

empresa  
global



nº 116 Marzo 2012 4€

# Nigeria

la segunda economía  
de África subsahariana

**Nueva reestructuración bancaria**  
alcance e implicaciones para las pymes

Oportunidades en  
**el sector turístico en Africa**

**Líneas ICO de apoyo**  
a la internacionalización  
de la empresa



ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR  
Carta de crédito  
«stand by»

GESTIÓN EMPRESARIAL  
El «scrip dividend»  
y la crisis de liquidez

RIESGO DE CAMBIO  
Grecia, de nuevo



**Empresa Global**

Nº 116 (marzo 2012)

**EDITA**

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

**DIRECTOR** Javier Paredes

**COORDINACIÓN EDITORIAL** Esther Aragón

**COLABORAN EN ESTE NÚMERO**

Paula Ameijeiras, Yolanda Antón, Pablo Aumente, Miguel Arregui, Sara Balliña, Ignacio Blasco, David Cano, Cristina Colomo, Guillermo Fernández Dono, Pablo Guijarro, Mauro Guillén, José Antonio Herce, Ángeles Jurado, Álvaro Lissón, Javier López Somoza, Enrique Martín Barragán, Emilio Ontiveros, Esther Rodríguez Fernández y Javier Santiso.

**CONSEJO ASESOR**

Ángel Berges Lobera  
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

José María Castellano Ríos  
Universidad de A Coruña

Carlos Egea Krauel  
Caja Murcia

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

José Luis García Delgado  
Universidad Complutense de Madrid

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

Emilio Ontiveros Baeza  
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Álvaro Rodríguez Bereijo  
Universidad Autónoma de Madrid

Vicente Salas Fumás  
Universidad de Zaragoza

Ignacio Santillana del Barrio  
PRISA y Universidad Autónoma de Madrid

Juan Soto Serrano  
ExPresidente de Hewlett Packard

Francisco José Valero López  
Afi y Universidad Autónoma de Madrid

Mauro Guillén Rodríguez  
Wharton School of Business

Luis Viceira Alguacil  
Harvard Business School

José Antonio Herce San Miguel  
Afi y Universidad Complutense de Madrid

Javier Santiso  
Profesor de Economía, ESADE Business School

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

**PORTADA** hof12

**DISEÑO GRÁFICO Y PRODUCCIÓN**

Valle González 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 TRLRPI, 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**

# Nuevos tiempos, nuevos formatos

**E**n 2001, nacía *Empresa Global* con el propósito de acercar a las empresas españolas la actualidad internacional y el análisis de los mercados exteriores y sus oportunidades desde el rigor y la experiencia que caracterizan a Analistas Financieros Internacionales. A lo largo de estos más de 10 años de historia, *Empresa Global* ha mejorado su contenido y formato, incorporando nuevas secciones y recursos, que han contribuido a consolidar la publicación y a convertirse en una herramienta de referencia para las empresas con vocación internacional. Hace algunos meses, se inauguraba, asimismo, la versión electrónica de la revista, que ha tenido una gran acogida entre los lectores que han accedido a ella. Esto, junto a la necesidad de adaptarnos al nuevo entorno, caracterizado por la eclosión de las tecnologías de la información, con internet como protagonista estelar, justifican la transformación de *Empresa Global* en una publicación electrónica.

Este paso conduce inevitablemente a una desaparición del modelo tradicional de revista a medio plazo, sustituyendo completamente el papel y renovando la oferta para privilegiar los contenidos más leídos y mejor valorados por nuestros lectores. Ahora, *Empresa Global* se encuentra a las puertas de ese nuevo cambio, que podremos ver en todo su esplendor en próximas ediciones.

El salto definitivo a internet ha exigido un replanteamiento del proceso productivo de la revista, desde una lógica puramente editorial a una generación dinámica de contenidos online. Podría decirse que estamos viviendo en primera persona una pequeña reconversión para abrazar definitivamente la era digital. Así, el nuevo formato nos abre las puertas a una mayor flexibilidad en los artículos (en términos de extensión, recursos gráficos, enlaces), que permitirá mantener el máximo rigor y calidad sin el corsé de una maqueta convencional. Además, ahora todos los artículos pueden recibir comentarios de los lectores, de manera que el diálogo con los autores no sólo es posible, sino tremendamente intuitivo y sencillo.

La supresión del formato físico nos permitirá alcanzar nuevas cotas de difusión, tanto en el número de lectores a los que llegamos como en la profundidad de los contenidos que ofrecemos. El archivo de la revista *Empresa Global* puede ahora consultarse directamente a través de internet, accediendo a cientos de artículos de interés para las empresas españolas con vocación internacional, que constituyen la base de nuestros lectores.

La nueva etapa de esta publicación es la mejor muestra de que empresa, tecnología e internet son tres elementos clave para moldear el futuro de las empresas españolas. Sin ánimo de aleccionar a nadie, porque estos procesos siempre son complejos y entrañan riesgos, no se podrá decir que no sabemos reinventarnos en línea con las posibilidades a nuestro alcance.

Bienvenidos a la nueva *Empresa Global*. Les animamos a hacernos llegar sus impresiones y esperamos que sigan confiando mes a mes en nosotros para ofrecerles actualidad y análisis para las empresas con vocación global ::

INFORME PAÍS

**Nigeria: la segunda economía de África subsahariana**

Si bien algunas dificultades cuestionan la consideración de Nigeria como base para exportar a otros países de la región, un mercado tan grande como el nigeriano representa muchas oportunidades.

Pag. 4



TEMA DEL MES

**Nueva reestructuración bancaria: alcance e implicaciones para las pymes**

La última fase de la reestructuración bancaria se ha centrado en la exigencia de saneamiento de los principales activos dañados, aquellos vinculados al negocio de promoción y construcción inmobiliaria.

Pag. 10

OBSERVATORIO EXTERIOR

**Continente busca empresario con visión de futuro**

África ofrece un enorme potencial de crecimiento al emprendedor que esté dispuesto a realizar una inversión a medio-largo plazo, interesado en fórmulas alternativas al turismo de masas tradicional.

Pag. 14

**Líneas ICO de apoyo a la internacionalización de la empresa**

Debido al aumento de la aversión al riesgo en las entidades de crédito, el ICO ha incrementado sus actuaciones en el marco de ayudas a las empresas, en especial en el sector exportador.

Pag. 18

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

**Carta de crédito «stand by»**

Este instrumento, traducido como «crédito contingente», es de uso común en EEUU y su utilización se está extendiendo cada vez más a otras partes del mundo.

Pag. 24

NORTE Y SUR

**La década de las multilaterales**

JAVIER SANTISO

Pag. 23



ESTRATEGIA GLOBAL

**Postal desde Madagascar**

MAURO GUILLÉN

Pag. 27



FINANZAS PERSONALES

**Turno para la política fiscal**

La agenda institucional vuelve a situarse en el punto de mira focalizando su atención en dos puntos clave: el compromiso de unión fiscal y el refuerzo de los mecanismos de estabilidad, ante los que Alemania se ha mostrado más contundente posicionándose a favor de una mayor celeridad en la entrada de capital en el ESM.

Pag. 28



RIESGO DE CAMBIO

**Grecia, de nuevo**

Apenas cuatro meses después del último episodio de tensión en Grecia, febrero se saldará con renovada incertidumbre acerca de la capacidad de rescate a los países en problemas, a pesar de la aprobación de un nuevo programa de ayuda por importe de 130.000 millones de euros.

Pag. 31



EMERGENTES

**Desaceleración en Latinoamérica**

La desaceleración en Latinoamérica se ha intensificado en los últimos meses en consonancia con un escenario de pérdida de dinamismo de las economías avanzadas, aunque existe consenso a la hora de prever un aterrizaje suave de sus principales economías durante el año 2012.

Pag. 33



CUADRO DE MANDO FINANCIERO

**Síntomas de mejoría en el mercado primario español**

Reapertura de la ventana de emisión durante las últimas semanas. La relajación en las primas de riesgo de los países periféricos ha encontrado traslado en las cotizaciones bursátiles y ha favorecido la apertura de ventanas de financiación para agentes financieros y no financieros con cierto tamaño.

Pag. 36

MERCADOS FINANCIEROS

**¿Por qué no antes?**

DAVID CANO

Pag. 35



EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN  
**«Nuestro carácter público ayuda a las empresas españolas en la captación de proyectos internacionales»**

Desde hace unos años, INECO se planteó el objetivo de internacionalizar el conocimiento y la experiencia adquiridos en el sector del transporte en las últimas décadas en España. Pablo Vázquez acaba de ser nombrado presidente pero muestra el conocimiento y la pasión de quien ha visto crecer la empresa.

Pag. 38



GESTIÓN DE RECURSOS HUMANOS

**El miedo al despido no siempre aumenta la productividad**

Estar más tiempo en el puesto de trabajo por miedo al despido no hace sino mermar la productividad y constituir una amenaza peligrosa de difícil detección. Para evitarlo, es fundamental gestionar la motivación de los empleados transformando una amenaza en un reto, a lo que, sin duda, ayuda la correcta comunicación de las decisiones que la empresa toma a este respecto.

Pag. 42

HOMO OECOMICUS  
**«Up or out»**  
 JOSÉ ANTONIO HERCE  
 Pag. 51



GESTIÓN EMPRESARIAL  
**El papel del «scrip dividend» en el contexto de la crisis de liquidez actual**

La política de dividendos en la actual crisis de liquidez no se entiende sin la figura del *scrip dividend*. En este artículo presentamos en qué consiste, qué ventajas tiene para la empresa que opta por esta forma de retribución de sus accionistas, así como un comentario de operaciones recientes.

Pag. 45



ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL  
**Novedades sobre la compensación de bases imponibles negativas en el impuesto sobre sociedades**

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

**España mantiene su cuota en las importaciones alemanas**

La resistencia de las exportaciones de bienes a la desaceleración de los principales socios comerciales de España y la respuesta del volumen de importaciones a la recaída de la demanda doméstica se ha vuelto a traducir en una corrección del déficit comercial español en 2011.

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.

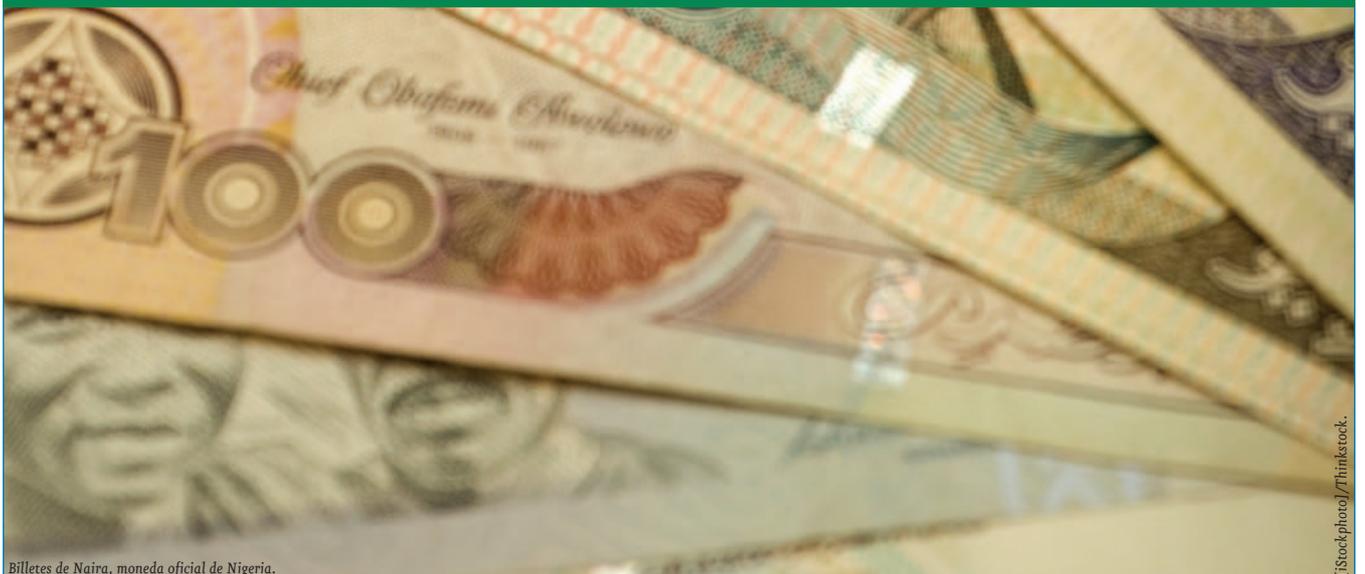
Pag. 60

PASEO GLOBAL  
**De la necesidad, virtud**  
 EMILIO ONTIVEROS  
 Pag. 64





# Nigeria



Billetes de Naira, moneda oficial de Nigeria.

[iStock photo/Thinkstock.

**T**ras más de 15 años de sucesivos Gobiernos militares, en 1999, Nigeria retornó a un sistema democrático de elecciones presidenciales cuya última convocatoria de abril de 2011 otorgó la presidencia a Goodluck Jonathan, del Partido Democrático Popular (PDP). La gobernabilidad del país es todo un reto para el régimen democrático instaurado, que debe mantener un difícil equilibrio que evite las tensiones étnicas y religiosas. Los ataques terroristas acaecidos a finales del pasado mes de enero, que obligaron al Gobierno a decretar el estado de emergencia, y las recientes protestas contra la eliminación de los subsidios al petróleo reflejan la permanente inestabilidad política y social que, a día de hoy, atraviesa el país. A ello se une el riesgo que entrañan las amenazas del grupo fundamentalista islámico Boko Haram, capaz de ampliar su cam-

paña violenta en el sur del país. Un ataque sobre la capital comercial, Lagos, significaría una señal de alarma, que, aunque incapaz de derrocar al Gobierno del PDP, perjudicaría gravemente el clima de inversiones del país y, con ello, el crecimiento económico.

#### EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA NIGERIANA

La estructura económica nigeriana se caracteriza por el peso específico que tiene el sector petrolero, que representa alrededor del 90% de las ventas y gran parte de los ingresos en divisas del Estado. Su dependencia del petróleo genera una elevada exposición a las cotizaciones de los precios en los mercados internacionales de *commodities*, lo cual vincula, en cierta medida, la evolución de la economía a factores exógenos. Desde 1999, el país africano ha registrado tasas de creci-

#### NOMBRE OFICIAL:

República Federal de Nigeria



SUPERFICIE: 923.768 km<sup>2</sup>

CAPITAL: Abuja

OTRAS CIUDADES: Lagos, Ibadan, Port Harcourt, Kano, Kaduna, Benin City, Katsina, Calabar, Jos

SITUACIÓN GEOGRÁFICA: situada en África occidental, limita al oeste con Benín; al este con Chad y Camerún; al norte con Níger; y al sur con el golfo de Guinea, en el océano Atlántico

CLIMA: ecuatorial en el sur, tropical en el centro y árido en el norte

DIVISIONES ADMINISTRATIVAS: Nigeria se divide en 36 Estados federados (Abia, Adamawa, Akwa Ibom, Anambra, Bauchi, Bayelsa, Benue, Borno, Cross River, Delta, Ebonyi, Edo, Ekiti, Enugu, Gombe, Imo, Jigawa, Kaduna, Kano, Katsina, Kebbi, Kogi, Kwara, Lagos, Nassarawa, Niger, Ogun, Ondo, Osun, Oyo, Plateau, Rivers, Sokoto, Taraba, Yobe, Zamfara) y un territorio correspondiente a la capital federal

POBLACIÓN: 155.215.573 (2011 est.)

ESPERANZA DE VIDA: 48,41 años (mujeres) y 46,76 años (hombres)

SISTEMA POLÍTICO: república federal

IDIOMAS: inglés (oficial)

MONEDA: naira (NGN)

Fuente: Economist Intelligence Unit.

## la segunda economía de África subsahariana

Nigeria se configura como una república federal cuya población, de más de 155 millones de habitantes, hace que sea el país más poblado de África. Su condición de primer productor de petróleo del continente y sexto productor de los países que integran la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), le convierten en la segunda economía de África subsahariana tras Sudáfrica. Sin embargo, su ritmo de crecimiento económico está ralentizado por los problemas estructurales que sufre, que unidos a las tensiones étnicas y religiosas, así como a los elevados niveles de corrupción, dificultan las relaciones comerciales con los países vecinos. Estas dificultades cuestionan la consideración de Nigeria como base para exportar a otros países de la región, pero un mercado tan grande como el nigeriano representa oportunidades que no deben ser ignoradas.

Pablo Aumente



miento que han oscilado en la horquilla del 5-7%, en función de la evolución de la producción y de los precios del petróleo. En el periodo 2005-2009, la producción sufrió una contracción como consecuencia de problemas en el delta del río Níger, que se recuperó en los años 2010 y 2011, cuando los niveles de crecimiento económico se situaron en el 7,8 y 7,4%, respectivamente. La previsión de contracción en el consumo mundial de petróleo de este año ha situado los niveles de crecimiento de la economía nigeriana en un 5,8%, nivel que se irá recuperando a partir del año próximo en línea con la estabilización de los precios del petróleo. Esto permitirá fortalecer el superávit por cuenta corriente, tradicionalmente positivo, cuya evolución va en línea con el comportamiento de las exportaciones de petróleo.

### Nigeria es el primer productor de petróleo del continente y el sexto de los países que integran la OPEP

Uno de los indicadores que más preocupa al Gobierno es la reducción del déficit fiscal, que, en el ejercicio 2011, se situó en torno al 3,3% del PIB. El Ministerio de Finanzas ha reafirmado este compromiso en la formulación de los presupuestos de 2012 y en el programa de gastos para el periodo 2012-2015, que contempla reducir el déficit hasta el 1% del PIB en 2015. Sin embargo, la consecución de este objetivo dependerá de la voluntad del Gobierno de cumplir con los compromisos de la legisla-

#### COMUNIDAD ECONÓMICA DE LOS ESTADOS DE ÁFRICA OCCIDENTAL (CEDEAO)

Es un grupo regional de 15 países (Benín, Burkina Faso, Cabo Verde, Costa de Marfil, Gambia, Ghana, Guinea-Bissau, Guinea, Liberia, Mali, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona y Togo) fundado en 1975 y cuya misión es promover la integración económica en «todos los campos de la actividad económica, en particular, en la industria, transporte, telecomunicaciones, energía, agricultura, recursos naturales, comercio, asuntos monetarios y financieros, así como asuntos sociales y culturales».

Desde 2004, cuenta con el Banco de Inversión y Desarrollo de la CEDEAO (EBID) como brazo financiero de la comunidad.



#### ORGANIZACIÓN DE PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO (OPEP)

Es una organización intergubernamental reconocida por la Organización de Naciones Unidas (ONU) y creada como respuesta a la bajada del precio oficial del petróleo acordada unilateralmente por las grandes compañías distribuidoras en agosto de 1960. Sus fines son la unificación y coordinación de las políticas petroleras de los países miembros (Arabia Saudita, Irán, Irak, Kuwait, Venezuela, Argelia, Angola, Ecuador, Nigeria, Emiratos Árabes Unidos, Libia, Catar) y la defensa de sus intereses como naciones productoras.

Los estatutos de la OPEP dicen que su objetivo reside en coordinar y unificar las políticas petroleras entre los países miembros «con el fin de garantizar unos precios justos y estables para los productores de petróleo, el abastecimiento eficiente, económico y regular de petróleo a los países consumidores y un rendimiento justo del capital de los inversores».



tura, consistentes en fortalecer la red de infraestructuras del país con el consiguiente desembolso que ello supondría.

La política monetaria es competencia del Banco Central de Nigeria (CBN), cuyo objetivo prioritario pasa por contener la inflación y controlar el tipo de cambio de la naira nigeriana (NGN). En el año 2010, la inflación se situó en el 13,7%, pero se espera que, a medio plazo, se estabilice en torno a un 10%, consistente con el mantenimiento del tipo de cambio en una banda estrecha que sea capaz de limitar los efectos inflacionistas procedentes de la importación de productos, a

la vez que se practican ajustes periódicos para evitar una huida significativa de capital extranjero.

En los últimos años, la economía nigeriana ha estado marcada por la implementación de programas gubernamentales orientados al desarrollo productivo y a la reducción de la pobreza, ya que más del 50% de la población subsiste con menos de un dólar al día. En este sentido, en 2004 y con el apoyo de organismos internacionales, se inició el programa NEEDS (National Economic Empowerment and Development Strategy), sustentado en el diseño de una estrategia de reducción de la pobreza, generación de empleo y creación de riqueza, que contempla importantes reformas para facilitar el desarrollo del sector privado y un marco social adecuado. Por el momento, los esfuerzos del Gobierno se han centrado en el fomento del proteccionismo para desarrollar la producción industrial local, el mantenimiento a ultranza del

#### PRINCIPALES CIFRAS MACROECONÓMICAS

	2007	2008	2009	2010	2011(e)	2012 (p)
Crecimiento real del PIB (%)	6,4	6,0	7,0	7,8	7,4	5,8
Inflación anual (%)	5,4	11,6	11,5	13,7	10,9	10,1
Balanza por cuenta corriente (mill. dólares)	27.643	28.079	13.153	2.476	13.062	4.288
Saldo presupuestario (% PIB)	-0,2	1,5	-5,3	-3,7	-3,3	-2,9
Deuda pública bruta (% PIB)	12,3	11,5	15,3	17,8	17,8	17,1

(p): previsión (e): estimación

Fuente: Economist Intelligence Unit.

tipo de cambio con el dólar, la privatización de parte de las empresas públicas y la búsqueda de la estabilidad de precios a través de una política monetaria restrictiva.

Por último, conviene destacar la pertenencia de Nigeria a la Comunidad Económica de los Estados de África Occidental (CEDEAO), lo cual contribuye a su integración económica en la región y al acceso a financiación para mejorar determinados sectores de su economía.

#### RELACIONES BILATERALES HISPANO-NIGERIANAS

Nigeria mantiene un superávit comercial estructural, que, en 2010, estuvo en torno a los 41.348 millones de euros. Aunque importa una gran cantidad de productos, en especial bienes de consumo (alimentos, muebles, textiles) y bienes de capital (maquinaria mecánica y eléctrica, vehículos), las elevadas exportaciones petrolíferas (que representan en torno al 90% del valor total de su cesta exportadora) confieren este signo positivo a sus intercambios comerciales mundiales. Según las estadísticas nacionales, en 2010, las importaciones totales ascendieron a 23.949 millones de euros y los principales proveedores fueron China (5.051 millones de euros), Países Bajos (3.358 millones), Estados Unidos (3.047 millones), Reino Unido (1.595 millones) y Francia (1.589 millones). Por su parte, las exportaciones nigerianas alcanzaron los 65.298 millones de euros en 2010 y los principales clientes fueron Estados Unidos (22.444 millones de euros), India (6.840 millones), Brasil (4.457 millones), Países Bajos (2.969 millones) y Francia (2.644 millones).

La balanza comercial hispano-nigeriana se caracteriza por un desequilibrio que tradicionalmente ha arrojado un saldo negativo para España; en los 11 primeros



Mezzquita de Abuja.

ffStockphoto/Thinkstock

#### 10 PRIMEROS CAPÍTULO EXPORTADOS A NIGERIA DESDE ESPAÑA EN 2011\*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
99	Conjunto de otros productos	38.777,55	15,39
69	Productos cerámicos	21.100,55	8,37
22	Bebidas de todo tipo (excepto zumos)	20.337,19	8,07
84	Máquinas y aparatos mecánicos	19.174,44	7,61
25	Sal, yeso, otras piedras sin trabajar	18.994,06	7,54
27	Combustibles, aceites minerales	16.105,75	6,39
39	Materias plásticas y sus manufacturas	14.146,29	5,61
85	Aparatos y material eléctricos	12.455,07	4,94
48	Papel, cartón; sus manufacturas	10.823,78	4,30
72	Fundición de hierro y acero	8.442,88	3,35
	Subtotal	180.357,54	71,58
	<b>Total exportaciones</b>	<b>251.949,99</b>	<b>100,00</b>

\*Datos hasta noviembre.

Fuente: ESTACOM.

#### 10 PRIMEROS CAPÍTULO IMPORTADOS POR ESPAÑA DE NIGERIA EN 2011\*

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
27	Combustibles, aceites minerales	5.417.110,28	98,22
18	Cacao y sus preparaciones	54.778,73	0,99
41	Pieles (excepto peletería); cueros	17.957,68	0,33
40	Caucho y sus manufacturas	15.481,08	0,28
78	Plomo y sus manufacturas	5.580,35	0,10
39	Materias plásticas y sus manufacturas	1.411,02	0,03
3	Pescados, crustáceos, moluscos	998,90	0,02
74	Cobre y sus manufacturas	597,05	0,01
26	Minerales, escorias y cenizas	354,04	0,01
52	Algodón	310,39	0,01
	Subtotal	5.514.579,51	99,98
	<b>Total importaciones</b>	<b>5.515.554,15</b>	<b>100,00</b>

\*Datos hasta noviembre.

Fuente: ESTACOM.

## «RATING» DEUDA SOBERANA

### MOODY'S

FEBRERO 2012

#### Largo plazo

Nigeria	n.d.
España	A3

### S & P

FEBRERO 2012

#### Largo plazo

Nigeria	B+
España	A

### NOTAS:

Moody's: de menor a mayor riesgo

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

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

S.&P: de menor a mayor riesgo

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

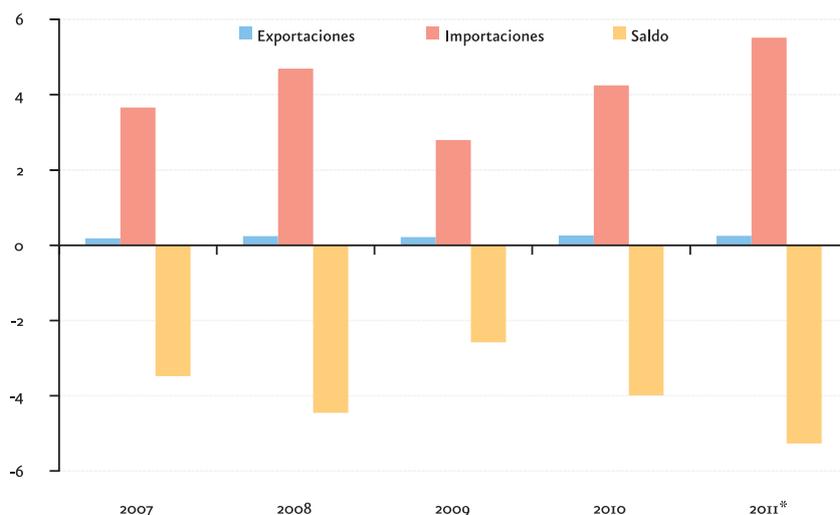
meses de 2011, ascendió a 5.263,6 millones de euros. En este período, el valor de las exportaciones españolas se situó en 251,95 millones de euros, un 2% inferiores al valor alcanzado a lo largo de todo el ejercicio 2010. Las principales partidas de exportación fueron conjunto de otros productos (15,4%), productos cerámicos (8,37%), bebidas de todo tipo, excepto zumos, (8,07%) y máquinas y aparatos mecánicos (7,61%).

### Nigeria es la primera economía de África occidental y la segunda de África subsahariana por detrás de Sudáfrica

En cuanto a las importaciones, en los 11 primeros meses de 2011, España había importado mercancías de Nigeria por valor de 5.515,55 euros, un 30% superior al valor alcanzado durante todo el ejercicio 2010, siendo los combustibles (petróleo) la principal partida importada, representativa del 98,22% del total, de modo que, si en los cálculos del comercio bilateral se prescindiera de los datos relativos a esta partida, el saldo comercial sería favorable para España. Le siguen el cacao y

## Balanza comercial hispano-nigeriana

(miles de millones de euros)



\*Datos hasta noviembre.

Fuente: elaboración propia a partir de Estacom.

sus preparaciones (1%) y las pieles (excepto peletería) y cueros (0,33%).

En materia de inversiones, en la actualidad, poco más de cinco empresas españolas están establecidas en Nigeria, bajo las modalidades de *joint-venture*, filial u oficina de representación, que se concentran en los sectores de producción cerámica (azulejos), curtido de pieles y fuentes de energía. Durante los nueve primeros meses de 2011, la IED española en Nigeria fue nula y, en sentido inverso, se registró inversión nigeriana en España por valor de 20.000 euros en el sector de actividades de apoyo a las empresas.

### OPORTUNIDADES DE NEGOCIO PARA LA EMPRESA ESPAÑOLA

El petróleo es la mayor fuente de oportunidades de negocio, a la que se unen otras en sectores complementarios y en sectores con un desarrollo todavía deficiente, como (i) el agrícola, que, a pesar de ocupar a dos tercios de la población activa, su desarrollo no va en consonancia con el crecimiento poblacional del país, circunstancia que obliga a Nigeria a importar gran cantidad de alimentos, y

(ii) el sector secundario, cuya evolución se ha estancado en los últimos años debido a un suministro eléctrico deficiente, a una red de transportes precaria y a la obsolescencia de las fábricas. Además, el Gobierno nigeriano tiene como objetivo prioritario dar continuidad a la estrategia de diversificación de su economía, por lo que está incentivando las inversiones en infraestructuras y licitando obras de ingeniería civil, principalmente en el sector de transportes.

En paralelo con las eventuales oportunidades de negocio que puedan surgir en Nigeria, conviene tener presente dos barreras no arancelarias que complican la entrada de mercancías en el país: (i) la caótica situación en los puertos, donde la burocracia es muy compleja, y (ii) la necesidad de homologación de las mercancías, sea por la Nigerian Agency for Food and Drug Administration and Control (NAFDAC) o bien por la Standards Organisation of Nigeria Conformity Assessment Program (SONCAP).

Además, la acusada falta de transparencia y la corrupción pueden imprimir dificultades en el

proceso de materialización de operaciones comerciales y de inversión. En este sentido, el índice de percepción de la corrupción (IPC) elaborado por Transparencia Internacional, que indica el grado de corrupción en el sector público de un país según la percepción de empresarios y analistas locales, se sitúa en un 2,4 en el caso de Nigeria (donde el 10 refleja una percepción de ausencia de corrupción y el 0 manifiesta una percepción absoluta de corrupción), lo que le posiciona en el puesto 143 de un total de 182 economías. Por su parte, en la calificación de riesgo soberano de Standard & Poor's, Nigeria obtiene regularmente un B+, por detrás de otras economías de la región como las de Benín, Burkina Faso o Camerún.

### La naira (NGN) es la moneda nigeriana, cuya cotización media en 2011 fue de 212,3 nairas/euro

En el informe *Doing Business 2012* del Banco Mundial, que establece una clasificación de las economías en función de la facilidad para hacer negocios (considerando el entorno regulatorio que afecta a las empresas locales), Nigeria se sitúa en la posición 133 de entre un total de 183 economías. En este indicador, Nigeria se encuentra por delante de un número importante de países de la región como Sierra Leona, Mali, Burkina Faso, Liberia, Senegal, Guinea Ecuatorial, Mauritania, Camerún, Togo, Costa de Marfil, Níger, Benín y Guinea, gracias a su buen desempeño en la protección de inversores y en las facilidades de acceso al crédito. A ello contribuye la actividad de la **Comisión Nigeriana para la Promoción de Inversiones -NIPC**, en sus siglas en inglés-, que funciona como ventanilla única de asesoramiento para todas aquellas empresas que deseen invertir en el país.

Atendiendo a los sectores con mayor auge, las oportunidades de negocio para las empresas españolas se concentrarían en la agroindustria, determinados bienes de consumo (dentro de los sectores agroalimentario, farmacéutico y moda) y las infraestructuras. En este contexto, las oportunidades comerciales para las empresas españolas estarían principalmente ligadas a determinados productos agroalimentarios en los que España cuenta con una buena imagen y a determinados materiales de construcción (productos cerámicos) y componentes industriales (grupos electrógenos), que atiendan el desarrollo y ejecución de proyectos de ingeniería civil y de construcción residencial.

Centrándonos en las oportunidades de inversión, mayores que las comerciales, las necesidades que presenta Nigeria en materia de infraestructuras suponen un sector a explorar por las empresas españolas. De hecho, la falta de infraestructuras es una de las principales deficiencias que obstaculiza el desarrollo del país y el acceso de determinados productos a regiones limítrofes. En este sentido, son especialmente interesantes los sectores de (i) cemento y demás materiales de construcción; (ii) generación energética, cuya falta de capacidad afecta al 90% de las industrias del país y encarece la producción un 25%, y (iii) exploración y explotación de recursos naturales, dada la riqueza en gas y minerales sólidos que apenas está siendo explotada. Asimismo, el desarrollo de extensiones de cultivo y de la industria procesadora de alimentos se encuentra entre las prioridades del Gobierno nigeriano para los próximos años, en la que empresas con *know-how* y consolidada experiencia en el sector como las españolas podrían encontrar nichos a través de los cuales internacionalizar su actividad.

En el sector servicios existe especial interés por impulsar los transportes, cuyo precario desarrollo obstaculiza la competitividad y la atracción de IED. Por su parte, las telecomunicaciones y las infraestructuras son sectores de incipiente desarrollo, en los que las empresas españolas han demostrado contar con un notable espíritu de internacionalización. Particularmente interesante puede resultar el sector turismo, cuyo impulso encuentra su aval en la estrategia desarrollada por el Gobierno bajo la denominación *Visión 20*, que contempla como objetivo que el turismo llegue a contribuir un 24% al PIB nigeriano, frente al 2,5% actual. Dicho plan recoge el desarrollo de nuevos productos turísticos, turismo de congresos, puesta en marcha de *joint-ventures* para la gestión y construcción de campos de golf, parques temáticos, etc.

### En el comercio mundial con Nigeria, España es uno de los principales clientes europeos junto con Italia, Francia y los Países Bajos

Nigeria se ha convertido en un mercado extremadamente dependiente de las importaciones y, en esta línea, el exportador español ha incrementado su interés por este mercado, en el que la cuota de mercado es reducida en general, pero que experimenta un importante crecimiento en algunos sectores como los productos cerámicos, bebidas (excluidos los zumos), máquinas y aparatos mecánicos y materiales colorantes y pinturas. Esto implica que España puede extrapolar esta experiencia a otros sectores. Ahora bien, la conclusión de operaciones comerciales y de inversión con éxito requerirá de un esfuerzo suplementario con el que afrontar las barreras de acceso al mercado nigeriano ::



# Nueva reestructuración bancaria: alcance e implicaciones para las pymes

La última fase de la reestructuración bancaria se ha centrado en la exigencia de saneamiento de los principales activos dañados, aquellos vinculados al negocio de promoción y construcción inmobiliaria, lo que se prevé que facilitará el acceso a mercados. Para cubrir estas exigencias, podrán producirse fusiones de entidades que darán lugar a un sector configurado por entidades mayores y más solventes. En todo caso, la restauración del crédito se prevé que requiera un período necesario para recomponer los niveles de capital, para lograr estabilizar las cuentas de resultados y para reducir el nivel de endeudamiento de los diferentes agentes económicos.

*Enrique Martín Barragán*

(iStockphoto/Thinkstock)

**E**l sistema financiero español lleva afectado por la crisis financiera internacional desde hace cuatro años y, durante este período, ha sido objeto de diferentes iniciativas para lograr su reestructuración. Estas medidas han tenido un objetivo básico, independientemente de que en su instrumentación hayan aparecido diferentes objetivos intermedios. El objetivo básico no ha sido otro que garantizar que las entidades volvieran a cubrir su papel en la actividad económica, que no es otro que garantizar el acceso al crédito de familias y empresas, intermediando el ahorro que puedan captar de forma doméstica o en otros mercados.

### El crecimiento de la morosidad supone un freno a la concesión de crédito por el coste que suponen los saneamientos de los créditos impagados

Este papel de intermediación se ha visto interrumpido por algunos de los factores diferenciales de la crisis. El primero de ellos, la dificultad de acceso a financiación en mercados mayoristas internacionales. Las entidades españolas, que habían financiado parte de su crecimiento durante los últimos años no con ahorro captado de sus clientes, sino mediante la emisión de valores en mercados internacionales, vieron cómo esta vía se cerraba, lo que les obligaba, de forma inmediata, a frenar el ritmo de crecimiento del crédito. Han sido varias las medidas para poder facilitar este acceso a los mercados, desde la concesión de avales del Tesoro a deuda emitida por las entidades hasta la propia exigencia de transparencia o recapitalización que se ha ido imponiendo.

Un segundo factor, no menos importante, que también ha afectado de forma significativa al crecimiento del crédito de los bancos españoles ha sido la desfavorable evolución de la morosidad. El crecimiento de la morosidad, que ha sido diferenciado por segmentos -más acusado en el crédito a la promoción y construcción inmobiliaria y muy modesto en las hipotecas a familias- supone para las entidades un freno a la concesión de crédito por el importante coste que suponen los saneamientos de los créditos impagados. Este coste consume buena parte de los resultados de las entidades e, incluso, obliga a generar resultados extraordinarios para poder cubrirlos. Si bien es cierto que en España son pocos los bancos que han presentado pérdidas -básicamente, los bancos que han sido intervenidos y siempre de forma posterior a la intervención-, en otros países ha sido común.

Un último factor, que, en cierto modo, puede considerarse como una de las medidas definidas para el refuerzo de la imagen de las entidades, ha sido el re-

forzamiento de las exigencias de capital para las entidades que, ante la dificultad de contar con capital suficiente para las inversiones ya existentes, no se han visto incentivadas a incrementar su volumen de crédito, sino, más bien, a intentar reducirlo para limitar las exigencias. Éstas vienen del ámbito internacional -las recomendaciones de Basilea III o las propias exigencias de las pruebas de resistencia llevadas a cabo por la Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés)-, pero están más presentes en España que en otros países por la decisión del Banco de España de someter a las pruebas a todas las cajas de ahorros y bancos cotizados, cuyo resultado fue que las entidades españolas cosecharon el mayor número de suspensos de todos los países de la Unión Europea.

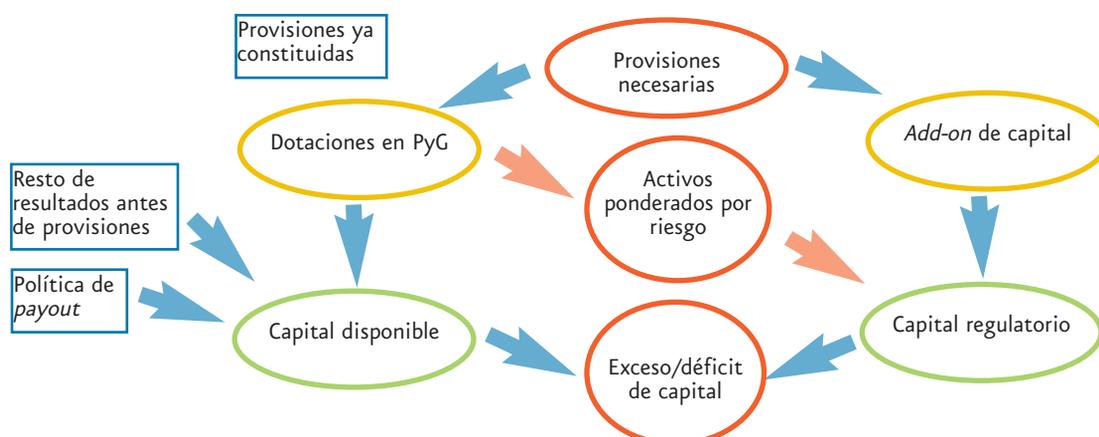
En este entorno, las pymes se encuentran con una dificultad enorme para conseguir financiación no sólo para proyectos de inversión a medio o largo plazo -para los que, lógicamente, las expectativas son poco favorables-, sino también para financiar su circulante, incluso para descontar las facturas de clientes, ya que, en muchos casos, las líneas de riesgo de las que disponían ya han sido consumidas.

Esta reacción de los bancos ante el entorno de crisis que vivimos, por tanto, tiene su justificación. Frente a la dificultad para conseguir financiación en los mercados extranjeros y la exigencia de incrementar el nivel de capital, las entidades deciden restringir la concesión de crédito. Sin embargo, para muchas empresas, puede parecer llamativo que, después de varias iniciativas en el proceso de reestructuración bancaria, no se haya conseguido aún dinamizar la actividad, cuando, en otros países europeos o en Estados Unidos, la situación parece menos restrictiva en cuanto a evolución del crédito.

### La reforma se ha orientado a intentar reconocer las pérdidas de estos activos con una primera dificultad, que es determinar el precio de dichos activos

Buena parte de la explicación de este retraso respecto de lo ocurrido en otros países tiene que ver con la naturaleza del negocio bancario. Las entidades españolas tienen en sus balances un peso del crédito superior a la de otros sistemas bancarios, en los que las entidades tienen más peso de valores de renta fija o variable en sus balances y hay mayor volumen de financiación a empresas que no se canaliza a través de los bancos. Esto ha hecho que el ritmo de reconocimiento de las pérdidas haya sido más lento, en función de la evolución de los activos dañados, mientras que, en otros países, fue mucho más rápido, al corresponder a valores de renta fija cuyo precio de mercado,

## MECANISMOS PARA CUBRIR LAS NECESIDADES DEL RDL 2/2012 POR LAS ENTIDADES



Fuente: elaboración propia.

por el que tenían que contabilizarse, cayó bruscamente al inicio de la crisis generando importantes pérdidas.

Este punto, el del reconocimiento de las posibles pérdidas en los activos de las entidades, es el principal elemento que se intenta recoger en el RDL 2/2012, que intenta dar un paso más, se espera que el definitivo, en la resolución de la crisis bancaria. Dado que existen activos cuya valoración es compleja, pero que se asume que tienen un valor inferior al que está reconocido en los balances de las entidades, el Gobierno ha requerido a los bancos realizar saneamientos adicionales por estos activos deteriorados.

### El saneamiento de los activos dañados es una medida correcta y que apunta al reforzamiento y la reestructuración del sistema financiero

Dado que el mayor problema con los créditos bancarios se centra en la financiación a promotores, ha sido esta categoría de crédito, junto con los inmuebles adjudicados que han ido recibiendo por ejecución de garantías, por dación en pago o por compras, en la que se ha centrado esta nueva reforma. Los créditos a la promoción y construcción inmobiliaria, que representan en torno a un 20% de la totalidad del crédito de las entidades financieras, han generado casi dos tercios de los créditos morosos y la mayoría de los inmuebles adjudicados.

Por esto, la reforma se ha orientado a intentar reconocer las posibles pérdidas de estos activos, lo cual se ha encontrado con una primera dificultad, que es determinar el precio de dichos activos. La escasa actividad de los mercados no permitiría liquidar todos los activos acumulados en los balances de las entidades de forma rápida y se podría estimar que, a los ritmos a los que se han vendido viviendas y suelo desde el inicio de la crisis, podrían ser necesarios cuatro o cinco

años para terminar de vender las viviendas en manos de los bancos, pero este plazo se podría extender a más de 40 años para poder vender todo el suelo que se ha acumulado.

Esto supone una enorme dificultad para fijar la valoración tanto de los inmuebles como de los créditos que estén garantizados por los mismos. Esta incertidumbre ha sido reconocida en la reforma mediante una doble exigencia de cobertura de potenciales pérdidas en los activos. Un primer escalón de la exigencia de saneamiento se ha instrumentado mediante el requerimiento de saneamientos adicionales para los activos dañados. Esto supone que los bancos han de reconocer contra sus resultados unos saneamientos muy superiores a los que estaban reconocidos en sus libros -de forma general, podría decirse que los saneamientos prácticamente se duplican.

Adicionalmente, y dado que no puede fijarse un precio cierto para los activos, la reforma ha exigido mayor nivel de capital vinculado a los activos de mayor riesgo, correspondientes al suelo y la obra en curso parada. Este colchón adicional de capital serviría para que, en caso de que las entidades tuviesen que reconocer pérdidas por una mayor caída de precios de los activos, no dejaran de cumplir los requerimientos de capital vigentes.

Sin entrar en detalle a revisar los recortes de valoración que la reforma asigna a distintas categorías de activos -60% para el suelo y 50% para las obras en curso paradas, por ejemplo-, lo relevante es analizar qué efectos puede tener para, definitivamente, resolver la reestructuración bancaria.

Desde la perspectiva de las entidades, el reconocimiento inmediato de saneamientos adicionales por los activos de mayor riesgo -sin olvidar que otras categorías de activos también pueden requerir saneamientos en función de la evolución de la morosidad-, llevará a la necesidad de buscar fuentes de generación de resul-

tados o de capital. La mayor parte de entidades ya han anunciado su capacidad de cumplir los nuevos requerimientos haciendo uso de los beneficios generados, la conversión de diferentes instrumentos para reforzar su capital y otras fuentes extraordinarias.

Adicionalmente, el Gobierno ha anunciado que uno de los efectos que podrá tener la reforma es el inicio de una nueva ronda de integraciones de entidades, en las que se prevé que participarían las entidades con mayores dificultades para cumplir los nuevos requerimientos. En previsión de esto, el Gobierno ha incluido en la reforma algunas ventajas para los procesos de integración en marcha o futuros. En un entorno ideal, la combinación de entidades con mayor holgura para el cumplimiento de los nuevos requerimientos con otras que encuentren mayores dificultades llevaría a resolver las necesidades del sistema. En todo caso, es previsible que existan entidades que puedan requerir apoyo público a través del FROB, que podría aportar capital donde fuese necesario.

### **El encarecimiento selectivo del crédito supondrá un menor nivel de crédito y con mayores costes que el que las empresas estaban acostumbradas a tener disponible en los períodos previos a la crisis**

Independientemente de las necesidades de reconocimiento de saneamientos y de reforzamiento de capital de las entidades, no puede perderse de vista que el ajuste de valoración de los activos inmobiliarios podrá tener un efecto igualmente en las empresas del sector -y, en menor medida, en todas las empresas y hogares que tienen activos inmobiliarios-, ya que es previsible que parte de los saneamientos se trasladen a precios. Sin embargo, no pueden anticiparse caídas intensas e inmediatas de los precios, sino ligeros ajustes adicionales a los que ya han experimentado los activos.

Desde la perspectiva de restauración del flujo crediticio, que sería la principal preocupación de las pymes, no es razonable esperar una recuperación rápida del flujo crediticio y son varios los motivos para esta expectativa. El primero de ellos es que el excedente de capital de las entidades es muy reducido y cualquier crecimiento del crédito implicaría mayores necesidades de capital a las entidades. Las dos principales fuentes de obtención de capital no es previsible que estén disponibles. Por un lado, no es fácil obtener capital de inversores -o, si se consigue, será con valoraciones muy bajas de las entidades- y, por otro, tampoco es fácil prever que haya capacidad de generar capital mediante la retención de beneficios, ya que éstos serán muy modestos dados los estrechos márgenes, el importante volumen de activos no rentables y el coste de saneamiento de activos.



Por tanto, a pesar de que el saneamiento de los activos dañados es una medida correcta y que apunta al reforzamiento y reestructuración del sistema financiero, el efecto último buscado, que es la restitución del flujo crediticio, llevará un plazo mayor, en tanto que las entidades son capaces de sanear las pérdidas derivadas de la morosidad, restituir unos niveles de capital holgados y recuperar el acceso a los mercados mayoristas.

En todo caso, como ha pasado en todas las crisis financieras, el resultado final será un desapalancamiento, es decir, un menor peso del crédito sobre el PIB y un menor nivel de endeudamiento de todos los agentes económicos, al mismo tiempo que un encarecimiento selectivo del crédito, ya que las entidades buscarán remunerar su capital en función del nivel de riesgo de cada una de las operaciones. Esto supondrá, por lo general, un menor nivel de crédito y con mayores costes que el que las empresas estaban acostumbradas a tener disponible en los períodos previos a la crisis, lo cual, en todo caso, no tiene sólo una lectura negativa, sino que ayudará a ser más selectivos en la identificación de los proyectos empresariales viables a largo plazo.

En esa transición, las entidades tendrán que buscar los mecanismos para garantizar que la ausencia de crédito no genere un círculo vicioso en el cual la dificultad de acceso a financiación lleve a un debilitamiento de las empresas y éste a una mayor morosidad y un deterioro adicional de la situación financiera de las entidades. Por tanto, es previsible que se avance en un equilibrio en el que las empresas intenten reducir su apelación al crédito bancario, las entidades saneen las pérdidas en sus carteras y se vaya restituyendo así el acceso al crédito para las empresas y para los proyectos solventes ::

# Continente busca empresario con visión de futuro

África ofrece un enorme potencial de crecimiento al emprendedor que esté dispuesto a realizar una inversión a medio-largo plazo, interesado en fórmulas alternativas al turismo de masas tradicional y con sentido de la responsabilidad social corporativa.

Ángeles Jurado<sup>1</sup>



Paisajes, proyecto Soutoura de Ángel Luis Aldai, Casa África.



Ngorongoro crater, Tanzania.

## OPORTUNIDADES EN EL SECTOR TURÍSTICO EN ÁFRICA

España recibe al año más turistas que el continente africano al completo. Tras décadas ejerciendo de destino favorito de millones de turistas, la marca España está consolidada y ofrece una amplia variedad de opciones para todos los bolsillos y un conocimiento de décadas del sector. Sin embargo, también es cierto que existe un cierto agotamiento del modelo típico de sol y playa y que España compite con destinos menos masificados o

más exóticos, que ofrecen las mismas o mejores playas, el mismo sol y un valor añadido en forma de naturaleza y paisaje fascinantes, culturas muy diferentes a la nuestra o gastronomías con sabores impactantes. Somos expertos en turismo, en lo mejor y en lo peor de la industria, y ha llegado el momento en que una era se agota: la crisis nos obliga a buscar opciones diferentes, como la internacionalización. Una coyuntura complicada, pero que también es una oportunidad para los em-

<sup>1</sup> Área de Medios de Comunicación de Casa África.

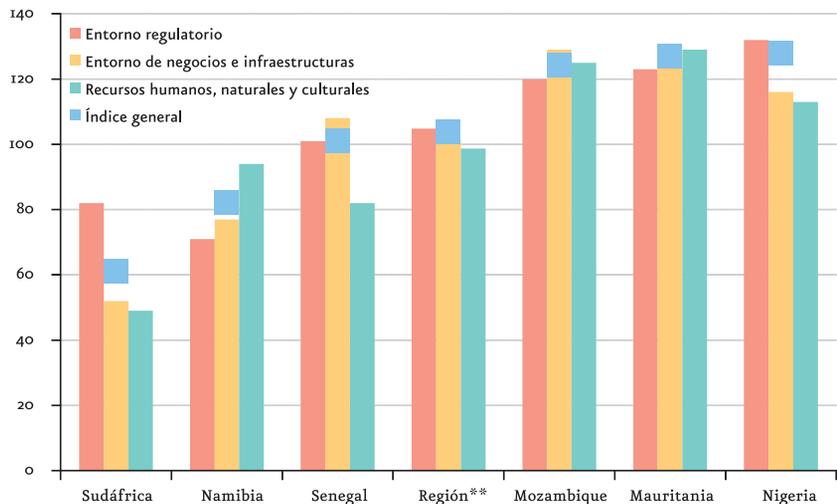
presarios españoles, sobre todo si tienen la mente abierta, capacidad de adaptarse a otros contextos, sentido de la responsabilidad social y paciencia para esperar resultados. África se perfila como un territorio prometedor y casi inexplorado para la inversión turística española, con un enorme potencial de crecimiento y en el que necesitan de la experiencia y el *know-how* español.

Precisamente, luchar contra estos obstáculos y poner en contacto a empresarios africanos y españoles para que hagan negocios juntos han sido los objetivos de Casa África al diseñar Investour, el foro de turismo en África, junto con la Organización Mundial de Turismo (OMT) y Fitur. Llevamos tres años mostrando las posibilidades que África ofrece al emprendedor español, despejando malentendidos sobre el continente africano y acercando al emprendedor con inquietudes de esta orilla a los proyectos del sur.

### El mayor obstáculo a las inversiones españolas en turismo en África es el desconocimiento, seguido de cerca por el prejuicio

Sin embargo, África no es un continente para cualquier tipo de empresario. Investour nos ha demostrado que la internacionalización española en África es una opción para el empresario imaginativo y abierto de mente, consciente de la importancia del ecoturismo y del respeto a las comunidades humanas y animales y al paisaje, además de sabedor de que un buen proyecto implica a toda una sociedad y revierte en el desarrollo de una región. El competitivo mercado turístico español, su experiencia y su adaptación a todos los escenarios posibles, es un plus a la hora de afrontar la aventura africana. Sin embargo, hace falta, sobre todo, amplitud de miras y capacidad para arriesgarse. Es cierto que existen dificultades en forma de infraestructuras que

### Principales países de África subsahariana en el índice de competitividad de viajes y turismo del Foro Económico Mundial\*



\* La clasificación contiene un total de 133 países.

\*\* Ranking promedio de los anteriores.

Fuente: a partir de Foro Económico Mundial.

mejorar o falta de profesionalización de la industria en algunos países, pero también existen unas mejores conexiones de las que creemos y en constante evolución, una seguridad jurídica *in crescendo*, muy buena disposición de los Gobiernos africanos hacia los inversores extranjeros, costes muy bajos con respecto a Europa a la hora de montar un negocio, muchos tipos de clientes y nichos de mercado y, sobre todo, un potencial increíble de crecimiento.

#### LAS CIFRAS

África es la segunda región del planeta que sigue creciendo económicamente a pesar de la crisis global. Sus cifras globales sólo son superadas por Asia. Los informativos no suelen abrir con noticias de este tipo y cultivan una imagen terrible del continente, pero lo cierto es que las perspectivas de crecimiento siguen siendo buenas en África y que, en el terreno concreto del turismo, se sobrepasó la cifra de los 50 millones de visitantes extranjeros en el continente en 2011. Cifras y crecimiento espectaculares que se dieron a pesar de las revoluciones en Túnez o Egipto, la situación humanitaria

en el cuerno de África o la inestabilidad en países como Costa de Marfil, Libia o República Democrática del Congo.

Es cierto que la Primavera árabe frenó el crecimiento del sector en el norte de África: en esta zona del mundo, hubo un descenso de las visitas de un 12%. Sin embargo, también es cierto que el Magreb vivió una recuperación del sector turismo en el último trimestre de 2011 y que las llegadas a destinos de África subsahariana creció un 7,1% el año pasado. Precisamente, África subsahariana recibe actualmente 33,3 millones de turistas internacionales, que generan 55.000 millones de dólares de ingresos. Se prevé que el número de llegadas ascenderá a 55 millones en 2020, un incremento del 67% en menos de 10 años.

El turismo es un sector prioritario en muchas economías africanas y el turismo sostenible es un valor seguro para el desarrollo general del continente.

Se trata de una industria que contribuye de manera crucial a los ingresos de los países menos desarrollados, que, en su mayoría, se encuentran en África y que han visto crecer las llegadas de turistas inter-

## INVESTOUR

Investour reunió en Fitur, el pasado 19 de enero, a una veintena de ministros africanos de Turismo, a 25 países del continente y a más de 200 participantes africanos. Desafíos, expectativas y posibles soluciones se pusieron sobre la mesa en una evaluación del sector en África y de las posibilidades de financiación, apoyo técnico e inversión por parte de entidades españolas.

Nyamajeje Calleb Weggoro, director para el Sector Productivo y Social de la Comunidad de África Oriental (East African Community, por sus siglas en inglés EAC), fue el responsable de poner al tanto a los participantes sobre la situación regional. Weggoro confirmó la voluntad de la región africana de priorizar la calidad antes que la cantidad de turistas y reconoció la necesidad de que los cinco países de la región (Burundi, Ruanda, Kenia, Tanzania y Uganda) cooperaran en una estrategia y en un plan de promoción bajo la marca Destination East Africa, algo que implicaría, además, la promoción de la región como un único destino turístico. En concordancia con esta política de la marca única, la EAC trabaja en un sólo visado para facilitar el movimiento de turistas por la región.

Es fundamental destacar, de nuevo, el increíble potencial de crecimiento turístico de la región, muy poco conocido por los turistas occidentales, salvo en los casos de Kenia, Tanzania y, en mucha menor medida, Uganda. También en estos casos, y a pesar de la popularidad de estos destinos, el turismo se centra en las reservas naturales y el safari, pero todavía hay mucho por hacer en temas como el turismo histórico o de patrimonio de la humanidad, el turismo cultural o los viajes en los que se fomenta una interacción respetuosa con las diferentes poblaciones locales.

Según el Consejo Mundial de Turismo y Viajes, las ganancias del turismo en la región EAC en 2005 se estimaron en 2.800 millones de dólares, aumentaron hasta 3.400 millones en 2010 y se espera un incremento hasta 4.300 millones en 2015 según Weggoro. El director de Sectores Productivos de la EAC constató que, al extrapolar las cifras a los cinco países y considerando también la abundancia de recursos que se puede encontrar sólo en la zona, el sector turístico de África oriental apenas raspa la superficie de su enorme potencial.

La rehabilitación y la mejora de la red de carreteras y la reconstrucción, modernización y expansión de sus puertos y vías férreas son prioritarias para los intereses del sector. Además, como siempre cuando el turismo se plantea correctamente y redundan en beneficio de las poblaciones locales, estas obras revierten también en la mejora de la calidad de la vida de la zona y en el patrimonio en infraestructuras de los países que la integran.

Por otra parte, la otra región invitada a Investour 2012, junto con la EAC, fue la Comunidad Económica y Monetaria de África Central (CEMAC), que integra a Camerún, República Centroafricana, Congo Brazzaville, Gabón, Guinea Ecuatorial y Chad.

La CEMAC valora especialmente proyectos como el ST-EP (Sustainable Tourism to Eliminate Poverty, es decir, Turismo Sostenible para Eliminar la Pobreza) o los proyectos regionales para el desarrollo del ecoturismo en zonas protegidas y parques transfronterizos en los que colabora estrechamente con la OMT. Como sucede en el caso de la EAC, se decanta por la calidad antes que por la cantidad de turistas. Sin embargo, los países que integran estos organismos regionales también quieren mostrar su capacidad para albergar grandes citas de todo tipo y abrirse al exterior. Lo demostraron recientemente Gabón y Guinea Ecuatorial, que acogieron durante los meses de enero y febrero la organización de la Copa de África de las Naciones de Fútbol, o Uganda, que se postula para grandes eventos regionales dedicados a la tecnología y las redes sociales.

nacionales un 11% entre 1990 y 2009. Estos países también han visto incrementarse sus exportaciones de servicios turísticos un 53%, mientras que la media a nivel mundial se queda en el 30%.

La pobreza se asienta naturalmente en las zonas rurales, habitadas por dos tercios de la población

extremadamente pobre de estos países menos desarrollados. Sin embargo, el turismo es una industria que se combina con otras actividades económicas, de tal forma que beneficia a las comunidades de la manera más amplia posible: se consumen productos de la zona y se estimulan sus industrias y artesanía. Además,

emplea mayoritariamente a jóvenes y mujeres, los sectores que habitualmente son los más desfavorecidos en estos países. La riqueza y el empleo llegan a toda la sociedad de acogida del turista: desde restaurantes y hoteles u otro tipo de establecimientos hasta guías y artesanos. El turismo es un generador de desarrollo con carácter integral y transversal.

## DESAFÍOS

Sin embargo, no todo es de color rosa en lo que respecta a las posibilidades de inversión en el sector turístico en África. Es necesario desarrollar infraestructuras y servicios de comunicación con países vecinos y con el exterior en muchas naciones africanas y, para ello, urge invertir en modelos sostenibles de transporte y en una mano de obra cualificada. También es perentoria la inversión en un abanico de alojamientos diversos y de calidad, que se adapten a todos los bolsillos, algo que generará empleos y dotará de valor añadido a la oferta africana. En este aspecto, además, se puede contar con la experiencia de la OMT. Igualmente, hay que trabajar en el desarrollo y la profesionalización de las instituciones de turismo africanas, en un sistema estadístico fiable, en el desarrollo de productos y en su promoción. Las instituciones africanas que trabajan en el sector tienen que acoger a profesionales bien formados y dinámicos. Finalmente, es fundamental centrar la explotación de la oferta turística africana en proyectos locales y comunitarios que luchen contra la pobreza y que sean diseñados conforme a las prácticas del turismo sostenible.

## NADA ES LO QUE PARECE

África sorprende a los que siguen sus avatares en los medios de comunicación occidentales. Nada es lo que parece y la foto fija de desolación, guerra y hambruna, aunque

real, oculta recursos, potencial, capital humano joven y preparado y, sobre todo, historias de éxito, capacidad de aprendizaje y lucha y otras muchas caras positivas del continente.

El mercado del móvil ha crecido en África a una velocidad que no encuentra parangón en Europa y las soluciones creativas a la falta de conexión rápida y eficaz a internet se multiplican, mientras el mercado de las tecnologías de la comunicación crece, se flexibiliza y progresa en todo el continente. Nigeria, Sudáfrica, Marruecos o Egipto están a la cabeza en representatividad *online* en el entorno africano y los emprendedores del continente muestran curiosidad e iniciativa a la hora de entrar en la red.

Aunque no lo parezca, cada día se establecen nuevas conexiones aéreas y marítimas con el continente, que facilitan la comunicación entre Occidente y África. Los Gobiernos africanos envían a sus ministros a foros como Investour para poder mostrar a España y a Europa que hay posibilidades de negocio en las que invertir y socios fiables, siempre con la filosofía de «todos ganamos» como guía, armados con las máximas facilidades para el emprendedor español que quiera intentar una aventura africana.

### El abanico de posibilidades que se abre en África para los empresarios españoles es sugerente, amplio y sorprendente

El proceso de poner en marcha un negocio en África, una vez conseguida la inversión inicial, es mucho más sencillo y directo que en España, con menos permisos y costes más bajos, en general, a la hora de montarlo. Los movimientos sociales africanos revitalizan a las sociedades del continente, las oxigenan y democratizan y acabarán redundando en una mayor transparencia, en estabilidad polí-



Paisajes, proyecto Soutoura de Ángel Luis Aldai, Casa África.

tica y social y, por tanto, en facilidades para los inversores extranjeros.

Si el panorama es tan prometedor, ¿qué detiene al inversor español a las puertas del continente africano?

#### SE BUSCAN EMPRESARIOS

Probablemente, el mayor obstáculo a la hora de conseguir que un inversor español se interese por África es el puro desconocimiento.

Existen reparos y prejuicios todavía a la hora de considerar la posibilidad de invertir en el continente. Hay empresarios españoles que piensan que África y los africanos no tienen nada que ofrecerles. Otros imaginan peligros y obstáculos que no tienen nada que ver con la realidad.

Sin embargo, lo cierto es que, en países como Costa de Marfil, recientemente asolada por una guerra civil y en proceso de reconstrucción todavía, hay escuelas de formación en hostelería y restauración que necesitan del *know how* y la inversión extranjera. La República Democrática del Congo busca empresas con experiencia en la elaboración de guías de viaje. Gabón requiere de expertos en marketing turístico para formular toda su estrategia como destino para el turismo. En Min-

koudou, los cameruneses intentan conseguir apoyo técnico para construir una urbanización turística. En Tanzania, se requieren socios para la construcción de un *lodge* cercano a unas cataratas en medio de una reserva cinegética. Ruanda busca ayuda para desarrollar su incipiente y prometedor industria turística. Burkina Faso quiere apoyo para mejorar el entorno de las ruinas de Loropéni, declaradas patrimonio de la humanidad.

Es obvio que existen dificultades y contextos con los que el emprendedor español debe familiarizarse y a los que se enfrentará a lo largo de su proceso de internacionalización africana. Sin embargo, también es obvio que una de las salidas a la crisis que ahora paraliza al norte está en el sur y que África nos ofrece la posibilidad de crecer y de ayudar a crecer a otros en un momento en el que la recesión planea sobre España y otros países de la eurozona ::

#### CASA ÁFRICA

C/ Alfonso XIII, 5  
35003 Las Palmas de  
Gran Canaria  
Tel.: +34 928 432 800  
Fax: +34 928 380 683  
E-mail: info@casaffrica.es  
Web: [www.casaffrica.es](http://www.casaffrica.es)



CASA ÁFRICA

# Líneas ICO de apoyo a la



iStockphoto/Thinkstock.

# internacionalización de la empresa

A lo largo de los últimos años, debido al aumento de la aversión al riesgo en las entidades de crédito, el ICO ha incrementado sus actuaciones en el marco de ayudas a las empresas, en especial en el sector exportador. Para ello, el ICO tiene a su disposición distintos productos, unos por cuenta del Estado y otros por cuenta del propio ICO.

*Instituto de Crédito Oficial*

## FINANCIACIÓN POR CUENTA DEL ESTADO

El Instituto de Crédito Oficial (ICO) actúa como agente financiero del Estado formalizando, en nombre y representación del Gobierno y por cuenta del Estado, los correspondientes convenios de crédito, préstamo o donación e implementando los servicios de carácter financiero que sean necesarios derivados de estas operaciones, cuya gestión corresponde a la Secretaría de Estado de Comercio, dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad. Son dos los productos que se pueden encontrar bajo esta perspectiva: el Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM) y el Contrato de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI).

### **Fondo para la Internacionalización de la empresa (FIEM)**

El FIEM se crea en junio de 2010 por la Ley 11/2010, de 28 de junio, de reforma del sistema de apoyo financiero a la internacionalización de la empresa española, cuyo objetivo es promover las operaciones de exportación de las empresas españolas, así como las inversiones directas en el exterior. El objetivo de este nuevo

instrumento es reforzar y flexibilizar el apoyo oficial a las operaciones de internacionalización de la empresa española.

Este fondo permite disponer de un marco a través del cual las empresas españolas pueden presentar en sus contratos comerciales ofertas financieras al menos tan competitivas como las de sus competidores, lo cual, de esta forma, contribuye a impulsar la actividad exterior y el desarrollo del tejido empresarial español. Así, se potencia la competitividad de la empresa española ampliando la naturaleza de las operaciones que pueden recibir financiación oficial, ya que no sólo son susceptibles de financiación oficial las exportaciones de bienes y servicios españoles, sino también aquellas operaciones que se consideran de especial interés en la estrategia de internacionalización para nuestra economía. En este sentido, el FIEM otorga especial atención a la internacionalización de pymes españolas, a los sectores que presenten mayor valor añadido y contenido tecnológico y a la inversión de las empresas españolas en el exterior.

Siguiendo estas directrices generales, con la creación del FIEM, se amplía el marco de actuación de la ayuda oficial a la internacionalización de la empresa española. El fondo financia aquellas operaciones y proyectos de interés especial para la estrategia de internacionalización de la economía española, así como las asistencias técnicas que estas operaciones y proyectos requieran, tanto en países desarrollados como en países en vías de desarrollo, estudios de viabilidad, factibilidad y prefactibilidad, estudios relacionados con la modernización de sectores económicos o regiones y consultorías destinadas a la modernización institucional de carácter económico en países de especial interés para las empresas españolas.

Los beneficiarios de la financiación FIEM son los Estados, Administraciones públicas regionales, provinciales y locales extranjeras, instituciones públicas extranjeras, así como empresas, agrupaciones, consorcios de empresas públicas y privadas extranjeras tanto de países desarrollados como en desarrollo.

En lo referente a los tipos de productos financieros, éstos pueden tener la forma tanto de préstamos, créditos y líneas de crédito como de financiación no reembolsable.

El ICO, en su calidad de agente financiero del Gobierno, formaliza, gestiona, administra y contabiliza los convenios financieros de las operaciones FIEM, previa instrucción de la Dirección General de Comercio e Inversiones, dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad. Una vez el convenio ha sido formalizado y está en vigor, el ICO llevará a cabo el seguimiento de la ejecución del proyecto realizando los desembolsos correspondientes a medida que se cumplen los hitos contractuales especificados en el contrato comercial que se financia.

### **Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI)**

Respecto al Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI), es un instrumento financiero que tiene como objetivo favorecer la concesión, por parte de las entidades financieras comerciales, de financiación a tipo fijo para exportaciones españolas. El tipo de financiación que se puede beneficiar de este sistema es la concedida a un plazo de amortización superior a dos años y el tipo de interés fijo aplicable se determina según las reglas acordadas a estos efectos en el seno de la OCDE.

### **El ICO cuenta con una amplia oferta de líneas de financiación para apoyar la internacionalización de las empresas españolas**

Las exportaciones acogidas al sistema CARI deben ser mayoritariamente de bienes y servicios españoles, aunque se permite la financiación, con ciertos límites, de bienes y servicios del país del comprador, así como de los procedentes de un tercer país.

Es importante señalar que, en cumplimiento del Consenso de la OCDE, el crédito que está obteniendo los beneficios del CARI no financiará la totalidad del contrato de exportación, siendo necesario que el comprador realice un pago al contado equivalente como mínimo al 15% de los bienes y servicios exportados con fondos ajenos a dicho crédito. Por otra parte, el sistema sí permite que se financie hasta el 100% de la prima del seguro de CEE y los intereses capitalizados devengados durante el período de disposición del crédito.

A través del CARI, el ICO, en nombre del Estado, ofrece a las entidades financieras un derivado que les permite cubrir el riesgo de tipo de interés de las financiaciones. El sistema funciona a modo de *swap* de tipo de interés, de manera

que cada seis meses se realiza el ajuste de intereses; para ello, se compara el tipo de interés fijo que está cobrando la entidad financiera con el tipo de interés de mercado, Libor o Euribor a seis meses, y las diferencias son abonadas por una u otra parte según el resultado del ajuste.

Con el objetivo de incentivar la concesión de estas financiaciones y abaratar los costes que debe soportar el deudor de la financiación, el sistema CARI abona a las entidades financieras un margen en cada liquidación de intereses. Atendiendo a la situación financiera, el Gobierno español acordó en 2009 incrementar el margen que, con cargo al CARI, se abonaba a las entidades financieras, situándose dicho margen en una horquilla que oscila entre los 100 y los 120 puntos básicos.

Desde el punto de vista del exportador, la principal ventaja del sistema CARI está en el hecho de que éste puede ofrecer a sus potenciales clientes la posibilidad de encontrar financiación para la compra de sus bienes y servicios a través de un crédito a largo plazo y a un tipo de interés fijo, lo que permite conocer de antemano el coste del endeudamiento y eliminar la incertidumbre ligada a la evolución del tipo de interés. Además, las condiciones financieras que el exportador español está ofreciendo a su comprador son similares a aquellas que ofrecen sus competidores, que también disfrutaban del beneficio del apoyo financiero oficial en sus correspondientes países.

Para finalizar esta aproximación al sistema CARI, es conveniente señalar que la tramitación de estas operaciones se inicia en el ICO a través de la presentación de una solicitud por parte de una entidad financiera, acompañada de unos certificados emitidos por el exportador español y relativos a la procedencia de los bienes e información sobre el estado de cumplimiento de sus obligaciones fiscales y con la Se-

## INSTRUMENTOS DE APOYO FINANCIERO DEL ICO AL SECTOR EXTERIOR ESPAÑOL

Instrumento	Condiciones
<b>FINANCIACIÓN POR CUENTA DEL ESTADO</b>	
Fondo para la Internacionalización de la Empresa (FIEM)*	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe: se determina en cada operación, siendo el importe máximo de concesiones anual el determinado en la Ley de Presupuestos Generales del Estado de cada año.</li> <li>• Modalidad: préstamo/crédito/línea de crédito.</li> <li>• Tipo de interés: fijo o variable, a determinar en cada operación.</li> <li>• Amortización: se determina en cada operación.</li> </ul>
Convenio de Ajuste Recíproco de Intereses (CARI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Asociado a un crédito comercial (a largo plazo y a tipo de interés fijo) en condiciones del Consenso OCDE.</li> <li>• Modalidad: «seguro de tipo de interés» (funciona a modo de swap de tipo de interés).</li> </ul>
<b>FINANCIACIÓN POR CUENTA DEL PROPIO ICO</b>	
ICO Internacionalización 2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe de la operación: máximo 10 millones de euros, por cliente y año, en una o varias operaciones.</li> <li>• Modalidad: préstamo/leasing.</li> <li>• Tipo de interés: variable más diferencial o fijo, más hasta un margen del 1,15%.</li> <li>• Amortización y carencia: 3, 5, 7, 10 o 12 años, con la posibilidad de hasta 2 años de carencia.</li> </ul>
ICO Liquidez 2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe de la operación: máximo 10 millones de euros, en una o varias operaciones.</li> <li>• Modalidad: préstamo.</li> <li>• Tipo de interés: fijo o variable más diferencial, más hasta un margen del 2%.</li> <li>• Amortización y carencia: 1, 3, 5 o 7, con la posibilidad de hasta 1 año de carencia.</li> <li>• Comisiones: la entidad aplicará hasta 0,50% en el momento de formalización.</li> </ul>
ICOdirecto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe de la operación: hasta el 100% de la inversión, hasta un máximo de 200.000 euros.</li> <li>• Modalidad: préstamo.</li> <li>• Tipo de interés: variable Euribor 6 meses más 4,5 %.</li> <li>• Amortización y carencia: para inversión 7 años con 0 o 2 años de carencia y para liquidez 5 años con 0 o 1 año de carencia.</li> <li>• Comisiones: comisión de apertura del 0,5% sobre el importe solicitado, con un mínimo de 60 euros.</li> </ul>
ICO SGR	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe de la operación: hasta el 100% de la inversión, hasta un máximo de 600.000 euros.</li> <li>• Modalidad: préstamo.</li> <li>• Tipo de interés: variable, Euribor 6 meses más 3,5 % más: hasta 1% en concepto de coste de aval anual por saldo vivo y más hasta 4% de cuota social mutualista.</li> <li>• Amortización y carencia: para inversión 7 años, con 0 o 2 años de carencia, y, para liquidez, 5 años con 0 o 1 año de carencia.</li> <li>• Comisiones: comisión de apertura del 0,5% sobre el importe solicitado, con un mínimo de 60 euros.</li> </ul>
Financiación corporativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Importe financiación: mínimo, aproximadamente 10 millones de euros o su contravalor en divisas.</li> <li>• Importe del proyecto: más de 15 millones de euros.</li> <li>• Modalidad: préstamo.</li> <li>• Tipo de interés de las operaciones: el de mercado. Pueden ir referenciadas a tipo fijo durante toda la vida de la operación o variable (Euribor) más diferencial (a asignar a cada operación).</li> <li>• Amortización y carencia: largo plazo (negociado con cada prestatario, considerando la generación de flujos de caja del proyecto financiado).</li> <li>• Comisiones: comisiones y gastos habituales de acuerdo con el proyecto concreto.</li> </ul>

\* Las condiciones mostradas responden sólo a la modalidad de financiación reembolsable y comercial, si bien existe la posibilidad de conceder financiación no reembolsable a través del FIEM.

Fuente: ICO y RD 1797/2010.

guridad Social. A lo largo de la tramitación del CARI, la entidad financiera deberá presentar también en el ICO el contrato comercial, el convenio de crédito firmado entre la entidad financiera y el prestatario y la oferta de cobertura de CESCE en vigor. Sobre esta última cuestión, si bien no es preciso que el crédito sea asegurado contra el riesgo de impago, la realidad muestra que lo más habitual es hacerlo así, siendo CESCE la compañía aseguradora de la mayoría de las operaciones.

Tras el estudio de la operación, el ICO, en nombre de la Dirección General de Comercio e Inversiones del Ministerio de Economía y Competitividad, autoriza la operación, salvo en aquellos casos especiales que requieren de una autorización expresa de la citada Dirección General, procediendo entonces a emitir una oferta financiera válida durante un período de seis meses en la que se establecen cuáles serán las condiciones financieras que deberá cumplir el crédito. La operación CARI queda finalmente formalizada con la firma

de un contrato CARI entre el ICO y la entidad financiera.

### FINANCIACIÓN DEL ICO

En cuanto a la financiación concedida por el ICO con recursos propios a empresas u autónomos que quieran realizar proyectos en el exterior, existen varias posibilidades. El ICO, con una amplia cartera de productos, trata de ofrecer una solución de financiación integral al proceso de internacionalización de las empresas.

En primer lugar, el ICO cuenta con dos líneas de mediación que se pueden solicitar en cualquiera de las sucursales de bancos y cajas que colaboran con el Instituto en la tramitación de las mismas: la Línea ICO Internacionalización 2012 y la Línea ICO Liquidez 2012. También dispone de dos productos que se pueden solicitar directamente al ICO: el producto ICODirecto para operaciones de hasta 200.000 euros, bonificado con un acuerdo de colaboración con el ICEX (Instituto Español de Comercio Exterior), y el producto ICO SGR para operaciones de hasta 600.000 euros. Además, para aquellos proyectos de inversión en el exterior que necesiten una financiación superior a 10 millones de euros, las empresas que quieran llevarlos a cabo pueden solicitar al ICO financiación directa.

### Línea ICO Internacionalización 2012

La Línea ICO Internacionalización 2012 ofrece préstamos para empresas españolas que realizan inversiones en el exterior con largos plazos de amortización (de hasta 12 años) con tipos de interés bonificados. Está dirigida a autónomos, empresas y entidades públicas y privadas españolas (incluyendo las domiciliadas en España y en el extranjero, siempre que cuenten con mayoría de capital social español).

A través de esta línea, es posible financiar la inversión en activos fijos productivos, la adquisición de acciones de empresas extranjeras y la creación de empresas en el exterior. En este último caso, se permitirá la financiación de activos circulantes

siempre que estén ligados a la inversión, teniendo en cuenta que, en ningún caso, podrán superar el 20% del importe total del proyecto global. El importe máximo que puede solicitarse a través de esta línea es de 10 millones de euros, con un plazo de devolución de hasta 12 años.

#### **Línea ICO Liquidez**

La Línea ICO Liquidez 2012 está disponible para aquellas empresas que tengan necesidades puntuales de liquidez para salir al exterior. Así, pueden solicitar financiación con cargo a esta línea autónomos, empresas y entidades públicas y privadas, con independencia de su tamaño, que, siendo solventes y viables, necesiten financiación de capital circulante para llevar a cabo sus proyectos de inversión en el exterior.

#### **Se han modificado los plazos de devolución de los préstamos ICODirecto para el período 2012-2013**

A través de este programa de financiación se puede obtener liquidez para afrontar gastos corrientes como nóminas, pagos a proveedores, compra de mercancías, reestructuración de pasivo, etc. El importe máximo del préstamo que se puede solicitar es de 10 millones de euros en una o varias operaciones. El plazo de devolución de los préstamos varía, pudiendo ser de hasta siete años con la posibilidad de hasta un año de carencia. El tipo de interés que se aplica en los préstamos de la Línea ICO Liquidez puede ser fijo o variable. A las operaciones aprobadas a través de esta línea se les aplicará una comisión de hasta 0,50% sobre el importe total del préstamo.

#### **ICODirecto**

El producto ICODirecto ofrece préstamos para financiar inversiones en activos fijos por un importe máximo de 200.000 euros. Este producto está enfocado a autónomos y empresas con una antigüedad supe-

rior a 12 meses que necesiten financiación para el desarrollo de sus proyectos de inversión o para cubrir necesidades de liquidez. Por ello, podemos incluir entre sus beneficiarios a aquellas empresas del sector exportador que se encuentren en la situación mencionada.

La principal novedad para el período 2012-2013 es la modificación de los plazos de devolución de los préstamos, ya que, en las operaciones de inversión, se incluye la posibilidad de firmar el préstamo sin período de carencia y, en las operaciones de liquidez, se amplía dicho plazo a tres y cinco años. En cuanto a las condiciones financieras, se aplicará un tipo de interés variable (Euribor a seis meses) más un 4,5%, así como una comisión de apertura del 0,5% sobre el importe formalizado con un mínimo de 60 euros por operación.

Este producto se tramita directamente con el ICO a través de internet. El Instituto realiza el análisis de la misma y decide sobre su aprobación, puesto que asume el riesgo del préstamo. Si la operación es aprobada, el cliente la formalizará en una de las entidades colaboradoras, Santander o BBVA.

Adicionalmente, este año se ha firmado el acuerdo de colaboración ICODirecto-ICEX, que bonifica este producto, en su modalidad de liquidez, para todas aquellas empresas que potencien su presencia en el exterior. Podrán acogerse las empresas con más de un año de antigüedad, que tengan aprobado un préstamo ICODirecto en la modalidad liquidez a partir del 6 de octubre 2011, que hayan obtenido una valoración técnica positiva del ICEX, pertenezcan al Club PIPE y tengan ayudas aprobadas del programa PIPE o de cualquier otro programa de empresa o proyecto de implantación productiva en el exterior.

El ICEX aporta una bonificación de un 1% (100 puntos básicos) en el tipo de interés, que abonará de una sola vez por su valor actual

neto, equivalente a 20 euros por cada 1.000 euros de préstamo formalizado.

#### **Línea ICO SGR**

En cuanto al producto ICO SGR, éste ofrece préstamos con aval de una SGR (sociedad de garantía recíproca) para financiar inversiones en activos fijos por un importe máximo de 600.000 euros y con plazos de amortización de hasta siete años. Esta financiación está orientada a autónomos, empresas y entidades sin ánimo de lucro con necesidades de financiación para inversión y/o liquidez y que cuenten o puedan contar con la consideración de socio participe de una de las SGR acogidas a la línea. Se puede financiar hasta el 100% de la inversión con un tipo de interés variable. El ICO realizará un análisis de cada solicitud y, en función de la solvencia del solicitante y de la viabilidad, determinará las garantías.

#### **Financiación directa**

Por último, aquellas empresas que necesiten realizar grandes inversiones productivas en el exterior, de más de 15 millones de euros, pueden solicitar financiación directa al ICO. Esta financiación está dirigida a empresas públicas y privadas españolas con una facturación superior a 50 millones de euros y unos activos totales de más de 43 millones de euros y sus sociedades dependientes. Se trata de una financiación a largo plazo en condiciones de mercado. La tramitación de las operaciones se realiza de forma personalizada atendiendo a las características concretas de cada proyecto ::

#### **INSTITUTO DE CRÉDITO OFICIAL**

Paseo del Prado, 4  
28014 Madrid  
Tel.: 91 592 16 00  
Fax: 91 592 17 00  
Web: [www.ico.es](http://www.ico.es)





# Certificación FRM

## Financial Risk Manager

**Fecha inicio:** 04/06/2012

**Fecha fin:** 07/11/2012

**Duración:** 234 horas

132 horas (modulo I)

102 horas (módulo II)

**Lugar de celebración**

Afi Escuela de Finanzas Aplicadas

c/ España, 19 Madrid

El objetivo que perseguimos con este programa es proporcionar los conocimientos, metodologías y herramientas necesarias para la preparación del examen de FRM, la certificación profesional más reconocida a nivel internacional para profesionales del ámbito de los riesgos financieros, otorgada por GARP (Global Association of Risk Professionals).

Obtener la certificación te permite no solamente ampliar tus conocimientos y habilidades en la materia, sino que obtendrás un reconocimiento internacional como experto en gestión de riesgos financieros, incrementando tu "empleabilidad" y tus expectativas salariales. Hoy más de 26.000 personas ya han obtenido esta acreditación, repartidos en 90 países y 36 sectores diferentes.

El curso se imparte en castellano y las sesiones son presenciales, con posibilidad de seguirlas a distancia gracias al sistema Webex. El material necesario está incluido en el precio de la matrícula, incluyendo el manual de referencia publicado por GARP, lecturas complementarias, exámenes de previas convocatorias y material elaborado por los profesores.

Cada una de las partes finalizará con una sesión de repaso preparatorio para el examen, y se realizarán controles de conocimiento periódicos. Para impartir el programa contamos con la presencia de destacados profesionales del mundo de las finanzas, que con su experiencia aportan un gran valor añadido en la formación de futuros aspirantes a la certificación.

### Información e inscripciones



**Afi** Escuela  
de Finanzas Aplicadas

Afi Escuela de Finanzas Aplicadas  
C/ España 19. 28010 Madrid.  
Tel: 91 520 01 50/80. Fax: 91 520 01 49.  
E-mail: [efa@afi.es](mailto:efa@afi.es) | [www.efa.afi.es](http://www.efa.afi.es)



«No nos debería sorprender que veamos pronto irrumpir con fuerza en Europa y en España, en particular, algunas de estas multinacionales latinas»

## La década de las multilatinas

Las riquezas de las naciones están experimentado una transformación inédita. Con el nuevo milenio, los mercados emergentes cobraron un protagonismo económico sin precedentes convirtiéndose en motor de crecimiento, mientras los países OCDE se desplomaban con la crisis abierta en el año 2008. Desde entonces, seguimos presenciando atónitos el auge de los emergentes, mientras las economías europeas quedan sumergidas en la crisis.

Este fenómeno se ha combinado con otro quizá todavía más impactante. A lo largo de la década anterior, las multinacionales de los mercados emergentes emprendieron también una carrera acelerada hacia otros mercados, muchos de ellos también emergentes, y cada vez más también hacia los mercados OCDE. Conforme las economías emergentes, encabezadas por China, India, y Brasil, se asomaban al escenario mundial, sus empresas se fueron internacionalizando buscando hacerse un hueco cada vez mayor en el ajedrez empresarial internacional.

El ascenso de las multilatinas, las multinacionales emergentes de América Latina, se enmarca en este fenómeno más global. Este auge no sólo se limita a Brasil, el integrante latino de los BRIC que ha dejado de ser una promesa de futuro para convertirse en potencia del presente, sino que se está ahora extendiendo a otras economías del continente como México o Argentina, pero también Colombia, Chile o Perú. Si bien la primera década del siglo XXI presenció la emergencia de unas multilatinas volcadas en invertir, sobre todo, en el continente americano, en la presente década, ya están explorando nuevas fronteras asiáticas, africanas o árabes y también europeas.

Este auge no se restringe sólo a los sectores de las materias primas o agroindustriales, como también se piensa frecuentemente. En los ámbitos tecnológicos, algunas multilatinas ya se están asomando como líderes a la imagen de las multilatinas Brighstar o América Móvil en los sectores de las telecomunicaciones; al-

gunas, como la argentina Mercadolibre, ya cotizan en el Nasdaq; otras, como la chilena Sonda, empiezan a expandirse por toda la región.

El auge de las multilatinas invita también a (re)pensar en profundidad las relaciones con Europa y España, muy particularmente como lo hemos argumentado en un libro dedicado al tema de las multinacionales latinas (véase *El auge de las multilatinas*, Madrid, Fundación Carolina y Siglo XXI, 2011). No nos debería sorprender, ante esta dinámica, que veamos pronto irrumpir con fuerza en Europa y en España, en particular, algunas de estas multinacionales latinas. Esto podría constituir una oportunidad para España, que podría transformarse en plataforma de entrada para Europa de las multilatinas (y las start ups latinas). Petrobras está buscando socios en Europa, los bancos brasileños tienen apetito por abrirse paso fuera del país y, desde Chile o México, muchas empresas necesitan o ambicionan diversificar mercados. Por ahora, están aterrizando con matrices en Lisboa, Londres o París. ¿Por qué no imaginar, sin embargo, que, al igual que la mexicana Cemex, la argentina Arcor o la brasileña Gerda, en su día, no ubiquen estas matrices ahora en Madrid, Barcelona o Bilbao?

El auge de los emergentes y de las multilatinas, en particular, representa a la vez un desafío y una oportunidad. Las relaciones empresariales privilegiadas que España supo tejer en el pasado con América Latina constituyen, sin duda, una base sobre la cual capitalizar. Para ello será necesario (re)pensar las relaciones con el continente, abrirse a sus inversiones, como la propia América Latina hizo con España en el pasado. Al final, el mundo que estamos viendo surgir es un mundo más (re)equilibrado, las relaciones unilaterales de antaño (España invertía en América Latina) se han acabado dejando paso a relaciones más bidireccionales (España sigue invirtiendo en América Latina, pero las multilatinas también invierten e invertirán en Europa). Este nuevo mundo constituye, sin duda, una oportunidad ::

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

# Carta de crédito «stand by»



Este instrumento, que se puede traducir al español como «crédito contingente», es de uso común en EEUU y su utilización se está extendiendo cada vez más a otras partes del mundo, lo que hace obligatorio el estudio de su operativa. Se trata de una garantía mediante la cual el banco del importador se compromete a pagar al exportador si el importador no cumple con sus compromisos.

*Esther Rodríguez Fernández*

## ¿QUÉ ES UNA CARTA DE CRÉDITO *STAND BY*?

La Comisión de Naciones Unidas sobre el Derecho Mercantil Internacional (CNUDMI) la define como la garantía de que el deudor cumplirá su compromiso o que, en el caso de no hacerlo o lo hiciera de forma defectuosa, el acreedor será indemnizado por el garante por los perjuicios ocasionados. Al igual que el crédito documentario, que ya hemos analizado en una edición anterior de *Empresa Global*, se trata de un compromiso firme e irrevocable por parte del banco emisor que emite la carta *stand by* de que hará frente a las obligaciones contraídas cuando se presentan los documentos en ella especificados.

### El compromiso es firme e irrevocable por parte del banco emisor que emite la carta de crédito *stand by*

El crédito contingente no es, a diferencia del crédito documentario, un medio de pago, sino una garantía de que se realizará el pago con el instrumento acordado en el contrato de compraventa en la eventualidad de que el deudor (ordenante) no cumpliera con sus compromisos.

Debemos destacar que el crédito contingente es una garantía ejecutable a su primer requerimiento: no es necesario que el exportador aporte evidencias del incumplimiento, basta con presentar la documentación para que el banco emisor quede obligado a realizar el pago.

### ¿QUÉ SUJETOS INTERVIENEN?

Se distinguen cinco partes en la operación:

- El ordenante: importador.
- El beneficiario: exportador.
- El banco emisor: banco del importador.

## EJEMPLO DE CARTA QUE ENVÍA EL BANCO EMISOR AL BANCO PAGADOR

Emitimos nuestro crédito contingente irrevocable número [...], pagadero a la vista a favor de [...] (*nombre y detalles del beneficiario, como número de pasaporte y domicilio*) y utilizable mediante efecto librado por el beneficiario contra nosotros por importe de [...] (*cantidad y moneda, es recomendable escribir la cantidad con cifras y con letras*).

El efecto emitido al amparo de este crédito *stand by* deberá indicar «librado bajo el crédito *stand by* número del banco [...] (*banco emisor*), de fecha [...] (*fecha de emisión*)», al que se acompañará una declaración emitida por [...] (*nombre y detalles del exportador*), que certifica que [...] (*nombre del importador*) ha incumplido sus compromisos contractuales.

Esta carta de crédito *stand by* tiene validez hasta [...] (*fecha de vencimiento*) en nuestras cajas, antes de cuya fecha su demanda de pago habrá sido tenido que ser recibida por [...] (*nombre del banco emisor*); después de dicha fecha, este crédito contingente perderá su vigencia y quedará invalidado.

Les rogamos añadan su confirmación.

Todos los gastos bancarios fuera de [...] (*país del banco emisor*) son por cuenta de los beneficiarios.

Nos comprometemos con los libradores, endosantes y tenedores de buena fe del efecto librado de conformidad con los términos de este crédito que el mismo será debidamente atendido al vencimiento a la oportuna presentación a nosotros, siempre que lo recibamos antes de la fecha de expiración del crédito.

Sujeto a la regulación ISPg8.

De esta carta, cabe destacar los siguientes puntos:

- En caso de que el exportador tenga que utilizar el crédito contingente por impago del importador, tendrá que librar forzosamente una letra de cambio contra el banco emisor del *stand by*.
- En este caso particular, el banco emisor exige muy poca documentación para hacer efectivo el pago, requiriendo tan sólo presentar una declaración escrita y firmada del exportador.
- En esta carta se exige confirmación. Como ya hemos señalado, esto no suele suceder cuando las cartas de crédito *stand by* se emiten por bancos de primera fila, ubicados en países sin riesgo.
- Finalmente, es necesario señalar que el crédito contingente está sujeto a la regulación internacional de los créditos *stand by* de 1998.

Fuente: Serantes Sánchez, P.: *El cobro seguro de la exportación, los medios de pago internacionales*. ICEX, 2010.

- El banco pagador: banco del país del exportador.
- El banco confirmador: suele coincidir con el banco pagador.

### ¿CÓMO FUNCIONA?

Como en cualquier otra operación de comercio exterior, el exportador y el importador firman un contrato de compraventa, en el cual figura (i) el medio de pago mediante el cual se liquidará la operación y (ii) la obligación para el importador de aportar una carta de crédito *stand*

*by* por el importe de la exportación. Dicha carta debe ser emitida por el banco del importador y confirmada, en su caso, por un banco del país del exportador.

Sólo en aquellos casos en los que el banco emisor no es de primera línea y/o cuando el país donde opera el banco atraviesa dificultades de carácter político y/o económico, se exige que la carta de crédito *stand by* sea emitida con el requisito de confirmación por parte del banco pagador.

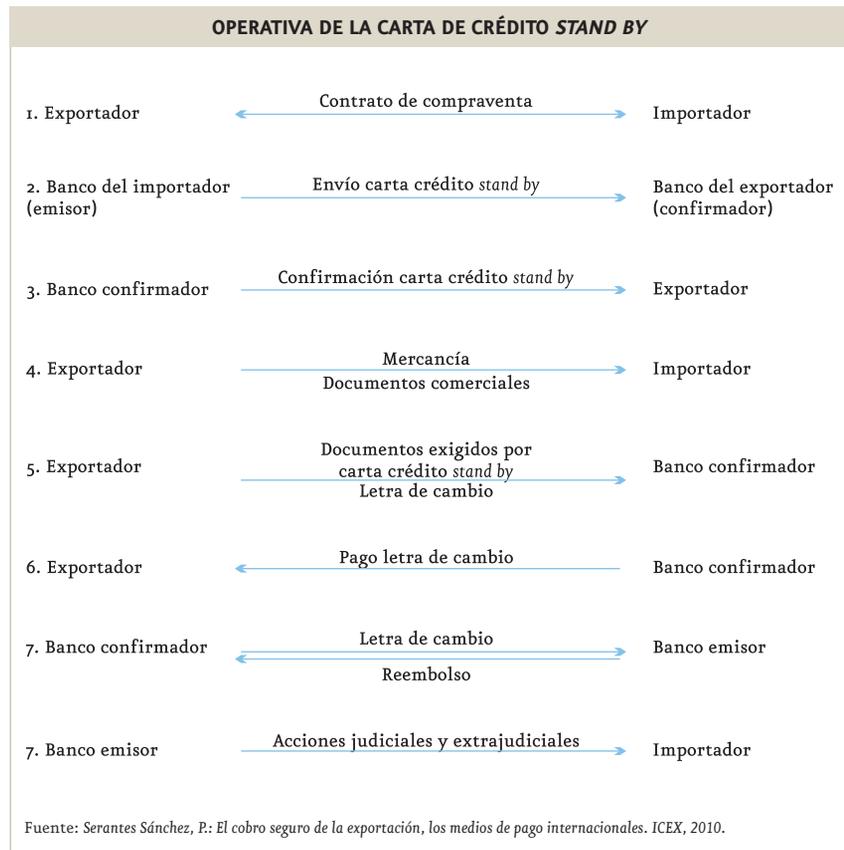
En la segunda etapa, el banco del importador emite y envía la carta de crédito *stand by* al banco pagador, que examina y, si es necesario, añade su confirmación, siempre y cuando no tenga ninguna duda respecto a la solvencia del banco emisor y/o el riesgo-país.

En la siguiente fase, se confirma e informa al exportador de la existencia de esta garantía. Con esta confirmación, y ya en la cuarta etapa, el exportador procede a enviar la mercancía y los documentos comerciales con la seguridad de que, en caso de que el importador no pague el importe de la operación, cuenta con una garantía confirmada por un banco en su país de que se cobrará por los productos exportados.

Cuando el pago se lleva a cabo de acuerdo con los términos y condiciones estipuladas en el contrato de compraventa, la carta de crédito que estamos analizando no es necesaria.

Para ejemplificar el funcionamiento de esta garantía, supongamos que la operación resultara impagada y que se fuera a liquidar mediante remesa simple, operación en la que se emite un documento comercial, concretamente, una letra de cambio. En este caso, el vendedor deberá presentar al banco la letra de cambio junto con las copias de las facturas y con la documentación adicional necesaria para efectuar los pagos. Al hacerlo, el exportador recibe el importe de la operación. Es necesario precisar que el banco confirmador no tiene obligación de pagar la letra de cambio, salvo que no lo haga el banco emisor. No obstante, lo normal es que pague en el momento de su presentación.

En la fase siete, el banco confirmador presenta la letra de cambio al banco emisor para que le reembolse el pago del crédito contingente efectuado al



exportador por cuenta del banco emisor.

### El crédito contingente está regulado por las ISP98: «Usos internacionales relativos a los créditos contingentes», creadas por la CNUDMI y publicadas por la CCI

En la última fase, el banco emisor de la carta de crédito *stand by* ejerce las acciones judiciales y extrajudiciales correspondientes contra el importador encaminadas a resarcirse del pago efectuado.

### REGULACIÓN DE LOS CRÉDITOS *STAND BY*

Los créditos contingentes fueron contemplados por primera vez en las *Reglas y usos uniformes*, publicadas por la Cámara de Comercio Internacional (CCI) en 1983, conocidas por sus siglas en inglés como UCP. Esto acarrea algunos problemas, porque muchos de los artículos eran de

aplicación exclusiva a créditos documentarios comerciales y su utilización en créditos contingentes no resultaba apropiada.

Ante esta situación y para dar respuesta a estos problemas, en 1998, la CNUDMI publicó las *International Standby Practices (Usos internacionales relativos a los créditos contingentes)*, también conocidas como ISP98.

Las ISP98 están compuestas por 10 reglas que tratan todos los aspectos relacionados con las cartas de crédito *stand-by*, desde las obligaciones de las partes hasta la sindicación y partición. Para que las ISP sean aplicables a una carta de crédito contingente, se deberá declarar que estas reglas son aplicables a la carta incluyendo unas cláusulas como las siguientes: «La presente promesa se regirá por las prácticas internacionales en materia de cartas de crédito contingente 1998» o «Sujeta a las ISP98» ::



«En toda África se observa la llegada de emprendedores. En un viaje reciente a Kenia, me reuní con más de 25 jóvenes europeos y norteamericanos que ya habían lanzado su empresa»

**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

## Postal desde Madagascar

**M**adagascar no es exactamente un país africano. Se trata de la cuarta mayor isla del mundo, un verdadero continente dado su tamaño y diversidad. Su economía ofrece innumerables oportunidades de inversión y de comercio, aunque son muy pocas las empresas españolas que las han aprovechado. Llama también la atención la ausencia de organizaciones no gubernamentales españolas. Escribo estas líneas desde Antananarivo, la capital de este país de 22 millones de habitantes.

Se trata de una economía que ofrece innumerables oportunidades en los sectores minero, agrícola, turístico y de infraestructuras. Francia y China son sus mayores socios comerciales e inversores. Hasta el año 2008, creció muy rápidamente, pero la inestabilidad política y la crisis financiera global han causado estragos.

Durante mi estancia, he hablado con numerosos directivos, políticos y emprendedores. En el sector de las telecomunicaciones, que viene creciendo rápidamente en esta parte del mundo, se han producido innovaciones muy interesantes. Por ejemplo, la empresa india Airtel Bharti ha introducido un servicio denominado Cloud Phone, que permite a la gente pobre que no tiene dinero para adquirir un teléfono móvil poder establecer su propio número de teléfono y emplear cualquier otro teléfono para realizar llamadas tras identificarse con un código. Aritel va a introducir esta innovación en otros países africanos.

Un emprendedor francés ha adquirido explotaciones agrícolas para producir extractos medicinales. Se trata de una actividad que requiere conocimientos científicos y contactos

con las mayores empresas farmacéuticas para convertirse en su proveedor mundial. Además, los empleados tienen que tener conocimientos técnicos, lo que ayuda a lograr un mayor grado de cualificación de la mano de obra. Su objetivo es convertirse en el mayor proveedor mundial de ciertos extractos medicinales en un plazo de tres años.

Este mismo emprendedor también ha diseñado unas estufas para cocinar que emplean biomasa en lugar de carbón vegetal. En Madagascar y otros países en vías de desarrollo, la producción de carbón vegetal contribuye a la deforestación y su consumo al efecto invernadero. De hecho, se estima que algo más de un 10% de las emisiones de gases nocivos proviene del empleo de carbón vegetal. Dependiendo del tamaño, la estufa puede costar entre 150 y 300 euros.

También he hablado con un emprendedor norteamericano de no más de 25 años que se ha establecido en Antananarivo para lanzar una empresa de pasta dentífrica. En principio, planea importar el producto de China y luego establecer una fábrica en Madagascar. En toda África se observa la llegada de emprendedores. En un viaje reciente a Kenia, me reuní con más de 25 jóvenes europeos y norteamericanos que ya habían lanzado su empresa.

La pregunta que me hago cada vez que vengo a África es por qué los emprendedores y las empresas españolas tienen una presencia tan escasa. Las oportunidades son inmensas, dado que se trata de economías que, por lo general, crecen rápidamente en términos económicos y demográficos. Esperemos que se produzca un cambio antes de que sea demasiado tarde::

# Turno para la política fiscal

La agenda institucional vuelve a situarse en el punto de mira focalizando su atención en dos puntos clave: el compromiso de unión fiscal y el refuerzo de los mecanismos de estabilidad, ante los que Alemania se ha mostrado más contundente posicionándose a favor de una mayor celeridad en la entrada de capital en el ESM. En el frente de mercados, también asistimos a señales de estabilización en el ámbito soberano y financiero, con un BCE que mantiene su disposición a actuar para garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y limitar el impacto de la restricción crediticia sobre el crecimiento del conjunto del área euro, sobre la que siguen latentes riesgos a la baja de cara a 2012.

*Cristina Colomo y Guillermo Fernández Dono*

## CONTEXTO ECONÓMICO

La agenda institucional recobra protagonismo. El encuentro del día 9 de enero entre Merkel y Sarkozy y el Consejo europeo del día 30 se saldan con un mensaje de compromiso con la unión fiscal, cuyas bases legales deberán aprobarse antes del 1 de marzo (acuerdo intergubernamental).

El refuerzo de los mecanismos de estabilidad ha sido otro de los puntos tratados en la reunión a dos bandas. Merkel se ha mostrado favorable a acelerar la entrada de capital en el ESM, lo que estaría encaminado a cumplir con un doble objetivo: (i) «proteger» la calidad crediticia del ESM (que entra en vigor en julio) ante la

probable pérdida de la triple A por parte de algún soberano del euro en el primer trimestre y (ii) estimular la entrada de agentes no europeos en las herramientas de estabilidad, reticentes hasta ahora a participar en la estabilización financiera del euro sin un compromiso más contundente por parte de Alemania.

Mientras tanto, en el frente de mercados, asistimos a señales de estabilización en el ámbito soberano y financiero, con un BCE que mantiene su disposición a actuar para garantizar la correcta transmisión de la política monetaria y limitar el impacto de la restricción crediticia sobre el crecimiento del conjunto del área euro. Éste ha sido, de hecho, el eje central del mensaje

del último Consejo de Gobierno, tras un balance de la situación económica en la que Draghi ha dado cuenta de las divergencias entre los Estados miembros (tanto en términos de posición cíclica como de deterioro de sus condiciones de financiación) y ha calificado de «estabilización en niveles reducidos» el estado actual del fondo macro.

Las alusiones reiteradas a los riesgos a la baja (*high uncertainty and substantial downside risks*)-que siguen existiendo para las perspectivas de crecimiento del área euro en este ejercicio (previsión Afi: 0%)-, el reconocimiento explícito de la delicada situación por la que atraviesan algunas economías (periféricas) y el hecho de que haya condicionado las decisiones en materia de tipos de interés (bajadas adicionales) al momento económico dejan la puerta abierta a nuevos recortes en el *repo*.

**Las alusiones reiteradas a los riesgos a la baja que siguen existiendo para las perspectivas de crecimiento del área euro dejan la puerta abierta a nuevos recortes en el *repo***

El mercado todavía no tiene puesto en precio una bajada efectiva del tipo de intervención: la relajación en la curva de OIS desde principios de diciembre ha respondido, fundamentalmente, al refuerzo de la operativa de liquidez y ha justificado la corrección de casi 15 pb en la curva Euribor desde entonces. Si se confirma el escenario recesivo que estamos contemplando para las principales economías periféricas con motivo de la intensificación del ajuste fiscal y no se restaura, aunque sea de forma incipiente, el canal de transmisión interbancaria, el BCE podría optar en primavera por nuevos recortes del *repo*. Hasta entonces, tres termómetros de seguimiento (mencionados por el propio Draghi): (i) dimensión de la reapertura del mercado *unsecured* para emisores bancarios, (ii) evolución del crédito bancario en economías clave y (iii) disfunciones en los niveles de apelación a las facilidades de crédito y depósito del BCE.

## ÍNDICES AFI FONDOS DE INVERSIÓN (%)

	Rentabilidades a 2012	
	YTD	2011
RV emergentes Europa del Este	16,9	8,1
RV emergentes Latinoamérica	14,7	0,6
RV emergentes global	12,2	4,0
RV Asia y Oceanía	12,1	2,9
RV emergentes MENA	9,5	-4,9
RV Europa	8,3	4,0
RV Euro	8,1	1,1
RV sectores crecimiento	7,9	-0,6
RV sectores defensivos	7,9	3,0
RV global	7,2	3,0
RV EEUU	7,0	0,0
RF convertibles	5,6	-10,9
Materias primas	5,1	-4,6
RF <i>high yields</i>	4,7	-2,2
RV Japón	4,7	-18,8
RV mixta internacional	4,7	-5,2
RV España	3,9	-11,9
RF emergentes	3,8	-2,2
RV mixta euro	3,8	-18,9
Gestión global	3,5	-2,1
RF largo euro	2,8	1,3
FIL	2,5	-6,4
RF mixta internacional	2,4	-9,3
RF mixta euro	2,2	-5,0
Garantizado RF	1,7	-2,0
RF internacional	1,6	-12,3
Garantizado a vencimiento	1,6	-19,2
Gestión alternativa	1,3	-8,2
RF corto euro	1,2	-0,7
Ret. absoluto conservador	0,8	1,2
Garantizado parcial	0,5	-13,9
Monetarios euro	0,3	-6,0
FI inmobiliaria	-0,4	-20,8
RF CP dólar	-0,6	-4,7
RF LP dólar	-0,7	-8,5
Monetarios dólar	-1,5	-26,8

Fuente: elaboración propia.

## REACCIÓN DE LOS MERCADOS

En renta variable, se observan avances generalizados en las Bolsas mundiales. Los índices españoles (IGBM, Ibex-35), sin embargo, se sitúan entre las excepciones del inicio de ejercicio alcista. En contraposición, el bloque emergente lidera el primer rebote de 2012: Argentina, Turquía, Hungría, India y Brasil avanzan más de un 10% en el mes.

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

	Ratios valoración					Ccto BPA (%)			
	Peso actual (%)	PER	P/B	RPD (%)	ROE (%)	2011	2012	2013	Market cap (mill. €)
Telefónica	19	8,5	2,6	12,0	31,1	-7,9	-0,6	4,3	60.245
Repsol	11	12,0	1,1	5,3	8,8	8,3	21,5	12,1	26.731
Abertis	11	14,0	2,7	8,5	19,4	5,4	9,6	6,1	9.890
Santander	10	7,1	0,7	9,8	9,8	-6,8	2,0	8,6	54.434
Indra	10	9,2	1,6	6,4	17,5	-12,6	0,0	5,2	1.738
Técnicas Reunidas	10	11,3	3,9	4,8	34,3	32,8	3,2	4,5	1.565
Inditex	10	8,4	1,5	9,0	17,8	-9,5	15,3	0,3	7.200
ACS	9	10,5	0,5	3,5	5,2	7,5	9,1	42,2	26.782
Grifols	5	24,0	1,3	4,6	5,3	79,7	-50,4	25,6	6.646
CAF	5	9,7	2,0	2,7	20,7	7,8	12,4	8,0	1.363
Cartera recomendada	10,7	1,9	7,5	18,7	5,4	4,3	10,2		
Ibex-35		10,5	1,1	6,5	10,0	-11,2	5,8	12,6	

Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

En términos sectoriales, tan sólo tres de ellos cierran el mes de febrero en negativo (telecomunicaciones, alimentación y *utilities*), destacando, en el lado opuesto, las ganancias superiores al 10% de autos, seguros, recursos naturales y viajes y ocio.

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO

Renta variable (30%): reducimos la sobreponderación en Bolsa hasta igualar su peso en cartera al del *benchmark* (30%). El debilitamiento del ciclo económico, especialmente en Europa, se erige como lastre potencial para la evolución bursátil de los índices de renta variable. Así pues, las previsiones de contracción del PIB en el área euro para los dos próximos trimestres (-0,3% T en el cuarto trimestre de 2011 y -0,1% T en el primero de 2012) favorecen la adopción de un posicionamiento en renta variable poco apalancado a ciclo ante un escenario claramente correctivo. En este contexto, esperamos un Ibex tocando suelo en el primer trimestre de 2012, que podría llegar a situarse en los 6.500 puntos.

En EEUU y Japón, mantenemos la sobreponderación (10 y 8% de la cartera, respectivamente) y reducimos ligeramente el peso de los índices emergentes (Asia: -1pp, Latinoamérica: -1pp). Como principales justificantes, señalamos la mejor situación cíclica de EEUU y Japón y la potencial depreciación del euro, unido a la indefinición política respecto a la crisis soberana, principales justificantes.

#### El debilitamiento del ciclo económico, especialmente en Europa, se erige como lastre potencial para la evolución bursátil de los índices de renta variable

Los sectores favoritos siguen siendo los de menor beta, lo que nos lleva a reducir el peso de ciclo y financieros en un contexto de posibles cesiones bursátiles. La circularidad negativa entre riesgo soberano y financiero, en un entorno en el que las señales de estrés en los mercados de deuda soberana son máximas, unido al deterioro en el ciclo económico previsto para próximos trimestres, avalan esta táctica defensiva.

Gestión alternativa (12%): mantenemos tanto el peso en gestión alternativa como su orientación VaR en presupuesto. La exposición a este *asset class* cobra especial protagonismo en los perfiles más defensivos que busquen reducir su correlación con los mercados financieros.

Renta fija (33%): en relación con la deuda pública (6%), el deterioro de las cotizaciones de deuda pública periférica llevan a las referencias de ITA y ESP a cotizar con niveles de volatilidad equiparables a las de activos *high yield*. En consecuencia, reducimos peso en esta categoría y, en particular, en las referencias de

#### ASSET ALLOCATION RECOMENDADO (%)

Categoría	31-dic-11	29-feb-12	BMK	AFI vs BMK
RV EUR	6	7	17	-10
RV EEUU	8	6	6	0
RV emergente Asia	1	1	1	0
RV emergente Latinoamérica	0	0	1	-1
RV Europa del Este	0	0	1	-1
RV Japón	6	6	4	2
<b>Renta variable</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>30</b>	<b>-10</b>
Ret. abs. conservador	0	0	7	-7
Gestión alternativa	14	14	0	14
<b>Gestión alternativa</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
RF convertibles	4	6	0	6
RF <i>high yield</i>	8	8	2	6
RF emergente	6	6	0	6
RF IG CP	8	6	8	-2
RF IG LP	3	5	0	5
RF largo euro	2	4	15	-11
RF corto euro	10	8	33	-25
RF dólar	0	0	0	0
<b>Renta fija</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>58</b>	<b>-15</b>
Monetarios dólar	10	10	0	10
Monetarios libra	0	0	0	0
Liquidez	14	13	5	8
<b>Mercado monetario</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>5</b>	<b>18</b>

Fuente: elaboración propia.

estos emisores con mayor riesgo duración; para reducir volatilidad, incrementamos el peso de deuda AAA.

En renta fija privada (27%), el deterioro en el ciclo económico al que apuntan los indicadores adelantados de sentimiento y las fuertes necesidades de financiación del *high yield* nos hacen revisar ligeramente a la baja nuestra recomendación sobre compañías HY. Aun así, seguimos por encima de *benchmark*.

Mantenemos una visión positiva en corporates IG. En lo que respecta a financieros, apostamos por deuda *secured* frente a *unsecured* y seguimos totalmente al margen de deuda subordinada.

Monetario (25%): incrementamos fuertemente la exposición a dólar ante un escenario correctivo para el euro, impulsado por el repunte de las primas de riesgo tanto en renta variable como deuda pública (cada vez más extendido también a emisores AAA, aunque con niveles de volatilidad mucho más bajos que los observados en la periferia) y la consecuente salida de flujos hacia divisas con mejores fundamentos y menor riesgo institucional, fundamentalmente el dólar. Este escenario nos lleva a incrementar nuestra sobreponderación en el tramo monetario del dólar en 6pp, hasta el 9%, frente al 0% del *benchmark*.

El otro vértice sobre el que descansa la recomendación en monetarios es la liquidez (*principal asset class* en nuestra cartera recomendada con un peso del 16% sobre el total). El planteamiento defensivo propuesto para diciembre queda también patente en esta recomendación. Con ella, buscamos minimizar los riesgos que actualmente están presentes en otros activos financieros euro: político, de mercado, cíclico y de liquidez ::

# Grecia, de nuevo

Transcurridos dos meses de 2012, el euro sigue muy penalizado por la falta de visibilidad en la gestión de la crisis de la deuda soberana en el seno del área euro. Apenas cuatro meses después del último episodio de tensión en Grecia, febrero se saldará con renovada incertidumbre acerca de la capacidad de rescate a los países en problemas, a pesar de la aprobación, en la última semana del mes, de un nuevo programa de ayuda por importe de 130.000 millones de euros.

Pablo Guijarro

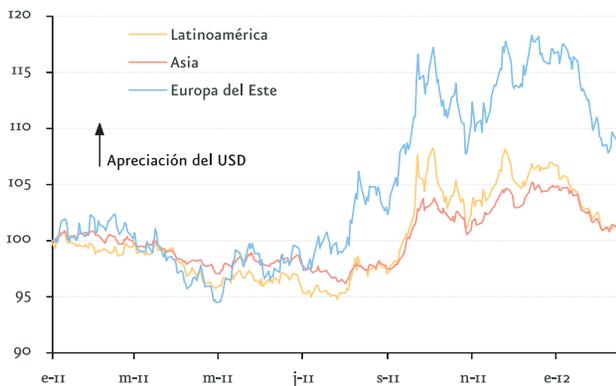
## FEBRERO VOLÁTIL

Febrero se salda con nuevas dudas en el seno del área euro desde la perspectiva de la estabilidad financiera, al tiempo que seguimos asistiendo a un deterioro de las perspectivas de crecimiento, que consolidan la percepción de que 2012 se caracterizará por un ritmo de expansión muy reducido en las principales economías europeas y que, incluso, podría ser negativo en casos como el de España.

**Grecia sigue marcando el compás de los movimientos en el mercado de divisas en un contexto de pobres perspectivas de crecimiento para el área euro**

En este contexto, no se puede descartar que el BCE mantenga un discurso muy relajador en términos de política monetaria, apuntando a la necesidad de mantenerse presente en los mercados financieros y, potencialmente, reduciendo de nuevo el tipo de referencia para apoyar el crecimiento en un contexto de fuertes programas

## Índice Afi de divisas emergentes frente al dólar estadounidense



Nota: mayor valor del índice implica un mayor valor del dólar.  
Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

de consolidación fiscal. En este sentido, consideramos que la probabilidad de asistir a recortes en el tipo *repo* es reducida por cuanto lo verdaderamente necesario en el momento actual sigue siendo preservar la salud y la estabilidad del sistema financiero.

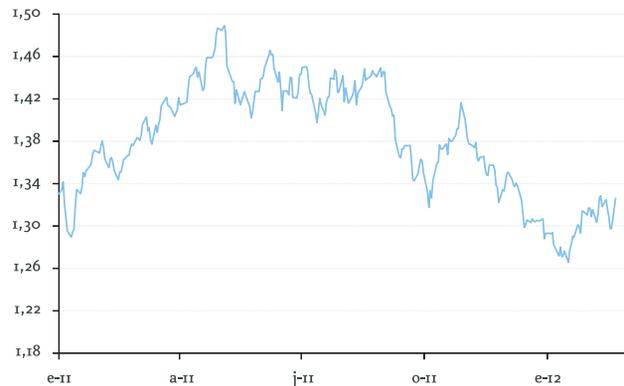
### La recuperación de las materias primas supone un acicate para que las divisas latinoamericanas continúen apreciándose durante el segundo trimestre

En el ámbito emergente, destaca el buen comportamiento de las divisas latinoamericanas, que se están beneficiando del encarecimiento de las materias primas en los primeros compases del ejercicio. Esto ha permitido que monedas como el real brasileño, el peso chileno y el peso mexicano recuperen terreno con intensidad muy notable. Así, las monedas de esta región se han apreciado durante 2012 más de un 5%, recuperando niveles vigentes durante el verano de 2011 en su cruce frente al dólar.

### LA DEBILIDAD PERSISTIRÁ EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

De cara a los próximos meses, consideramos que el euro sigue siendo susceptible de sufrir depreciaciones habida cuenta de la falta de capacidad de gestión de las autoridades europeas y las débiles perspectivas de crecimiento para la región. El escenario más probable es el de un nivel de llegada en torno a 1,25 dólar/euro en la parte final del ejercicio, toda vez que la economía estadounidense está dando señales de una mayor estabilización en variables clave como el empleo. Por esto, recomendamos la cobertura de pagos en dólares durante 2012, especialmente si el tipo de cambio se sitúa en cotas de 1,32 dólar/euro o superiores.

## Tipo de cambio dólar/euro



Fuente: elaboración propia a partir de fixing del BCE.

En cuanto a las divisas emergentes, consideramos que son candidatas a seguir recuperando terreno en un contexto de encarecimiento de las materias primas. Este escenario beneficia claramente a las monedas de Latinoamérica, por lo que recomendamos la cobertura de pagos que vayan a tener lugar en esta denominación durante el primer semestre del ejercicio ::

### FORWARD AMERICANO

Frente a la rigidez que, en términos de importe y vencimiento supone la contratación de un *forward* y la desventaja asociada al coste de contratar una opción, el producto denominado *forward* americano combina aspectos tanto relativos al seguro de cambio como a las opciones americanas.

El *forward* americano es un producto que permite fijar de antemano el tipo de cambio que se aplicará en el momento de la venta, eliminando así el riesgo de depreciación de la moneda. La empresa contrae el compromiso de vender a su contrapartida (la entidad financiera) el importe en divisa extranjera que quiera cubrir en la fecha pactada y a un tipo de seguro de cambio preestablecido, con independencia de su cotización de mercado en ese momento (de igual modo que sucede con la cotización de un seguro de cambio tradicional).

Pero, además, la empresa puede vender la divisa en cualquier momento al mismo precio y sin preocuparse de la modificación de precio que supondría un adelanto de flujos en un seguro de cambio tradicional (incorporando la opcionalidad y flexibilizando el instrumento de cobertura).



La desaceleración de las economías latinoamericanas se ha intensificado en los últimos meses en consonancia con un escenario de pérdida de dinamismo de las economías avanzadas. Aun cuando el débil entorno macroeconómico internacional sitúa el balance de riesgos para el crecimiento del conjunto de la región a la baja, existe consenso a la hora de prever un aterrizaje suave de las principales economías durante el año 2012.

Álvaro Lissón

La capacidad de crecimiento a corto plazo de Latinoamérica continúa acumulando elementos de presión. Si, en diciembre, fue el deterioro del sentimiento en los mercados financieros mundiales, derivado de la crisis del euro, el que introducía elementos de incertidumbre sobre la posición cíclica de América Latina, en las últimas semanas, han sido los registros de actividad en el este asiático los que elevan el nivel de alerta.

### El potencial aterrizaje brusco de China se configura como el principal factor de riesgo para Latinoamérica

El caso más llamativo es el de China. A la pérdida de dinamismo del mercado inmobiliario durante los últimos meses, se unen las señales de agotamiento de la demanda doméstica y un sector exportador que, a tenor de los registros de la balanza comercial de diciembre, se encuentra en plena fase de desaceleración. Sin duda, un aterrizaje duro de la economía china es el principal fac-

#### PREVISIONES AFI DE CRECIMIENTO (TASA ANUAL, %)

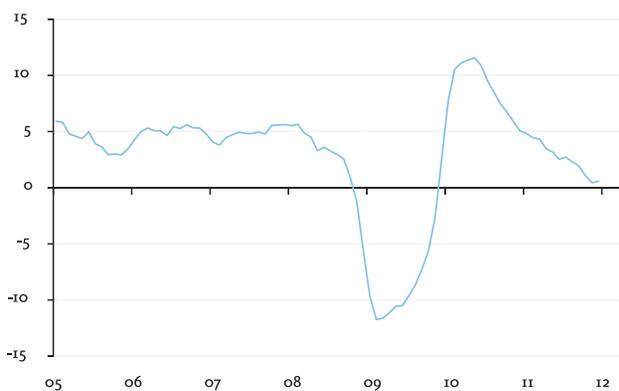
	2010	2011 (e)	2012 (p)	2013 (p)
<b>Mundo</b>	5,1	3,1	2,7	3,3
<b>Desarrollados</b>	3,1	1,2	0,8	1,6
<b>Emergentes</b>	7,3	6,6	6,0	6,3
<b>Latinoamérica</b>	6,5	4,4	3,5	4,0
Brasil	7,5	3,6	3,2	3,5
México	5,4	3,5	2,8	3,2
Argentina	9,2	9,0	2,0	2,5
Chile	4,3	4,9	3,7	4,2
Colombia	5,2	6,5	4,5	4,8
Perú	8,8	6,2	5,5	6,0

(e) estimación, (p) previsión.

Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

tor de riesgo para la capacidad de avance del comercio mundial en un contexto en el que la demanda interna en el área euro y, en menor medida, en EEUU se encuentra débil y sin expectativas de recuperación.

### Producción industrial en Latinoamérica (tasas interanuales, promedios trimestrales, %)



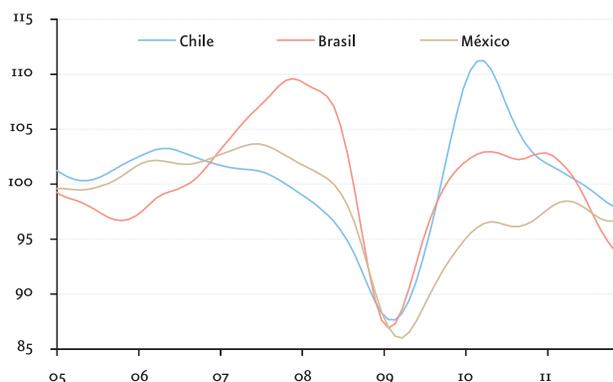
Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

El impacto sobre las economías latinoamericanas del contexto macroeconómico mundial tendrá en la ralentización de las exportaciones su derivada más inmediata, con las economías con mayor tasa de apertura y dependencia de las materias primas en su estructura de exportaciones (Chile, Perú) como principales damnificadas. La fortaleza de la demanda interna en países como Brasil -superado el mal comportamiento del consumo y la inversión durante el tercer trimestre- puede ejercer de factor de soporte a nivel interno con efectos de arrastre positivos hacia aquellas economías con vínculos comerciales de relevancia (como es el caso de Argentina).

### Las autoridades tienen margen para estimular el crecimiento desde el frente monetario y fiscal

En este contexto, la política monetaria puede recobrar protagonismo en los próximos meses como mecanismo para reactivar el ciclo, sobre todo si las tasas de inflación continúan cediendo desde máximos. Además del recorte de tipos de interés (sobre todo hay margen en Brasil), la intervención sobre la divisa es otra herramienta disponible, aunque el grado de activismo en este ámbito dependerá del nivel de deterioro en el ciclo económico y de la respuesta de socios comerciales como China. Precisamente, las bajadas del coeficiente de reservas que ha llevado a cabo el banco central en los últimos meses ha sido interpretada como una señal adelantada del rumbo que puede tomar no sólo la política monetaria china, sino también su política cambiaria, donde podría limitar la apreciación del yuan frente al dólar. No descartamos una respuesta de similar magnitud por parte de las autoridades monetarias latinoamericanas si el entor-

### Indicadores adelantados de la OCDE en países latinoamericanos

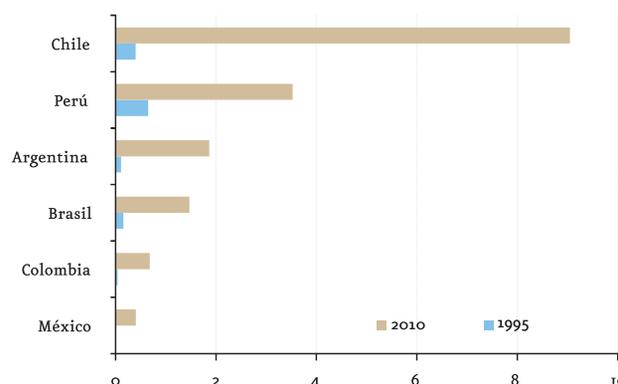


Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

no macro continúa sin ofrecer señales de mejora, como ya ha ocurrido en más de una ocasión durante los últimos años.

En nuestro escenario de previsiones, contemplamos una tasa de crecimiento para el conjunto de América Latina del 3,5% en 2012, casi un punto porcentual por debajo del avance del PIB registrado en 2011 (estimamos un 4,4%). A nivel de país, esperamos una desaceleración más profunda en aquellas economías con mayor dependencia del ciclo global (Chile, Colombia, Perú) y, especialmente, en Argentina, donde los déficit gemelos, la falta de acceso a los mercados internacionales y el reducido margen para colocar deuda en el mercado local han impulsado la percepción de riesgo sobre Argentina y elevado las necesidades de ajuste a nivel interno ::

### Peso de las exportaciones a China en Latinoamérica (% del PIB)



Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.



«Los índices de sentimiento empresarial se recuperan, pero no sólo en EEUU, sino también en los países emergentes e, incluso, en la UME, que podría salir de la recesión a partir del segundo trimestre de 2012»

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

## ¿Por qué no antes?

Las advertencias que hacíamos el pasado mes sobre el ciclo económico global hoy pueden relajarse, al menos, en parte. Y es que se están acumulando ciertas señales sobre el carácter coyuntural de la ralentización cíclica en el tramo final de 2011 (que, en el caso de la UME, ya está confirmado, implicó caer en la recesión) y, especialmente, sobre la capacidad de crecimiento de EEUU. Las previsiones de la Reserva Federal (maneja un rango del 2,2-2,7% para 2012) y la opinión de tres miembros del FOMC de que habría que subir tipos de interés antes de que termine 2012 (nuevo paso en la transparencia de la Reserva Federal, lo que redundará en la eficacia de su política monetaria) son dos claros ejemplos de la mejor posición cíclica de la principal economía del mundo, que podría volver a convertirse en uno de sus motores. Los índices de sentimiento empresarial se recuperan, pero no sólo en EEUU, sino también en los países emergentes (especialmente, India) e, incluso, en la UME, que podría salir de la recesión a partir del segundo trimestre de 2012 (es bien relevante el cambio de dirección dibujado por el IFO).

Pero también, desde otro de los frentes de riesgo de los que advertíamos desde el pasado verano, contamos con noticias más tranquilizadoras. Así, se observa una clara relajación de la crisis de deuda soberana en la UME (especialmente, Italia y España, pero también países como Francia o Austria, minimizando el impacto negativo de la rebaja de *rating* por parte de S&P) a medida que la inyección de 489.000 millones de euros de liquidez a tres años del BCE comienza a dar sus frutos (a la espera de la subasta del 29 de febrero). Y el impacto de esta inyección es doble: bien reduciendo el riesgo de refinanciación de las entidades credi-

ticias europeas (se ha reabierto el primario para algunas entidades), bien generando una demanda de deuda pública (especialmente, España e Italia) con, a su vez, impacto indirecto sobre los costes de financiación de los agentes privados.

Es significativo cómo, a pesar de que las negociaciones en Grecia sobre la participación del sector privado (PSI) y sobre las nuevas reformas no avanzan al ritmo deseado y cómo, aunque se especula ya con un PSI en Portugal, no estamos observando un repunte de las primas por riesgo (tampoco del segmento *high yield*), ni de la volatilidad en las Bolsas, ni depreciación de las divisas de países emergentes, ni caída del precio de las materias primas (por más que se haya hundido el Baltic Dry Index). Señales todas ellas de que los momentos de pánico de noviembre quedaron atrás.

Sólo un «pero» en este entorno, relevante no obstante para los mercados financieros, especialmente los bursátiles. Nos referimos a las previsiones para el crecimiento de los beneficios por acción (BPA) de las compañías cotizadas, que nos parecen optimistas, compartiendo así el diagnóstico de otras casas de análisis. Avances acumulados del 25% entre 2012 y 2013 parecen muy exigentes ante las previsiones de avance del PIB, además de la inflación, más aun si consideramos que, aunque existe margen de mejora en la productividad, su avance no podrá ser similar al observado desde 2009. Por último, decíamos que, a la espera de una nueva inyección de liquidez por parte del BCE, parece que su ampliación de balance resulta eficaz para, al menos, frenar el deterioro de los mercados financieros. Convergencia de las políticas monetarias no tradicionales hacia el «modelo Fed». Surge aquí una duda legítima: ¿por qué no se hizo antes? ::



# CUADRO DE MANDO Financiero

Miguel Arregui

## Síntomas de mejoría en el mercado primario español



### Puntos destacados

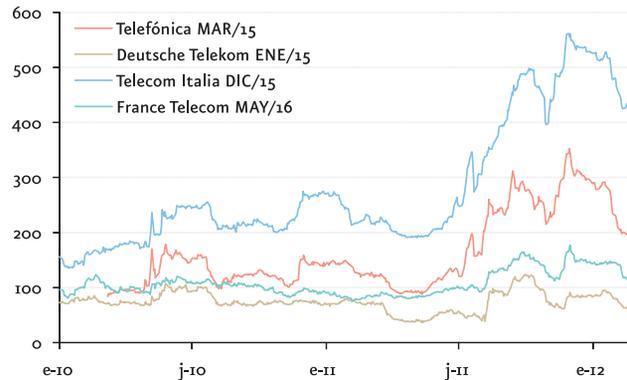
- Reapertura de la ventana de emisión durante las últimas semanas. La relajación en las primas de riesgo de los países periféricos ha encontrado traslado en las cotizaciones bursátiles y ha favorecido la apertura de ventanas de financiación para agentes financieros y no financieros con cierto tamaño.
- Hasta siete compañías españolas han acudido al mercado para financiarse: Sabadell, Santander, BBVA, Banesto, Repsol, Telefónica y CaixaBank. El hecho de que el mercado primario se esté abriendo es una noticia muy positiva ante el complicado calendario de vencimientos previsto para el resto del año.
- La posición del BCE, clave dentro del comportamiento del mercado. La mayor provisión de liquidez y las operaciones de financiación a muy largo plazo son factores determinantes para la reducción de los diferenciales soberanos y de deuda privada.
- Tendencia que tiene visos de continuar, al menos, al corto plazo. En la medida en que se sumen nuevos estímulos al sector financiero, el incremento de las emisiones de deuda corporativa podría alcanzar a otros segmentos con una menor calidad crediticia.
- Por último, a este esquema de operaciones de financiación a muy largo plazo, hay que sumar la reciente ampliación de la lista de activos descontables en el Eurosistema (préstamos al sector público y corporativo, etc.). Estas operaciones, realizadas por cada uno de los bancos centrales nacionales, podrían suponer un incremento en la capacidad de descuento de unos 50.000 millones de euros adicionales para el sistema financiero español.

Primeros pasos hacia la normalización del mercado crediticio. La relajación observada en los diferenciales soberanos durante los últimos meses se ha filtrado al mercado primario de emisores privados y anima la aparición de nuevos agentes corporativos de la periferia en el mercado primario.

De esta forma, varios agentes españoles, financieros y corporativos han conseguido emitir deuda. La apertura del mercado se ha producido, como suele ser habitual, con instrumentos con una elevada calidad crediticia (cédulas hipotecarias), pero también se ha hecho extensible al mercado de deuda *senior* (Repsol, Telefónica y BBVA).

La abundancia de liquidez es, de nuevo, un factor explicativo de primer orden, con la orientación de flujos hacia deuda con niveles de rentabilidad elevados ::

**Telefónica frente a sus comparables.**  
Diferenciales en secundario frente a IRS  
(pb)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.

Adicionalmente, la reciente flexibilización de los criterios sobre colaterales elegibles para el descuento de préstamos bancarios está enfocada a solucionar los problemas de acceso a la liquidez del sector bancario y tiene como objetivo último la dinamización de la concesión de crédito en la economía real.

Esta medida podría suponer un incremento en la capacidad de descuento de las entidades bancarias españolas del orden de 50.000 millones de euros, siempre y cuando se cumplan los criterios señalados en la tabla anexa ::

**NUEVOS CRITERIOS ADOPTADOS POR EL BANCO DE ESPAÑA**

España	
Tipología de nuevos activos elegibles	Prestamos no hipotecarios a empresas no financieras y organismos del sector público que estén al corriente del pago
Divisas adicionales admitidas	Principales divisas europeas, dólar y yen.
Calidad crediticia (rango de PD)	0,4% - 0,1%

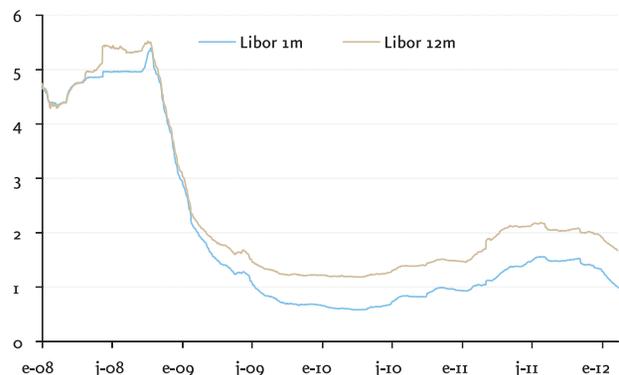
Fuente: elaboración propia a partir de Banco de España.

La reducción de los tipos de interés del mercado monetario constituye una buena noticia desde el punto de vista de la financiación empresarial.

El descenso de los tipos Libor y Euribor ante (i) una reducción de las primas de riesgo interbancarias y (ii) un contexto de tipos de interés de intervención en mínimos durante un período prolongado de tiempo, a la luz de la crisis soberana y del deterioro de la posición cíclica de la UME, deberían mantenerlos en niveles reducidos.

En este sentido, el endeudamiento a tipo de interés variable podría ser una alternativa de financiación atractiva para el sector privado en la medida en la que esperamos que estos tipos de interés sigan en niveles reducidos durante los próximos trimestres ::

**Tipos Libor 1 y 3 meses**  
(%)



Fuente: elaboración propia a partir de Bloomberg.



## Pablo Vázquez

PRESIDENTE DE INECO

«Nuestro carácter público ayuda a las empresas españolas en la captación de proyectos internacionales»

Pablo Vázquez se licenció en Derecho y es doctor en Economía. Realizó su posgrado en Economía en la Universidad de California (Berkeley). Es profesor titular de Economía Aplicada en la Universidad Complutense. Ha sido director ejecutivo de la Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA) desde julio de 2005 a enero de 2012 y, de 2002 a 2004, fue subsecretario de Sanidad y Consumo. Fue designado presidente de INECO el pasado 31 de enero, sólo hace unas pocas semanas, pero Pablo Vázquez muestra el conocimiento y la pasión de quien ha visto crecer la empresa.

# ineco

El diseño, la planificación y la gestión de muchas de las obras en España de infraestructura aeronáutica, ferroviaria o de carreteras se la debemos, en una parte muy significativa, a INECO y a sus profesionales. Desde hace unos años, se planteó el objetivo de internacionalizar el conocimiento y la experiencia adquiridos en el sector del transporte en las últimas décadas en España.

Javier López Somoza

## ¿Exagero si digo que INECO es una gran desconocida? ¿Cuáles son sus actividades?

INECO es una empresa que pertenece al Ministerio de Fomento a través de Aena, Adif y Renfe, que ostentan el capital de la compañía. Es, por tanto, una empresa pública de ingeniería como existen en otros países como Francia, Alemania, Suiza... Existe para dar servicio a las necesidades del Ministerio de Fomento en ámbitos como acompañar el esfuerzo inversor del Ministerio y sus empresas, planificar infraestructuras o tomar decisiones de importancia a medio y largo plazo que deben estar regidas por principios de eficiencia económica y social, con la dificultad que ello conlleva. Una vez que la obra se ha licitado, es necesario realizar una labor de supervisión de los criterios de calidad y, en general, de cumplimiento de las estipulaciones del contrato.

Otro papel importante es ayudar a las empresas españolas a salir al exterior. Somos el vehículo para formar consorcios que puedan promover y gestionar infraestructuras en el exterior.

**De hecho, INECO ha participado en el consorcio ganador del AVE**

## Medina-La Meca. ¿En qué ha consistido su participación?

Efectivamente, la labor de INECO ha sido ayudar a formar el consorcio y a detectar las oportunidades que podía haber. España, gracias a las inversiones realizadas en los últimos años, se ha posicionado como potencia en alta velocidad. Cuando los árabes se plantearon la necesidad de contar con un tren de alta velocidad, pensaron básicamente en los españoles, franceses y alemanes. Después, se proporcionó asistencia técnica, debido a nuestra amplia experiencia internacional en la elaboración de toda la documentación necesaria. Una vez realizado el contrato, nuestra labor será la de supervisión técnica ayudando en la planificación inicial.

¿Por qué es importante INECO, una ingeniería pública? Muchas veces el contratista público necesita ver una cara pública en el otro lado. Actualmente, estamos haciendo el *project management* del aeropuerto de Kuwait. ¿Por qué acude a nosotros o a nuestra homóloga en Francia? Porque somos una ingeniería pública. Luego, de nuestra mano, podemos llevar a otras ingenierías y empresas privadas. Pero ve

en lo público un plus que le va a ayudar en el diseño y la planificación de infraestructura, de la misma forma que el Ministerio de Fomento ve en nosotros un buen articulador del plan de infraestructuras porque actuamos con criterios de interés general. Somos un socio adecuado por nuestra independencia.

## ¿Cuáles son las lecciones que se pueden extraer para la empresa española de este contrato?

Primero, que hay muchas oportunidades fuera. El reto de la internacionalización no es algo que una empresa se pueda plantear hacer o no hacer, sino que es claramente una necesidad para cualquier empresa de mediano tamaño. Además, parte de nuestro esfuerzo debería ser que cada vez haya menos empresas pequeñas y más empresas medianas. Para poder organizar un consorcio de este tipo, se necesitan empresas de cierto tamaño. En definitiva: en el mundo de las infraestructuras, hay mucho por hacer. Es cierto que vivimos una crisis muy fuerte y lo que se percibe actualmente es que la inversión en infraestructuras no va a crecer en los próximos años al ritmo de los anteriores, pero, en el



INECO ha participado en el consorcio ganador del AVE Medina-La Meca.

exterior, no es así, sobre todo en los países emergentes. Estos países necesitan infraestructuras, algo fundamental para su desarrollo. Ahí deben estar las empresas españolas e INECO puede colaborar en la presentación ofertas conjuntas para maximizar las posibilidades.

**¿Considera que España y las empresas españolas son valoradas en el exterior por su capacidad tecnológica?**

Yo diría que tienen una consideración muy alta y no es causalidad. En las empresas españolas, hay un capital humano muy cualificado. Las escuelas españolas que forman ingenieros están en primer nivel mundial y esto no ocurre en otras especialidades. Por ejemplo, es difícil encontrar ingenieros aeronáuticos más preparados que los españoles y eso es un valor claro.

Además, nos hemos convertido en referencia mundial en algunos medios de transporte. En alta

velocidad, por supuesto, pero también en el diseño de aeropuertos. La operación de puesta en marcha de la terminal T4 del aeropuerto de Barajas es considerada en el mundo un ejemplo de lo que se debe hacer, de cómo fue posible poner en marcha un aeropuerto en 24 horas sin que nadie lo notara. Pensemos, por ejemplo, que se intentó hacer lo mismo en EEUU, pero tuvieron que parar y cerrar el aeropuerto porque no fueron capaces de hacer el cambio. Tenemos una experiencia. Hemos desarrollado un conocimiento muy valioso, probablemente, porque se han llevado a cabo unas inversiones muy cuantiosas.

**¿Cómo se planteó en su día INECO la estrategia de internacionalización?**

INECO siempre tuvo, desde sus orígenes, una clara vocación internacional, que, tradicionalmente, fue canalizada hacia Latinoamérica, manteniendo una

modesta, pero continua, presencia en este mercado.

Dicho esto, es cierto que, en los últimos años, se ha dado un impulso decisivo a la estrategia de internacionalización por dos motivos. Uno, por necesidad, como casi siempre. La salida al exterior de personas y empresas suele estar motivado por eso. Todos somos conscientes de que el esfuerzo inversor que está llevando a cabo el Ministerio tiene fecha de caducidad. El número de trenes AVE, aeropuertos o puertos marítimos no es infinito. Hemos hecho un esfuerzo muy importante, pero estamos cercanos a la madurez. Ahora lo que toca es completar, darle sentido, coherencia y no tanto empezar nuevos proyectos. Y la cartera a medio plazo se estaba reduciendo. Ahí está la necesidad.

El segundo es que el mundo se ha vuelto muy global y nuestros ingenieros y empresas salen fuera. Nuestra idea es acompañarlos en este proceso e INECO es un so-



Actualmente, INECO está haciendo el project management del aeropuerto de Kuwait.

cio que les puede ayudar en esa internacionalización. Cuando una constructora se plantea licitar a un concurso para la construcción de una determinada infraestructura, necesita una ingeniería que les ayude en el diseño y el planeamiento.

### ¿En qué países trabaja INECO?

INECO actúa en unos 40 países y ha desarrollado más de 150 contratos internacionales. Hay unas áreas geográficas que consideramos prioritarias, en las que pensamos que puede haber un mayor crecimiento de infraestructuras y donde una ingeniería puede tener posibilidades. Latinoamérica, por supuesto, aunque es un área en la que actualmente no se está construyendo mucho, con la excepción de Brasil, donde tenemos una delegación. También tenemos oficinas en México, Colombia e India, país éste muy importante para nosotros. Tradicionalmente, hemos mantenido muchas relaciones con los países

del norte de África y consideramos a Oriente Medio como una zona prioritaria, pues son países emergentes con muchos recursos y necesidades de generar infraestructuras. Quieren diversificar, salir de un modelo de monocultivo relacionado con el petróleo y quieren buscar otras vías de crecimiento que no les hagan tan dependientes del petróleo y, para todo ello, necesitan infraestructuras.

### ¿Qué piensa del reto que plantea el mantenimiento y eventual ampliación de muchas de las infraestructuras de las que se ha dotado este país en el actual contexto de crisis?

Tenemos que hacer un esfuerzo muy importante para conseguir acabar lo que tenemos, que no es poca cosa. En crisis anteriores, las infraestructuras iniciadas se quedaron a la mitad y eso tiene un peso muerto en el país muy importante. Dejar un tramo del AVE sin terminar sería una pér-

«Debemos canalizar la iniciativa privada hacia la construcción de infraestructuras, lo que será un indicador claro de eficiencia»

didada terrible de recursos. O, por ejemplo, a la inversión realizada en los túneles de Pajares hay que procurarle rentabilidad, por lo que no tendría sentido poner una vía convencional. Completar con inteligencia las infraestructuras que tenemos es un mandato en un momento como éste. Y esto tiene que hacerse con una participación importante del sector privado, como ocurre en otros países, lo cual será un indicador claro de eficiencia. El sector privado no entra en infraestructuras que no tienen sentido porque las cuentas no le salen.

Nos estamos dotando de unas infraestructuras que deben proporcionarnos una ventaja comparativa. El día de mañana, las empresas extranjeras tienen que situarse en España porque vean que tienen cerca un aeropuerto, un tren de alta velocidad, etc. El final tiene que ser que hemos construido un país en el que las empresas extranjeras vienen porque somos más competitivos, porque tienen mejores infraestructuras que las que puedan encontrar en Francia, Italia o Marruecos ::

# El miedo al despido no siempre aumenta la productividad



[iStockphoto]/Thinkstock.

Estar más tiempo en el puesto de trabajo por miedo al despido no hace sino mermar la productividad y constituir una amenaza peligrosa de difícil detección. Para evitarlo, es fundamental gestionar la motivación de los empleados transformando una amenaza en un reto, a lo que, sin duda, ayuda la correcta comunicación de las decisiones que la empresa toma a este respecto.

Yolanda Antón

**H**l miedo a perder el empleo, a quedarse sin un salario, a engrosar unas listas del paro que ya superan los cinco millones de personas, al trabajo precario, a la inseguridad en los ingresos o al deterioro en las condiciones laborales hace reaccionar de modo diferente a los empleados.

En el momento actual, y con la intención puesta lejos de generalizar, el trabajador se transforma en un empleado desmotivado y más dócil que antes. Está tan preocupado por la seguridad en su puesto de trabajo que se abstiene de quejas -lo cual no es bueno para el empresario, porque el trabajador dócil no es

precisamente el más comprometido ni el más productivo- y cumple más horas de las necesarias, de modo que el panorama resulta tener efectos perversos e indeseables: se trabaja más, pero no se trabaja mejor.

**Las compañías tienen caras de personas que no pueden ni deben traslucir miedo**

El empleado termina estando presente en su puesto de trabajo, pero ausente en sus funciones. Puede alargar la jornada laboral innecesariamente

por el mero hecho de aparentar, ensalzar sus funciones tardando más tiempo en resolver los problemas añadiendo un componente de dificultad y esfuerzo que, en realidad, no existe y quejarse constantemente del volumen de trabajo que tiene cuando, en verdad, su productividad es muy baja.

Además de alargar la jornada laboral, las faltas al trabajo por enfermedades habituales se reducen. En algunos casos, porque hay personas que, simplemente, son ahora más conscientes de que hay que esforzarse más y que, si antes tenían un resfriado y no iban al trabajo, otros compañeros podían hacer su trabajo. Ahora, si la empresa atraviesa por un mal momento, esos compañeros pueden no existir. Lo peor de esto es que, en gran parte de las ocasiones, estos cambios no son de mentalidad, que sería lo más deseable, sino solamente una respuesta al miedo.

El miedo no siempre es malo y así podríamos diferenciarlo en dos: el tóxico, que paraliza y provoca errores por pasividad o por impulsividad, y el sano, que anima, que convierte la amenaza en reto. Muy posiblemente, en épocas de expansión, no hay del segundo y, en crisis, hay un exceso del primero.

¿Dónde está, por tanto, la clave para evitar que una organización se empape en estos momentos de miedo tóxico? Buscar el rendimiento, no la rentabilidad. Incentivar y no presionar. Ver el reto y no la amenaza. Ésta es la cuestión.

Proceder por amenaza es fácil, proceder por rendimiento es difícil. Resulta demasiado frecuente encontrar casos en los que los empleados acuden a su puesto de trabajo, realizan jornadas largas, trabajan semanas sin descanso -todo ello sin remuneración extraordinaria- con

el fin de evitar ser despedidos como parte del plan de ahorro dispuesto en sus empresas, aunque, finalmente, lo son, porque, a la hora de decidir quién sale de la organización, el tema económico pesa más que la calidad del trabajo realizado o el posible potencial. Esta manera de actuar, despidiendo a los que es más barato despedir, puede funcionar a corto plazo, pero, a la larga, puede terminar resultando caro para la empresa.

### **El miedo tóxico paraliza. El sano anima**

Las consecuencias que los despidos tienen sobre el estado de ánimo de una compañía son nefastas, de ahí la importancia de contemplar algo más que la vertiente económica en la elección de las personas que deben abandonar la empresa. Actuar de ese modo permitirá defender y explicar los despidos de forma clara, exponer quién se va y por

qué causas. Ningún despido es agradable. Todos los despidos se sentirán maltratados y tendrán una opinión negativa de la empresa. Los que se queden tendrán que realizar el trabajo de los que se van, de ahí la importancia de evitar que se forme una nube de desconfianza en su futuro y comiencen a absorber un miedo tóxico que les impida apreciar la situación como un reto y no como una amenaza.

En el momento en el que la situación económica mejore, deberemos estar listos para relanzar nuestras organizaciones y eso sólo podremos hacerlo si contamos con personal preparado y, a la vez, motivado. Las compañías tienen caras de personas, caras de empleados, de empresarios, de clientes, de proveedores..., que no pueden ni deben traslucir miedo, inseguridad, enfado... porque restan efectividad y creatividad, dos cualidades cuya ausencia deriva en destrucción ::



# Experto en Dirección Financiera

(Edición IV)

**Fecha inicio:** 20/04/2012

**Fecha fin:** 07/07/2012

**Duración:** 72 horas presenciales y 36 horas on-line

**Lugar de celebración**

Afi Escuela de Finanzas Aplicadas  
c/ Españolto, 19 Madrid

Los objetivos que perseguimos en este programa son proporcionar los conocimientos, metodologías y herramientas necesarias para:

- Gestionar la estructura de capital y los instrumentos de financiación, evaluando fuentes alternativas de financiación en un contexto de desintermediación bancaria.
- Gestionar los riesgos financieros a los que se enfrentan actualmente las compañías (tipos de interés, tipos de cambio e inflación).
- Valorar operaciones corporativas.
- Acometer procesos de reestructuración de deuda que permitan acompañar los flujos operativos a las obligaciones financieras.
- Analizar proyectos de inversión en el extranjero, teniendo en cuenta sus singularidades (riesgo país, riesgo operativo, riesgo financiero) y su estructura de financiación (corporativa o *project finance*).

## Información e inscripciones

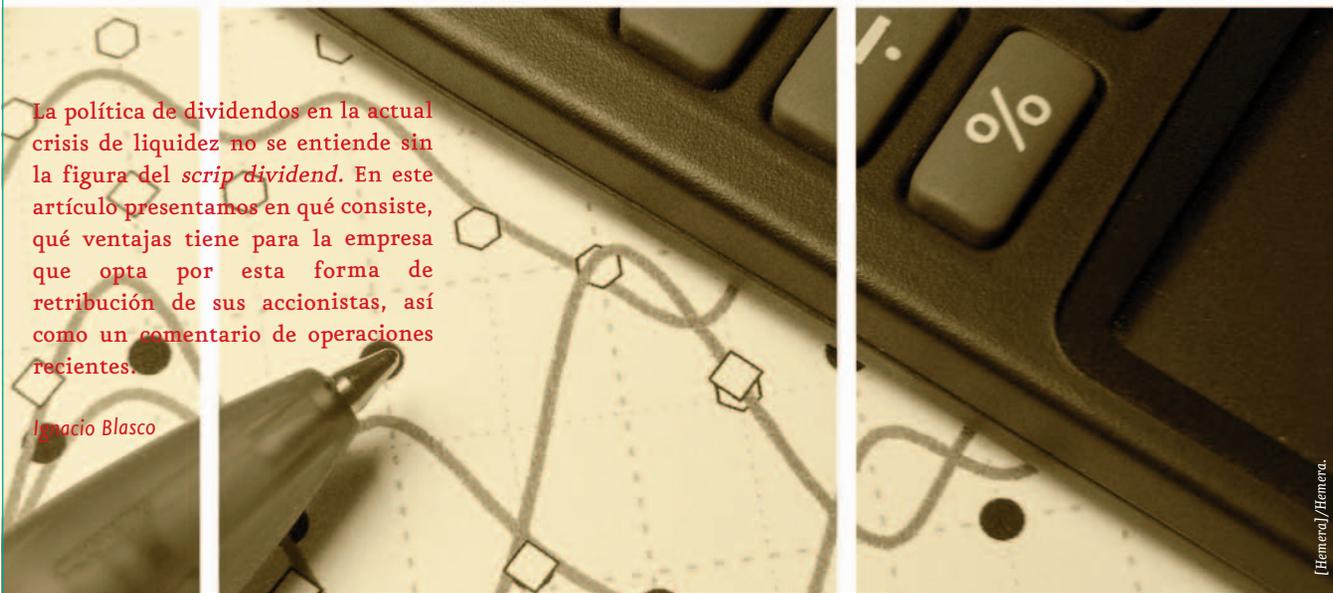


**Afi** Escuela  
de Finanzas Aplicadas

Afi Escuela de Finanzas Aplicadas  
C/ Españolto 19. 28010 Madrid.  
Tel: 91 520 01 50/80. Fax: 91 520 01 49.  
E-mail: efa@afi.es | www.efa.afi.es



# El papel del «scrip dividend» en el contexto de la crisis de liquidez actual



La política de dividendos en la actual crisis de liquidez no se entiende sin la figura del *scrip dividend*. En este artículo presentamos en qué consiste, qué ventajas tiene para la empresa que opta por esta forma de retribución de sus accionistas, así como un comentario de operaciones recientes.

Ignacio Blasco

## ¿QUÉ ES EL *SCRIP DIVIDEND*?

La remuneración corporativa del accionista podrá realizarse en efectivo o mediante títulos, ya sean previamente existentes o nuevos. El presente artículo se centra en la modalidad de remuneración a través de acciones, sobre todo en la figura del *scrip dividend*. La remuneración del capital a través de acciones se puede instrumentar en la práctica a través de dos modalidades:

- Ampliaciones de capital liberadas con cargo a las reservas de la propia entidad, con lo que las acciones entregadas son gratuitas. A esta fórmula de ampliación de capital se la conoce como *scrip issues*, al instrumentarse como emisión de acciones.
- Entrega de acciones ya existentes en autocartera.

La figura del *scrip dividend* proviene del término anglosajón *scrip*, que significa vale o pagaré, ya que la recepción de acciones no supone un dividendo en efectivo inmediato, sino un derecho a un dividendo futuro: el accionista que se beneficia de este tipo de programa tendrá un mayor derecho de cobro de dividendos en el futuro al aumentar el número de acciones que posee (siempre y cuando se suscriban nuevas acciones, como se puede ver en este artículo).

En definitiva, el *scrip dividend* es simplemente una ampliación de capital liberada con derecho de suscripción preferente para los accionistas actuales.

Esta fórmula ha tenido especial acogida entre las entidades financieras, aunque mencionamos en este artículo algunas empresas no financieras que también se han acogido a esta fórmula.

## VENTAJAS DEL *SCRIP DIVIDEND* PARA LA EMPRESA

La figura del *scrip dividend* cuenta con determinadas ventajas que han impulsado su gran acogida tanto en entidades financieras como en empresas en general. Podemos destacar las siguientes desde el punto de vista de la empresa o entidad financiera:

- Siendo de especial relevancia en entidades financieras, el no reparto de beneficios supone un reforzamiento de los ratios de solvencia (ROCE) y de los recursos propios en el ámbito de Basilea III.
- En empresas no financieras, la no salida de caja supone un incentivo para la reducción de deuda.
- La autofinanciación por la retención de beneficios permite a las empresas evitar salir al mercado en busca de financiación en contextos de restricción de liquidez como el actual o tener que acudir a financiación bancaria, que podría penalizar la cuenta de resultados de la entidad por unos excesivos costes financieros.
- El grado de éxito de estas fórmulas suele ser elevado entre los accionistas, ya que entre el 70-80% deciden suscribir acciones en lugar de efectivo. No obstante, el alto nivel de aceptación puede venir

explicado también porque estos programas, salvo comunicación en contra por parte del accionista, serán remunerados en acciones. Por ello, emplear esta fórmula puede ser garantía de éxito para la compañía si se emplea en la modalidad comentada.

- Permite mantener un *payout* consistente con la política histórica de dividendos de la compañía, más aun en contextos de necesidad de reforzamiento de recursos propios o de dificultades de financiación.
- En términos de valoración de la compañía, dado que no supone una salida de caja, su valor se mantendrá inalterado frente a otras alternativas, como pueden ser el pago de dividendo en efectivo o la devolución de la prima de emisión.

## En la práctica, en estas operaciones se otorga al accionista la opción de recibir el dividendo en acciones o en efectivo

Como se indicó anteriormente, el mecanismo de reparto no es más que una ampliación de capital liberada siguiendo una ecuación de canje. Esto es: se decide repartir un determinado número de acciones de una ampliación gratuita (contra reservas) por cada acción antigua que posea el accionista. En general, en el caso de que no se posean derechos de suscripción suficientes para la adquisición de un título nuevo, se producirá la venta automática del derecho preferente de suscripción en el mercado al precio al que se encuentren cotizando dichos derechos.

## VENTAJAS DE LA FÓRMULA DEL *SCRIP DIVIDEND* PARA EL ACCIONISTA

El accionista, ante esta fórmula de remuneración, tiene algunas ventajas que merecen ser comentadas. Podemos citar los siguientes aspectos como positivos para el accionista:

- En caso de optar por la fórmula de suscripción de acciones, esto permitirá el diferimiento de la tributación fiscal al momento en que se produzca la venta de las acciones suscritas. Las opciones del accionista son las siguientes:
  1. Venta de los derechos de suscripción a la entidad emisora al precio previamente establecido, lo que equivale a recibir un dividendo en efectivo, fórmula que está sujeta a retención fiscal, aunque, en este sentido, debe apuntarse que los primeros 1.500 euros en dividendos no están sujetos a ella.
  2. Vender los derechos de suscripción en el mercado. No sujeto a retención fiscal.
  3. Recibir nuevas acciones en la proporción fijada. No sujeto a retención fiscal.
- Estos programas suelen ser flexibles, dando la op-

### COMPARATIVA ENTRE DISTINTAS ALTERNATIVAS DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA

Alternativa	Impacto <i>equity value</i>	Impacto <i>enterprise value</i>	Impacto <i>equity value</i> por acción
Dividendo efectivo	↓	↓	↓
<i>Scrip dividend</i> al 100%*	→	→	↓
Remuneración acciones autocartera	→	→	→
Amortización autocartera	→	→	↑
Devolución de prima de emisión	↓	↓	↓

\* Asumimos un supuesto en el que el 100% de los accionistas suscribe la opción de acciones en lugar de efectivo.  
Fuente: elaboración propia.

ción a los accionistas de elegir entre el dividendo efectivo o en acciones, por lo que pueden adaptarse al horizonte temporal de la inversión, necesidades de liquidez y situación fiscal.

#### LA POLÍTICA DE REMUNERACIÓN AL ACCIONISTA: ALTERNATIVAS AL *SCRIP DIVIDEND*

Las tres políticas financieras básicas en cualquier empresa son:

- La política de inversión, a través de la que la empresa se asegura su futuro.
- La política de financiación, que trata de obtener los recursos necesarios para el logro de los objetivos de la empresa.
- La política de retribución al capital o política de dividendos, que resume los mecanismos para retribuir a los accionistas.

Centrándonos en la última y poniéndola en comparación con la figura del *scrip dividend*, se exponen a continuación distintas formas de remunerar al accionista:

- Dividendo en efectivo: desde el punto de vista patrimonial, no es más que la salida de tesorería por parte de la entidad.
- *Scrip dividend* a través de ampliación de capital liberada: proponemos el análisis de esta operación suponiendo que todos los accionistas opten por la entrega de acciones. El valor de la compañía no cambia, sólo se produce un efecto de dilución del valor por acción al existir un mayor número de acciones en circulación.

#### En términos de valoración de la compañía, su valor se mantendrá inalterado frente a otras alternativas

- Remuneración a través de acciones de autocartera: desde el punto de vista patrimonial, esto no implica más que el cambio en la propiedad de las acciones, que pasan de ser propiedad de la compañía a ser propiedad de accionistas a los que se entregan los títulos.
- Amortización de autocartera: es una reducción de

capital mediante la amortización de las acciones que la compañía posee de sí misma, produciéndose tan sólo la reducción de capital.

- Devolución de la prima de emisión: el sobreprecio pagado en una ampliación de capital se devuelve a los accionistas mediante una restitución en efectivo.

En la tabla «Comparativa entre distintas alternativas de remuneración al accionista», se expone un resumen de las distintas alternativas de remuneración del accionista y los efectos producidos en el *equity value*, *enterprise value* y valor por acción de la compañía.

Dado que la política de dividendos de una compañía está íntimamente ligada a las otras políticas financieras básicas de la empresa -financiación e inversión-, conviene resaltar que la figura del *scrip dividend* está especialmente vinculada a la financiación de la empresa. Dicha figura se ha convertido en el actual contexto en una forma del reforzamiento de los recursos propios de la entidad. Figuras como el *scrip dividend*, la transformación de preferentes o convertibles en acciones son comunes en el actual contexto de crisis de liquidez y de crédito, lo que hace necesario el reforzamiento de los balances.

#### ÚLTIMAS OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS*

Como se apuntó anteriormente, la figura del *scrip dividend* ha tenido bastante acogida entre las entidades financieras. Podemos destacar las dos siguientes como las más significativas en cuanto a volumen:

- Banco Santander: fue el pionero de la figura de *scrip dividend* en la Bolsa española, siendo su primera operación de *scrip dividend* en 2009. En el año 2011, ha aprobado dos operaciones de *scrip dividends*, recogidos en hechos relevantes con fecha 13 de octubre de 2011 y 12 de enero de 2012, ambos bajo el programa de Santander Dividendo Elección.

Por lo que respecta al primero, el banco propone una ampliación de capital liberada de 172 millones de acciones como máximo. La ecuación de canje es de una acción nueva por cada 49 antiguas. El

importe máximo del aumento asciende a 86,1 millones de euros (que dependerá del grado de aceptación de la nuevas acciones suscritas por los accionistas).

Por lo que respecta a la segunda operación, ésta se instrumenta a través de un aumento de capital liberado de 193 millones de acciones. Se otorgan en esta operación 46 acciones nuevas por cada acción antigua mantenida antes de la ampliación. El importe máximo del aumento del capital liberado asciende a 96,8 millones de euros.

• **BBVA:** en el ejercicio 2011, a través de hecho relevante de 29 de marzo de 2011, propuso el aumento del capital liberado en 76 millones de acciones, siendo el importe nominal de la ampliación de 37,3 millones de euros. La proporción de canje fue de una acción nueva por cada 59 antiguas.

Por otra parte, documentado en hecho relevante de 27 de septiembre de 2011, se amplió el capital en 86 millones de acciones, cuantificándose el importe nominal de dicha ampliación en 42 millones

de euros. La proporción de canje fue de una nueva por cada 56 antiguas.

Estas y otras operaciones relevantes se resumen en la tabla «Principales operaciones de *scrip dividend* llevadas a cabo en 2011».

Asimismo, en el contexto actual en el que el *scrip dividend* cobra más importancia en la retribución al accionista, merece especial mención la compra de acciones de Sacyr por parte de Repsol realizada recientemente: aproximadamente, el 50% de la deuda de Sacyr fue amortizada mediante la dación en pago de la participación que Sacyr ostentaba en la petrolera. Repsol, a su vez, acordó la compra de estas acciones a sus bancos acreedores por un importe de 2.572 millones de euros (consultar hechos relevantes de Sacyr a 20 de diciembre de 2011 para más información). Sin perjuicio de la búsqueda de nuevos socios a los que se dé entrada en su capital, estas acciones en autocartera podrán estar disponibles para retribuir al accionista en una fórmula análoga al *scrip dividend* puro (con ampliación de capital liberada) ::



[liquidlibrary]/Thinkstock.

#### PRINCIPALES OPERACIONES DE *SCRIP DIVIDENDS* LLEVADAS A CABO EN 2011

Fecha	Empresa/entidad	Tipo	Importe (millones de euros)	Opción pago efectivo	Comentarios
Feb-11	CaixaBank	<i>Scrip dividend</i>	36,2	Sí	CaixaBank Dividendo/Acción Una acción nueva por 93 antiguas
Mar-11	Banco Popular	<i>Scrip dividend</i>	1,7	Sí	Dividendo Banco Popular Una acción nueva por 85 antiguas
Mar-11	Bankinter	<i>Scrip dividend</i>	1,9	Sí	Bankinter Dividendo Alternativa Una acción nueva por 76 antiguas
Abr-11	Gas Natural SDG	<i>Scrip dividend</i>	32,9	Sí	Una acción nueva por 28 antiguas
Abr-11	Iberdrola	<i>Scrip dividend</i>	114,9	Sí	Una acción nueva por 38 antiguas
Jun-11	Banco Popular	<i>Scrip dividend</i>	1,8	Sí	Dividendo Banco Popular Una acción nueva por 78 antiguas
Jul-11	Banco Santander	<i>Scrip dividend</i>	86,1	Sí	Santander Dividendo Elección Una acción nueva por 49 antiguas
Sep-11	BBVA	<i>Scrip dividend</i>	42,2	Sí	Dividendo Opción Una acción nueva por 56 antiguas
Sep-11	CaixaBank	<i>Scrip dividend</i>	69,8	Sí	CaixaBank Dividendo/Acción Una acción nueva por 54 antiguas
Oct-11	Iberdrola	<i>Scrip dividend</i>	137,9	Sí	Una acción nueva por 32 antiguas
Nov-11	BBVA	<i>Scrip dividend</i>	37,3	Sí	Dividendo Opción Una acción nueva por 59 antiguas
Ene-12	Banco Santander	<i>Scrip dividend</i>	96,8	Sí	Santander Dividendo Elección Una acción nueva por 46 antiguas

Fuente: Bloomberg y CNMV.

# Novedades sobre la compensación de bases imponibles negativas en el impuesto sobre sociedades



Paula Ameijeiras

Según el artículo 25.1 de la ley del impuesto sobre sociedades, las bases imponibles negativas que hayan sido objeto de liquidación o autoliquidación podrán ser compensadas con las rentas positivas de los períodos impositivos inmediatos y sucesivos.

**E**n otras palabras, la normativa del impuesto sobre sociedades (IS) español instrumenta una compensación de pérdidas hacia delante; esto es: permite disminuir los beneficios de un ejercicio con las pérdidas fiscales de ejercicios anteriores. Ahora bien, para que dicha compensación sea posible, el legislador exige la acreditación, procedencia y cuantía de las bases imponibles negativas (BIN) que el sujeto pasivo pretenda compensar mediante la presentación de liquidaciones o autoliquidaciones, la contabilidad u otros soportes documentales, cualquiera que fuese el ejercicio en que se originaron.

## LIMITACIÓN TEMPORAL DE LA COMPENSACIÓN

Como novedad, para las empresas cuyo volumen de operaciones en los 12 meses anteriores al inicio del ejercicio hayan superado los 20 millones de euros y para los períodos impositivos iniciados dentro de 2011, 2012 y 2013, se ha establecido un límite al importe de las BIN a compensar, siendo los importes máximos los siguientes:

- La compensación de las BIN estará limitada al 75% de la base imponible previa a dicha compensación cuando, en esos

12 meses, el importe neto de la cifra de negocios sea de, al menos, 20 millones de euros, pero inferior a 60 millones de euros.

- La compensación de las BIN estará limitada al 50% de la base imponible previa a dicha compensación cuando, en esos 12 meses, el importe neto de la cifra de negocios<sup>1</sup> sea de, al menos, 60 millones de euros.

## Desde el 1 de enero de 2012, las BIN pueden ser compensadas con las rentas positivas de los períodos impositivos que concluyan en los 18 años inmediatos y sucesivos

Por tanto, y como consecuencia de esta modificación, puede producirse tributación por el IS aun en el supuesto de existir BIN pendientes de compensación que excedan la base imponible del ejercicio.

## AMPLIACIÓN DEL PLAZO MÁXIMO DE COMPENSACIÓN

Otra novedad, pero, en este caso, con efectos para los períodos impositivos que se inicien a partir del 1 de enero de 2012 y para todo tipo de entidades (incluidas las empresas de reducida dimensión),

es que se ha ampliado el plazo máximo para la compensación de las BIN. En concreto, el apartado segundo del 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, ha modificado la redacción del citado apartado uno del artículo 25 de la ley del impuesto de sociedades (LIS<sup>2</sup>) para ampliar de 15 a 18 años el plazo máximo para la compensación de las BIN.

Así, queda establecido que las BIN que hayan sido objeto de liquidación o autoliquidación podrán ser compensadas con las rentas positivas de los períodos impositivos que concluyan en los 18 años inmediatos y sucesivos.

Por último, añadir que el mencionado real decreto-ley ha incorporado una disposición transitoria trigésima quinta a la LIS para permitir la aplicación del plazo de 18 años para la compensación de las BIN que estuviesen pendientes de compensar al inicio del primer período impositivo que hubiera comenzado a partir del 1 de enero de 2012 ::

<sup>1</sup> Calculado conforme a lo dispuesto en el artículo 121 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del impuesto sobre el valor añadido.

<sup>2</sup> Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la ley del impuesto sobre sociedades.

# Trabajamos contigo para internacionalizar tu empresa

**Planificación  
Estratégica**

**Gestión  
Operativa**

**Asesoramiento  
Financiero**



**Desarrollo  
Comercial**

En Afi llevamos más de 20 años ayudando a las empresas españolas a superar sus desafíos al introducirse y expandirse en los mercados internacionales. Todos nuestros servicios de consultoría se adaptan a las necesidades de nuestros clientes, añadiendo valor.





«La problemática de las empresas es muy variada, pero la más relevante tiene que ver con la mortandad infantil empresarial los primeros cinco años »

## «Up or out»

El debate sobre el emprendimiento está plagado de mitos. Uno de los más persistentes es el que se refiere a que la creación de empleo la llevan a cabo las pequeñas y medianas empresas. De ello se desprende la especial deferencia con la que las políticas públicas y, en general, la opinión pública trata a este tipo de empresas, al menos sobre el papel. Porque, a la hora de la verdad, el cuidado de las grandes empresas supone preservar las grandes cuencas de empleo de una economía y la capacidad de tracción sobre el resto de empresas asociadas a las cadenas de suministro de las primeras.

La creación de empleo está especialmente ligada a las empresas que pasan de pequeñas a grandes: una empresa de cinco trabajadores que, en pocos años, pasa a tener más de cinco mil. No es sencillo ni, por lo tanto, frecuente que esto suceda, pero es posible y, sobre todo, muy deseable. Una empresa que crece mucho debe tener una genética nueva especialmente adaptada al entorno tecnológico, de mercado, etc.

La problemática de las empresas es muy variada, pero la más relevante tiene que ver con la mortandad infantil empresarial los primeros cinco años. Es en esta elemental batalla en la que se forja la selección natural de las grandes empresas del futuro. Datos recientes del INE sobre demografía empresarial hasta 2009 muestran que casi el 50% de las empresas desaparecen a los cinco años de su creación. Para las empresas que nacieron en 2001, la tasa de supervivencia en 2006 era del 53,3%, mientras que, para las empresas que nacieron en 2004, la tasa de supervivencia en 2009, un año fuertemente recesivo, era sólo algo menor, del 49,3%. La crisis ha hecho mucho más difícil sobrevivir al primer o segundo año del nacimiento, pero ha afectado bastante menos a las em-

presas con más años a sus espaldas. Muchas o pocas, lo importante es que las supervivientes puedan crecer.

La creación de empresas, obviamente, conlleva mucha creación de empleo, pero su posterior desaparición es también una de las principales causas de destrucción laboral. Las empresas que sobreviven, además, deben ser capaces de crecer y, en este proceso de crecimiento corporativo, tras los primeros años de prueba, es en el que se produce el verdadero crecimiento del empleo y la productividad. El crecimiento de la escala de las empresas, a su vez, es la mejor garantía de su supervivencia: *up or out*, crece o desaparece.

Entre los obstáculos que se oponen al crecimiento de la escala de las empresas, cabe encontrar un factor decisivo: la cultura del empresariado, que tiene mucho que ver con otro de los mitos más arraigados en el panorama empresarial, que es el de la empresa familiar. De nuevo, al igual que sucede con las pymes, nos encontramos con una gran deferencia, entre la opinión pública, hacia la empresa familiar, que luego no se traduce en políticas concretas o que, de darse estas políticas, sistemáticamente se echa en falta su efectividad, al igual que sucede con las políticas dirigidas hacia las pymes, en general.

Las políticas hacia la empresa deberían estar dirigidas, por lo tanto, a facilitar un aumento rápido, pero sostenible, de la escala de la misma una vez que ha demostrado capacidad de supervivencia más que a proporcionar un apoyo genérico hacia el emprendimiento, la pyme o la empresa familiar, per se, que muchas veces puede acabar siendo incompatible con lo primero al crear entornos artificiales que favorezcan la vida de empresas inviables o incapaces de crecer ::

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

# Wind Power 2012



Molinos de viento en California. [Photos.com]/iThinkstock.

La ciudad de Atlanta, capital del Estado estadounidense de Georgia, albergará, entre los próximos días 3 y 6 de junio, la edición 2012 de la feria Wind Power. El evento tendrá lugar en el Georgia World Congress Center, donde concurrirán los principales actores a nivel internacional de la industria de la energía eólica.

Se trata de una feria anual, que ya va por su edición trigésima novena y cuyo carácter es exclusivamente profesional. A ella asisten empresas y profesionales de diferentes países, que ejercen su actividad en el ámbito de la producción de energía eólica e industrias complementarias (promotores inmobiliarios, empresas de financiación e inversión, empresas de construcción y transporte, etc.). En la edición de 2011, fueron 1.150 los expositores, de diferentes países, que mostraron su oferta en esta feria y 16.000 los visitantes.

El interés de este evento reside en que se trata de la feria más importante del sector en Estados Unidos y una de las dos más importantes del mundo; otra es la organizada anualmente en Europa por la EWEA (European Wind Energy Association). A la convocatoria estadounidense asiste cada año un número importante de compañías internacionales, entre las que existe presencia habitual de empresas energéticas españolas, algunas de las cuales están implantadas desde hace tiempo en el mercado estadounidense ::

	LUGAR	FECHA	ORGANIZA
<b>FERIAS CON PABELLÓN OFICIAL</b>			
NAFSA 2012 Sectores: servicios educativos	Houston - Texas (EEUU)	Del 29 de mayo al 1 de junio	Contacto: ICEX, Blanca Carbonell / Carmen Gómez Tlf: 91 349 63 46 Correo electrónico: carmen.gomez@icex.es
BIO International Convention 2012 Sectores: biotecnología	Boston (EEUU)	Del 18 al 21 de junio	Contacto: ICEX, Carlos A. Villar Tlf: 91 349 63 81 Correo electrónico: carlos.villar@icex.es
SIAL Brazil 2012 Sectores: agroalimentación	Sao Paulo (Brasil)	Del 25 al 28 de junio	Contacto: ICEX, Patricia Bezos Tlf: 91 349 63 61 Correo electrónico: patricia.bezos@icex.es

<b>OTRAS FERIAS</b>			
ELECTRO AUTOMATION ENERGY 2012 Sectores: energías renovables	Argel (Argelia)	Del 7 al 10 de mayo	Contacto: Jessica Kamps de SECARTYS Tlf: 93 182 88 04 Correo electrónico: jkamps@secartys.org
Vievinum 2012 Sectores: vino	Viena (Austria)	Del 2 al 4 de junio	Contacto: M.A.C. Hoffmann Tlf: +43 1 587 12 93 Correo electrónico: office@mac-hoffmann.com
Design District 2012 Sectores: arquitectura y decoración	Kuala Lumpur (Malasia)	Del 7 al 9 de junio	Contacto: Marnon Heuvels Tlf: + 31 70 347 82 36 Correo electrónico: m.heuvels@designdistrict.nl

<b>OTRAS ACTIVIDADES</b>			
Misión comercial directa a Arabia Saudita y Kuwait 2012-FAMO Sectores: mobiliario y equipamiento de oficina	Arabia Saudita y Kuwait	Del 1 al 5 de abril	Contacto: Asociación de Fabricantes de Mobiliario y Equipamiento General de Oficina y Colectividades (FAMO) Tlf: 902 349 000 Correo electrónico: informacion@icex.es
Foro de Inversiones y Cooperación Empresarial España-Colombia 2012 Sectores: limpieza profesional	Bogotá (Colombia)	Del 17 al 18 de abril	Contacto: Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX) Tlf: 91 349 18 05 Correo electrónico: informacion@icex.es
Participación agrupada en ISSA InterClean 2012 Sectores: limpieza profesional	Ámsterdam	Del 2 al 8 de abril	Contacto: Asociación de Fabricantes de Productos para la Limpieza e Higiene (ASFEL) Tlf: 96 353 20 07 (ASFEL) Correo electrónico: info@asfel.com

## GOING FOR GROWTH 2012

OECD, 2012



Este nuevo informe de la OCDE, que se acaba de publicar, viene a demostrar que las reformas estructurales que los Gobiernos están ahora introduciendo con más fuerza que en las primeras etapas de la crisis, es decir, las del mercado laboral, los impuestos y los sistemas de transferencias y la educación de alta calidad pueden producir un doble dividendo: aumentar el PIB mientras se reduce la desigualdad de ingreso.

Estas reformas fueron tímidas en un primer momento, pero, en 2009, se entró en una nueva fase centrada en «acelerar reformas políticamente sensibles diseñadas para elevar el crecimiento potencial, recuperar precios competitivos y restaurar la sostenibilidad fiscal entre los países afectados por la crisis de la deuda europea» y su ritmo se ha acelerado claramente en los dos últimos años. Señala como «exagerados» los temores de que éstas «pueden deprimir la actividad económica» general a corto plazo.

A medida que la crisis económica obliga a los Gobiernos con problemas de liquidez a repensar los sistemas fiscales y de prestaciones, el proceso de reforma debe verse como una oportunidad para abordar simultáneamente los problemas de desigualdad y crecimiento. Una prioridad debe ser la reducción o eliminación de las exenciones impositivas que principalmente benefician a los ricos, lo que crearía un espacio para las reducciones favorable al crecimiento en tasas impositivas marginales para todos los contribuyentes.

La reformas del mercado laboral ofrecen soluciones similares con las que todos salen beneficiados: la reducción de la brecha existente en la protección del empleo entre trabajadores temporales y aquéllos con contratos permanentes reduciría en un 25%, afirma la organización, la diferencia salarial promedio entre estos dos tipos de empleados, mientras se estimula el empleo y el crecimiento.

El estudio identifica las reformas estructurales de política económica que necesitan los 34 miembros de la OCDE y en los seis BRIICS (Brasil, Rusia, India, Indonesia, China y Sudáfrica) y recuerda que la crisis «ha actuado como catalizador» de algunas de ellas. Sobre los BRIICS, señala que «su impacto fue más leve y menos duradero, pero ha puesto de manifiesto que son necesarias medidas que puedan ofrecer un crecimiento más incluyente». Todos estos países han centrado sus acciones en mejorar la calidad de sus sistemas educativos, «pero menos se ha hecho para áreas prioritarias tales como reducir barreras para la inversión extranjera directa (FDI) y para la afianzar el imperio de la ley».

Una de las sugerencias para generar crecimiento y nuevos puestos de trabajo a la vez es propiciar reformas fiscales dejando de gravar más el gasto y trasladando los impuestos hacia «la propiedad, el consumo y el medio ambiente»::

## THE EEAG REPORT ON THE EUROPEAN ECONOMY 2012

CESifo Group, 2012

El European Economic Advisor Group (EEAG) ha publicado su undécimo *Informe sobre la economía europea 2012*, en el que el Grupo contribuye al debate público sobre la crisis mediante el análisis de la balanza de pagos intraeuropea medida a través de los desequilibrios de las cuentas de destino.

Comienza, como siempre, evaluando la actual situación económica en los distintos países de la zona euro y ofreciendo una serie de pronósticos elaborados por el Instituto Ifo y complementados por el Grupo. Igual que el año pasado el informe analizó en profundidad Grecia, este año se centra en dos países, Suecia y Hungría: el primero porque ofrece un buen ejemplo de políticas fiscales sólidas y el segundo porque representa un país con profundos problemas estructurales y económicos que permanecen sin resolver.

A continuación, se incluye un importante capítulo sobre la regulación del sector bancario, en el que también se resumen las recomendaciones formuladas en los informes anteriores y que son ahora, afirma el Grupo, más pertinentes que nunca, como son promover la integración financiera europea, dar a los bancos centrales nacionales una función de supervisión y rediseñar la arquitectura financiera de la zona euro. El último capítulo, dedicado a la energía en Europa y a la política climática, sostiene la introducción de un impuesto común para emisiones de CO<sub>2</sub>.

El *EEAG Report* es responsabilidad colectiva de un equipo de investigadores compuesto por ocho economistas de siete países europeos ::



## El grupo Hotusa se alojará en Brasil

El grupo hotelero Hotusa, nacido en 1977 y con sede en Barcelona, continúa con su plan de expansión internacional hacia Latinoamérica a través de la creación de una *joint-venture* con la compañía de gestión hotelera brasileña Nobile Hotéis, en la que la mayoría del accionariado estará en manos del grupo español. Mediante este acuerdo, el grupo Hotusa consigue introducirse en el mercado de la explotación de establecimientos hoteleros en Brasil a través de su cadena Eurostars Hotels.

El primer proyecto hotelero a cargo de la nueva compañía se encuentra en fase de construcción, llevará el nombre de Eurostars Brisas do Lago y tiene prevista su inauguración en el mes de mayo de 2013. El

complejo se encontrará ubicado a las orillas del Lago Paranoá, en la ciudad de Brasilia, y tendrá una categoría de cinco estrellas. Las 750 suites de lujo instaladas en el hotel estarán equipadas con la más moderna tecnología, tendrán vistas al puente Juscelino Kubistchek y contarán con un entorno propicio para el descanso al estar rodeadas por un parque acuático y un campo de golf.

Para el grupo Hotusa, el desarrollo de su negocio en el mercado brasileño es una prioridad en estos momentos y así lo demuestran las declaraciones de su presidente Amancio López Seijas: «La apuesta por Brasil se fundamenta en la dimensión y capacidad de crecimiento que ofrece el destino, hecho que lo

convierte en un mercado estratégico para nosotros». De esta forma, la dirección de la compañía está negociando la construcción de diferentes proyectos en Sao Paulo, Fortaleza, Belo Horizonte, Salvador de Bahía o Manaus.

No cabe duda de que el despegue económico experimentado por Brasil en los últimos años, junto con la atracción turística que despierta como destino vacacional, han sido factores clave en la decisión de la compañía a la hora de establecer esta *joint-venture*. La colaboración con un socio local y las buenas expectativas del sector hacen que las perspectivas de crecimiento de la compañía sean muy favorables y se espere un ritmo de apertura de 15 hoteles por año ::

## Crecen las oportunidades para el sector de la construcción en Brasil, Polonia y Rusia

Los mercados emergentes se están convirtiendo en una fuente de diversificación para las empresas internacionales, especialmente para aquellas en las que el mercado interno se encuentra saturado, como es el caso del sector español de la construcción. Las empresas españolas de este sector han detectado oportunidades de negocio en materia de vivienda e infraestructuras en países como Brasil, Polonia o Rusia.

Mientras que, en China, las empresas locales están asumiendo la mayoría de los proyectos de construcción desplazando a la oferta extranjera por su competitividad en costes, en los países referidos, las oportunidades para la inversión extranjera directa (IED) son elevadas. En Brasil, existe un plan, lanzado por el Gobierno federal con el objetivo de atraer IED, para atender la construcción de

tres millones de viviendas hasta 2014. En Rusia, la necesidad de reforma de las viviendas obsoletas de la era soviética y los planes de inversión pública acreditan un panorama de expansión en el sector de la construcción, en el que tendrá especial protagonismo la edificación de oficinas, hoteles y centros comerciales. Por su parte, en Polonia, la tasa de crecimiento prevista para este sector se sitúa en el 3,2%::



## Party Fiesta desembarca en Reino Unido

La cadena española Party Fiesta, especializada en la venta de artículos de fiesta y disfraces, abre su primera tienda propia en Reino Unido, concretamente en Londres. De esta forma, la enseña franquiciadora prosigue con su plan de expansión internacional hacia Europa tras la buena acogida que han tenido sus establecimientos en Francia y Portugal.

La tienda se encuentra localizada en Westfield Stratford City, el mayor centro comercial urbano de

Europa, cuenta con una superficie de 300 m<sup>2</sup> y se explota en exclusiva por Party Fiesta. La decoración de la tienda se ha realizado con colores llamativos, de acuerdo con la imagen corporativa que la dirección desea transmitir a sus clientes.

Una de las razones tras la elección de dicho centro comercial es que el recorrido inaugural con el que darán comienzo los juegos olímpicos el próximo mes de julio transcurrirá por delante de este centro. De este modo, dado que este evento

se retransmitirá a millones de espectadores en todo el mundo y será uno de los momentos con mayor audiencia televisiva del año, la visibilidad del negocio quedará asegurada.

Entre los artículos disponibles en el establecimiento, los clientes pueden encontrar disfraces, accesorios, caramelos y todo tipo de productos relacionados con diversas series de televisión británicas.

Ante la escasa competencia empresarial especializada en este sector, la dirección de la compañía espera explotar este nicho de mercado dentro del Reino Unido y expandir su modelo a través de la concesión de franquicias. En línea con sus objetivos, Party Fiesta tiene prevista la apertura de otras tres nuevas tiendas a lo largo del país antes de que finalice el presente año ::

## Intensificación de las barreras técnicas a la importación de textiles y cuero en Egipto

Según los decretos ministeriales 660/2011 y 626/2011, la importación de prendas textiles de vestir, cueros y pieles, marroquinería y materias textiles en Egipto estará sometida a la obligación de presentar un certificado legalizado de inspección y revisión por cada artículo contenido en el envío. El certificado, expedido por una autoridad acreditada reconocida por la ILAC (International Laboratory Accreditation Corporation) o por una entidad egipcia o extranjera aprobada por el ministerio competente en materia de comercio exterior, deberá indicar cantidad, valor, país de fabricación, nombre y dirección de la fábrica, marcas registra-

das que le han sido autorizadas, nombre del importador y resultados de la inspección acreditativos del cumplimiento de la normativa egipcia.

La información adicional contemplada por estas disposiciones no se exigirá para las mercancías que posean el certificado EUR I en el marco del acuerdo de asociación UE-Egipto. En cualquier caso, algunas empresas exportan desde España mercancías de origen preferencial y no preferencial en un mismo embarque y con una misma factura, por lo que es previsible que los nuevos requerimientos aduaneros se exijan para las mercancías no comunitarias, ya que, en caso contrario, se procedería al bloqueo ::

## La empresa asturiana Solaer construirá la mayor planta de energía solar fotovoltaica de Israel

El grupo asturiano Solaer, especializado en energías renovables, construirá la mayor planta de energía solar fotovoltaica de Israel, que contará con una capacidad instalada de 35 MW y se conectará a la red eléctrica nacional. Su construcción tendrá un coste de 400 millones de shekel (80 millones de euros) y la localización elegida será Ramat Hovav, al sur del país.

Solaer nació en 2004 a partir de un proyecto empresarial de un grupo de jóvenes universitarios que tenían como objetivo dar respuesta a problemas medioambientales. Actualmente, la compañía dispone de más de cien trabajadores y presencia internacional en Italia, Israel, EEUU e India. La facturación de la compañía en el ejercicio 2010 superó los 200 millones de euros.

Está previsto que la planta se construya en el plazo de año y medio, una vez autorizada por la autoridad hebrea, y que la concesión para su ex-

plotación se extienda por un período de 22 años a partir de entonces.

La zona en la que se llevará a cabo el proyecto es una zona muy degradada, que, hasta hace poco, servía como estanque de evaporación de aguas residuales. Según palabras del comité de licitaciones de la junta de Ramat Hovav, «es una noticia excelente que lo que antes estaba considerado un punto negro en el área, causando daño medioambiental, se vaya a convertir en una fuente de producción de energía limpia, algo impensable hace años». Asimismo, confirmó que los ingresos que obtenga la junta de este proyecto se destinarán a la rehabilitación de los estanques de aguas residuales de la zona.

En los últimos años, Solaer ha llevado a cabo la instalación de más de 30 huertas solares, sumando más de 55 MW de capacidad instalada. Actualmente, está promocionando una planta en Murcia con una capacidad de 2,7 MW ::



## Canadá se perfila como destino prioritario para la IED española

Según el índice de valoración de la inversión española en el exterior, elaborado por el Club de Exportadores e Inversores, junto con Iberglobal y el Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX), los empresarios españoles señalan a Canadá como el destino prioritario de sus inversiones colocándolo antes que los países de la Unión Europea en su clasificación de preferencias.

Durante el Foro Económico Mundial de Davos, celebrado el pasado 26 de enero, el Primer Ministro canadiense apuntó que, según la revista *Forbes*, Canadá es el mejor destino para el crecimiento empresarial y la creación de empleo. Asimismo, subrayó

que la OCDE y el FMI prevén que la economía canadiense ocupará un lugar destacado dentro de las de los países industrializados en los próximos dos años y que, según el Foro Económico Mundial, los bancos canadienses son los más sólidos del mundo.

En los últimos años, se han producido importantes flujos de inversión entre Canadá y España, fundamentalmente, en los sectores energético, agroalimentario, minero, de infraestructuras y de comunicaciones. En cuanto a las relaciones comerciales bilaterales, se espera que se incrementen un 20% con la entrada en vigor del acuerdo de libre comercio entre Canadá y la UE, actualmente en fase de negociación ::



## Cabo Verde invertirá 300 millones de euros en energías renovables hasta 2020

El Ministerio de Turismo, Industria y Energía de Cabo Verde ha anunciado el nuevo Plan sectorial de energías renovables, en virtud del cual se prevé cubrir el 50% de la demanda energética con este tipo de recursos. El plan, que busca reducir la dependencia de los combustibles sólidos, reserva 8.000 hectáreas de terreno para la implantación de instalaciones solares, eólicas, híbridas, geotérmicas, de aprovechamiento de recursos marítimos y de residuos sólidos urbanos. Para ello, se invertirán más de 300 millones de euros hasta 2020 en proyectos que permitan ampliar la capacidad generadora hasta los 2.000 megavatios, frente a los 35 actuales. Según fuentes gubernamentales, estos proyectos se adjudicarán a empresas privadas ::

## La franquicia española Saboreateycafe desembarca en Brasil

La red española de establecimientos especializada en la compra y degustación de café y té desembarca en Brasil y planea su posterior salto a EEUU, Canadá y México con el objetivo de llevar a cabo una estrategia de expansión internacional. La franquicia, fundada hace siete años en Madrid, cuenta actualmente con una sólida red de 35 tiendas, 25 de ellas en España y 10 en Portugal.

El primer objetivo seleccionado ha sido Brasil, por lo que, tras establecer su centro estratégico en Sao Paulo, la cadena ya está poniendo a punto la que será su primera tienda en la ciudad de Joao Pessoa. Asimismo, la compañía

prevé la apertura de tres tiendas más en este 2012: dos de ellas en Sao Paulo y otra en Porto Alegre. La entrada en el mercado brasileño se ha realizado mediante un acuerdo con un socio local por razones estratégicas.

«Creemos que la internacionalización es el mejor aliado para reforzar nuestro nombre, así como servir de oportunidad a todas aquellas personas en Brasil que quieran embarcarse en la aventura de emprender a través de un modelo de negocio de reconocido éxito y de rentabilidad garantizada», establece Mario Rubio, presidente de Saboreateycafe.

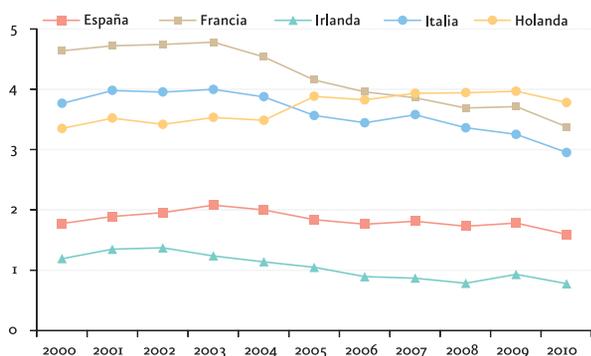
Para alcanzar este rápido crecimiento, la compañía se ha apoyado en instrumentos públicos como el plan PIPE o el apoyo de instituciones como Promo Madrid, con quien acudirán a México en mayo de este año para estudiar la entrada en el país.

Adicionalmente, Saboreateycafe estudia la apertura de nuevos establecimientos en nuevos países, como EEUU (Nueva Jersey) y Canadá (Montreal). En el mercado latino, la marca mantendrá la denominación Saboreateycafe, mientras que, en los países de habla no latina en los que planea entrar, el distintivo sería SBT ::

# España mantiene su cuota en las importaciones alemanas

Sara Baliña

Cuotas de exportación de bienes en el total mundial (%)



Fuente: elaboración propia a partir de UNCTAD.

La resistencia de las exportaciones de bienes a la desaceleración de los principales socios comerciales de España y la respuesta del volumen de importaciones a la recaída de la demanda doméstica se ha vuelto a traducir en una corrección del déficit comercial español en 2011. El saldo acumulado en el año se cifra en 46.800 millones de euros, en torno a un 4,4% del PIB.

En este patrón, es especialmente significativo el cambio de posición con algunas de las principales áreas de influencia comercial: desde mediados de ejercicio, España ha logrado convertir en superavitario el saldo de intercambios con el área euro y el conjunto de la UE. La contención del déficit comercial, en un 88% explicado por la balanza energética, unido a un superávit en la rúbrica de servicios próximo al 3,3% del PIB, ha permitido compensar el deterioro en la balanza de rentas y dar continuidad a la reducción en las necesidades de financiación exterior de la economía española (según las últimas cifras de contabilidad nacional, el déficit de ahorro doméstico se situó, a cierre de 2011, en 36.000 millones de euros).

En lo que respecta a la dinámica exportadora, cabe mencionar dos aspectos que explican el hecho de que todavía, en el cuarto trimestre de 2011, las ventas de bienes hayan registrado un avance interanual del 10%.

Por tipo de producto, las exportaciones de energía (en concreto, de gas y derivados del petróleo) y de bienes de equipo (maquinaria de uso general y material de transporte) han logrado compensar las caídas, ya intensas, en el sector del automóvil y las ramas de consumo duradero.

CUOTA DE CADA PAÍS EN LAS IMPORTACIONES DE BIENES DE ALEMANIA (% SOBRE EL TOTAL)

	Área euro	ESPAÑA	Francia	Italia	Portugal	Holanda
Media 2000-07	41,7	2,9	9,0	6,3	0,8	8,1
2008	39,7	2,6	8,0	5,8	0,5	8,3
2009	38,9	2,7	8,0	5,7	0,5	8,4
2010	38,3	2,8	7,8	5,4	0,5	8,4
2011	37,6	2,6	7,5	5,3	0,5	8,8

Fuente: elaboración propia a partir de Datastream.

Por destino geográfico: el buen comportamiento de las ventas a Francia y Alemania (10%) explica el buen pulso, hasta el momento, del agregado de ventas. La aportación del área euro continúa siendo relevante (explica un 37% del aumento total de las exportaciones), pero las señales de desaceleración están empezando a ser patentes en economías como Italia, los Países Bajos o Grecia, que explican, de forma conjunta, el 11% del total de exportaciones españolas. Tampoco las economías emergentes están respondiendo como hace unos meses: la moderación es especialmente significativa en las exportaciones dirigidas a Europa del Este (Polonia y República Checa en particular) y Latinoamérica (México y Brasil principalmente).

¿Y en adelante? La desaceleración del ciclo global y, en particular, el escenario de práctico estancamiento contemplado para los principales socios comerciales de España apuntan a un peor comportamiento de las ventas de bienes al exterior, concentrándose los riesgos de recaída en el primer semestre del ejercicio.

Ahora bien, las ganancias de diversificación alcanzadas en la última década -tanto en términos de producto como de destino geográfico-, el mantenimiento de la cuota de exportaciones a Alemania -a diferencia de otras economías de referencia como Francia o Italia- y la recuperación de competitividad que sugieren los indicadores de precios relativos (no sólo es previsible que, durante el año, España mantenga frente a la media del área euro diferenciales negativos en inflación, sino también en costes laborales) son factores que, a día de hoy, permiten albergar cierto optimismo sobre la evolución de las exportaciones de bienes para 2012. Ello, unido al soporte que se espera que continúe ejerciendo el turismo, debería traducirse en avances del agregado de exportaciones del orden del 3,5% anual (precios constantes) ::

# Resumen mensual

## LA AFILIACIÓN, POR DEBAJO DE LOS 17 MILLONES POR PRIMERA VEZ DESDE 2004

Sin interrupción en el deterioro. La corrección del mercado de trabajo en enero se sitúa en consonancia con la dinámica recesiva revelada por las cifras de la EPA (*Encuesta de población activa*) del cuarto trimestre de 2011. El balance del mes: 283.600 afiliados menos (-2,4% interanual) y 177.000 parados más registrados en el INEM (ya son 4,6 millones), en el peor arranque de ejercicio de la última década, con la excepción de 2009. El número de afiliados, por debajo de los 17 millones (niveles de principios de 2004). Como es propio de episodios de recaída de la magnitud del actual, ningún sector ha permanecido al margen del castigo, aunque son los servicios (comercio, hostelería y actividades administrativas principalmente) los que, sin duda, muestran un peor comportamiento relativo. El sector pierde 212.000 afiliados, la mayor cesión en un mes de enero en lo que llevamos de crisis.



[iStockphoto]/Thinkstock.

La lectura de las cifras corregidas de estacionalidad no altera los resultados: el «factor recesivo» vuelve a hacer acto de presencia y a amplificar las correcciones propias de los primeros meses del año. La otra señal especialmente negativa: la caída de la contratación y, en particular, de la indefinida, que ya acumula 12 meses consecutivos de corrección (en enero de 2012, se han firmado 75.800 contratos indefinidos, un 63% de los que se realizaron en el mismo mes de 2009). Pendientes de la aprobación de la nueva reforma laboral la próxima semana.

La radiografía del mercado laboral, unido a la agudización de las señales de recaída del consumo de los hogares (nuestro índice Afi de consumo privado corrige un 3% interanual, con el 87% de sus componentes en zona de contracción) y a la confirmación del deterioro de la actividad industrial, son suficientes para pensar en una caída del PIB en el primer trimestre de 2012 sustancialmente superior a la anticipada por el INE para el cuarto trimestre de 2011 (-0,3% trimestral; 0,7% interanual).

Sara Baliña

## EL MAB EN FEBRERO: OTRO PASO ADELANTE EN LOS PRECIOS

Los índices Afi MaB han finalizado el mes de febrero en terreno positivo. El índice Afi MaB, representativo por capitalización de todos los valores, avanza un 1,2%, mientras que el índice Afi MaB Select, que recoge únicamente los siete valores más líquidos de este mercado, gana un 6,3%. Ambos índices se sitúan en el mes de enero claramente por encima de los registros del Ibex-35, que cae un 0,5%, e Ibex Small Cap, que se deja en el último mes un 6,65%.

Siete valores cierran el mes en revalorizaciones en sus cotizaciones. Los dos valores con mejor comportamiento en febrero, Neuron y Gowex, repiten en este pódium y ellos solos explican el espectacular comportamiento del Afi MaB Select en estos dos primeros meses de 2012.

En el lado negativo, encontramos a Euroespes (-17%), AB Biotics (-13%) y Nostrum (-12%). Esta última se ha aupado en febrero hasta el segundo lugar por volumen de negociación y ha multiplicado por más de siete lo negociado en el mismo mes del año anterior. Gowex es, un mes más, el valor que más intercambia, y también destaca el crecimiento experimentado por Bodacllick, que, igualmente, fue muy activa en operaciones en el mercado de bloques.

Javier López Somoza

# El post del mes Sara Baliña

## Sin cambios de calado en el discurso de política monetaria del BCE



La respuesta cuantitativa del Banco de Inglaterra ha sido la principal novedad, aunque esperada (sin impacto en variables GBP), al deterioro macro en Reino Unido (previsión Afi de PIB para 2012: 0,1%): ampliación del programa de compra de deuda pública (es ya la tercera) en 50.000 millones de libras, hasta los 325.000 millones (el horizonte de compras, tres meses).

Lo más destacado del discurso del BCE han sido las alusiones a la flexibilización de los criterios de colateral para préstamos bancarios anunciada en el Consejo de Gobierno del 08-12-11 y concretada ayer por los bancos centrales nacionales (son ellos los que asumen el riesgo al producirse la selección bajo su responsabilidad). En total, han sido

siete los bancos nacionales que han solicitado la flexibilización, aunque el visto bueno del BCE, para limitar la asunción de riesgos, se ha producido sobre una base de criterios común para el conjunto del Eurosistema y exigiendo una elevada sobrecolateralización para los préstamos aceptados. Este último aspecto puede reducir de forma significativa la capacidad potencial de descuento.

### Lo más destacado del discurso del BCE: las alusiones a la flexibilización de los criterios de colateral para préstamos bancarios

En el caso del Banco de España, y de forma general (los detalles se comunicarán a las entidades intere-

sadas), pasarán a ser activos elegibles para el descuento con el BCE:

1. Préstamos al corriente de pago a empresas y organismos del sector público que no sean préstamos hipotecarios.
2. Los que estén denominados en euros o en otras de las principales monedas cuyo riesgo de crédito estimado tenga una probabilidad de impago igual o inferior al 1%, aunque, inicialmente, sólo se aceptarán aquellos con una probabilidad de impago igual o inferior al 0,4%.

En materia de crecimiento, destacamos dos aspectos: (i) la confirmación de la debilidad del crecimiento del área euro en el cuarto trimestre de 2011 (esperamos una contracción del 0,3% T) y (ii) el reconocimiento del mejor pulso mostrado por los indicadores adelantados en el mes de enero (sobre todo, en Alemania). En definitiva, un balance de riesgos que se adecúa al contemplado en el escenario base del BCE para 2012 (según el propio Draghi, menos pesimista que el previsto por el FMI, que eleva la caída del PIB del área euro al 0,5%; -0,1% previsión Afi), y que, a día de hoy, no justifica nuevos recortes del tipo *repo*. La mención expresa al impacto que espera que tengan las subastas LTRO en las encuestas y datos reales de concesión de crédito convierten a ambos indicadores en «termómetros» clave a corto plazo para inclinar la balanza hacia la bajada de tipos. Sin mención, la extensión de las operaciones de inyección a largo plazo más allá de lo conocido ::

## TIPOS DE CAMBIO. DIVISA FRENTE AL EURO

País	Divisa	Código	23/02/2012	Hace 52 semanas	Últimas 52 semanas	
					Máximo	Mínimo
Argentina	Peso	ARS	5,76	5,52	6,08	5,42
Brasil	Real	BRL	2,26	2,28	2,53	2,21
Bulgaria	Lev	BGL	1,96	1,96	1,96	1,96
Canadá	Dólar	CAD	1,32	1,35	1,43	1,29
Chile	Peso	CLP	640,86	643,30	712,39	631,93
China	Yuan	CNY	8,34	9,01	9,67	7,99
Colombia	Peso	COP	2.361,57	2.571,55	2.659,06	2.334,44
Corea del Sur	Won	KRW	1.490,90	1.544,12	1.609,65	1.454,37
EEUU	Dólar	USD	1,32	1,37	1,49	1,27
Hungría	Florín	HUF	288,90	272,08	320,76	262,04
India	Rupia	INR	65,18	61,99	70,58	61,25
Japón	Yen	JPY	106,35	113,60	122,74	97,21
Kenia	Chelín	KES	109,64	112,16	144,76	109,01
Malasia	Ringgit	MYR	4,01	4,17	4,43	3,97
Marruecos	Dirham	MAD	11,15	11,23	11,40	11,06
Nigeria	Naira	NGN	208,31	210,46	230,53	204,53
Perú	Sol	PSS	3,55	3,80	4,21	3,41
Polonia	Zloty	PLN	4,19	3,95	4,56	3,87
Reino Unido*	Libra	GBP	0,85	0,85	0,90	0,82
Rep. Checa	Corona	CZK	25,18	24,48	26,00	23,99
Rep. Sudáfrica	Rand	ZAR	10,21	9,75	11,40	9,52
Rusia	Rublo	RUB	39,32	40,04	43,68	39,17
Suiza	Franco	CHF	1,21	1,29	1,32	1,03
Venezuela	Bolivar	VEB	5,69	5,88	6,40	5,44

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

Fuente: EcoWin y Reuters.

## TIPOS DE INTERÉS. FEBRERO 2012

	1 día	3 meses	1 año		1 día	3 meses	1 año
Área euro	0,37	1,11	1,66	Canadá	1,30	1,50	2,50
Dinamarca	0,78	1,35	1,45	Estados Unidos	0,23	0,42	1,17
Reino Unido	0,65	1,06	1,86	Argentina	9,38	12,75	16,13
Suecia	1,50	2,44	2,85	Brasil	9,98	8,89	8,28
Suiza	0,31	0,13	0,54	Chile	5,00	2,93	3,00
				México	4,51	4,39	4,61
Bulgaria	0,64	2,36	6,33	Perú	2,51	4,30	4,86
Rep. Checa	0,70	1,29	1,49				
Hungría	6,69	6,40	6,05	Australia	4,55	5,32	4,30
Polonia	4,50	4,90	4,95	China**	5,22	5,3044	5,2293
Rusia	5,25	7,04	7,70	Corea*	3,03	2,77	2,79
				Hong Kong	0,10	0,55	0,91
Egipto	4,25	6,5	7,25	Indonesia	3,77	4,30	5,10
Sudáfrica	5,65	6,85	7,89	Japón	0,04	0,30	0,56
Turquía	9,75	11,50	12,50	Singapur	0,01	0,42	0,63

\* A una semana. \*\* Tipo Repo Overnight.

Fuente: EcoWin y Reuters.

## «RATINGS» A LARGO PLAZO EN MONEDA EXTRANJERA. FEBRERO 2012

País	MOODY'S	S&P	País	MOODY'S	S&P
<b>AMÉRICA LATINA Y CENTRAL</b>			<b>ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO</b>		
Argentina	B3	Bu	Egipto	B2	B
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+			
<b>EUROPA DEL ESTE</b>			<b>ASIA</b>		
Bulgaria	Baa2	BBB	China	Aa3	AA-
Rumanía	Baa3	BB+	India	Baa3	BBB-u
Rusia	Baa1	BBB	Indonesia	Baa3	BB+
Turquía	Ba2	BB	Tailandia	Baa1	BBB+
			Vietnam	B1	BB-

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

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

## INDICADORES MACROECONÓMICOS EUROPA. FEBRERO 2012\*

	PIB <sup>1</sup>			Inflación <sup>1</sup>			Tasa paro (%) <sup>2</sup>			Saldo público sobre PIB <sup>2</sup>			Balanza corriente <sup>3</sup>		
	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)
<b>UNIÓN EUROPEA 27</b>															
Alemania	3,0	0,5	1,5	2,5	1,9	1,8	6,1	5,9	5,8	-1,3	-1,0	-0,7	5,1	4,7	4,5
España	0,7	-0,7	0,9	3,1	1,5	-	20,9	20,9	20,3	-6,6	-5,9	-5,3	-3,7	-2,7	-2,3
Francia	1,7	0,2	1,1	2,3	2,0	1,7	9,8	10,0	10,1	-5,8	-5,3	-5,1	-2,4	-2,3	-2,3
Grecia	-6,1	-4,5	-1,5	3,1	1,5	1,0	16,6	18,4	18,4	-8,9	-7,0	-6,8	n.d.	-4,7	-3,5
Hungría	1,7	-0,2	1,5	n.d.	2,5	1,9	11,2	11,0	11,3	3,6	-2,8	-3,7	n.d.	2,5	1,9
Irlanda	1,9	-0,8	1,5	1,2	1,0	0,9	14,4	14,3	13,6	-10,3	-8,6	-7,8	n.d.	n.d.	n.d.
Italia	0,4	-1,3	0,1	2,9	2,5	2,0	8,1	8,2	8,2	-4,0	-2,3	-1,2	-3,8	-2,3	-1,5
Polonia	4,3	2,8	3,2	4,3	3,5	2,8	9,3	9,2	8,6	-5,6	-4,0	-3,1	-4,4	-3,9	-4,2
Portugal	-1,5	-3,3	-1,0	3,5	2,5	1,4	12,6	13,6	13,7	-5,8	-4,5	-3,2	-8,7	-6,4	-4,1
Reino Unido	0,9	0,5	1,7	4,5	2,7	1,9	7,9	8,6	8,5	-9,4	-7,8	-5,8	-2,2	-1,4	-1,5
República Checa	n.d.	0,2	2,0	1,9	2,6	1,8	6,8	7,0	6,7	-4,1	-3,8	-4,0	n.d.	-2,6	-3,0
Zona euro	1,5	-0,4	1,0	2,7	2,0	1,7	10,0	10,1	10,0	-4,1	-3,4	-3,4	-0,5	-0,3	-0,3
UE-27	1,3	-0,2	1,1	2,8	2,1	1,8	9,7	9,8	9,6	-4,7	-3,9	-3,2	0,4	-0,5	n.d.

## OTROS PAÍSES EUROPEOS

Rusia	4,3	3,5	3,7	8,5	6,0	6,1	6,8	6,2	n.d.	-0,5	-2,0	n.d.	n.d.	3,8	2,3
Suiza	2,0	n.d.	n.d.	0,2	n.d.	12,5	n.d.	n.d.							
Turquía	7,2	2,7	4,7	6,5	6,5	5,7	10,2	10,1	n.d.	-1,8	-2,0	n.d.	10,0	-7,5	7,3
Europa Este <sup>4</sup>	4,5	2,6	n.d.	6,5	6,3	n.d.	-19,0	-29,6	n.d.						

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

<sup>2</sup> Dato actualizado semestralmente.  
<sup>3</sup> Miles de millones de dólares.

<sup>4</sup> 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.

<sup>1</sup> Tasa de crecimiento anual.

Fuente: Consensus Forecasts, Comisión Europea y elaboración propia.

## INDICADORES MACROECONÓMICOS AMÉRICA. FEBRERO 2012

	PIB <sup>1</sup>			Inflación <sup>1</sup>			Balanza corriente <sup>2</sup>		
	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)
<b>AMÉRICA</b>									
Argentina	8,3	2,8	3,5	9,8	n.d.	n.d.	0,3	n.d.	n.d.
Brasil	3,0	3,4	4,1	6,6	5,5	4,9	-2,1	-2,9	-3,1
Chile	6,3	n.d.	n.d.	3,3	2,9	n.d.	-0,2	n.d.	n.d.
Colombia	5,3	4,9	5,0	3,4	3,4	3,5	-2,9	-3,0	-2,8
México	3,9	3,2	3,4	3,4	3,8	3,6	-0,5	-1,4	-1,2
Perú	7,0	5,0	5,0	3,4	2,6	3,0	-1,4	-1,3	-2,4
Venezuela	4,2	4,0	1,6	27,2	28,9	28,0	10,2	6,3	8,0
América Latina	4,1	3,5	3,8	6,9	6,4	6,0	-0,8	-1,8	1,8
EEUU	1,7	2,2	2,5	3,2	2,1	2,0	-3,1	-3,0	-3,0
Canadá	2,3	2,0	2,3	2,9	1,9	2,0	-3,0	-2,8	-2,5

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

## INDICADORES MACROECONÓMICOS ASIA/PACÍFICO. FEBRERO 2012

	PIB <sup>1</sup>			Inflación <sup>1</sup>			Balanza corriente <sup>2</sup>		
	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)	2011	2012 (p)	2013 (p)
<b>ASIA/PACÍFICO</b>									
China	9,2	8,5	8,4	5,4	3,3	3,8	5,2	2,5	2,0
Singapur	5,0	n.d.	n.d.	5,2	3,3	3,1	n.d.	n.d.	n.d.
Japón	-0,9	1,5	1,4	-0,3	-0,3	-0,1	2,2	1,9	2,0
Corea del Sur	3,6	3,3	4,1	4,2	3,2	3,0	n.d.	n.d.	n.d.
Asia / Pacífico	7,5	7,1	7,3	5,7	3,4	3,8	n.d.	n.d.	n.d.

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

Fuente: Consensus Forecasts.

Fuente: Consensus Forecasts.

## COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS. ENERO-DICIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Andalucía	22.851,1	10,7	23,7	29.211,5	11,2	25,8	-6.360,4
Aragón	9.282,6	4,3	9,4	7.692,1	2,9	9,0	1.590,5
Asturias	3.698,6	1,7	7,4	4.192,3	1,6	14,5	-493,7
Baleares	851,2	0,4	5,2	1.529,8	0,6	-1,8	-678,5
Comunidad Valenciana	20.013,1	9,3	7,1	20.412,7	7,8	5,1	-399,6
Canarias	2.379,2	1,1	22,3	4.727,3	1,8	0,5	-2.348,1
Cantabria	2.591,1	1,2	13,6	1.953,3	0,7	-0,6	637,9
Castilla-La Mancha	4.156,0	1,9	22,0	5.068,7	1,9	-1,7	-912,8
Castilla y León	12.356,6	5,8	17,7	10.297,4	3,9	16,8	2.059,2
Cataluña	55.524,8	25,9	14,3	70.849,6	27,2	5,9	-15.324,8
Ceuta	0,1	0,0	50,0	389,7	0,1	43,6	-389,6
Extremadura	1.430,7	0,7	14,4	982,2	0,4	1,0	448,6
Galicia	17.532,3	8,2	15,7	14.029,8	5,4	1,5	3.502,4
Madrid	24.548,9	11,4	17,2	53.288,0	20,4	5,6	-28.739,0
Melilla	4,0	0,0	10,9	159,9	0,1	28,3	-155,9
Murcia	5.619,3	2,6	13,2	10.166,8	3,9	36,5	-4.547,5
Navarra	8.092,7	3,8	9,3	5.292,1	2,0	18,5	2.800,7
País Vasco	21.066,7	9,8	20,1	17.100,3	6,6	12,1	3.966,4
La Rioja	1.492,1	0,7	17,6	1.111,7	0,4	13,9	380,4
Sin determinar	994,4	0,5	60,0	2.368,2	0,9	31,0	-1.373,7
Total	214.485,5	100,0	15,4	260.823,3	100,0	9,6	-46.337,7

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

## COMERCIO EXTERIOR POR SECTORES ECONÓMICOS. ENERO-DICIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
Alimentos	30.409,0	14,2	8,9	27.237,8	10,4	9,5	3.171,2
Productos energéticos	15.883,5	7,4	68,3	55.821,6	21,4	27,1	-39.938,2
Materias primas	5.862,6	2,7	32,7	11.103,1	4,3	23,5	-5.240,5
Semimanufacturas no químicas	26.111,5	12,2	16,1	19.632,5	7,5	11,5	6.478,9
Productos químicos	29.412,9	13,7	3,5	37.714,4	14,5	4,8	-8.301,5
Bienes de equipo	43.062,5	20,1	15,2	46.583,9	17,9	-2,0	-3.521,3
Sector automóvil	33.124,7	15,4	10,6	27.028,7	10,4	11,5	6.096,0
Bienes de consumo duradero	3.544,1	1,7	-1,1	6.489,4	2,5	-18,8	-2.945,2
Manufacturas de consumo	17.555,8	8,2	9,8	27.275,9	10,5	6,1	-9.720,1
Otras mercancías	9.519,0	4,4	53,3	1.936,0	0,7	62,8	7.582,9
TOTAL	214.485,6	100,0	15,4	260.823,3	100,0	9,6	-46.337,7

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

## INTERCAMBIOS COMERCIALES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. ENERO-DICIEMBRE 2011

	Exportaciones			Importaciones			Saldo
	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros	% total	% 11/10	Millones euros
<b>UNIÓN EUROPEA</b>	<b>141.656,1</b>	<b>66,0</b>	<b>12,6</b>	<b>137.596,5</b>	<b>52,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4.059,6</b>
<b>ZONA EURO</b>	<b>113.233,4</b>	<b>52,8</b>	<b>9,6</b>	<b>111.572,8</b>	<b>42,8</b>	<b>6,7</b>	<b>1.660,6</b>
Francia	38.455,2	17,9	13,3	28.275,2	10,8	10,6	10.180,0
Bélgica	6.001,1	2,8	14,9	6.423,7	2,5	7,3	-422,6
Luxemburgo	178,7	0,1	5,3	481,0	0,2	7,3	-302,3
Países Bajos	6.162,6	2,9	6,1	10.503,1	4,0	-1,8	-4.340,5
Alemania	21.823,9	10,2	12,2	30.740,9	11,8	10,0	-8.917,0
Italia	17.007,3	7,9	4,4	17.097,5	6,6	2,4	-90,2
Irlanda	688,2	0,3	-4,7	2.795,4	1,1	-14,7	-2.107,2
Portugal	17.191,6	8,0	3,7	10.284,4	3,9	20,4	6.907,3
Austria	1.873,4	0,9	21,6	1.869,2	0,7	0,7	4,3
Finlandia	731,5	0,3	33,3	999,1	0,4	-6,1	-267,6
Grecia	1.536,0	0,7	-5,5	531,4	0,2	-1,2	1.004,6
Eslovenia	444,8	0,2	10,9	230,9	0,1	5,1	213,9
Malta	216,4	0,1	39,1	64,0	0,0	-38,9	152,4
Chipre	228,9	0,1	-26,1	12,5	0,0	0,6	216,5
Eslovaquia	593,0	0,3	29,9	1.165,2	0,4	-26,6	-572,2
Estonia	100,9	0,0	30,7	99,6	0,0	151,8	1,3
<b>RESTO UE</b>	<b>28.422,7</b>	<b>13,3</b>	<b>26,6</b>	<b>26.023,7</b>	<b>10,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2.399,0</b>
Reino Unido	13.739,5	6,4	19,5	10.550,0	4,0	-2,2	3.189,5
Dinamarca	1.159,9	0,5	21,9	1.789,9	0,7	6,8	-630,0
Suecia	1.996,3	0,9	33,6	2.576,3	1,0	11,4	-580,1
Letonia	113,7	0,1	42,6	121,1	0,0	49,6	-7,4
Lituania	205,6	0,1	19,4	260,5	0,1	36,0	-55,0
Polonia	3.525,7	1,6	26,7	3.088,4	1,2	1,5	437,3
República Checa	1.647,4	0,8	5,5	2.382,0	0,9	7,8	-734,7
Hungría	1.329,5	0,6	47,6	1.674,0	0,6	-7,1	-344,5
Bulgaria	1.195,6	0,6	182,9	461,9	0,2	29,2	733,6
Rumanía	1.276,3	0,6	46,1	869,1	0,3	-16,6	407,2
<b>RESTO EUROPA</b>	<b>16.303,7</b>	<b>7,6</b>	<b>27,3</b>	<b>17.949,4</b>	<b>6,9</b>	<b>21,2</b>	<b>-1.645,7</b>
Suiza	4.180,4	1,9	22,1	2.882,0	1,1	7,8	1.298,4
Noruega	1.542,9	0,7	90,4	1.668,5	0,6	-8,3	-125,6
Turquía	4.455,9	2,1	18,7	3.368,1	1,3	9,9	1.087,8
Rusia	2.526,1	1,2	26,6	8.462,7	3,2	38,2	-5.936,6
Croacia	227,4	0,1	12,1	73,7	0,0	25,7	153,7
<b>AMÉRICA DEL NORTE</b>	<b>9.071,7</b>	<b>4,2</b>	<b>22,1</b>	<b>11.657,1</b>	<b>4,5</b>	<b>13,1</b>	<b>-2.585,4</b>
EEUU	7.889,3	3,7	20,8	10.563,8	4,1	12,8	-2.674,5
Canadá	1.182,2	0,6	31,0	1.092,7	0,4	15,9	89,5
<b>AMÉRICA LATINA</b>	<b>12.021,6</b>	<b>5,6</b>	<b>20,2</b>	<b>15.925,8</b>	<b>6,1</b>	<b>29,1</b>	<b>-3.904,1</b>
Argentina	1.003,5	0,5	21,8	2.096,6	0,8	17,5	-1.093,0
Brasil	2.584,2	1,2	20,9	3.607,4	1,4	22,7	-1.023,2
México	2.940,9	1,4	4,8	3.741,1	1,4	27,3	-800,2
<b>RESTO DE AMÉRICA</b>	<b>231,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>1.560,5</b>	<b>0,6</b>	<b>-22,0</b>	<b>-1.329,1</b>
<b>ASIA</b>	<b>16.876,0</b>	<b>7,9</b>	<b>20,9</b>	<b>51.637,1</b>	<b>19,8</b>	<b>12,0</b>	<b>-34.761,1</b>
Japón	1.861,2	0,9	30,8	3.198,8	1,2	-7,9	-1.337,6
China	3.389,8	1,6	28,0	18.641,8	7,1	-1,2	-15.252,0
Hong-Kong, China	901,1	0,4	23,6	313,9	0,1	4,9	587,1
Corea del Sur	813,2	0,4	7,7	1.706,5	0,7	3,5	-893,3
India	1.335,6	0,6	12,6	2.807,5	1,1	11,1	-1.472,0
Oriente Medio	5.757,8	2,7	22,3	15.123,2	5,8	42,0	-9.365,4
<b>ÁFRICA</b>	<b>11.638,6</b>	<b>5,4</b>	<b>11,6</b>	<b>23.313,3</b>	<b>8,9</b>	<b>8,0</b>	<b>-11.674,7</b>
Marruecos	4.114,1	1,9	19,3	3.013,4	1,2	9,8	1.100,7
Argelia	2.484,0	1,2	21,9	5.657,6	2,2	24,3	-3.173,6
Nigeria	275,2	0,1	6,5	6.062,3	2,3	39,6	-5.787,1
Sudáfrica	945,6	0,4	10,0	1.062,8	0,4	14,8	-117,2
<b>OCEANÍA</b>	<b>1.735,4</b>	<b>0,8</b>	<b>38,3</b>	<b>1.183,5</b>	<b>0,5</b>	<b>22,4</b>	<b>552,0</b>
<b>SIN DETERMINAR</b>	<b>4.951,0</b>	<b>2,3</b>	<b>26,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-99,4</b>	<b>4.950,9</b>
<b>TOTAL MUNDIAL</b>	<b>214.485,6</b>	<b>100,0</b>	<b>15,4</b>	<b>260.823,2</b>	<b>100,0</b>	<b>9,6</b>	<b>-46.337,7</b>
<b>Pro memoria:</b>							
TOTAL NO UE	72.829,4	34,0	21,3	123.226,7	47,2	14,0	-50.397,3
TOTAL NO ZONA EURO	101.252,1	47,2	22,8	149.250,5	57,2	11,8	-47.998,3
OCDE	166.974,4	77,8	13,6	167.433,5	64,2	6,6	-459,1
NAFTA	12.012,4	5,6	17,3	15.397,6	5,9	16,3	-3.385,2
MERCOSUR	3.796,5	1,8	21,1	6.071,0	2,3	20,3	-2.274,5
OPEP	8.455,4	3,9	28,5	29.101,2	11,2	20,1	-20.645,8

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



«El comportamiento exportador de las empresas españolas ha tratado de hacer, de la necesidad, virtud y han ajustado precios y márgenes a un entorno global ciertamente competitivo»

## De la necesidad, virtud

El sector exterior está siendo un amortiguador excepcional durante toda la crisis. No será suficiente, sin embargo, para compensar el desplome de la demanda interna en este año profundamente recesivo. En realidad, la desaceleración de la demanda exterior durante la segunda mitad del pasado año ya presagiaba lo que verificaremos cuando tengamos cifras oficiales. Con todo, en 2011, su contribución ha sido de dos puntos porcentuales al crecimiento promedio del año.

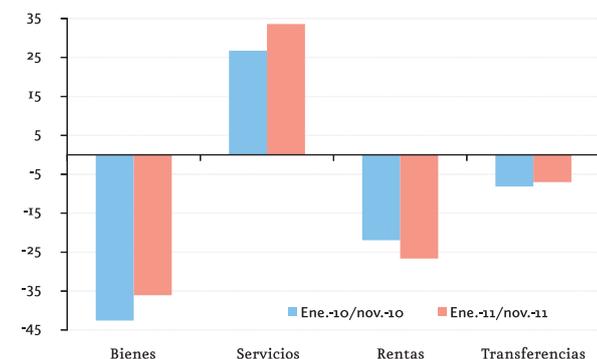
El comportamiento exportador de las empresas españolas ha tratado de hacer, de la necesidad, virtud y han ajustado precios y márgenes a un entorno global ciertamente competitivo. Así, las ventas de bienes al exterior se han incrementado en el conjunto del año pasado algo más de lo que lo ha hecho el volumen de los mercados de destino, con el consiguiente aumento en la cuota de mercado. Los ingresos de servicios, fundamentalmente turismo, a pesar de la reducción de su crecimiento en el último trimestre

doras ha sido elevada. Pero son más las empresas que han abordado los mercados internacionales -a pesar de que la evolución del comercio internacional no ha sido precisamente muy favorable en estos años, en particular en los mercados tradicionales españoles- que las que lo han abandonado. Entre estas últimas, como es fácil anticipar, han sido las de menor dimensión, las más dependientes del crédito bancario y las menos productivas las que se han visto obligadas a renunciar a los mercados internacionales. Recuérdese, en todo caso, que las principales responsables de la amplia mayoría de las exportaciones españolas son empresas de pequeña y mediana dimensión.

A la favorable evolución de la balanza comercial ha contribuido igualmente la contención de las importaciones no sólo por esa mayor agresividad comercial de los empresarios españoles, sino, en mayor medida, por la debilidad de la demanda, que, incluso, ha influido en la reducción de las compras energéticas, normalmente bastante inelásticas. Con todo, no deja de ser, al menos, parcialmente esperanzador ese comportamiento. La tradicional falta de competitividad de nuestras empresas parece haber mejorado durante la crisis: han hecho, de la necesidad, virtud a pesar de que las de menor tamaño, que son, en general, las que mantienen mayores ratios de apalancamiento, están sufriendo de forma particularmente intensa los rigores de la ausencia de crédito. Y mucho nos tememos que seguirán acusando esa dosificación crediticia, claramente disuasoria de cualquier forma de internacionalización. El año en curso, confiemos, será de transición: desde una Europa estancada y un crédito todavía escaso hacia un escenario en el que la desaparición de la crisis de la deuda soberana en la eurozona empiece a abrir los mercados, tanto los de bienes y servicios como los de recursos financieros. No faltarán señales en este primer trimestre que pongan a prueba esa esperanza ::

### Detalle de la cuenta corriente

(millones de euros)



Fuente: Banco de España.

del año, han tenido igualmente un favorable comportamiento, en gran medida debido al desvío de flujos de turistas desde destinos conflictivos, en particular norte de África y Oriente Medio. Entraron más turistas extranjeros y gastaron más que en el año anterior.

Desde el inicio de la crisis, la rotación en el seno de las empresas exporta-

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