperación del apetito por el riesgo durante las últimas semanas encuentra reflejo en la entrada de flujos en mercados emergentes tras el *sell-off* de agosto y septiembre. En este sentido, la renta fija soberana emergente está siendo uno de los activos financieros con mayor rentabilidad en el año (el índice de RF Embi se anota un 6% YTD frente a las caídas medias del 12% que registran, por ejemplo, los índices bursátiles), apoyado por una posición estructural sólida de las economías (finanzas públicas saneadas y reservas internacionales en máximos) y, en todo caso, alejada de la debilidad de los fundamentos de las economías avanzadas.

Ahora bien, ¿podemos seguir apostando por la renta fija emergente de cara a los próximos seis o 12 meses? En nuestra opinión creemos que sí.

En un escenario de estabilización de los mercados, la ampliación acumulada de los *spreads* (frente a la rentabilidad de la deuda de EEUU) desde el mes de agosto supone una oportunidad clara de compra. Asimismo, la renta fija en divisa local podría encontrar apoyo en la relajación de las condiciones monetarias (los bancos centrales de Brasil e Indonesia ya están recortando tipos), aunque una reducción excesiva del nivel de tipos de interés podría presionar a las divisas emergentes a la baja, lo que supondría un lastre para la rentabilidad en euros. Aunque una depreciación intensa de las divisas emergentes es algo que no contemplamos en nuestro escenario central, entendemos que el riesgo existe, motivo por el que nos sentimos más cómodos apostando por fondos que invierten en renta fija emergente denominada en dólares.

Índice Embi de renta fija emergente



Fuente: elaboración propia a partir de JP Morgan.

de tipos, aumento de reservas mínimas y límites a la concesión de crédito) concediendo financiación a tipos elevados e intensificando los riesgos derivados de una desaceleración intensa de la economía sobre el sistema financiero. Algo que, de momento, no contemplamos ::



«El diagnóstico que podemos hacer sobre la posición cíclica de las economías desarrolladas es ‘malo y empeorando’»

Señales mixtas en los factores de riesgo

A lo largo del último mes, se han producido novedades en los tres frentes de riesgo objeto de análisis de mis últimas contribuciones en *Empresa Global*. Respecto a la crisis de deuda UME, se han incrementado las probabilidades de que Grecia lleve a cabo una quita de sus bonos por un mayor porcentaje del estimado inicialmente. Así, comienza a hablarse ya de un 50%, lo que implicaría una mayor pérdida a los tenedores, entre los que destacan las entidades financieras europeas. Es por este motivo por el que se ha intensificado el temor al impacto que un *default* griego tendría sobre la solvencia del sistema bancario europeo, algo que se refleja en las cotizaciones de algunos activos financieros como los CDS, que se han situado en niveles máximos históricos (es decir, por encima de lo observado tras la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008). Pero, y he aquí el cambio respecto a hace unas semanas, en esta ocasión, las autoridades económicas han reaccionado. En política monetaria, reinstaurando las operaciones de financiación a 12 meses con adjudicación plena y reeditando el programa de compra de *covered bonds* (CBPP) por 40.000 millones de euros. Desde el frente de la solvencia, rescatando a Dexia y anunciando nuevas medidas para facilitar potenciales inyecciones de capital a las entidades que lo necesiten.

Es en el lado del crecimiento económico -el segundo factor de riesgo- en el que contamos con nuevas señales de moderación, de tal forma que el diagnóstico que podemos hacer sobre la posición cíclica de las economías desarrolladas es «malo y empeorando». La nueva caída de los índices de sentimiento empresarial (sobre todo, en Europa con el ejemplo del IFO entrando con claridad en la zona de desaceleración), junto con la moderación de los registros de consumo, producción industrial o exportaciones, apuntan a que el crecimiento del PIB en la parte final del año será nulo (con la excepción de Japón), con el claro riesgo de que entre en te-

rreno negativo. Es en este tercer factor de riesgo en el que han mejorado las perspectivas en el último mes. Nos referimos a las perspectivas de crecimiento para las economías emergentes. Independientemente del *sell off* observado en los mercados financieros emergentes, los indicadores publicados recientemente apuntan a tasas de crecimiento de entre el 3 y el 4% en América Latina y de entre el 5 y el 7% en Asia para 2012, previsiones avaladas por el FMI en su último *World Economic Outlook*.

Lo que también se va generalizando es el diagnóstico de que las economías emergentes tienen ahora unos mejores fundamentos macroeconómicos que en 2008 -y, obviamente, que en 1998- para hacer frente a una ralentización cíclica mundial, dado que, en la actualidad, su crecimiento procede en mayor medida de la demanda interna que de la externa. Por otra parte, gracias a su posición más saneada en la balanza por cuenta corriente (salvo Turquía) son menos vulnerables a potenciales «frenos» en la entrada de capitales y cuentan, además, con un importante nivel de reservas internacionales (han aumentado un 50% desde 2008) para hacer frente a posibles salidas de inversores. Pero es que, además, con un reducido déficit fiscal (o incluso superávit), unido a unos bajos niveles de *stock* de deuda, pueden contar, en caso necesario, con margen de actuación en política fiscal.

Por último -y éste es el elemento más novedoso-, los bancos centrales han modificado su sesgo, abriendo la puerta a futuros recortes de tipos de interés a pesar de que la inflación se sitúa por encima de sus niveles objetivo. Es decir, los bancos centrales habrían modificado su política al adoptar una posición más centrada en el crecimiento y abandonar, en parte, su objetivo de control de los precios. En definitiva: los bancos centrales de los países emergentes (con Brasil como gran ejemplo) habrían pasado de ser una «amenaza» para el crecimiento a convertirse en «cómplices» del crecimiento ::

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



CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

Primeros síntomas de apertura del mercado primario ¿sostenible?



[iStockphoto]/Thinkstock.

Puntos destacados

- La aprobación del mecanismo de rescate europeo (EFSF) por parte de los Parlamentos europeos ha favorecido la reducción de la prima de riesgo cotizada por los mercados financieros.
- Muestra de ello ha sido la reducción de los diferenciales de crédito corporativo en euros. Asimismo, ha sido suficiente como para generar de nuevo un flujo de emisiones considerables en el mercado primario de emisores corporativos.
- Sin sorpresas negativas desde el frente político-institucional, cabría esperar que esta tendencia persistiese. Sin embargo, advertimos de dos riesgos.
- El primero, la menor actividad del Eurosistema como comprador de deuda soberana en las últimas semanas. En la medida en la que los tipos de financiación del soberano son un umbral mínimo para la mayoría de las empresas de ese país, el repunte de tipos del Tesoro vinculado al menor volumen de compras del Eurosistema podría tener derivadas negativas sobre el resto de agentes españoles.
- Por otra parte, las necesidades de recapitalización del sector bancario podrían derivar en un *credit crunch* o escenario de reducción del crédito concedido al sector privado. Esta restricción generaría una ralentización en la actividad económica, lo cual produciría a su vez un nuevo cierre del mercado primario para el sector corporativo derivado del «efecto expulsión» en un escenario de elevada emisión de deuda bancaria en Europa en 2012.

Aunque sin grandes alardes, el mercado primario vuelve a abrirse para entidades no financieras europeas. En las últimas semanas, Telecom Italia e Iberdrola han sido dos de las últimas empresas europeas en colocar deuda en los mercados mayoristas.

La menor presión soportada por los activos de riesgo, toda vez que el EFSF (mecanismo de rescate europeo) ha sido aprobado, ha favorecido su buena evolución. Los diferenciales de crédito corporativo son un ejemplo.

Desde los máximos de finales de septiembre, los *spreads* de deuda no financiera en euros se han reducido cerca de un 12% tanto en el segmento de investment grade como de *high yield*. Sin sorpresas desde el frente político, esta tendencia es susceptible de continuar ::

Sin embargo, hay dos elementos de riesgo a este escenario de apertura del mercado primario. Uno de ellos es la reducción del importe de compras de deuda pública del BCE. Por segunda semana consecutiva, las esterilizaciones por la compra de deuda soberana del programa SMP del BCE apenas han superado los 2.000 millones de euros.

A la espera de que el EFSF pueda comenzar a operar bajo sus nuevas atribuciones, el BCE parece reducir su apoyo a los mercados por esta vía.

Esta reducción es un elemento de riesgo para la reducción de *spreads* ESP-ALE. Y, en la medida en la que esto suceda, es también un elemento de incertidumbre para la senda de reducción de diferenciales corporativos observada recientemente ::

El segundo elemento de riesgo es la posible reducción del crédito concedido al sector privado.

Las necesidades de recapitalización del sector bancario europeo -que, según diversas estimaciones y diferentes escenarios, podrían rondar los 120.000-300.000 millones de euros- en un contexto de reducida demanda de capital bancario y de restricción crediticia, podrían generar un adelgazamiento de los balances de los bancos. Una alternativa que casi con toda seguridad supondría una reducción más acusada del crédito concedido al sector corporativo.

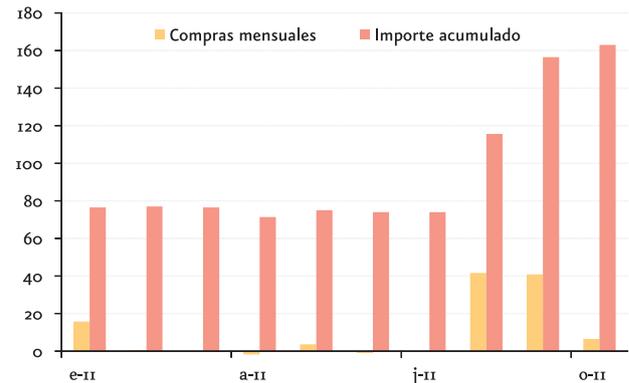
De producirse este *credit crunch*, los efectos sobre el crecimiento serían negativos, máxime en un contexto en el que el sector público no puede incrementar su endeudamiento. Además, las empresas con capacidad para apelar a los mercados mayoristas tendrían que hacer frente a la competencia por la captación de liquidez en unos mercados saturados de deuda bancaria ::

Diferenciales de deuda corporativa EUR IG y HY ex financieros



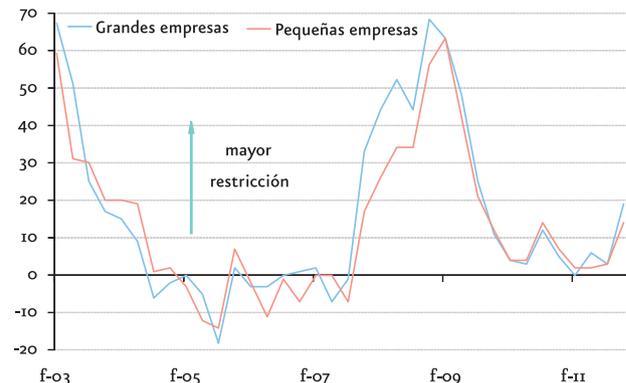
Fuente: elaboración propia y Merrill Lynch.

Compras del programa SMP del Eurosistema (miles de millones de euros)*



* Importe estimado a través de las esterilizaciones realizadas por el BCE. Fuente: elaboración propia a partir de BCE.

Encuestas de concesión de crédito en el área euro



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.



José María
Castillejo

PRESIDENTE DE ZINKIA
ENTERTAINMENT

«Pocoyó nació
pensando
en ser
internacional»

José María Castillejo es licenciado en Humanidades y Filosofía por la Universidad de Salamanca y la Universidad Pontificia de Roma y con un MBA en el Instituto de Empresa. Se define, ante todo, como un emprendedor y, en su blog, así lo señala: «a lo largo de mi vida he creado, comprado o participado más de 20 empresas diferentes en sectores también diferentes». Pero lo que, en la actualidad, le llena su tiempo profesional es la presidencia de Zinkia Entertainment, productora del conocido Pocoyó.

Disculpen los lectores que utilice una anécdota personal para introducir esta entrevista. Este verano, en uno de los países de la antigua Europa del Este (ahora son Europa central), además de la consabida tienda de Zara, otra referencia española con la que me crucé fueron las mochilas en las espaldas de niños y múltiples imágenes de Pocoyó, un simpático infante que, pese a su edad (indeterminada, algo así como entre dos y cuatro años), podría exhibir un pasaporte con muchos sellos en sus páginas

Javier López Somoza

Creo que el primer país donde se proyectó Pocoyó, incluso antes que en España, fue en Reino Unido. ¿Pocoyó siempre quiso ser internacional?

Sí, efectivamente el primer país en el que se vio por televisión a Pocoyó fue el Reino Unido. Pocoyó nació desde el principio pensando en ser internacional. Siempre pensamos, cuando nos pusimos a desarrollar Zinkia, que lo que hiciéramos tenía que tener vocación internacional. Nuestro mercado tenía que ser el mundo. No podíamos quedarnos sólo mirando a España: España era el 5% del mercado mundial y teníamos ganas de hacer algo grande. Por nosotros y por nuestros hijos. Digamos que fue una apuesta clara, muy agresiva, valiente y hecha en un momento en el que nos lo podíamos permitir.

¿Dónde ha viajado Pocoyó?

La verdad es que no me he puesto a contar el número total de países por donde ha viajado, ni tampoco el número de países en los que actualmente se puede ver. De hecho,

a través de YouTube y otros canales de *video on demand* se ve en el mundo entero. Creo que no sería arriesgado decir que se ha visto ya en todos los países del globo. Y, en muchos países, se ve con una gran asiduidad. Estoy seguro que, a día de hoy, Pocoyó es el personaje español más conocido, más todavía incluso que don Quijote, aunque también es cierto que muchos de los que lo ven no saben que Pocoyó nació en España.

¿Cuál es el país en donde más éxito ha tenido?

Es difícil medirlo, porque hay muchas maneras de medir este éxito. Si a éxito comercial nos referimos, ha sido España, sin lugar a dudas, donde, hasta ahora, ha tenido Pocoyó el mayor éxito. Si nos referimos a audiencias, diría que es en Canadá, Australia, España y México donde ha tenido los mejores ratings de audiencia. Y ahora en EEUU estamos también avanzando en ratings de una manera muy importante y trabajando para ver si conseguimos replicar el éxito co-

mercial de España, con ellos y con otros muchos países. En este sentido, ha sido de una enorme ayuda para nosotros el poder recuperar los derechos comerciales y de televisión a nivel internacional sobre la marca. Es algo que hemos logrado este año, en el mes de abril, y ahora estamos trabajando de una manera muy activa en el reposicionamiento en varios mercados extraordinariamente importantes. Creo que esto dará importantes alegrías a los accionistas en los próximos meses.

¿Y cuál ha sido el más difícil de conquistar?

Sin lugar a dudas, el más difícil está siendo el de EEUU. Es el mercado más competitivo del mundo, el más difícil. Llevamos más de cuatro años trabajando ahí, poniendo semillas y es ahora cuando estamos empezando a ver la planta germinar, pero todavía no estamos en tiempo de recolectar. Estamos con los dedos cruzados y esperando que todo vaya bien en los próximos meses. También China ha demos-



Haber recuperado los derechos internacionales de Pocoyó este año nos permite plantearnos una gestión global dirigida por nosotros

trado ser un mercado difícil y también ahí estamos creciendo. Y, en Italia, parece probable que tomemos el relevo a muchos años de dominio absoluto de productos Disney entre los niños de ámbito preescolar. Como decía antes, estamos pasando por momentos realmente importantes para la compañía.

Pero Zinkia no es sólo Pocoyó. Hablemos pues de Zinkia. ¿Cómo aborda Zinkia su expansión internacional? ¿Tienen una organización específica para ello?

Si, desde que hemos recuperado los derechos internacionales sobre la marca, tanto a nivel comercial como a nivel televisivo, hemos podido plantearnos una gestión global dirigida por nosotros. Hemos incorporado un equipo nuevo en el área comercial, con profesionales enormemente competentes y con experiencia en el negocio y, de hecho, seguimos incrementando el equipo. Estamos trabajando de una manera muy activa actualmente sobre todos los mercados de América, una serie de países de Europa y entrando en Asia, aunque eso será más parte de 2012 y 2013. Todo este crecimiento se está haciendo en torno a Pocoyó. Pocoyó es nuestro principal money maker y, en estos tiempos, en los que lo importante es cuidar la caja, estamos especialmente centrados en asegurarnos que realmente maximizamos nuestra capacidad de generarla. Tenemos otros proyectos y otras marcas en las que apostar, pero estamos yendo con calma. Y tenemos nuestra participada Cake Entertainment, que está superando sus objetivos y con quienes estamos trabajando de manera muy estrecha.

El hecho de ser de origen español en el mundo del *entertainment* ¿ha sido un *handicap* o es indiferente?

Es indiferente. En el mundo del *entertainment* lo importante es la

calidad. Que realmente entretengas a tu público. *Content is king* es la máxima en este negocio. Y sólo hay dos tipos de contenidos: el que la gente ve o disfruta y el que la gente no ve o no disfruta. Si logras estar entre los primeros, el reconocimiento vendrá y será mundial. Pero no es nada fácil lograrlo. La competencia es enorme y la exigencia del público cada vez mayor. Y, en cuanto a ser español o no, éste es un mundo integrado por profesionales de multitud de países y de culturas. No es un mundo exclusivamente anglosajón, como muchos piensan, aunque sí es cierto que los anglosajones han demostrado haberlo entendido, gestionado y dirigido francamente bien desde que se conoce como lo conocemos actualmente. Hay hispanos que han hecho carreras impresionantes en este negocio, de la misma manera que europeos o asiáticos.

¿Han echado en falta más apoyo por parte de las Administraciones o les parecen adecuados los instrumentos y recursos disponibles?

Cualquier ayuda que venga de la Administración es, sin duda, muy de agradecer. Es especialmente destacable por mi parte la ayuda que presta el ICEX a la internacionalización de las empresas. Pero no creo que las Administraciones se deban involucrar demasiado en lo que son negocios en competencia, porque terminan desvirtuando la competencia.

A las empresas que estamos en el mundo de la animación, también nos gustaría que se nos diera un mayor reconocimiento en el ámbito de la cultura. Generamos empleo estable. Si queremos mantenernos vivos y proyectarnos internacionalmente, tenemos que estar a la última en cuanto a tecnología se refiere y somos auténticos semilleros y campos de desarrollo en el ámbito del talento. Creamos valor añadido para el país y forma-

mos parte, sin lugar a dudas, de la cultura local o ¿no es un fenómeno cultural Pocoyó en sí mismo? Sin embargo, creemos que no hemos estado todo lo valorados y apoyados que deberíamos haber estado por parte de las Administraciones, especialmente en el ámbito de la cultura.

¿Cuál es su opinión acerca de la situación en el ámbito de las instituciones bancarias y financieras? ¿Ha afectado a su negocio?

No hay duda de que el problema que están viviendo los bancos en España y en el mundo en general, pero en España en particular, se ha vuelto un enorme problema para todos nosotros, pequeños y medianos empresarios. Nuestro negocio de animación, tal y como lo tenemos planteado, no es un negocio a corto plazo. Es un negocio a largo plazo, enormemente rentable, pero que necesita de financiación a corto plazo. Y esa financiación ha desaparecido. La verdad es que nunca abundó en nuestro negocio, pero, por lo menos, podías financiarte hipotecando tu casa, que es lo que hicimos nosotros. Ahora ya ni eso. El problema es grave, pero, gracias a Dios, a nosotros nos coge con la gran mayoría de nuestros contenidos terminados y, lo que es mejor, pagados. Estamos en la fase de rentabilizarlos por el mundo, país por país, pero sin tener que incurrir en gastos a la hora de arrancar en cada uno de los países en los que entramos. Esto, sin duda, va a ser de gran ayuda en nuestra cuenta de resultados y estamos seguros de que se irá viendo en los próximos semestres. Todavía estamos pasando por una serie de meses difíciles, porque estamos arrancando en varios países y mercados importantes, pero, si todo va como estamos esperando que vaya, más de uno se sorprenderá de los crecimientos que iremos mostrando en nuestras cuentas.

« La experiencia de haber salido a cotizar ha sido positiva y, si me volviera a encontrar en la misma situación, lo volvería a hacer »

Zinkia fue la primera empresa en cotizar en un nuevo segmento de los mercados de valores españoles destinados a empresas de pequeña y mediana dimensión. ¿Por qué tomaron la decisión? ¿Qué les aportaba someterse al escrutinio de los mercados?

Nos aportaba muchas cosas. La primera de todas, financiación en un momento en el que ya se veía que la financiación había desaparecido. Pero, además, nos ha aportado visibilidad, disciplina, contacto con inversores, que siempre es algo con lo que te enriqueces, y liquidez en nuestras acciones, algo que nos permite también motivar y animar a nuestros profesionales.

¿Cuál es su valoración después de estos dos años?

Mi valoración es que fue una experiencia positiva y, si tuviera que volver a planteármelo, volvería a hacerlo.

Ahora los tiempos están difíciles y la cotización no refleja para nada lo que nosotros pensamos que debería ser la valoración de la com-

pañía, con lo que no estamos cómodos, la verdad. Pero es cierto que es algo que, a día de hoy, le ocurre a muchas de las empresas que cotizan en los mercados, aunque, quizá, en nuestro caso y desde nuestro punto de vista, es especialmente llamativo. Pensamos que nuestra cotización está muy por debajo del valor real de la compañía.

¿Les ha servido ser una empresa cotizada en el MaB para su proyección internacional?

Nos ha servido el ser una empresa cotizada. Estar cotizando en el MaB o en otro mercado, en general, a la gente le es bastante indiferente. Y de lo que no cabe duda es de que, cuando en otros países te presentas como una compañía cotizada, se entiende que eres una compañía sometida a una serie de normas y reglas que pueden dar más tranquilidad a aquellos con los que negocias. Eres necesariamente más transparente y eso en muchos casos ayuda. Como decía respondiendo a la pregunta anterior, la experiencia de haber salido a cotizar hace dos años ha sido

positiva y, si me volviera a encontrar en la misma situación, lo volvería a hacer

¿Cuáles son sus próximos proyectos?

Seguir creciendo con Pocoyó, al que le queda mucho, muchísimo por crecer. Es nuestro principal activo, el que nos da de comer y con quien sabemos que hemos ocupado el corazón de muchísimos niños y niñas y de sus padres. Estamos muy interesados en seguir dándoles contenido a todos ellos para poder ayudarles en su crecimiento como niños y en su formación como personas.

Tenemos, como decía, también otros proyectos diferentes a Pocoyó, que están en marcha y que verán la luz en algunos meses, pero, a la vista de la situación del consumo a nivel mundial y de lo difícil que se ha vuelto convencer a los compradores de las empresas de *retail* para que apuesten por marcas nuevas, y es en el *retail* donde está realmente la base de nuestro negocio, estamos siendo especialmente cautelosos en las inversiones que destinamos a nuevos desarrollos ::



La gestión del talento: una necesidad



[Hemera]/Thinkstock.

En 1997, un estudio de McKinsey acuñó el término «la guerra por el talento». Ahora, en el nuevo milenio, nos encontramos en la era del talento. Cuando la agricultura era la base de la economía, la tierra era el activo físico verdaderamente válido y tangible. Después, la era industrial se caracterizó por una economía impulsada por la fabricación, donde el rendimiento de los negocios era mayor cuanto más eficaz era el uso de las fábricas y las redes de distribución. La era del conocimiento movió las bases del valor económico hacia las comunicaciones integradas y la tecnología informática. Hoy, la batalla se centra en la competencia por la mejor gente, porque ellos son los verdaderos creadores de valor.

Yolanda Antón

La gestión del talento es un conjunto complejo de procesos de recursos humanos conectados que brinda un beneficio sencillo fundamental para cualquier organización: el talento impulsa el rendimiento.

Muchas empresas no conocen el potencial de sus trabajadores. Seguramente, no sean conscientes de lo que están perdiendo, del valor que están dejando de aportar. Tal vez, la respuesta guarde relación con el desconocimiento de los responsables o con la escasa importancia que algunos dan a las personas a su cargo.

Dado que los equipos con la mejor gente rinden más, las organizaciones líderes saben que un rendimiento superior en el negocio es impulsado por un talento superior. La gente es la diferencia. La gestión del talento es la estrategia.

Las organizaciones líderes saben que un superior rendimiento en el negocio es impulsado por un superior talento e invierten en ello

Los investigadores han demostrado que las organizaciones que utilizan estrategias y soluciones de

gestión del talento presentan un mayor rendimiento que sus competidores directos y que el mercado en general. Las compañías líderes invierten en la gestión del talento para seleccionar y adaptar a la mejor persona para cada puesto de trabajo porque saben que el éxito está impulsado por la calidad de talento total de su fuerza de trabajo.

Muchas organizaciones se esfuerzan enormemente por atraer empleados, pero dedican poco tiempo y recursos en su retención y desarrollo

Operativamente, el proceso de gestión de talento, entendido como todas aquellas actividades dirigidas a atraer, desarrollar y mantener a los mejores empleados, podemos resumirlo en siete fases, que van desde el reclutamiento hasta la compensación. No todas las empresas abordan todas esas fases. Muchas se centran sólo en algunas, aquellas que les reportan más valor en relación con el esfuerzo. Sin embargo, es conveniente tener en cuenta todas ellas, porque, de manera integrada, generan una gran diferencia respecto a la competencia. Las siete fases mencionadas son:

1. Planificación de personal integrada con el plan de negocios. Establecimiento de planes de contratación y presupuestos de compensación.
2. Reclutamiento. Se lleva a cabo a través de un proceso integrado de reclutamiento, evaluación y contratación.
3. Acogida. La organización debe capacitar y habilitar a los empleados para ser productivos e integrarse en la empresa con la mayor rapidez posible.
4. Gestión del rendimiento. Teniendo en cuenta el plan de negocios, la organización debe establecer procedimientos para medir, evaluar y gestionar el

rendimiento de los empleados.

5. Formación y apoyo en el desempeño. Ésta es una función crítica. Se trata de proveer programas de aprendizaje y desarrollo a todos los niveles de la organización.

6. Planificación de la sucesión. Dado que la organización evoluciona y cambia, hay una continua necesidad de mover a la gente a nuevas posiciones. La planificación de la sucesión, de gran importancia, permite a los directivos identificar a los candidatos idóneos para un puesto. Esta función también debe estar alineada con el plan de negocios para así cumplir con las necesidades que se han de cubrir en los siguientes tres o cinco años. Este proceso se reserva y aplica más a menudo a los puestos directivos y ejecutivos.

7. Compensación y beneficios. Obviamente, ésta es una parte muy importante de la gestión de personas, siendo fundamental vincular el plan de compensación directamente a la gestión del rendimiento a fin de que las compensaciones, incentivos y beneficios se alinean con los objetivos de negocio y su ejecución.

El proceso descrito aporta indudables beneficios a la organización. Su complejidad puede

hacer necesaria la asistencia de compañías especializadas que ayuden en su implementación. Existen, además, soluciones de *software* cada vez más integradas, sistemas que incluyen herramientas para la gestión de la contratación, formación, evaluación, compensación..., que facilitan la implementación y el desarrollo del proceso para permitir a directivos y empleados aumentar la creación de valor para el negocio en un momento en el que casi todos los factores de competitividad empresarial se han convertido en *commodities*.

El proceso de gestión de talento se inicia en el reclutamiento y termina en la compensación

Factores como la competencia creciente por la mejor cualificación, los bajos niveles de compromiso de los empleados, las tendencias hacia la deslocalización y la externalización o la necesidad de alinear a la gente con los objetivos corporativos obligan a los departamentos de recursos humanos a evolucionar a través de la creación de políticas, reducción de costes, eficiencia de procesos y gestión de riesgos hacia una nueva forma de pensar más centrada en el talento ::



[iStockphoto/Thinkstock.

Microfinanzas a un clic



Pese a que España es uno de los grandes impulsores de las microfinanzas, todavía persiste un gran desconocimiento de esta materia entre la población española. Por fortuna, las TIC pueden ayudar a cualquier ciudadano a conocer y a participar en la financiación a microempresarios.

Álvaro Martín Enríquez

Entre los días 14 y 17 de noviembre de 2011 se celebrará en Valladolid la V Cumbre Mundial del Microcrédito. Está previsto que acudan a este evento más de dos mil delegados de todos los rincones del mundo, lo que, sin duda, lo convierte en el encuentro de referencia del sector de las microfinanzas. El Gobierno de España, a través de la Secretaría de Estado de Cooperación Internacional (SECI), participará también en este acontecimiento presentando sus líneas de actuación en esta materia, entre las que destaca, especialmente, el Fondo de Concesión de Microcréditos (FCM).

Como es cada vez más habitual en este tipo de eventos, los organizadores hacen uso de las redes sociales para difundir su mensaje poniendo al alcance de cualquiera la información de última hora a través de Facebook, LinkedIn y Twitter. Aunque con un menor seguimiento que en otros ámbitos más tecnológicos, Twitter permitió conocer a distancia y en tiempo real el contenido de las sesiones del reciente Foro Latinoamericano de la Microempresa (Foromic), celebrado en octubre en Costa Rica. Este precedente hace pensar que el nivel de cobertura de la cumbre será similar.

Pese a la difusión de este tipo de eventos, las microfinanzas continúan siendo un sector desconocido para buena parte de la ciudadanía española. Para muchos, la primera aproximación se dio con la concesión del premio Nobel de la Paz de 2006 a Muhammad Yunus, fundador del Grameen Bank y padre del microcrédito en Bangladesh. Sin embargo, esas experiencias, al igual que las de Bolivia o Perú, quedan muy lejanas para el ciudadano medio. ¿Cómo se puede participar de las microfinanzas viviendo en España?

Sin duda, el modelo más revolucionario para permitir la participación en las microfinanzas lo puso en marcha Kiva, una empresa social que ofrece su plataforma en internet para que cualquiera pueda registrarse, crear un perfil y empezar a financiar microproyectos en países emergentes y en desarrollo. Ampliaciones de negocios, formación, inversión en bienes productivos... La demanda de crédito es variada y cada usuario tiene la libertad de elegir a quién quiere apoyar. En realidad, detrás de Kiva existen microfinancieras locales que son quienes realizan la evaluación crediticia y mantienen

la relación directa con los beneficiarios, pero todo se presenta de una manera bastante sencilla para el usuario medio. MyC4 es otro sitio de características similares, pero que funciona con una dinámica de préstamos P2P similar a Prosper o Zopa. Esto significa que, a diferencia de Kiva (donde únicamente la microfinanciera carga un interés al prestatario), el usuario percibe un interés por prestar su dinero.

Otra alternativa que ofrece el mercado son los fondos de inversión en microfinanzas, que pueden contratarse desde los bróker *online*, igual que cualquier otro producto similar. Las gestoras especializadas diversifican sus inversiones en una cartera de entidades de microfinanzas y ofrecen este producto a sus clientes. Aunque existen voces críticas con esta visión mercantilista de las microfinanzas (al igual que ocurrió con la salida a Bolsa de Banco Compartamos, en México), lo cierto es que las condiciones a las que prestan las entidades que reciben este tipo de financiación están en línea con las que marca el mercado. Como hemos visto, todos estamos invitados a participar ::

Tasa libre de riesgo para inversiones en España

La elevada volatilidad de las variables financieras introduce incertidumbre en la valoración de los activos tanto financieros como empresariales. En concreto, la valoración de empresas está condicionada por la tasa de descuento empleada, uno de cuyos principales parámetros es la tasa libre de riesgo, que se aproxima mediante la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo. El presente artículo pretende analizar la tasa libre de riesgo que consideramos adecuada para valorar actualmente inversiones en España teniendo en cuenta la fuerte volatilidad que ha afectado a la deuda pública española en los últimos tiempos.

Pablo Mañeco



[Stockbyte]/Thinkstock.

La tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de caja futuros de una empresa es una de las variables críticas dentro del proceso de valoración. La tasa utilizada debe ser coherente con el tipo de *cash flow* que vaya a ser descontado y con el riesgo asociado a ese *cash flow*.

La tasa utilizada para descontar el *cash flow* libre para los recursos propios es el coste de los recursos propios (*ke*), mientras que el *cash flow* libre de explotación se descuenta al coste promedio ponderado del capital (WACC), que pondera el coste de los recursos propios y el coste de la deuda en función de su utilización en la estructura financiera de las compañías.

El *ke* o coste de las acciones es la rentabilidad exigida por el accionista a la inversión, esto es: el mínimo de rentabilidad razonable que un inversor objetivo exigiría según el nivel de riesgo percibido en la inversión propuesta.

La fuerte volatilidad registrada por la deuda pública española añade incertidumbre en la valoración y exige plantearse el nivel razonable que, en un escenario de medio y largo plazo, debería ser exigible a proyectos de inversión en España

La tasa de rentabilidad exigida dependerá del riesgo de la inversión. Así, la rentabilidad exigida vendrá determinada por dos factores:

- Tasa libre de riesgo (*rf*): es la rentabilidad que es capaz de obtener un inversor sin que ésta dependa de ningún nivel de incertidumbre económica. Aunque estas premisas no se cumplen totalmente en ningún caso, en la práctica, se suele utilizar como tasa libre de riesgo la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo.
- Prima de riesgo: se añade a la tasa libre de riesgo en el caso de que el proyecto analizado tenga un mínimo de riesgo y abarca, por tanto, todos los proyectos de tipo empresarial. Por riesgo se entiende la probabilidad de que la rentabilidad se aparte de lo esperado. La prima de riesgo de la empresa provendrá tanto de las condiciones intrínsecas de la actividad que realiza (riesgo de negocio) como del grado de apalancamiento financiero o endeudamiento (riesgo financiero).

$$ke = rf + \text{prima de riesgo de la empresa}$$

La TIR del bono español a 10 años ha experimentado un fuerte crecimiento desde principios de 2010. Así, la TIR aumentó desde el 3,9% registrado en enero de 2010 hasta alcanzar niveles de 6,4% en agosto de 2011, lo que supuso un incremento de 250 puntos básicos. Este incremento estuvo fundamentado básica-

mente en la mayor percepción de riesgo país por parte de los inversores. De esta forma, el diferencial de la TIR del bono español frente a la del bono alemán se incrementó desde los 58 puntos básicos de enero de 2010 hasta los 410 puntos básicos que llegó a alcanzar durante el mes de agosto de 2011.

El presente artículo pretende exponer la tasa libre de riesgo que consideramos adecuada en la fecha actual para valorar empresas e inversiones situadas en España. La fuerte volatilidad registrada por la deuda pública española, que ha llevado la prima de riesgo frente al bono alemán a máximos históricos, añade incertidumbre en la valoración y exige plantearse el nivel razonable que, en un escenario de medio y largo plazo, debería ser exigible a proyectos de inversión en España.

ESTIMACIÓN DE LA TASA LIBRE DE RIESGO

Consideramos que la tasa libre de riesgo adecuada para valorar inversiones en España debería situarse en el entorno del 5%, en línea con la TIR de los bonos del Estado español a 10 años registrada a fecha de 13 de octubre de 2011 (4,94%).

TIR España 10 años. Diferencial frente a Alemania



Fuente: elaboración propia.

En nuestra opinión, esta referencia es la más adecuada como tasa libre de riesgo por las siguientes razones:

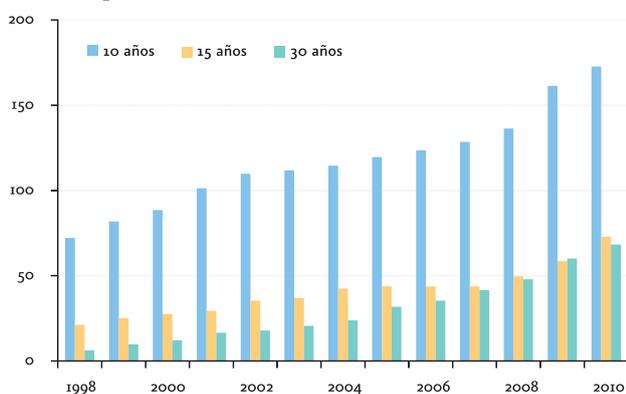
- La rentabilidad de los bonos del Estado español incorporan una prima por «riesgo país» (diferencial frente al bono alemán) que debe considerarse en la tasa de descuento de una inversión en España. El diferencial respecto al bono alemán a 10 años se sitúa en 290 puntos básicos a 13 de octubre de 2011.
- Pese a que existen bonos a más largo plazo, consideramos que el bono a 10 años es el que mejor refleja la rentabilidad exigida a una inversión a largo plazo, como lo demuestra que su negociación



[Stockbyte/Thinkstock.]

es significativamente superior a la de las otras referencias a largo plazo (15 y 30 años). La elevada liquidez del bono a 10 años aconseja su utilización como referencia a largo plazo, frente al 15 y 30 años, cuya rentabilidad puede estar afectada por la menor liquidez de las emisiones.

Deuda del Estado en circulación
(importe nominal de la deuda viva al final de cada período en miles de millones de euros)



Fuente: Banco de España.

La TIR de los bonos de los Tesoros de los países europeos periféricos ha experimentado un incremento significativo a lo largo de los últimos meses debido a dos razones principales:

- Las dificultades de Grecia, Irlanda y Portugal para hacer frente a sus compromisos de deuda y para captar nueva financiación en los mercados.
- La falta de cohesión a nivel interno en el área euro a la hora de establecer mecanismos de rescate para las economías con problemas de liquidez y financiación y la falta de fomento de la estabilidad de los mercados.

España e Italia no han sido ajenas a este deterioro de los costes de financiación, aunque el incremento de los tipos de interés ha obedecido, en mayor medida, a las dudas que se derivan de la falta de reacción a nivel institucional en el área euro.

Así, ambas economías, aunque a mayor coste, han logrado seguir financiándose en los mercados mayoristas en todos los plazos de la curva de tipos de interés, hecho que no había ocurrido en el caso de Grecia, Irlanda o Portugal, que habían visto restringida su capacidad de financiación a los plazos más cortos (12 meses e inferiores).

En el caso concreto de España y a lo largo de 2011, el diferencial frente a Alemania ha cotizado, en media, en torno a 250 pb, consistente con un tipo de interés a 10 años en el 5,50%. Para los próximos años, preveemos que el tipo de interés de la deuda a 10 años del Reino de España se sitúe, en promedio, en cotas del 5%, consistente con un diferencial situado en 200 pb. Las razones que explican nuestra previsión de estabilidad del bono español a 10 años en estos niveles, consistente con un diferencial frente a Alemania situado en 200 pb, son las siguientes:

- Desde un punto de vista coyuntural, el activo papel del BCE en los mercados adquiriendo deuda pública en el mercado secundario de aquellos países más castigados y retrasando las subidas de tipos de interés para acomodarse a un escenario de consolidación fiscal muy agresivo y de débiles perspectivas de crecimiento e inflación.

Consideramos que la tasa libre de riesgo adecuada para valorar inversiones en España debería situarse en el entorno del 5%

- Desde un punto de vista estructural, la definitiva concreción de los mecanismos de rescate, de su financiación y de sus capacidades de actuación en los mercados financieros en situaciones de emergencia (ello permitirá reforzar la confianza de los inversores en la supervivencia del euro); la apuesta por una mayor integración fiscal desde las instituciones europeas, que permitirá llevar a cabo un mejor seguimiento de las cuentas públicas en las economías que integran la unión económica y monetaria, y la introducción de nuevas reglas de disciplina fiscal en las economías del área euro, que deben reforzar la confianza de los inversores en la capacidad y voluntad de los Gobiernos de mantener la estabilidad presupuestaria.

España, concretamente, a diferencia de otras economías de la periferia, está consiguiendo respetar los límites de déficit establecidos para el conjunto del año, siendo las comunidades autónomas los únicos organismos que ostentan un riesgo significativo de desviarse. Esta circunstancia debe reforzar la confianza de los inversores en la capacidad para alinear el déficit con los objetivos establecidos por la Comisión Europea para 2013 (en niveles del 3%) ::

Las claves de la deducción fiscal del fondo de comercio financiero



Paula Ameijeiras

En 2011 se ha vuelto a hablar de la deducibilidad del fondo de comercio financiero no sólo por haberse publicado la exigencia de la Comisión Europea de su supresión para la compra de participaciones significativas -más del 5%- en terceros países, sino también porque con efectos, exclusivamente en los períodos impositivos iniciados en 2011, 2012 y 2013, se ha establecido un límite temporal a la misma

Como es sabido, se entiende por «fondo de comercio financiero» (*financial goodwill*) el sobrepago pagado por la adquisición de un negocio respecto al valor de mercado de los activos que lo componen. Pues bien, la disposición del impuesto de sociedades español (IS), que permite a las empresas españolas en los casos de adquisición de una participación en empresas no españolas amortizarlo durante 29 años, recogida en el artículo 12.5 de la ley del impuesto sobre sociedades (LIS¹), supone, a la vista de la Comisión Europea (CE), una ayuda estatal en forma de incentivo fiscal excepcional que se aparta de la lógica y del sistema contable y fiscal español.

Durante 2011-2013, la deducción tendrá como límite anual máximo la centésima parte del fondo de comercio en lugar de la vigésima

En el caso concreto de la adquisición en otros Estados miembros de la Unión Europea (UE), la CE concluyó, ya en 2009², que el régimen constituía una ayuda estatal porque confería

ventajas selectivas a las empresas españolas que tomaban parte en entidades europeas en comparación con transacciones cien por cien españolas sin razón objetiva. A raíz de ello, el legislador español modificó la LIS de tal forma que, actualmente, la deducción no es de aplicación a las adquisiciones de valores representativos de la participación en fondos propios de entidades residentes en otro Estado miembro y realizadas a partir de 21 de diciembre de 2007.

Sin embargo, a principios del 2011, y, de nuevo, con arreglo a las normas sobre ayudas estatales del Tratado, la CE adoptó una nueva decisión³ exigiendo a España la derogación de la disposición, pero, ahora, en lo que se refiere a las adquisiciones fuera de la UE, con excepción de los países en los que se ha demostrado o se pueda demostrar (India y China) la existencia de obstáculos (como, por ejemplo, la prohibición de fusiones jurídicas transfronterizas). No obstante, en esta ocasión, su transposición se prevé más complicada. De hecho, la ley de presupuestos generales para este año 2011 sólo corrigió la

amortización por lo que respecta a las inversiones en empresas comunitarias.

La CE considera ayuda estatal la disposición del IS que permite a las empresas españolas amortizar el fondo de comercio por la adquisición de empresas no españolas

Porque ¿cómo se valorarían esos obstáculos?, ¿cuándo entraría en vigor? Parece claro que la confianza legítima debería permitir aplicar el beneficio, al menos, para las operaciones realizadas hasta primeros de 2011; no obstante, estaremos muy atentos a su evolución.

Adicionalmente, este año se ha aprobado (apartado 1º.3 del artículo 9 del Real Decreto-Ley 9/2011, de 19 de agosto⁴) el establecimiento de un límite, de aplicación temporal en los períodos impositivos iniciados en 2011, 2012 y 2013, a la amortización del fondo de comercio financiero, que, durante esos tres años, podrá deducirse a un ritmo inferior al habitual, pero que, dada la redacción legal, no impedirá la deducción definitiva de esas cantidades en un momento posterior ::

¹ Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la ley del impuesto sobre sociedades.

² Decisión de la Comisión Europea de 28 de octubre de 2009.

³ Decisión de la Comisión Europea de 12 de enero de 2011.

⁴ Real Decreto-Ley 9/2011, de 19 de agosto, de medidas para la mejora de la calidad y cohesión del sistema nacional de salud, de contribución a la consolidación fiscal y de elevación del importe máximo de los avales del Estado para 2011.



«Hay que lograr mejores emparejamientos entre las buenas cualificaciones de la población y los buenos puestos de trabajo»

El doble des(bar)ajuste

Uno de los mantras más repetidos de nuestro complejo laboral-empresarial-formativo es que producimos demasiados jóvenes cualificados que acaban trabajando en empleos que no son tanto. Lo que se dice menos es que tenemos muchos trabajadores poco cualificados trabajando en empleos que requieren cualificación. Las dos cosas son graves, pero la segunda es, además, sorprendente. La verdad es que no hay más que darse una vuelta por las estadísticas de empleo por sectores y ocupaciones y su cruce con los niveles educativos de esos ocupados para percatarse de la existencia de un descomunal doble desajuste o, como evoca el título de esta columna, desbarajuste.

Veamos algunos de los datos más reveladores. En lo que se refiere al primer desajuste, es decir, el que consiste en personas cualificadas realizando actividades poco cualificadas, nos encontramos, por ejemplo, con que, según la EPA del segundo trimestre de 2011, las tres cuartas partes de los trabajadores cualificados de la agricultura y la pesca tienen un nivel bajo de estudios, el 8% de los trabajadores que desempeñan tareas no cualificadas poseen un nivel de estudios elevado, el 57% de quienes ocupan puestos como trabajadores cualificados de las manufacturas, la construcción y la minería poseen, igualmente, un nivel bajo. Entre los sectores productivos que uno diría que, *a priori*, pertenecen a la categoría de sectores avanzados, nos encontramos con sectores como el del «transporte, la logística y las TIC», en el que destaca que la tercera parte de sus trabajadores poseen un nivel bajo de estudios, o el de «las finanzas, los servicios inmobiliarios, profesionales, científicos o administrativos», con una cuarta parte de ocupados con estudios de nivel bajo.

Son datos muy elocuentes de la incapacidad de nuestro tejido laboral y empresarial, pues de este doble tejido se trata para lograr mejores emparejamientos en-

tre las buenas cualificaciones de la población y los buenos puestos de trabajo. Alguno de estos dos elementos debe estar ausente, o puede que los dos, al menos en magnitud suficiente como para que se note la diferencia. En ausencia de puestos de trabajo y empresas capaces de encuadrarlas, ¿de qué nos sirve tener las generaciones mejor preparadas de nuestra historia? o, desde la otra perspectiva, ¿cómo se explica que denominemos «avanzados» a sectores y empresas con tan masiva presencia de trabajadores con escaso nivel de estudios?

Ésta es una de las cuestiones, entre muchas, desgraciadamente, que tendremos que abordar a fondo para que el futuro económico de nuestro país se presente más despejado de lo que la pertinaz presencia de la crisis nos deja entrever en estos momentos. Pero no conviene llamarse a engaño. Es demasiado sencillo hablar de capital humano y empresas y sectores avanzados sin que nadie nos pida precisar inmediatamente de qué estamos hablando exactamente. Hoy por hoy, son mantras que repetimos una y otra vez.

Tan malos como estos desajustes entre cualificaciones y ocupaciones, que, al fin y al cabo, afectan sólo a una parte de los trabajadores y de las empresas, aunque nada despreciable, son los ajustes perfectos entre estos dos elementos, pero en las proporciones equivocadas. Así, por canónico que sea el que las bajas cualificaciones se emparejen con las ocupaciones básicas y que las altas cualificaciones lo hagan con las ocupaciones avanzadas, lo que es bastante menos canónico para una economía que quiera estar en la división de honor de la liga competitiva es que abunden sobremedida los primeros emparejamientos y escaseen los segundos. En estas condiciones, no es de extrañar que, en general, los trabajadores estén desmotivados y las empresas mal nutridas de recursos humanos y capacidad para gestionarlos ::

JOSÉ ANTONIO HERCE

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

EcoBuild 2012



Entre los días 20 y 22 de marzo de 2012 tendrá lugar en el recinto ferial ExCel Londresla octava edición de la feria EcoBuild 2012, dedicada a la sostenibilidad ambiental y eficiencia energética en el sector de la construcción.

EcoBuild es la mayor feria a nivel mundial en lo que a diseño, arquitectura y construcción sostenible y energéticamente eficiente se refiere. Durante sus tres días de duración, EcoBuild acogerá a más de 1.300 profesionales del sector, los cuales podrán disfrutar de un amplio programa de eventos informativos y de formación con carácter gratuito. Así, está prevista la realización de más de cien conferencias y seminarios a cargo de 750 oradores expertos en la materia. Además, la feria albergará docenas de atracciones interactivas y educativas.

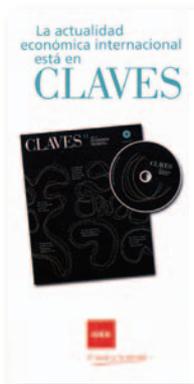
EcoBuild se ha convertido, además, en la feria del sector de la construcción que recibe un mayor número de visitas de las celebradas en Reino Unido. No en vano, constituye una plataforma ideal para lanzar nuevos productos, acceder a las innovaciones del sector y obtener una formación completa sobre los nuevos avances sectoriales y la forma de implementarlos.

El nuevo marco normativo europeo establece la obligatoriedad de utilizar técnicas sostenibles en el ámbito de la construcción, por lo que la asistencia a esta feria es casi una visita obligada para empresas, arquitectos y consultorías especializadas en el sector de la construcción ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL			
ProWein 2012 Sectores: vinos y bebidas alcohólicas	Düsseldorf (Alemania)	Del 4 al 6 de marzo	Contacto: ICEX, Patricia Bezos Tlf: 913 496 163 Correo electrónico: patricia.bezos@icex.es
Prodexpo 2012 Sectores: hábitat	Moscú (Rusia)	Del 2 al 5 de abril	Contacto: ICEX, Carolina Fernández Infante Tlf: 913 496 315 Correo electrónico: carolina.fernandez@icex.es
Food & Hotel Asia 2012 Sectores: alimentación, hostelería y servicios conexos	Singapur (Singapur)	Del 17 de abril al 20 de abril	Contacto: ICEX, Elena Rueda Tlf: 913 496 375 Correo electrónico: elena.rueda@icex.es

OTRAS FERIAS			
Security Expo 2011 Sectores: prevención y seguridad en el trabajo	Casablanca (Marruecos)	Del 14 al 17 de diciembre	Contacto: Abdelmajid Benmoussa Tlf: + 212 661 16 44 89 Correo electrónico: abenmoussa@actifevents.com
Intersolar India 2011 Sectores: energía solar	Bombay (India)	Del 14 al 16 de diciembre	Contacto: Brijesh Nair Tlf: + 91 22 4255 4707 Página web: www.intersolar.in/en/staticlinks/footer/contact.html
Robotics Asia 2012 Sectores: diseño de robótica para las industrias de defensa, agrícola, salud, entretenimiento y educación	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 16 al 18 de febrero	Contacto: PROTEMP Exhibitions Sdn. Bhd. Tlf: + 603 6140 6666 Correo electrónico: kelly@protempgroup.com

OTRAS ACTIVIDADES			
Winter Fancy Food 2012 Sectores: alimentación y bebidas	San Francisco, California (Estados Unidos)	Del 15 al 17 de enero	Contacto: Elvira Hernández Encuentra Tlf: 914 117 211 Correo electrónico: elvira.hernandez@icex.es
Wines from Spain Trade Fair 2012 Sectores: vinícola	Londres (Reino Unido)	1 de marzo	Contacto: Oficina Económica y Comercial de España en Londres Tlf: (0044-207) 467 23 3 Correo electrónico: londres@comercio.mityc.es
Misión comercial directa a Bolivia y Perú 2011-ANMOPYC Sectores: maquinaria de obras públicas, construcción y minería	Guatemala, Nicaragua y Belice	Del 12 al 16 de diciembre	Contacto: Pedro Miguel Flores Duque (ICEX) y Asociación Española de Fabricantes Exportadores de Maquinaria de Construcción, Obras Públicas y Minería (ANMOPYC) Tlf: 902 349 000 y 963 854 128 Correo electrónico: informacion@icex.es y anmopyc@anmopyc.es



CLAVES DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 2011

ICEX, 2011 | www.icex.es

Esta undécima edición de *Claves de la economía mundial* lleva a su sección la relación entre empresa, cooperación financiera y desarrollo reuniendo diversas miradas sobre el papel de los instrumentos financieros en el apoyo al tejido empresarial de los países en desarrollo. Se justifica la relevancia de ese nuevo ámbito de la cooperación internacional, se hace un análisis comparado de las políticas de los donantes de la OCDE, se analizan los nuevos instrumentos financieros, el papel de los bancos de desarrollo y, por último, se presenta un estudio de un caso de desarrollo microfinanciero. «Tribuna empresarial», otra sección del estudio, refuerza estos contenidos centrando su atención en empresas cuya actividad se mueve en ámbitos próximos a la cooperación para el desarrollo: la empresa consultora de ingeniería Eptisa y Cofides.

Como en anteriores ediciones, y manteniendo su atractivo diseño, la obra contiene los perfiles actualizados de 195 países del mundo y 60 territorios dependientes. El CD-Rom que completa la obra se estructura en las siguientes secciones: perfiles actualizados de todos los países, informes económicos también actualizados de más de 130 países, artículos del libro, así como todos los publicados en las 10 ediciones anteriores, base de datos estadística -que permite generar de manera interactiva *rankings* y gráficos de gran calidad y exportarlos a otros formatos para su uso posterior- y un avance de datos macroeconómicos de 2010 ::

DOING BUSINESS 2012: DOING BUSINESS IN A MORE TRANSPARENT WORLD

The World Bank, 2011 | www.doingbusiness.org

Doing Business 2012: *hacer negocios en un mundo más transparente* evalúa las regulaciones que afectan a las empresas nacionales en 183 países y clasifica las economías según 10 ámbitos de la regulación empresarial, tales como abrir un negocio, la insolvencia y el comercio transfronterizo. La clasificación del informe sobre la facilidad de hacer negocios se ha ampliado para incluir un nuevo indicador: la obtención de electricidad, que ha revelado que conseguir una conexión eléctrica es más sencillo en Islandia, Alemania, Taiwán, China, Hong Kong, China y Singapur.

Otras importantes conclusiones del nuevo estudio son:

- Marruecos es el país que más ha mejorado su regulación en comparación con otras economías del mundo, subiendo 21 puestos, hasta el nonagésimo cuarto, gracias a la simplificación en el proceso de permisos de construcción, lo que facilita la carga administrativa de cumplimiento tributario y proporciona una mayor protección a los accionistas minoritarios. Desde 2005, Marruecos ha puesto en marcha 15 reformas para mejorar su clima de negocios.
- Además de Marruecos, otras 11 economías han mejorado sus formas de hacer negocios a través de varios aspectos regulativos medidos por el informe, a saber: la ex República Yugoslava de Macedonia, Santo Tomé y Príncipe, Letonia, Cabo Verde, Sierra Leona, Burundi, las Islas Salomón, la República de Corea, Armenia y Colombia.
- La República de Corea entra por primera vez en el top 10.
- Los Gobiernos de 125 economías de las 183 medidas han puesto en marcha un total de 245 reformas regulatorias, un 13% más que en el año anterior. África subsahariana alcanza un récord, ya que 36 de sus 46 economías han mejorado su regulación para hacer negocios este año.
- En los últimos seis años, las economías de 163 países han hecho que su entorno normativo sea más favorable para las empresas, de las que China, India y Rusia se encuentran entre las 30 primeras economías que llevan más tiempo continuado implementando mejoras en este terreno.
- El *ranking* está liderado por Singapur, seguido por Hong Kong, China, Nueva Zelanda, Estados Unidos y Dinamarca.
- En cuanto a España, ha avanzado ligeramente en la clasificación y se sitúa ahora en el puesto cuadragésimo cuarto. En la clasificación del año pasado, España era la cuadragésima novena, aunque el organismo ha ajustado sus datos y ahora dice que, en realidad, era la cuadragésima quinta, con lo que habría avanzado un solo puesto (y el año pasado no habría caído, en contra de lo que dijo entonces). Donde saca peor nota es en las facilidades para abrir una empresa (puesto 133), y eso a pesar de haber mejorado 13 posiciones en un año; donde saca más puntos es en las facilidades para cerrarla, esto es, resolver una situación de quiebra ::



VMV desembarcará en China y en Brasil en 2012

El grupo VMV es un *holding* empresarial que aglutina empresas en el sector de los cosméticos y equipamiento para peluquerías. Fundada en los años setenta por su actual presidente Víctor Martínez Vicario, cuenta con 17 compañías propias, entre las que destaca su empresa insignia: Salerm.

La compañía, que cuenta con una experiencia internacional previa con 15 delegaciones propias y agentes de distribución localizados en EEUU, Latinoamérica y el continente asiático, se introducirá el año próximo en China y Brasil mediante la instalación de una planta de fabricación en cada país.

El desarrollo económico experimentado por estos países y las necesidades crecientes de consumo de

una población conjunta superior a 1.500 millones de habitantes hacen de estos mercados una oportunidad de negocio que el grupo VMV no ha pasado por alto para continuar con su estrategia de crecimiento internacional.

La apertura de la primera planta de producción en Brasil se realiza de la mano de un socio de la región con el que ya llevó a cabo la introducción de la compañía en Venezuela.

La localización de las instalaciones no ha sido desvelada por la compañía, aunque se conoce que empleará a 40 trabajadores. Esto supondrá una inversión inicial de entre dos y tres millones de euros, financiada con recursos propios de la compañía y aportaciones de la empresa regional asociada.

Para la instalación de la primera planta de fabricación en China, la compañía ha llegado a un acuerdo con un socio de origen español con amplia experiencia comercial en el país asiático. La factoría se situará a 600 km de Beijing y la inversión necesaria para el desarrollo del proyecto será similar a la desembolsada en Brasil.

El grupo, que cuenta actualmente con más de mil empleados, ha facturado 103,9 millones de euros en el ejercicio 2010 y prevé un incremento del 15% de esa cifra durante este año. A través de las inversiones que se llevarán a cabo en 2012, la compañía tiene el objetivo de consolidar su negocio exterior, que ya reporta más del 60% de los ingresos totales ::

Bubok se expande a Noruega, Suecia e Inglaterra

La plataforma española líder en publicación e impresión de libros bajo demanda comenzó a desarrollar su actividad en 2007. El espíritu emprendedor de su CEO y fundador Ángel María Herrera ha llevado a la compañía a desarrollar líneas de negocio en España y Portugal.

El negocio principal de esta empresa consiste en la publicación sin coste alguno para autores conocidos o principiantes de sus obras, las cuales se ponen a la venta a través de la web. Los lectores pueden comprar la versión impresa o la versión digital en cualquier cantidad a partir de un solo ejemplar. La editorial se encarga del envío, cobro al cliente y abono a los autores de los ingresos generados que se fijan en un 80% del margen de beneficio obtenido por la venta de sus obras.

La apertura de plataformas en Inglaterra, Noruega y Suecia es fruto del acuerdo firmado con Service

Point Solutions (SPS), empresa líder en el sector de servicios de gestión documental e impresión digital. La presentación internacional de estos nuevos servicios ha tenido lugar en la Feria del Libro de Gotemburgo (Suecia), celebrada del 22 al 25 de septiembre.

Esta expansión internacional convierte a Bubok en la primera *start-up* española que se introduce en el mercado de los países nórdicos.

Según declaraciones del presidente de la compañía Ángel María Herrera, estos tres mercados tienen un gran potencial, ya que los consu-

midores cuentan con una amplia experiencia en la compra *online* y, además, se encuentran entre los países con mayor número de lectores habituales y de libros publicados por habitante.

En la actualidad, se publican en Bubok unas 15.000 obras al año, lo que supone un 20% de los títulos editados en España. No obstante, el acuerdo alcanzado con SPS permitirá en un futuro abrir mercado en los nueve países donde SPS cuenta con plantas de impresión propias y en los 44 donde tiene presencia mediante la red de GlobalGrafixNet ::



[Hemera]/Thinkstock.

Duscholux Ibérica asalta el mercado de Francia

La firma de mamparas de baño Duscholux Ibérica se ha hecho cargo del negocio de la multinacional de origen alemán en Francia, que cerró en 2009. La filial española cuenta con total autonomía, aunque aprovecha sinergias con el resto de sociedades del grupo en ámbitos como la investigación y el desarrollo. Crea, así, un departamento específico dedicado a la exportación para ampliar en el mercado extranjero su negocio, en especial en Francia, Portugal, norte de África y Sudamérica. Además, la compañía ha creado un departamento de proyectos para potenciar la presencia de la marca en hoteles, residencias y nuevas construcciones.

La empresa, con sede en Barcelona y una plantilla total de unas 65 personas, es la firma pionera en la fabricación de mamparas en España. Con cerca de 40 años de experiencia, son la marca líder del sector y la que ha hecho evolucionar el mercado incorporando materiales, componentes y diseños nunca antes aplicados a la mampara. Además de las instalaciones de Barcelona, cuenta con una delegación y un almacén en Madrid.



El grupo, de origen alemán, que actualmente tiene la sede en Suiza, cuenta con seis plantas de producción en Europa y más de 20 oficinas de distribución que ofrecen soluciones para el baño en todo el mundo. Dispone de fábricas en Reino Unido, Suiza, Península arábiga y Tailandia, además de la de Barcelona, que sirven a los mercados de su entorno. Entre los nuevos planes de negocio destaca la presentación de 17 nuevas líneas de producto y la inversión de 1,5 millones de euros en

un espacio de exposición en sus instalaciones de Barcelona, además de la renovación de su imagen corporativa y expositores.

En 2010, facturó 12 millones de euros, cifra que espera superar ligeramente este 2011 gracias a su fuerte crecimiento en Francia y a la ampliación de la red de distribuidores de sus nuevos productos en España. Sin embargo, deberá afrontar las caídas de ventas del conjunto del sector del baño producidas por la crisis inmobiliaria ::

Efron Consulting desembarca en México

La consultora española Efron Consulting ha decidido consolidar su estrategia de expansión internacional con la apertura de una filial en México. De esta forma, refuerza su presencia en el mercado americano, donde ya cuenta, desde el año 2009, con la compañía Efron4Sight Group, con oficinas en Boston y Phoenix.

La empresa, presidida por Jacobo Israel, ex director general de Sema Group, dio su primer salto fuera de España de la mano de Mapfre e Isban, que pretendían ampliar su negocio en EEUU, los cuales adquirieron Commerce y Sovereign,

respectivamente. En esta ocasión, se fusionaron con un socio local, 4Sight Technologies. La nueva filial, llamada Efromex Consulting, que tendrá oficinas en México DF y Santiago de Querétaro, nace con el objetivo de prestar servicios como proveedor tecnológico a empresas españolas del sector financiero con negocio en México. También planean instalarse en Brasil y no descartan ir a la India y a China si encuentran un socio.

Efron Consulting, resultado de la fusión y compra de varias empresas españolas, nació en 2008 a pesar de la crisis y de la bajada de tarifas que pa-

decía el sector. La empresa, que compete con gigantes como Accenture, Atos Origin o IBM en consultoría, tecnología y *outsourcing*, cuenta con más de 450 profesionales en España trabajando en proyectos nacionales e internacionales en los sectores en los que son especialistas (financiero, sanitario, telecomunicaciones, industria y Administración pública).

Entre sus clientes se encuentran Banco Santander, BBVA, Mapfre, Zurich, Caser, Adeslas y AXA. En 2010, facturaron casi 22 millones de euros y este año prevén crecer un 5% pese a la crisis y a la dura competencia de sus rivales ::

Diversificación de las exportaciones españolas de alimentos y bebidas

En el conjunto del último lustro, las ventas al exterior de alimentos y bebidas españoles crecieron un 30%. A pesar de que la mitad de dichas ventas se han destinado a cinco mercados europeos -Francia, Italia, Portugal, Alemania y Reino Unido-, que, además, han registrado un comportamiento, en general, positivo, los principales responsables de tal crecimiento han sido los mercados emergentes. En este sentido, destaca la evolución de las compras realizadas por los BRIC (Brasil, Rusia, India y China), que, en cinco años, se han duplicado,

encontrándose China y Rusia entre los 10 principales destinos de las exportaciones españolas de alimentos y bebidas. Asimismo, las compras de países como Polonia y Rumanía fueron un 255% superiores en 2010 que cinco años antes.

El sector español de alimentación y bebidas registró, en 2010, un incremento interanual del 9% en sus ventas al exterior y, en el primer semestre de este año, ha mantenido la tendencia positiva, con un crecimiento del 13% respecto al mismo período del año pasado alcanzando los 8.961 millones de euros ::

Oportunidades de negocio ligadas a la reforma del sector energético británico



La Oficina británica de los Mercados de Gas y Electricidad (Office of the Gas and Electricity Markets-Ofgem) estima que, con la finalidad de garantizar la competitividad y rebajar el coste de la electricidad en Reino Unido, serán necesarias unas inversiones de 236.000 millones de euros en el horizonte hasta 2020.

El sector eléctrico británico está siendo objeto de reorganización para buscar una producción y uso energéticos más limpios asegurando el suministro y reduciendo el gasto en electricidad para el consumidor final, de acuerdo con Marianne Carlin, agregada comercial de la Embajada de Reino Unido en Madrid.

Entre las iniciativas que están liderando el proceso de transformación del sector energético británico destacan la reforma del mercado eléctrico, el programa Compromiso de Reducción de Carbono y la Hoja de Ruta de Energías Renovables

2020. Precisamente, en relación con las energías renovables, Reino Unido está realizando una fuerte apuesta y, hasta ahora, ha aprobado la instalación de 22 GW, según afirma Marianne Carlin. Asimismo, las previsiones apuntan a un incremento del 4%, hasta 2014, en el uso de energías renovables en transportes y 123.000 instalaciones de calefacción abastecidas con fuentes renovables hasta 2020.

En los próximos años, Reino Unido pretende llevar a cabo diversas inversiones en el sector de la energía: construcción de parques eólicos y de nuevas centrales nucleares y establecimiento de sistemas de captura de CO₂ en las plantas de carbón. Además, Reino Unido mantendrá el apoyo a inversores y seguirá velando por el cumplimiento del principio de derechos adquiridos y la ausencia de cambios retroactivos en las inversiones que conlleven reducidas emisiones de CO₂, destaca Marianne Carlin ::

Costa Rica atrae más inversión extranjera

Durante el primer semestre del año, Costa Rica ha captado inversiones extranjeras directas (IED) por valor de 1.057 millones de dólares, un 45% más que las registradas en el mismo período del año pasado, de acuerdo con el Ministerio de Comercio Exterior costarricense.

Estos datos muestran una tendencia positiva en la entrada de inversión extranjera directa al país. En los seis primeros meses del año, ya ha superado la mitad del importe de IED fijado como objetivo (1.850 millones) por el Gobierno de Costa Rica para el conjunto del año.

Las autoridades costarricenses han justificado este comportamiento favorable de los flujos de entrada de IED por el hecho de que el país está promoviendo mejoras en el clima de negocios, así como en materia de competitividad y seguridad para la inversión extranjera.

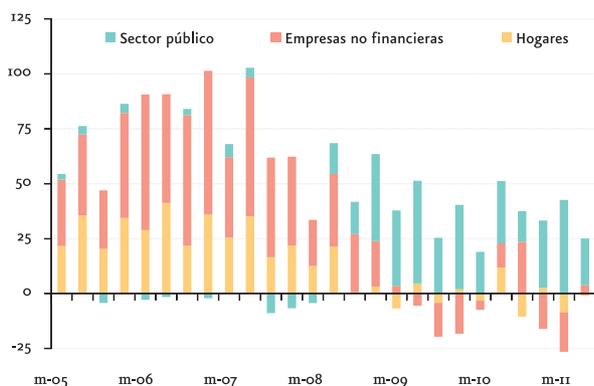
Por su parte, la inversión directa de España en Costa Rica (en términos brutos y sin considerar operaciones en empresas de tenencia de valores) se situó en un millón de euros entre los meses de enero y junio de 2011 (siendo un 50,3% inferior a la del mismo período de 2010), que se destinó a los sectores de construcción de edificios (69,8% del total) y almacenamiento y actividades anexas al transporte, de acuerdo con el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio de España.

Con todo, Costa Rica se sitúa en el puesto centésimo vigésimo quinto, sobre un total de 183 economías, en cuanto a la facilidad para hacer negocios de acuerdo con el *Doing Business 2011* del Banco Mundial. Dentro de la región de América Latina y el Caribe, tampoco se sitúa entre los mercados en los que resulta más fácil hacer negocios, ocupando el puesto vigésimo quinto de entre 32 países considerados ::

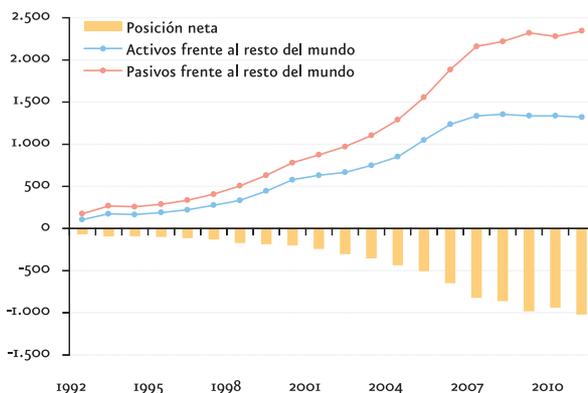
La posición externa, todavía fuente de vulnerabilidad

Sara Baliña

Operaciones de endeudamiento bruto (préstamos y valores distintos de acciones) de la economía española
(miles de millones de euros)



Posición de inversión internacional de la economía española
(miles de millones de euros)



Fuente: elaboración propia a partir del Banco de España (Cuentas financieras de la economía española).

El caso de las operaciones de inversión fija y ahorro, por un lado, y de las operaciones en activos y pasivos financieros, por otro, siempre ofrece resultados interesantes y que merecen más de un comentario. Aprovechamos la publicación de las *Cuentas financieras* para el segundo trimestre de 2011 para exponer algunos de ellos.

El primero: el endeudamiento bruto de la economía española (excluyendo financieros) sigue encontrando resistencias para abandonar cotas del 290% del PIB. El «desapalancamiento» del sector privado, aunque gradual, comienza a adquirir tendencia, pero su magnitud es insuficiente para neutralizar el deterioro en el ratio de deuda pública, que bordea el 72% del PIB. El segundo: mientras no logremos cerrar la brecha de financiación con el resto del mundo, la deuda externa difícilmente logrará reducirse (continúa por encima del 165% del PIB). Y el tercero: el anclaje del volumen de pasivos con el exterior y la reducción en el valor de nuestros activos limita la mejora de la posición de inversión internacional neta, fuertemente deficitaria (en el 100% del PIB).

Respecto a la posición del sector privado, miremos a los hogares y a las empresas no financieras. En el primer semestre de 2011 y respecto al mismo período de 2010, las familias han reducido de forma significativa sus decisiones de inversión no sólo en activos fijos, sino también, y principalmente, en activos financieros. Aunque las presiones bajistas en renta están limitando su capacidad de ahorro, el acumulado en

trimestres previos supone un factor de soporte para dar recorrido a la amortización de deudas. El desapalancamiento en los primeros meses del año ha sido similar en magnitud al observado en 2009. Sin pulso inversor, hay recorrido para cesiones adicionales. Todo dependerá de que quien pueda repagar su deuda lo haga.

En cuanto a las empresas, el esfuerzo de saneamiento acometido durante la crisis ha sido esencial para entender la reducción a la mitad de los niveles de apelación al ahorro externo del conjunto de la economía. Parte del ajuste ha recaído, y sigue haciéndolo, en las decisiones de inversión en activo material. La otra parte de la ecuación viene explicada por un excedente de explotación creciente, lo que, simplificando, explica el grueso del ahorro bruto de las empresas. Aun sin que se produzca una reactivación de la inversión en la parte final del año, cuesta ver aumentos marginales del excedente de explotación que supongan nuevos incrementos de la capacidad de financiación empresarial.

La segunda derivada pasa por ver el reflejo de este patrón en términos de operaciones financieras. Durante el primer semestre, las empresas han deshecho posiciones en activos financieros, lo que, unido al reducido esfuerzo inversor en activos fijos, permitió que el ahorro neto fuese suficiente para sufragar la inversión agregada. La caída del pasivo se encuadra en este contexto y es clave para permitir que España logre mejorar su posición relativa en la comparativa internacional de endeudamiento bruto empresarial ::

Resumen mensual

RENDA FIJA CONVERTIBLE

Como es sabido, la renta fija convertible es un instrumento híbrido, dado que contiene elementos comunes a los bonos (cobro de cupones y un determinado vencimiento), pero también a la renta variable (en el vencimiento, se suelen devolver acciones en lugar del nominal). Este carácter híbrido permite contar con una apuesta en renta fija con un plus de rentabilidad en caso de que los mercados bursátiles se revaloricen, con el riesgo, claro está, de poder llegar a perder si las cotizaciones caen.

Sin embargo, ante la evolución reciente de los mercados, entendemos que la renta fija convertible vuelve a recuperar atractivo. Así, el repunte de los diferenciales crediticios de las últimas semanas (hasta 500 pb) implica que las TIR de estos bonos se sitúen en la zona del 7%, por lo que, teniendo en cuenta que, con las caídas bursátiles, la delta ha cedido hasta la zona del 20%, la corrección adicional de los índices debe ser de casi el 40% para perder dinero en un horizonte a 12 meses (obviamente, sin tener en cuenta el potencial aumento de *spreads* crediticios, que lastraría la rentabilidad). En sentido contrario, si las Bolsas recuperan parte de lo perdido en verano (imaginemos un 10%), el plus de rentabilidad de un bono convertible sería de un 2% (a lo que habría que sumar algo más de *yield* por la reducción de diferenciales), por lo que se podrían esperar rentabilidades del orden del 9% en 12 meses, es decir, en línea con lo observado en 2010.

De momento, el balance en 2011 está siendo negativo, pero podemos estar en un momento óptimo para comprar renta fija convertible como vía indirecta para aumentar la exposición a renta variable «cubriéndonos» el riesgo de cesiones de las cotizaciones.

David Cano

INDICIOS DE ESTANCAMIENTO EN EL ÁREA EURO EN EL TERCER TRIMESTRE DEL AÑO

Con la publicación de los datos del sector servicios en el área euro y en Estados Unidos se completa la batería de indicadores adelantados correspondientes al mes de septiembre, los cuales confirman un escenario de acusada debilidad en el tercer trimestre del presente año. En el área euro (con la excepción de Francia) el PMI de servicios se sitúa por debajo del umbral de los 50 puntos, lo que indica un fuerte deterio-

ro de la demanda doméstica. Es destacable la caída del indicador de servicios en Alemania, un dato que, unido a la fuerte corrección de las ventas al por menor en agosto (-2,9% m), constituyen una buena muestra de hasta qué punto se ha deteriorado la demanda interna. Sin duda, una mala noticia para aquellos países del área euro que han basado su recuperación en la demanda externa y que dependen, en gran medida, del pulso de los países del euro.

Con un PMI *composite* UME que en el tercer trimestre de 2011 ha promediado un 50,3, nuestro modelo de estimación de crecimiento del PIB anticipa un nulo crecimiento económico en este trimestre, con riesgos de recaída en el cuarto trimestre (de momento, -0,1% T).

Álvaro Lissón

EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL SIGUE PLANO EN SEPTIEMBRE

En septiembre, el Ibex ha caído un 2%, aunque con una gran volatilidad intramensual, y el Ibex Small Cap ha retrocedido un 7,3%. Como ya se puso de manifiesto en agosto, los volúmenes de negociación en las empresas del MaB vuelven a ser muy reducidos. La recuperación postestival en la que confiábamos el mes pasado todavía queda lejos.

Con fecha 30 de septiembre, las empresas (excepto Imaginarium) tuvieron que presentar sus cuentas relativas al primer semestre. Para aquellas en las que existen datos comparables, se observan importantes crecimientos de los ingresos, generalmente por encima de los dos dígitos (solo Negocio y Euroespes retroceden), si bien en las líneas de Ebitda y beneficio neto no se observa esa misma uniformidad, al encontrarnos empresas que mejoran sustancialmente y que, incluso, los convierten en positivos, tales como Zinkia, Gowex y Nostrum (aunque, en este caso, la adquisición y consiguiente integración en sus cuentas de Grupo Ñ modifican la dimensión de la compañía), y otras en las que se observa un empeoramiento, que justifican las compañías por sus planes de expansión (Bodaclick, Medcommtech).

Durante la primera quincena de octubre, las ganancias mostradas por el Ibex-35 y el Ibex Small Cap fueron del 4,1 y del 2,3%, respectivamente, aunque diferenciando dos claras fases: las tres primeras sesiones con retrocesos superiores al 4% y una importante recuperación desde entonces.

Javier López Somoza

El post del mes Sara Baliña

Intención de compra de las familias en mínimos igual a consumo estancado



Digital Vision/Thinkstock.

Cuesta ver que, sin pulso en las partidas de consumo duradero, sólo el gasto en turismo residente logre aupar el agregado

La intención de compra de los hogares españoles está en mínimos históricos. El deterioro en la percepción sobre la situación económica general y las expectativas de generación de empleo desde verano han devuelto los índices de confianza del consumidor a zona de alarma. El hundimiento del componente de planes de compra a principios de 2008 hasta niveles de -40 puntos fue el precedente de la primera corrección trimestral del consumo privado en marzo de ese año. En adelante, seis contracciones consecutivas y el inicio de una senda de recuperación errática, que, sin la complicidad de las variables de confianza (en septiembre, el indicador de intención de compra está en -51 puntos), amenaza con diluirse en el más corto plazo.

Los indicadores de gasto real tampoco anticipan un tercer trimestre de crecimiento para el consumo privado. El índice de ventas del comercio minorista cierra agosto en niveles similares a los de junio, una vez depurado el efecto positivo de la estacionalidad estival. Cuesta ver que, sin pulso en las partidas de consumo duradero, sólo el gasto en turismo residente logre aupar el agregado. A la espera de las cifras de septiembre, apostamos por un tercer trimestre de «crecimiento cero» en consumo privado. La persistencia de tasas de inflación en niveles del 3% (el encarecimiento de los carburantes sigue erosionando el poder adquisitivo de las familias), otro factor que se ha de tener en cuenta. El Banco de España, en su último *Boletín Eco-*

nómico, hacía explícita esta expectativa para el consumo. La derivada en clave de demanda interna, relevante: agudización clara de su drenaje al crecimiento.

Las cuentas no financieras de las familias, aunque retrasadas (correspondientes al segundo trimestre 2011), revelarán hasta qué punto la renta disponible ha acusado el impacto de la reducción en transferencias y prestaciones corrientes y la contención salarial. El aumento de la ocupación en el trimestre puede amortiguar su cesión. Preveamos que la tasa de ahorro profundice en la senda de moderación iniciada en 2010 (hasta niveles del 10% de la renta disponible). El crecimiento puntual del consumo también apunta en esa dirección ::

TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	25/10/2011	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,89	5,50	6,08	5,14
Brasil	Real	BRL	2,45	2,36	2,38	2,18
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,96	1,96	1,96
Canadá	Dólar	CAD	1,41	1,41	1,43	1,28
Chile	Peso	CLP	701,86	680,15	690,47	631,93
China	Yuan	CNY	8,84	9,27	9,67	8,56
Colombia	Peso	COP	2.607,26	2.541,85	2.659,06	2.400,82
Corea del Sur	Won	KRW	1.569,88	1.563,99	1.599,72	1.454,98
EEUU	Dólar	USD	1,39	1,39	1,49	1,29
Hungría	Florín	HUF	298,37	271,45	279,75	263,64
India	Rupia	INR	68,84	61,75	66,18	58,43
Japón	Yen	JPY	105,36	111,96	122,74	107,04
Kenia	Chelín	KES	140,09	112,23	131,66	104,76
Malasia	Ringgit	MYR	4,35	4,32	4,43	3,97
Marruecos	Dirham	MAD	11,26	11,27	11,40	11,11
Nigeria	Naira	NGN	215,88	209,60	230,53	197,16
Perú	Sol	PSS	3,78	3,88	4,21	3,62
Polonia	Zloty	PLN	4,37	3,97	4,09	3,84
Reino Unido*	Libra	GBP	0,87	0,87	0,90	0,83
Rep. Checa	Corona	CZK	24,95	24,65	24,91	23,99
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	11,02	9,67	9,94	8,79
Rusia	Rublo	RUB	42,42	42,89	40,85	39,17
Suiza	Franco	CHF	1,22	1,37	1,32	1,19
Venezuela	Bolivar	VEB	5,97	5,97	6,40	5,55

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

Fuente: EcoWin

TIPOS DE INTERÉS. OCTUBRE 2011

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,98	1,76	2,12	Canadá	1,27	1,72	1,87
Dinamarca	1,10	1,52	1,86	Estados Unidos	0,32	0,40	1,12
Reino Unido	0,70	1,20	1,80	Argentina	9,56	13,00	16,69
Suecia	2,15	2,61	2,79	Brasil	11,40	8,01	7,45
Suiza	0,15	0,20	1,15	Chile	5,30	4,06	3,50
				México	4,40	4,38	4,41
Bulgaria	0,68	5,00	6,45	Perú	2,59	4,52	4,85
Rep. Checa	0,76	1,17	1,73				
Hungría	5,20	5,80	6,05	Australia	5,10	4,79	4,99
Polonia	4,70	4,87	4,93	China	3,61**	5,6354	5,2534
Rusia	6,30	7,25	7,08	Corea	3,24*	2,60	2,10
				Hong Kong	0,06	0,29	0,72
Egipto	4,75	6,25	7,5	Indonesia	5,12	5,60	6,10
Sudáfrica	6,00	6,57	6,75	Japón	0,40	0,40	0,90
Turquía	11,50	11,00	10,70	Singapur	0,25	0,45	1,46

* A una semana. ** Tipo Repo Overnight.

Fuente: EcoWin y Reuters.

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

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

* WR: Calificación retirada. ** NR: No calificado.

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

INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. OCTUBRE 2011*

	PIB ¹			Inflación ¹			Tasa paro (%) ²			Saldo público sobre PIB ²			Balanza corriente ³		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
UNIÓN EUROPEA 27															
Alemania	3,7	2,9	1,0	1,1	2,3	1,9	7,1	6,4	6,0	-3,3	-2,0	-1,2	187,0	186,0	181,0
Bélgica	2,3	2,2	1,4	2,2	3,4	2,2	8,3	7,9	7,8	-4,1	-3,7	-4,2	6,9	5,0	2,8
España	-0,1	0,7	0,6	1,8	3,1	1,6	-64,2	-58,0	-50,3	-9,2	-6,3	-5,3	-64,2	-58,5	-50,4
Francia	1,4	1,6	0,9	1,5	2,1	1,7	9,7	9,5	9,2	-7,0	-5,8	-5,3	-44,7	-70,7	-65,8
Irlanda	-0,4	1,0	1,0	-1,0	1,4	0,9	13,7	14,6	14,0	-32,4	-10,5	-8,8	1,0	1,2	4,2
Italia	1,2	0,7	0,0	1,5	2,7	2,0	8,4	8,4	8,2	-4,6	-4,0	-3,2	-70,9	-86,7	-69,6
Países Bajos	1,6	1,7	1,0	1,3	2,3	1,9	4,5	4,2	4,0	-5,4	-3,7	-2,3	51,2	57,1	53,9
Polonia	3,8	3,9	3,0	2,6	4,1	2,8	9,6	9,3	8,8	-21,9	-23,4	-22,1	-21,0	-23,9	-24,1
Reino Unido	1,8	1,0	1,5	3,3	4,4	2,7	7,8	8,0	7,8	-10,4	-8,6	-7,0	-71,5	-51,5	-39,9
Bulgaria	0,2	2,1	2,7	2,4	4,2	3,3	10,2	9,4	8,5	-0,6	-0,5	-1,2	-0,5	-0,4	-1,0
Rumanía	-1,3	1,5	2,5	6,1	6,0	3,7	7,3	7,2	6,8	-8,1	-7,4	-8,3	-8,6	-7,7	-8,8
Zona euro	1,7	1,6	0,6	1,6	2,6	1,8	10,1	10,0	9,7	-6,0	-4,3	-3,5	-53,6	-80,4	-52,8
UE-27	1,9	1,7	0,9	1,8	2,9	2,0	9,6	9,5	9,1	-6,4	-4,7	-3,8	-34,7	-34,1	3,6

OTROS PAÍSES EUROPEOS

Rusia	4,0	4,2	4,0	8,8	7,1	6,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	70,3	88,6	58,6
Suiza	2,7	2,0	1,1	0,7	0,4	0,4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	82,5	83,0	79,1
Turquía	9,0	7,0	2,6	8,6	6,0	7,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-47,7	-75,1	-60,9
Europa Este ⁴	4,5	4,3	3,3	6,6	6,4	6,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-16,9	-22,7	-41,2

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

² Dato actualizado semestralmente.
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.

¹ Tasa de crecimiento anual.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. OCTUBRE 2011*

	PIB ¹			Inflación ¹			Saldo público sobre PIB			Balanza corriente ²		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
AMÉRICA												
Argentina	9,2	7,3	4,2	10,9	10,2	11,3	-0,1	-1,2	-0,8	3,0	0,4	-2,5
Bolivia	4,1	4,5	4,1	7,2	7,9	6,7	n.d.	n.d.	n.d.	0,9	1,1	1,3
Brasil	7,5	3,4	3,8	5,9	6,5	5,6	2,5	2,5	2,2	-47,5	-54,4	-66,8
Chile	5,2	6,3	4,4	3,0	3,4	3,0	-0,5	0,6	0,8	3,8	-0,2	-2,1
Colombia	4,3	5,0	4,6	3,2	3,4	3,3	n.d.	n.d.	n.d.	-9,0	-9,1	-10,0
México	5,4	3,8	3,3	4,4	3,3	3,6	-2,6	-2,5	-2,2	-5,7	-10,1	-15,9
Perú	8,8	6,4	5,3	2,1	3,7	2,6	n.d.	n.d.	n.d.	-2,3	-3,5	-4,2
Venezuela	-1,5	3,0	3,3	27,4	28,5	28,2	-4,0	-2,6	-3,6	14,4	26,8	24,0
América Latina	6,3	4,2	3,9	6,6	6,8	6,4	n.d.	n.d.	n.d.	-57,2	-68,2	-96,6
EEUU	3,0	1,7	1,9	1,6	3,1	2,1	-11,2	-10,0	-8,6	-520,0	-528,0	-504,0
Canadá	3,2	2,3	2,0	1,8	2,8	1,9	n.d.	n.d.	n.d.	-49,4	-51,9	-46,

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

Fuente: Consensus Forecasts.

INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. OCTUBRE 2011

	PIB ¹			Inflación ¹			Balanza corriente ²		
	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)	2010	2011 (p)	2012 (p)
ASIA/PACÍFICO									
China	10,4	9,1	8,5	3,3	5,4	4,0	305,4	305,0	307,4
India	8,5	7,5	7,9	10,4	8,1	7,1	-44,3	-52,9	-57,8
Japón	4,0	-0,5	2,2	-0,7	-0,2	-0,2	196,2	135,7	148,3
Corea del Sur	6,2	3,8	3,8	3,0	4,3	3,2	28,2	21,2	19,9
Asia / Pacífico	7,0	4,5	5,2	2,6	3,6	2,8	597,3	522,1	521,0

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

Fuente: Consensus Forecasts.

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO-AGOSTO 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Andalucía	14.891,8	10,6	24,7	19.044,3	11,1	25,3	-4.152,5
Aragón	6.448,4	4,6	22,2	5.157,0	3,0	13,7	1.291,4
Asturias	2.515,6	1,8	14,5	2.680,5	1,6	13,9	-164,9
Baleares	524,6	0,4	-7,7	1.087,6	0,6	5,6	-563,0
Comunidad Valenciana	13.184,3	9,4	10,4	13.696,8	8,0	7,4	-512,5
Canarias	1.614,8	1,1	23,2	2.931,4	1,7	-3,4	-1.316,7
Cantabria	1.771,9	1,3	18,8	1.334,8	0,8	4,9	437,1
Castilla-La Mancha	2.554,0	1,8	25,6	3.275,5	1,9	-1,7	-721,4
Castilla y León	8.157,8	5,8	19,9	6.826,3	4,0	18,5	1.331,5
Cataluña	36.163,0	25,7	16,8	47.594,7	27,8	9,4	-11.431,7
Ceuta	0,1	0,0	50,0	270,0	0,2	48,3	-269,8
Extremadura	923,5	0,7	10,5	671,4	0,4	3,1	252,1
Galicia	11.374,0	8,1	18,5	9.103,2	5,3	5,5	2.270,7
Madrid	16.044,1	11,4	18,6	33.747,8	19,7	3,9	-17.703,8
Melilla	2,4	0,0	-15,8	100,8	0,1	18,0	-98,4
Murcia	3.590,3	2,6	10,2	6.160,3	3,6	29,5	-2.570,0
Navarra	5.363,0	3,8	14,3	3.426,5	2,0	18,6	1.936,6
País Vasco	13.651,8	9,7	19,8	11.712,6	6,8	19,1	1.939,2
La Rioja	1.000,2	0,7	23,5	744,1	0,4	22,8	256,0
Sin determinar	666,7	0,5	83,1	1.506,9	0,9	35,1	-840,1
TOTAL	140.442,0	100,0	18,0	171.072,3	100,0	11,1	-30.630,4

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

COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO-AGOSTO 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Alimentos	19.797,3	14,1	9,5	17.593,6	10,3	13,0	2.203,7
Productos energéticos	9.054,0	6,4	57,0	36.311,7	21,2	26,9	-27.257,7
Materias primas	3.794,7	2,7	30,2	7.442,6	4,4	30,9	-3.647,9
Semimanufacturas no químicas	17.602,2	12,5	20,9	13.374,5	7,8	16,7	4.227,8
Productos químicos	19.695,1	14,0	5,6	25.251,0	14,8	6,4	-5.555,9
Bienes de equipo	27.952,5	19,9	18,1	30.577,7	17,9	1,4	-2.625,1
Sector automóvil	22.391,7	15,9	17,6	17.547,6	10,3	5,2	4.844,1
Bienes de consumo duradero	2.241,1	1,6	2,0	4.220,1	2,5	-18,8	-1.979,1
Manufacturas de consumo	11.471,4	8,2	12,6	17.537,7	10,3	7,7	-6.066,4
Otras mercancías	6.442,0	4,6	62,8	1.215,9	0,7	87,4	5.226,2
TOTAL	140.442,0	100,0	18,0	171.072,3	100,0	11,1	-30.630,4

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

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

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
UNIÓN EUROPEA	92.624,8	66,0	15,3	89.288,0	52,2	5,5	3.336,8
ZONA EURO	73.887,0	52,6	11,9	72.462,6	42,4	6,5	1.424,4
Francia	24.796,0	17,7	13,1	18.740,5	11,0	11,5	6.055,5
Bélgica	4.007,7	2,9	22,2	4.266,9	2,5	8,6	-259,2
Luxemburgo	122,6	0,1	18,2	326,1	0,2	16,8	-203,5
Países Bajos	4.093,6	2,9	12,7	6.803,9	4,0	0,9	-2.710,3
Alemania	14.193,8	10,1	13,2	19.988,7	11,7	8,1	-5.794,9
Italia	11.319,9	8,1	10,6	11.224,7	6,6	4,5	95,2
Irlanda	471,6	0,3	-7,7	1.797,4	1,1	-17,3	-1.325,8
Portugal	10.985,5	7,8	4,5	6.023,9	3,5	12,7	4.961,7
Austria	1.262,5	0,9	27,2	1.224,2	0,7	3,5	38,3
Finlandia	512,1	0,4	48,1	688,9	0,4	-1,7	-176,8
Grecia	1.041,3	0,7	-2,1	325,7	0,2	-9,8	715,6
Eslovenia	321,5	0,2	26,0	150,7	0,1	10,6	170,8
Malta	152,7	0,1	65,7	36,2	0,0	-55,9	116,5
Chipre	159,1	0,1	-31,3	9,1	0,0	7,7	150,0
Eslovaquia	383,7	0,3	36,4	786,0	0,6	-22,8	-402,3
Estonia	63,4	0,0	34,8	69,9	0,0	164,4	-6,5
RESTO UE	18.737,8	13,3	31,0	16.825,4	9,8	1,4	1.912,4
Reino Unido	9.135,9	6,5	21,9	6.791,0	4,0	-3,8	2.344,9
Dinamarca	752,2	0,5	25,8	1.078,8	0,6	-1,2	-326,6
Suecia	1.398,3	1,0	47,1	1.789,4	1,0	20,6	-391,1
Letonia	71,3	0,1	42,9	104,4	0,1	147,3	-33,0
Lituania	126,8	0,1	13,5	150,8	0,1	19,2	-24,0
Polonia	2.331,7	1,7	36,2	2.036,9	1,5	1,6	294,8
República Checa	1.090,3	0,8	15,0	1.550,9	1,1	8,3	-460,6
Hungría	727,7	0,5	24,5	1.109,9	0,8	-3,3	-382,2
Bulgaria	694,2	0,5	245,4	233,6	0,1	5,9	460,6
Rumanía	848,1	0,6	60,5	548,2	0,3	-18,5	299,9
RESTO EUROPA	10.832,4	7,7	34,6	12.378,9	7,2	28,5	-1.546,6
Suiza	2.624,8	1,9	19,6	1.863,5	1,1	6,0	761,3
Noruega	1.308,9	0,9	122,5	1.034,8	0,6	-11,3	274,1
Turquía	3.001,6	2,1	27,9	2.328,2	1,4	16,0	673,4
Rusia	1.623,2	1,2	35,3	6.170,8	3,6	56,1	-4.547,6
Croacia	154,0	0,1	18,4	54,8	0,0	76,8	99,2
AMÉRICA DEL NORTE	6.243,6	4,4	28,9	7.741,2	4,5	18,4	-1.497,5
EEUU	5.494,5	3,9	29,0	6.979,9	4,1	17,2	-1.485,4
Canadá	749,0	0,5	27,8	761,2	0,4	31,0	-12,2
AMÉRICA LATINA	7.937,6	5,7	26,7	9.685,8	5,7	22,5	-1.748,2
Argentina	654,1	0,5	28,1	1.353,2	0,8	40,3	-699,1
Brasil	1.796,0	1,3	30,9	2.383,1	1,4	17,3	-587,1
México	1.953,2	1,4	8,0	2.290,8	1,3	18,7	-337,6
RESTO DE AMÉRICA	180,5	0,1	20,5	1.283,8	0,8	6,4	-1.103,2
ASIA	10.649,0	7,6	15,6	34.494,3	20,2	14,7	-23.845,3
Japón	1.150,4	0,8	23,4	2.142,6	1,3	-7,8	-992,2
China	2.176,4	1,5	29,3	12.431,1	7,3	2,9	-10.254,6
Hong-Kong, China	553,5	0,4	21,1	197,3	0,1	5,9	356,2
Corea del Sur	527,3	0,4	8,1	1.127,0	0,7	-1,2	-599,7
India	856,9	0,6	11,7	1.836,9	1,1	10,0	-980,0
Oriente Medio	3.643,5	2,6	15,1	9.838,0	5,8	36,3	-6.194,4
ÁFRICA	7.490,4	5,3	9,8	15.479,1	9,0	14,8	-7.988,6
Marruecos	2.726,0	1,9	21,0	2.146,2	1,3	18,1	579,8
Argelia	1.579,1	1,1	18,2	3.529,5	2,1	17,2	-1.950,4
Nigeria	172,2	0,1	13,1	3.913,0	2,3	64,2	-3.740,8
Sudáfrica	635,6	0,5	17,8	717,8	0,4	21,5	-82,2
OCEANÍA	1.180,3	0,8	35,2	721,3	0,4	32,0	459,0
SIN DETERMINAR	3.303,3	2,4	33,2	0,0	0,0	-100,0	3.303,3
TOTAL MUNDIAL	140.442,0	100,0	18,0	171.072,3	100,0	11,1	-30.630,4
Pro memoria:							
TOTAL NO UE	47.817,1	34,0	23,6	81.784,3	47,8	17,9	-33.967,2
TOTAL NO ZONA EURO	66.555,0	47,4	25,6	98.609,7	57,6	14,7	-32.054,8
OCDE	109.882,4	78,2	16,6	108.794,7	63,6	6,5	1.087,7
NAFTA	8.196,7	5,8	23,2	10.031,9	5,9	18,5	-1.835,2
MERCOSUR	2.573,3	1,8	28,8	3.949,2	2,3	22,7	-1.375,9
OPEP	5.280,8	3,8	25,7	19.085,1	11,2	22,2	-13.804,3

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

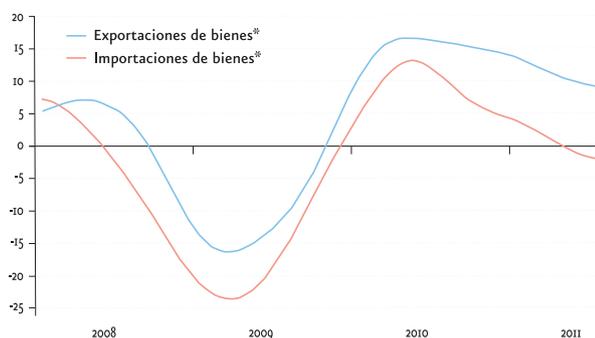


«Probablemente, el dinamismo de las exportaciones ya se esté agotando como consecuencia de la generalizada desaceleración de todas las economías»

Debilidad exterior

La economía española lleva haciendo de la necesidad virtud desde el origen de la crisis: las empresas tratan de compensar el pronunciado debilitamiento de la demanda interna con aumentos muy significativos de ventas al exterior de bienes y servicios. Éstos no son, sin embargo, suficientes para garantizar tasas de crecimiento del PIB que contribuyan a reducir el índice de paro en un futuro a corto plazo. Es más: probablemente, el dinamismo de las exportaciones ya se esté agotando como consecuencia de la generalizada desaceleración de todas las economías, en especial las que son nuestros principales clientes. Dejará de ser relevante, por tanto, la contribución del sector exterior para neutralizar la desaceleración del crecimiento económico. Éste es el principal elemento que subyace en aquellas previsiones que sitúan a la economía española entre las que pueden llegar al estancamiento o, incluso, a rozar la recesión.

Flujos comerciales con el exterior (%)



*Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.
Fuente: Banco de España.

En el segundo trimestre de este año, el crecimiento interanual de la economía española fue del 0,7%, dos décimas inferior al registrado en los primeros tres meses del año. Se ha salvado la zona recesiva (la que estadísticamente define dos trimestres negativos consecutivos de contracción de la tasa de variación de la producción de bienes y servicios) gracias a la demanda exterior. En realidad, el ritmo de expansión intertrimestral del PIB español sólo alcanzó el 0,2%, frente al 0,4% del anterior trimestre. La principal responsable de ese parco crecimiento ha sido la demanda do-

méstica, que, frente al crecimiento del 0,2% en los primeros tres meses, cayó un 0,4%. Únicamente el consumo de las familias ascendió en un 0,6% -sin poder compensar la contracción de la inversión empresarial, aunque menos que en el trimestre anterior- y la del consumo de las Administraciones públicas.

El saldo neto exterior volvió a compensar ese pobre resultado de los componentes nacionales del crecimiento económico, dado que el descenso de las importaciones fue superior al de las exportaciones. Con las últimas cifras disponibles de aduanas, las correspondientes al mes de julio, la contracción de las importaciones fue superior al 10%, mucho más acusado que en el segundo trimestre. El aumento de las exportaciones, un 8,8% en tasa interanual, ha sido similar al del conjunto del segundo trimestre. Los principales destinos de las exportaciones siguieron siendo los países de la Unión Europea, pero el ritmo de crecimiento de esas ventas fue inferior al de las destinadas fuera de Europa. Bienes de equipo y bienes intermedios volvieron a ser las principales partidas exportadoras.

Si no fuera por el tradicional déficit energético (representativo del 95% de ese desequilibrio), la balanza comercial estaría cercana al equilibrio en los siete primeros meses del año. En ese período, el déficit comercial se ha reducido un 16%. A la espera de los datos de ingresos por turismo (ha sido un año muy bueno) es razonable anticipar, por tanto, que, al término del año, el déficit por cuenta corriente se acerque o, incluso, quede por debajo de ese 3,5% del PIB, una cifra ciertamente excepcional si recordamos que, al inicio de la crisis, en el ejercicio de 2007, la economía española registraba uno de los más elevados de la OCDE: el 10% del PIB. La lectura menos favorable de ese registro tiene que ver con la atonía industrial, poco demandante de importaciones. Peor aún: es probable que, en lo que queda de año, nuestros principales clientes reduzcan de forma significativa sus importaciones. De ser así, la debilidad exterior puede abrir un período de renovada anemia en nuestro crecimiento económico ::

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