empresa global

nº 167 Noviembre 2016 4 €

Eslovaquia
socio industrial en el centro de Europa

Consecuencias y perspectivas de la ralentización del comercio mundial

Cómo abordar el mercado colombiano con una oferta más sofisticada

Instrumentos para gestionar el riesgo de cambio

9 771578 345008 00167

GESTIÓN EMPRESARIAL

SOCIMI: la alternativa a la inversión inmobiliaria directa

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

La «Business Judgment Rule» como limitación de la responsabilidad social del administrador

FINANZAS PERSONALES

China: crecimiento estable con endeudamiento creciente

Empresa Global
N° 167 (noviembre 2016)

EDITA
Afi Escuela de Finanzas
C/ Marqués de Villamejor, 5. 28006 Madrid
Tel.: 91 520 01 50/80/66 • Fax: 91 520 01 43
E-mail: ediciones@afi.es • www.afi.es/egafi

DIRECTOR Javier Paredes

COORDINACIÓN DE REDACCIÓN Verónica López Sabater

COLABORAN EN ESTE NÚMERO
Pablo Alonso, David Cano, Paula Coscolín, Ana Domínguez, Cristina Gómez, Nereida González, Mauro Guillén, Patricia Juárez, José Antonio Herce, Jaime Lazareno y Emilio Ontiveros.

CONSEJO ASESOR
Ángel Berges Lobera
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José María Castellano Ríos
Universidad de A Coruña
Carlos Egea Krauel
Banco Mare Nostrum
José Luis Fernández Pérez
Tecnología, Información y Finanzas. Afi y Universidad Autónoma de Madrid
José Luis García Delgado
Universidad Complutense de Madrid
José Manuel González Páramo
BBVA e IESE
Emilio Ontiveros Baeza
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Álvaro Rodríguez Bereijo
Universidad Autónoma de Madrid
Vicente Salas Fumás
Universidad de Zaragoza y Banco de España
Ignacio Santillana del Barrio
Grupo Santillana Editorial y Universidad Autónoma de Madrid
Juan Soto Serrano
ExPresidente de *Hewlett Packard*
Francisco José Valero López
Afi y Universidad Autónoma de Madrid
Mauro Guillén Rodríguez
Wharton School of Business
Luis Viceira Alguacil
Harvard Business School
José Antonio Herce San Miguel
Afi y Universidad Complutense de Madrid
Javier Santiso
Telefónica y ESADE Business School

PUBLICIDAD Tel.: 91 520 01 66. Fax: 91 520 01 43

PORTADA hof12

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

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

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

Editorial

Amenaza proteccionista

El crecimiento del comercio mundial en 2016 anota los registros más bajos desde 2008 a pesar de que las barreras comerciales se sitúan en un punto históricamente bajo, obligando a la OMC a revisar recientemente a la baja su previsión de crecimiento del 2,8% al 1,7%, revisión que se ha extendido a 2017 a un rango del 1,8%-3,1% desde una previsión anterior del 3,6%.

Los motivos de esta ralentización global, especialmente pronunciada en América Latina por la fuerte caída de los precios de las materias primas, son los siguientes: fragilidad de la economía mundial, reorientación de la política comercial global hacia un mayor proteccionismo, y debilitamiento de las cadenas globales de valor. Europa y Norteamérica muestran asimismo signos un tanto preocupantes, como también lo es el cambio en la relación entre crecimiento del comercio y crecimiento del PIB, que históricamente se ha situado en una ratio en torno a 1,5:1 desde registros de 2:1 en la década de los noventa hasta el 1:1 actual, y empeorando según las previsiones para 2016.

Esta evaluación nos ha llevado a dedicar el Tema del mes del presente número de la revista a este asunto. Por su parte, el Observatorio Exterior dedica sus páginas a Colombia, una economía que en la última década ha decidido apostar por la innovación y la tecnología para crecer de manera sostenible. El Informe País devela las oportunidades de negocio más interesantes que Eslovaquia ofrece a las empresas españolas, país que se encuentra en el puesto 29 de facilidad de hacer negocios, escalando ocho puestos desde la edición anterior. Recordemos que España se sitúa en 2016 en la posición 32. La ingeniería eléctrica ha copado el mayor crecimiento industrial desde el año 2000, convirtiéndose en el segundo baluarte industrial del país en términos de empleo y exportaciones, y convirtiéndose en plaza destacada para el sector automoción, junto con otros sectores con capacidad de crecimiento como los de maquinaria e ingeniería de precisión, metalurgia, química y sector farmacéutico.

China es otro de los países en los que este número de Empresa Global centra su análisis, destacando que si bien crece a un 6,7% interanual en el tercer trimestre de 2016 – al igual que en los dos previos - el potencial problema a futuro está centrado en la creciente deuda, especialmente concentrada en el sector empresarial.

El FMI en octubre, tal como hiciera la OCDE en septiembre, mantiene las previsiones de crecimiento del PIB mundial en una tasa apenas ligeramente inferior a la contemplada a principio de año: el mundo crecerá al 3,1%, ritmo muy similar al de 2015 (3,2%) anticipándose una aceleración en 2017 (3,4%), con los emergentes como principales contribuidores al mayor crecimiento el próximo año que parece que han conseguido marcar un punto de inflexión en su crecimiento ::

:: INTERNACIONAL ::

INFORME PAÍS

Eslovaquia: socio industrial en el centro de Europa

Pese a su pequeño tamaño, Eslovaquia se ha erigido como una próspera factoría industrial, favorecida por los procesos de deslocalización y la atracción de su capital humano. Cuenta con la ratio más alta de mano de obra con formación secundaria y universitaria de toda Europa.

Pag. 3

TEMA DEL MES

Consecuencias y perspectivas de la ralentización del comercio mundial

El crecimiento del comercio se ralentiza a nivel global, víctima de la fragilidad de la economía mundial, la reorientación de la política comercial global hacia un mayor proteccionismo, así como del debilitamiento de las cadenas globales de valor.

Pag. 8

OBSERVATORIO EXTERIOR

Cómo abordar el mercado colombiano con una oferta más sofisticada

El buen crecimiento económico, los esfuerzos por alcanzar la paz y la alta protección de las inversiones, han situado a Colombia como uno de los países más atractivos de América Latina para los intercambios comerciales y la inversión.

Pag. 13

ESCUELA DE COMERCIO EXTERIOR

Instrumentos para gestionar el riesgo de cambio

Las empresas españolas con actividad internacional que realizan compras y ventas denominadas en divisas, han de prestar atención a la gestión del riesgo de cambio. La falta de consideración del impacto que puede tener la fluctuación de la cotización de las divisas puede afectar seriamente a los resultados de la transacción comercial con el exterior.

Pag. 17

:: EMPRESAS ::

EXPERIENCIAS DE INTERNACIONALIZACIÓN

El mercado internacional como fuente de grandes proyectos y líneas de negocio innovadoras

La expansión internacional, en lo que respecta tanto a la entrada en nuevos mercados como a la consolidación de la actividad en aquellos en los que la empresa ya está presente, puede permitir a las empresas acometer proyectos de gran envergadura o apostar por líneas de negocio innovadoras.

Pag. 28

GESTIÓN EMPRESARIAL

SOCIMI: la alternativa a la inversión inmobiliaria directa

La SOCIMI es un vehículo de inversión que está destinado al mercado inmobiliario de alquiler. Esta figura surgió en España en 2012 como alternativa a la inversión directa en propiedades inmobiliarias y tiene su origen en el *Real Estate Investment Trust* (REIT) surgida en Estados Unidos en 1960. Las SOCIMI constatan su éxito en 2016 tras la incorporación de 13 nuevas sociedades, alcanzando un total de 29 de ellas.

Pag. 32

ACTUALIDAD JURÍDICA-FISCAL

La «Business Judgment Rule» como limitación de la responsabilidad social del administrador

Pag. 36

:: FINANZAS ::

FINANZAS PERSONALES

China: crecimiento estable con endeudamiento creciente

Los temores sobre un *hard landing* en China se reducen, ante la estabilidad de su crecimiento. En el tercer trimestre de 2016, China crece al 6,7% interanual, igualando la tasa de crecimiento de los dos primeros trimestres del año. No obstante, este crecimiento podría seguir impulsado por el gasto público y las inversiones de las empresas de propiedad estatal.

Pag. 22

ESTRATEGIA GLOBAL

«Peak oil»

MAURO GUILLÉN

Pag. 20

MERCADOS FINANCIEROS

China, petróleo e inflación

DAVID CANO

Pag. 26

HOMO OECONOMICUS

Las uvas de tres a tres

JOSÉ ANTONIO HERCE

Pag. 30

PASEO GLOBAL

Riesgos cíclicos y estructurales

EMILIO ONTIVEROS

Pag. 38

Eslovaquia: socio industrial en el centro de Europa

Pese a su pequeño tamaño, Eslovaquia se ha erigido como una próspera factoría industrial, favorecida por los procesos de deslocalización y la atracción de su capital humano.

Pablo Alonso

Eslovaquia cuenta con la ratio más alta de mano de obra con formación secundaria y universitaria de todos los países europeos. La alta cualificación influye en la elevada productividad del país que unido a los costes laborales ventajosos en el contexto europeo, hacen de Eslovaquia uno de los países más rentables para acometer inversiones productivas.

Las sinergias de las industrias eslovacas pujantes a nivel europeo, como son la automoción y la electrónica, propician los intercambios comerciales con España. Se trata de un mercado permeable que favorece la inversión extranjera. Las empresas españolas se pueden beneficiar de amplios incentivos para la inversión en I+D+i y el sector turístico, además de los sectores industriales tradicionales. La pertenencia al euro reduce el riesgo de cambio y los costes transaccionales, a diferencia de la mayoría de los países de Europa central y oriental ajenos aún a la Eurozona.

Aunque las dificultades políticas han aumentado, Eslovaquia goza de una sólida estabilidad que repercute en unos indicadores macroeconómicos favorables. El reto del futuro es avanzar en la diversificación y especialización en producciones de alta tecnología que reduzca el impacto de la competitividad creciente de otros países emergentes con menores costes productivos.

[iStock]/Thinkstock.

Fachada del parlamento de Eslovaquia, Bratislava.

FRONTERA DEL ESTE DE EUROPA

Como el resto de países europeos, el clima político eslovaco está marcado por el creciente descontento de la opinión pública ante la clase política y las instituciones, y una mayor inestabilidad ante el ascenso de nuevas formaciones de corte populista y posiciones extremistas. El partido socialdemócrata (Smer-SD) experimentó un severo retroceso en las

Nombre oficial:

República Eslovaca

Superficie: 49.035 km²

Capital: Bratislava

Situación geográfica: En el centro de Europa, con fronteras con Polonia, Hungría, Austria, Rumanía y Ucrania.

Clima: Continental húmedo, veranos calurosos e inviernos fríos.

Divisiones Administrativas: 8 regiones administrativas (Banska Bystrica, Bratislava, Kosice, Nitra, Presov, Trencin, Trnava y Zilina).

Población: 5.445.802 (est. julio 2016)

Esperanza de vida: 77,1 años

Sistema político: República parlamentaria

Grupos étnicos: Eslovacos 80,7%, húngaros 8,5%, gitanos 2%, otros 8,8%

Moneda: Euro (EUR)

Crecimiento del PIB: 3,6% (2015)

PIB per cápita: 28.867 USD PPA (2015)

Fuente: *The World Factbook y Economist Intelligence Unit.*

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

	2012	2013	2014	2015	2016 (e)	2017 (e)
Crecimiento real del PIB (%)	1,5	1,4	2,5	3,6	3,0	2,7
Inflación anual (final periodo; %)	3,4	0,3	-0,1	-0,5	0,5	1,3
Tasa de desempleo (promedio; %)	13,6	14,1	12,8	11,5	9,6	8,6
Balanza por c.c. (mill. US$)	879	1.921	133	-1.128	-378	-948
Saldo presupuestario (% PIB)	-4,3	-2,7	-2,7	-3,0	-2,2	-1,9
Deuda Pública Neta (% PIB)	52,4	55,0	53,9	52,9	52,1	51,4

e: estimación

Fuente: *Economist Intelligence Unit.*

últimas elecciones de marzo de 2016, alcanzando el 28% de los votos frente al 44% registrado en 2012. El número de partidos con representación parlamentaria ha pasado de seis a ocho, incluyendo al Partido Popular-Nuestra Eslovaquia (L'SNS) acusado de simpatizar con la ideología neonazi. La pérdida de la mayoría absoluta ha obligado al primer ministro Robert Fico a conformar una coalición de gobierno con el conservador Partido Nacional Eslovaco (SNS) y el partido de centro-derecha Most-Hid.

El riesgo de desintegración del gobierno y de convocatoria a elecciones anticipadas es alto sobre todo si la coalición no cumple su promesa de atajar la corrupción que genera un gran malestar en la opinión pública y favorece el ascenso de los extremistas. En otras áreas, los progresos pueden ser más claros, particularmente en el impulso de las infraestructuras, la reforma del sistema de salud, la mayor eficacia en el sistema de justicia y la reducción de los desequilibrios territoriales entre la zona más rica occidental en torno a la capital de Bratislava y las zonas orientales más atrasadas. Otras prioridades del gobierno pasan por asegurar que el país continúa siendo un lugar atractivo para la inversión y por mejorar el clima de negocios en general. En esa línea, la tasa de impuesto de sociedades se reducirá en 1 punto porcentual, al 21%, con la posibilidad de más recortes en el futuro.

En cuanto al encaje en la Unión Europea, las tensiones con los demás miembros se han incrementado desde 2015, principalmente por la crisis migratoria. Junto a Hungría, la República eslovaca mantiene una marcada oposición al plan de reubicación de refugiados.

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

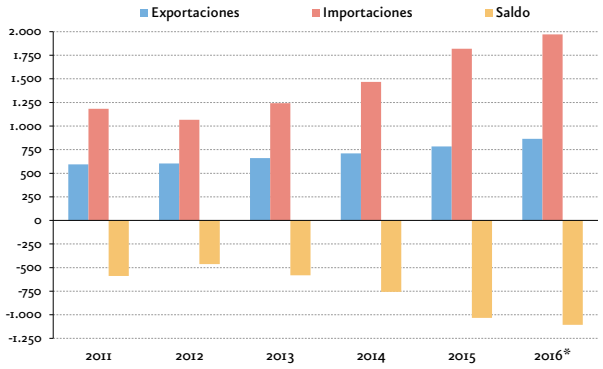
El PIB real creció un 3,6% en 2015, un punto más que en 2014. El incremento de la inversión contribuyó particularmente en el dinamismo económico (la inversión fija bruta aumentó un 14% en 2015). Atendiendo a la previsión de *Economist Intelligence Unit* (EIU), el crecimiento se modera en 2016 al 3%, con la expectativa de que el crecimiento se reequilibre progresivamente, disminuyendo la dependencia de la balanza externa y afianzándose la contribución de la demanda interna estimulada por el incremento de los salarios y la baja inflación. Sin embargo, en los próximos años las tasas de crecimiento difícilmente volverán a las cifras pre-crisis (que rondaron el 7%), debido a los obstáculos estructurales y el declive demográfico así como el impacto del *Brexit* e incluso un posible deterioro en las exportaciones por el estancamiento económico de la Eurozona. Por todo ello, EIU apunta una contención del crecimiento al 2,8% de promedio para el periodo 2017-2020.

El déficit presupuestario se disparó al 7,9% del PIB en la recesión de 2009, pero en 2013 se había conseguido reducir al 2,7%. Este éxito permitió a Eslovaquia salir del grupo de países de la UE con un déficit excesivo y ganar credibilidad internacional. El déficit aumentó al 3% del PIB en 2015 por el mayor gasto ante las elecciones parlamentarias de 2016. No obstante, se espera que el déficit disminuya hasta el 2,2% del PIB, en gran medida, gracias al crecimiento económico. Considerando a las previsiones de EIU, el déficit se mantendrá por debajo del límite establecido del 3% del PIB y seguirá una tendencia decreciente (hasta el 1,2% en 2020).

Hasta el momento las exportaciones son el motor de la economía eslovaca. El saldo comercial positivo alcanza los 2.037 millones de dólares en 2015 y, aunque hayan retrocedido respecto a los dos años precedentes (4.048 millones de dólares en 2013 y 3.799 en 2014) se espera se consolide en los próximos años (3.130 millones de dólares en 2016 y 2.817 millones en 2017, según las previsiones de EIU). Tanto las exportaciones como las importaciones están dominadas por el sector del automóvil. Tres fábricas de automóviles del país produjeron un millón de vehículos en 2015 (el 19° productor mundial), la mayoría con salida a Alemania y otros países de la eurozona (pero incrementándose en los últimos años las ventas a otros países fuera de la UE). Los flujos de salida de la inversión exterior (en gran medida por la repatriación de los beneficios empresariales de las multinacionales del automóvil) explican el déficit por cuenta corriente de 2015 (1.128 millones de dólares, frente al superávit de 1.921 millones en 2013). Se espera que la cuenta corriente seguirá grabando pequeños déficits, en torno al 1,1% del PIB de promedio durante el período 2016-2020. No obstante, estos déficits no suponen un riesgo para las perspectivas económicas, ya que serán financiados cómodamente por los flujos de inversión y fondos de la UE.

Balanza comercial hispano-eslovaca

(millones de euros)



* Año móvil (12 meses): de julio 2015 a Junio 2016.

Fuente: *Afi a partir de Datacomex.*

¿POR QUÉ ESLOVAQUIA?

Eslovaquia es un destino de inversión idóneo debido a su estabilidad económica reforzada por su pertenencia a la Eurozona, ventajas fiscales, presencia de plantas de producción de alta tecnología, disponibilidad capital humano cualificado y los costes laborales favorables (por una combinación de elevada productividad laboral y moderación salarial).

Según la clasificación del *Doing Business 2016* del Banco Mundial, Eslovaquia se encuentra en el puesto 29 de facilidad de hacer negocios, lo que supone una notable mejora respecto al informe del año anterior donde ocupaba el puesto 37. Ha abierto la mayoría de los sectores de su economía a la propiedad extranjera. En el último informe de Inversiones Mundiales de la UNCTAD, la entrada de inversión extranjera (IED) en Eslovaquia ha mejorado sensiblemente en 2015, con 803 millones de dólares contabilizados, frente al flujo negativo de salida en dos años consecutivos (604 millones en 2013 y 331 millones en 2014), lo que eleva el stock acumulado a 48.163 millones de dólares. La UE es con diferencia el principal socio comercial e inversor. La inversión extranjera más destacada prevista para los próximos años corresponde a Jaguar-Land Rover: La compañía invertirá 1,7 mil millones de libras en su primera planta de producción en Europa

continental que tendrá una capacidad productiva de 150.000 vehículos.

Los sectores tradicionales han copado el grueso de las inversiones. La industria de automoción eslovaca destaca por la diversificación, con una amplia gama de fabricación de automóviles (Volkswagen Hybrid Touareg, Porsche Cayenne, Peugeot 207, Kia Sportage y Kia Ceed, entre otros modelos). La ingeniería eléctrica ha copado el mayor crecimiento industrial desde 2000, convirtiéndose en el segundo baluarte industrial del país en términos de empleo y exportaciones. Otros sectores con capacidad de crecimiento son la maquinaria e ingeniería de precisión, metalurgia, química y farmacéutico.

Asimismo, en base a las prioridades del gobierno eslovaco, los sectores ligados al I+D+i y turismo tienen un amplio recorrido. En este sentido, los esfuerzos se están canalizando hacia la potenciación de proyectos industriales innovadores, Centros Tecnológicos y Centros de Servicios Compartidos y actividades turísticas, particularmente en las regiones con mayor tasa de desempleo. En dicho capítulo los incentivos a la inversión valoran los costes justificados (suelo, construcción, equipamiento tecnológico, licencias, etc.) y su contribución a la creación de nuevos empleos, así como comprenden descuentos por transferencias de propiedad pública al inversor, subsidios efectivos, desgravaciones fiscales y servicios de asesoramiento y apoyo, básicamente a través de SARIO, la Agencia Eslovaca para el Desarrollo de las Inversiones y del Comercio.

RELACIONES BILATERALES

El comercio exterior de Eslovaquia está muy concentrado (más del 90% de sus flujos comerciales) en el mercado comunitario. Los intercambios con España superaron los 2.600 millones de euros en 2015, un 19,5% más que un año antes. Si atendemos al año móvil (doce meses hasta junio de 2016), el volumen comercial marca el máximo en los últimos ocho años, 2.838 millones de euros.

La balanza comercial hispano-eslovaca se caracteriza por un saldo negativo para España. El déficit comercial bilateral ascendió a 1.034 millones de euros en 2015, lo que supone un incremento interanual del 36,3%. El incremento del déficit comercial en 2015 ha sido resultado de un incremento interanual de las importaciones de mercancías procedentes de Eslovaquia del 23,8%, frente a un aumento mucho más moderado de las exportaciones españolas, 10,5%.

Las exportaciones españolas de mercancías a Eslovaquia alcanzaron los 784 millones de euros en 2015. Esta cifra se eleva hasta 865 millones si se considera los últimos doce meses con datos disponibles (de julio de 2015 a junio de 2016); de hecho las exportaciones españolas en este periodo registraron un incremento interanual del 21,5%. Atendiendo al top 10, la principal partida exportada en estos últimos doce meses fueron vehículos automóviles y tractores (27,8% del total), seguida a distancia por máquinas y aparatos mecánicos y aparatos y material eléctricos (ambas con un 8,5%). En términos relativos, destacaron los incrementos interanuales de vidrio y sus manufacturas (569,5%) y aparatos ópticos, medida, médicos (164,5%); aunque en términos absolutos son más relevantes vehículos automóviles y máquinas y aparatos mecánicos (acaparan el 32,7% y el 15,2%, respectivamente, del aumento cuantitativo de las exportaciones españolas).

Las importaciones de mercancías procedentes de Eslovaquia sumaron 1.819 millones de euros en 2015, y 1.972 entre julio de 2015 y junio de 2016. Atendiendo a estos últimos doce meses, la polarización de vehículos automóviles es aún más extrema (56,2% del total de las importaciones), lo que revela la especialización productiva eslovaca y las grandes sinergias entre los sectores de automoción de ambos países (vehículos automóviles acapara casi la mitad de los intercambios comerciales hispano-eslovacos). En segundo puesto del top-10, destaca

aparatos y material eléctricos (23,8% de las importaciones), con conexiones a la industria de componentes para el automóvil. Además estas dos partidas se caracterizaran por su gran dinamismo (contribuyeron al 72,2% y el 22,0%, respectivamente, del total del aumento interanual de las importaciones procedentes de Eslovaquia).

Respecto a la inversión directa de España en Eslovaquia, el flujo de inversión bruta en operaciones no «etve» (de tenencia de valores) en 2015 fue de 2.276 millones de euros, lo que supone una sensible mejora respecto al año anterior (26 millones). No obstante, está lejos de los 27.249 millones de euros alcanzados en 2013 (este año concentra el 40,7% del total invertido en Eslovaquia durante el periodo 2007-2015), y en la primera mitad del año 2016 tan sólo se registraron 10 millones. Prácticamente la totalidad de la inversión española se canalizó en el sector de fabricación de vehículos de motor (97,1% del total invertido en 2015). En cuanto al flujo inverso, la inversión directa eslovaca en España sumó tan sólo 25 millones de euros en 2015, muy por detrás de los 858 millones alcanzados en 2014. Aunque en el primer semestre de 2016 la inversión eslovaca aumenta hasta 201 millones, la mayoría destinados al sector de comercio al por mayor (76,7%). La balanza de la IED favorece claramente a la República eslovaca, con un total 66,9 millones de euros invertidos entre 2007 y 2015, mientras que España recibió 24,4 millones ::

PRINCIPALES CAPÍTULOS EXPORTADOS POR ESPAÑA A ESLOVAQUIA (2016*)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractor	240.299,3	27,8
84	Máquinas y aparatos mecánicos	73.633,3	8,5
85	Aparatos y material eléctricos	73.439,5	8,5
40	Caucho y sus manufacturas	55.332,9	6,4
73	Manuf. de fundic., hier./acero	52.149,5	6,0
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	36.602,8	4,2
70	Vidrio y sus manufacturas	33.607,0	3,9
90	Aparatos ópticos, medida, médi	30.206,3	3,5
08	Frutas /frutos, s/ conservar	30.107,7	3,5
02	Carne y despojos comestibles	26.587,2	3,1
	Subtotal	651.965,4	75,3
	Total exportaciones	**865.321,0**	**100,0**

*Año móvil (12 meses): de julio 2015 a Junio 2016.
Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

PRINCIPALES CAPÍTULOS IMPORTADOS POR ESPAÑA DESDE ESLOVAQUIA (2016*)

Cap.	Productos	Miles euros	% Total
87	Vehículos automóviles; tractor	1.108.563,4	56,2
84	Máquinas y aparatos mecánicos	469.259,4	23,8
85	Aparatos y material eléctricos	80.855,6	4,1
94	Muebles, sillas, lámparas	57.908,5	2,9
40	Caucho y sus manufacturas	42.957,5	2,2
4	Leche, productos lácteos; huev	28.235,6	1,4
90	Aparatos ópticos, medida, médi	27.218,4	1,4
96	Manufacturas diversas	20.723,7	1,1
39	Mat. plásticas; sus manufactu.	16.825,6	0,9
73	Manuf. de fundic., hier./acero	15.787,3	0,8
	Subtotal	1.868.335,1	94,7
	Total importaciones	**1.972.247,7**	**100,0**

*Año móvil (12 meses): de julio 2015 a Junio 2016.
Fuente: *ESTACOM y elaboración propia.*

Consecuencias y perspectivas de la ralentización del comercio mundial

El crecimiento del comercio se ralentiza a nivel global, víctima de la fragilidad de la economía mundial, la reorientación de la política comercial global hacia un mayor proteccionismo, así como del debilitamiento de las cadenas globales de valor. La reducción de la actividad comercial global es especialmente pronunciada en los Latinoamérica, lo que la conecta con la caída del precio de las materias primas, si bien Europa y Norteamérica están mostrando signos preocupantes en el segundo trimestre de este año.

Jaime Lazareno

El comercio internacional es un pilar fundamental del crecimiento económico y del desarrollo, así como de la creación de empleo. Las ganancias derivadas del comercio internacional son múltiples, especialmente porque permite un mayor aprovechamiento de los recursos, la explotación de economías de escala, así como la creación de una base industrial en países en desarrollo

No obstante, en 2016 el crecimiento del comercio mundial está siendo el más lento desde 2008 a pesar de que las barreras comerciales se sitúan en un punto históricamente bajo. La Organización Mundial del Comercio (OMC) ha tenido que revisar recientemente su previsión de crecimiento del comercio mundial para 2016, estimando un avance del 1,7% frente al 2,8% reflejado en las anteriores previsiones del organismo. Esta revisión se ha extendido a 2017, año para el que la OMC prevé un crecimiento del 1,8%-3,1% (desde el 3,6%).

En lo que respecta a los países desarrollados, para 2016 la OMC espera un crecimiento del co-

[iStock]/Thinkstock.

mercio del 2,1%, mayor que el previsto para aquellos en desarrollo (1,2%). Si nos concentramos en las importaciones, el crecimiento para los países desarrollados (2,6%) excede asimismo el que se espera que registren los países en desarrollo (0,4%). A nivel regional destaca la previsión muy negativa para Sudamérica (-8,3% vs. -4,5% que señalaba

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

CRECIMIENTO EXPORTACIONES E IMPORTACIONES (%)

	3T-15	4T-15	1T-16	2T-16
Exportaciones	**0,3**	**0,8**	**-1,1**	**0,3**
Norteamérica	1	-0,8	-0,9	-0,7
Sudamérica y Centroamérica	0,4	1,4	2,4	-3
Europa	-1	1,5	0	-0,8
Asia	0,7	0,5	-3,3	3,2
Otros	2,5	1,4	0,6	-2,3
Importaciones	**0,5**	**0,8**	**-1**	**0,2**
Norteamérica	1,1	-0,2	-0,1	-0,6
Sudamérica y Centroamérica	-0,4	-3,5	-4,5	1,5
Europa	0,7	1,5	1,3	-0,7
Asia	0,9	1,6	-3,4	1,3
Otros	-1,5	-0,4	-2,3	1,1

Fuente: *Organización Mundial del Comercio.*

la anterior previsión), la débil evolución de Norteamérica (1,9% vs. 4,1%) y Asia (1,6% vs. 3,2%), así como la solidez de las importaciones europeas (3,7% vs. 3,2%). En cuanto a las exportaciones, las mayores revisiones se han dan dado en Asia (0,3% vs. 3,4%) y Norteamérica (0,7% vs. 3,1%). Sudamérica, por el contrario, experimenta una revisión al alza en sus previsiones de exportación como consecuencia del debilitamiento de sus divisas (4,4% vs. 1,9%).

El volumen de los flujos de mercancías ha caído de manera abrupta a nivel global en el primer trimestre de 2016 (-1,1%) recuperándose ligeramente en el segundo (0,3%). Esta caída deriva del limitado desempeño de países como China, Brasil y Estados Unidos. Las importaciones de los países en desarrollo cayeron en el primer trimestre (-3,2%), aunque se recuperaron parcialmente en el segundo (1,5%). En lo que respecta a los países desarrollados, después de contraerse en el primer trimestre (-0,8%), las importaciones crecieron en el segundo (0,8%). Como consecuencia de lo anterior, a nivel global las importaciones experimentaron un retroceso del 1% en el primer trimestre que apenas se vio compensado por el crecimiento del 0,2% en el segundo. Estos datos no obstante no muestran claramente la heterogeneidad existente a nivel global: Mientras algunos países muestran avances tanto en importaciones como exportaciones, la caída de las importaciones se concentra en los exportadores de materias primas como consecuencia del derrumbe de los precios en los mercados internacionales. Entre los primeros se encontraría España, dónde ha tenido lugar un incremento de las exportaciones (1,3%) que contrasta claramente con la caída que registran tanto la Eurozona (-0,4%) como la Unión Europea (-1,1%).

Quizá lo más preocupante es el cambio en la relación entre crecimiento del comercio y crecimiento del PIB. Históricamente está relación se ha situado en una ratio en torno a 1,5:1 (por cada 1% de incremento del PIB, el volumen de comercio aumentaba un 1,5%). En la década de los noventa esta ratio alcanzó su nivel máximo ubicándose en 2:1. Sin embargo, en los últimos diez años esta tendencia se ha revertido, llevando la ratio anterior a 1:1. Las previsiones para 2016 indican sin embargo que éste será el primer año en que el crecimiento del PIB se sitúe por encima del crecimiento del comercio.

Qué está causando la ralentización del comercio mundial

En el período 2003-2007 el comercio mundial de bienes creció más rápido que el PIB como consecuencia tanto de cambios en la composición de la demanda como por una reducción de los costes de transacción. En las economías avanzadas ambos factores tuvieran igual importancia, mientras que en aquellas en desarrollo la caída de los costes de transacción desempeñó un rol preponderante, especialmente en China.

Según el FMI, la ralentización en el crecimiento de las importaciones con respecto al avance del PIB en el periodo 2012-2015 se caracterizó por un cambio en la composición de la demanda hacia productos «no comercializables» y hacia productos manufacturados no perecederos dentro de los comercializables. El debilitamiento de la capacidad importadora de países exportadores de

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

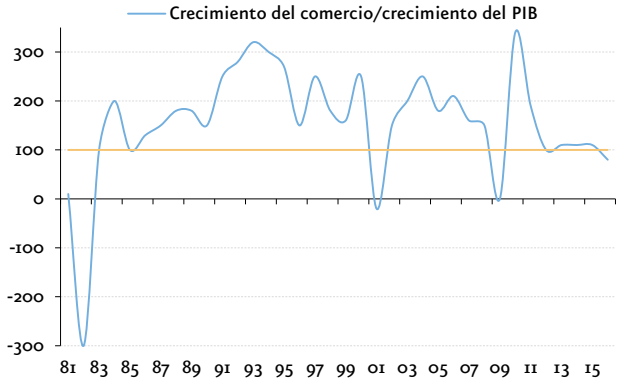
RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

Ratio crecimiento del comercio/crecimiento del PIB
(%)



Fuente: *Organización Mundial del Comercio.*

materias primas como consecuencia de la caída de los precios internacionales también tuvo un impacto relevante. En el caso de China, el incremento en los costes de transacción generó asimismo efectos lesivos sobre sus importaciones.

El análisis del FMI sugiere que hasta tres cuartas partes del declive en el comercio global desde 2012 se derivan del débil crecimiento económico mundial, especialmente en lo que respecta a la inversión. Cambios en la composición de la demanda explican aproximadamente el 60% de la ralentización en el crecimiento nominal de las importaciones con respecto al PIB.

Sin embargo, otras circunstancias más allá de la actividad económica y de la composición de la demanda están haciéndose notar en el comportamiento del comercio mundial. Entre ellas, tanto un cambio en la orientación de la política comercial en algunas regiones, como el debilitamiento de las cadenas globales de valor (entendidas como aquellos procesos de producción articulados en varias etapas que se llevan a cabo en distintos países) explican una parte importante de la ralentización de la actividad comercial global.

En primer lugar, el ritmo de liberalización comercial ha decaído notablemente y un ligero repunte de políticas proteccionistas desde el estallido de la crisis económica mundial está haciendo sentir su peso. Mientas que la contribución cuantitativa del cambio en la orientación de la política comercial parece limitada hasta el momento, la implantación de medidas proteccionistas podría impactar muy negativamente en el comercio mundial si se extienden a otras economías. Por su parte, el agotamiento de las cadenas globales de valor está generando asimismo un impacto negativo sobre la actividad comercial global. No obstante, de acuerdo con el FMI, aún resulta complicado determinar si éste es un desarrollo natural del proceso de maduración de estas cadenas o si se deriva de distorsiones provocadas por políticas comerciales nacionales. Por último, un declive en el ritmo de reducción de los costes de transacción podría explicar aproximadamente un cuarto de la caída en el crecimiento nominal de las importaciones respecto al del PIB.

Por otro lado, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD) incide en el problema regulatorio, señalando que en alrededor del 96% del comercio mundial incide al menos una medida regulatoria. Superar estas barreras no arancelarias requiere de recursos económicos y técnicos, lo que impide el acceso de muchas pequeñas empresas a los mercados internacionales. Se estima que la pérdida como consecuencia de estas medidas no arancelarias y la distorsión que provocan sobre la decisión de entrar en mercados exteriores se sitúa en 23.000 millones de dólares anuales (15% del valor de las exportaciones mundiales).

Dónde actuar

El FMI concluye que es primordial abordar las dos principales causas de la ralentización del comercio global: el menor ritmo de reducción de los costes de transacción y la debilidad del crecimiento económico, sobre todo en lo relativo a la inver-

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

sión. Para ello, el organismo internacional señala la necesidad de impulsar la demanda a corto plazo, aliviar las restricciones crediticias derivadas de la crisis económica, así como de acometer reformas estructurales orientadas a incrementar la productividad, el crecimiento y la inversión.

En lo que respecta a la política comercial, el FMI solicita a los países aprovechar el margen que aún existe para disminuir los costes de transacción mediante la reducción o eliminación de las barreras comerciales existentes, la implementación plena de los compromisos contenidos en el Acuerdo sobre Facilitación del Comercio (*Trade Facilitation Agreement*) y el impulso de la agenda post-Doha. La política comercial debe abordar los problemas existentes en áreas relevantes para la economía (cooperación regulatoria, reducción de barreras al comercio de servicios, etc.) para así espolear el crecimiento económico y mejorar los estándares de vida de la población, ya que se estima que la ganancia en ingresos reales como consecuencia de la reducción de los costes de transacción oscila, en promedio, entre el 1% y el 6% para un país. En el caso de las economías más desarrolladas, que ya cuentan con reducidos niveles arancelarios, impulsar una reforma del comercio de servicios comportaría probablemente importantes ganancias.

El FMI, cambiando su posición tradicional, señala que, si bien es cierto que la economía mundial crece como consecuencia del comercio internacional, también lo es el hecho de que no lo hace de manera homogénea. Los sectores más expuestos al comercio internacional, los más productivos, se expandirán, mientras que los demás se contraerán. Aquellos que pierden con la apertura comercial - los propietarios de factores de producción utilizados en la industria que se contrae, ya sean capitalistas o trabajadores- se opondrán a la misma, pues supone un empeoramiento (a veces muy severo) de sus condiciones de vida. El sentimiento de agravio derivado de la inequidad con la que impactan los procesos de liberalización en distintas capas de la sociedad se encuentra detrás del crecimiento de movimientos de corte proteccionista que propugnan una reversión del proceso de globalización, circunstancia que pone en peligro la apertura lograda hasta el momento. La perspectiva de un *hard Brexit* que suponga una salida del Reino Unido del mercado común, la importancia que ha cobrado la retórica proteccionista en la campaña presidencial de los Estados Unidos, así como elementos regionales como el bloqueo (finalmente superado) por parte del parlamento de Valonia al acuerdo de libre comercio entre Canadá y la Unión Europea ilustran la deriva proteccionista que se está instalando en el discurso político de los países desarrollados.

La OMC señala que el crecimiento de movimientos proteccionistas hace necesario compartir los beneficios del comercio de manera más equilibrada, especialmente en lo que respecta a los países más pobres, emprendedores, pequeñas empresas, y grupos marginalizados. En esta línea, el FMI establece que es necesario lograr el apoyo popular contrarrestando la narrativa proteccionista. Para ello propone que la intervención del Estado trate de mitigar los efectos redistributivos del comercio mediante políticas laborales y educativas que permitan la recolocación de aquellos que pierden su empleo por el cierre o ajuste de empresas expuestas a la competición internacional.

Naciones Unidas, siguiendo la postura de los otros dos organismos, recalca la importancia de abordar las preocupaciones que suscita la apertura comercial en los ciudadanos en relación a cuestiones medioambientales, laborales, de salud pública, etc., señalando que si bien resulta necesario acabar con las barreras comerciales, ello no debe poner en cuestión objetivos legítimos perseguidos por los países. La ONU recomienda adoptar una política global sostenible integrada por cinco etapas:

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

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

UNIFOND DINERO, FI

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

Unicaja

1. Impulso a la transparencia regulatoria.

2. Adopción de estándares internacionales. Simplificación de medidas regulatorias innecesarias.

3. Convergencia regulatoria regional.

4. Eliminación de obstáculos burocráticos innecesarios.

5. Fortalecimiento de la participación de países en vías de desarrollo en los procesos de adopción de estándares internacionales.

¿Un punto de inflexión?

El crecimiento del comercio y de la economía están estrechamente relacionados. Las previsiones económicas apuntan a una débil recuperación global caracterizada por un tímido crecimiento de la inversión a medio plazo, por lo que es probable que la ralentización del comercio mundial persista. Es más, a medida que el crecimiento económico gana tracción, parece improbable que el comercio mundial alcance las tasas de crecimiento previas a la crisis, cuando el crecimiento de la inversión en muchos países desarrollados, especialmente en China, era inusualmente alto, los costes de transacción caían como consecuencia de los avances tecnológicos y de una estrecha cooperación internacional, y las cadenas globales de valor se desarrollaban y fortalecían rápidamente.

La crisis económica ha permitido el avance de movimientos políticos de corte proteccionista que, aprovechándose de preocupaciones legítimas de la ciudadanía, amenazan con una involución de la integración comercial y de los sistemas de gobernanza multilateral alcanzados hasta la fecha. Urge por tanto continuar analizando las causas del debilitamiento del comercio mundial para así adoptar una estrategia que lo impulse y permita reconquistar el apoyo social necesario para que sirva sin cortapisas a sus metas primordiales: el crecimiento económico y la creación de empleo ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

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

UNIFOND DINERO, FI

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

Unicaja

Cómo abordar el mercado colombiano con una oferta más sofisticada

El buen crecimiento económico, los esfuerzos por alcanzar la paz y la alta protección de las inversiones han situado a Colombia como uno de los países más atractivos de América Latina para los intercambios comerciales y la inversión. España ha aprovechado esta oportunidad y es un importante proveedor así como el tercer inversor extranjero en Colombia, una economía que en la última década ha decidido apostar por la innovación y la tecnología para crecer de manera sostenible. La transformación digital a nivel nacional está generando nuevos nichos de negocio especialmente en el sector del *software* y de servicios de tecnologías de la información (TI).

Cristina Gómez

Las relaciones comerciales entre España y Colombia, que se desaceleraron durante la crisis, volvieron a intensificarse a partir de 2010 de tal forma que los niveles de comercio actuales superan los anteriores a la crisis.

La balanza comercial entre ambos países ha sido deficitaria para España a lo largo de la última década, debido principalmente al peso de las importaciones de productos energéticos que representan más de dos tercios del total de las compras españolas al mercado colombiano (en 2015, supusieron el 83%). Si se analiza la balanza comercial no energética bilateral, el saldo es positivo para España, al exportar más del doble (incluso el triple desde 2013) de lo que importa de Colombia. Unos intercambios comerciales bilaterales que se han visto impulsados por el acuerdo comercial entre la Unión Europea y Colombia en vigor desde el 1 de agosto de 2013 y que ha contribuido a que las exportaciones españolas a Colombia aumentaran un 14% interanual en 2015.

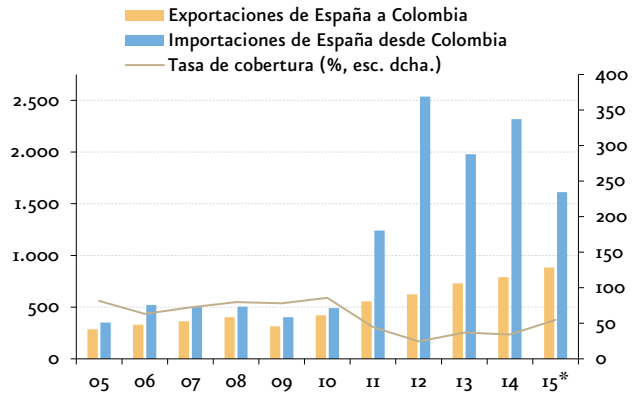
[iStock] Thinkstock.

Destacan las semimanufacturas y bienes de equipo que representaron casi dos tercios (64%) del total de las exportaciones en 2015 Muy diferentes son los productos colombianos más importados por España, que además de los energéticos abarcan productos de alimentación, bebidas y tabaco (9% de las importaciones en 2015).

No es de extrañar que las empresas españolas quieran exportar al mercado colombiano, el terce-

Balanza comercial

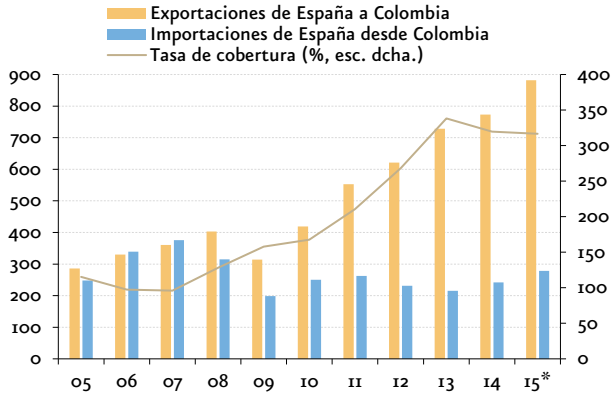
(millones de euros)



*Datos provisionales (2015).
Fuente: *Afi, a partir de datos de la Secretaría de Estado de Comercio.*

Balanza comercial no energética

(millones de euros)



*Datos provisionales (2015).
Fuente: *Afi, a partir de datos de la Secretaría de Estado de Comercio.*

ro en tamaño de Latinoamérica, con algo más de 48 millones de habitantes, y una creciente clase media. Si a esto se une el dinamismo económico, Colombia es uno de los países más atractivos para el comercio y la inversión de América Latina. En 2011 fue el país que más creció de la región (6,5%) y desde entonces y hasta 2014, ha mantenido el dinamismo creciendo por encima del 4%, un ritmo superior al de otros grandes países de la región como Brasil o México.

Sin embargo, la caída del precio de las materias primas, importante fuente de ingresos para Colombia, repercutió en el crecimiento: En 2015, solamente creció un 3% y se redujeron las previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para 2016 al 2,17%. A pesar de la desaceleración, Colombia sigue creciendo por encima de México, Chile, Brasil o Argentina, y las buenas perspectivas de la economía colombiana elevan las estimaciones para los próximos años dado que el crecimiento repuntaría en 2017 y volvería a superar el 4% en 2019, según el organismo internacional.

Estas perspectivas consolidan al país como un mercado relevante y objetivo para las empresas españolas, que muestran no solamente un interés comercial sino también inversor.

España es el tercer mayor inversor en Colombia

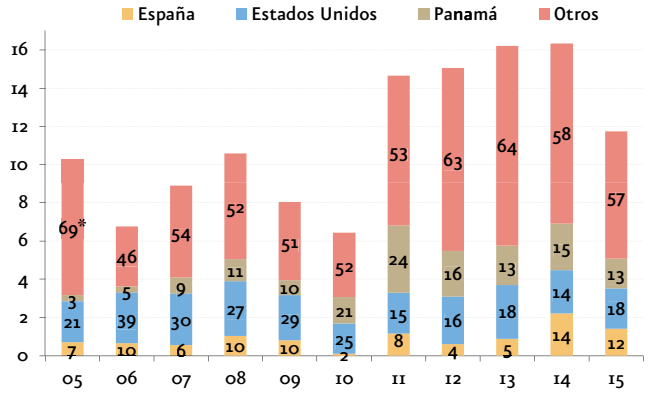
En los últimos años, Colombia ha conseguido posicionarse como un país atractivo para la inversión extranjera directa (IED). Muestra de ello es la mejora de la calificación del riesgo país por la agencia Moody's de Baa3 a Baa2 en 2014 en respuesta principalmente al fuerte crecimiento económico. Un riesgo país que Standard&Poor's y Fitch califican con BBB, situándose por encima del grado de inversión.

La mejora de la calificación refleja una mayor estabilidad política a pesar de las dificultades por alcanzar la paz tras la victoria del «no» al acuerdo entre el Gobierno y las FARC en el referéndum de principios de octubre.

Colombia es además uno de los países donde los inversores extranjeros se benefician de una mayor protección, según el informe *Doing Business 2016*, que sitúa al país en 14ª posición a nivel mundial y primera de Latinoamérica en cuanto a protección de inversiones. La mano de obra colombiana se sitúa también entre las más cualificadas de Latinoamérica; en tercera posición por detrás de Chile y México, según el ranking *IMD World Talent Report* de 2015.

IED recibida por Colombia

(miles de millones de dólares)



* Expresado en porcentaje sobre la barra de cada año la cantidad recibida de cada país.
Fuente: *Afi, a partir de datos del Banco Central de Colombia.*

Todo ello, hace del país un destino cada vez más atractivo para la inversión extranjera, como evidencian las cifras de los últimos años que muestran un crecimiento del 200% en 2011 y no cesó de crecer hasta alcanzar su máximo histórico en 2014 con alrededor de 16.300 millones de dólares, si bien en 2015 la IED en el país se desaceleró al caer un 28% interanual.

España, junto con Estados Unidos y Panamá, es uno de los principales inversores extranjeros en este mercado. Solamente estos tres países concentran más del 40% de la IED en Colombia, y el 43% en 2015. España fue el tercer mayor inversor ese año, con cerca de 1.400 millones de dólares invertidos, según datos del Banco Central de Colombia. A su vez, fue el quinto país latinoamericano en el que más invirtieron las empresas españolas, por detrás de Brasil, México, Chile y Uruguay.

Mientras, la inversión de Colombia en España es todavía muy limitada a pesar de haberse duplicado entre 2014 y 2015, ya que apenas superó los 8 millones de euros. Cabe recordar en este sentido que las inversiones bilaterales entre España y Colombia quedan amparadas por el Acuerdo de Promoción y Protección Recíproca de las Inversiones en vigor desde 2007 y el Convenio de Doble Imposición existente desde 2008.

Las empresas españolas no deben olvidar que el potencial de Colombia no se limita al mercado interior ya que se trata de una economía integrada en el mundo globalizado. Su pertenencia a la Comunidad Andina (unión aduanera de la que son miembros Colombia, Ecuador, Perú y Bolivia) y la vigencia de 13 acuerdos comerciales, le permiten acceder a más de 45 países y un mercado que cuenta con 1.500 millones de consumidores.

Los intercambios hispano-colombianos en los próximos años presentan buenas perspectivas, y el país sigue brindando nuevas oportunidades a las empresas españolas. La Oficina Comercial de España en Colombia destaca entre los sectores atractivos los servicios de ingeniería e infraestructuras, los bienes de equipo y tecnológicos para la industria local así como la industria minera y petrolera. Es de especial interés para las empresas españolas la gran inversión de Colombia en materia de infraestructuras para las que el país prevé invertir 112 mil millones de dólares hasta 2020, según datos del Departamento Nacional de Planeación. La mayor parte de dicha inversión irá destinada a los sectores de vivienda, ciudad y desarrollo territorial, pero también incluye inversión en tecnologías de la información y comunicación, transporte, minas y energía.

Por su parte, la creciente demanda interna ofrece a su vez oportunidades en el sector agroalimentario y de bienes de consumo, cada vez más demandados por una clase media creciente. Sin embargo, la reciente apuesta de Colombia por la innovación abre nichos de mercado interesantes en sectores de alto valor añadido.

La apuesta de Colombia por la innovación y el sector TIC genera oportunidades

Las empresas españolas deben seguir de cerca la apuesta de Colombia por la innovación y el desarrollo tecnológico como fuente de crecimiento económico, ya que de ella se derivan nuevas opor-

tunidades de negocio para penetrar o expandirse en el mercado colombiano.

Reflejo de la transformación tecnológica de Colombia son las iniciativas del Gobierno para desarrollar un ecosistema digital nacional. Es el caso del Programa de Transformación Productiva creado en 2008 por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo cuyo objetivo es impulsar la productividad y competitividad del país para convertir Colombia en uno de los tres países más competitivos de América Latina en 2032. El programa promueve la colaboración público-privada y se centra principalmente en una veintena de sectores, entre los que se encuentra el sector de software y de los servicios de tecnologías de la información y comunicación (TIC). Por otro lado, el Ministerio TIC , creado en 2009, también ha puesto en marcha un plan para fomentar la digitalización de la economía e impulsar el sector TIC. Así, surgió el primer Plan Vive Digital 2010-2014, cuyo éxito ha derivado en un nuevo plan para los años 2014-2018.

Estas iniciativas han impulsado el sector de *software* y servicios TI que es cada vez más relevante en Colombia. En la última década la industria TI creció un 18% de forma conjunta, con un avance del 19,1% del software y un 15,4% en el caso de servicios TI, según los datos de International Data Corporation. Las ventas de 2014 (dato más reciente) ascendieron a 8.440 millones de dólares y se espera que sigan creciendo: según Business Monitor International crecerán un 11,9% de 2015 a 2019. Tal ha sido el impulso del sector que Colombia se ha convertido en el tercer proveedor de servicios TI de Latinoamérica, solamente por detrás de Brasil y México.

Dentro de la industria TI, el *software* es, tras el *hardware*, el segundo segmento de tecnología más importante con el 31% de la cuota de mercado. Los servicios TI por su parte, concentran el 13% de las ventas.

En Colombia, la industria manufacturera constituye la principal demandante de software, mientras que el cliente más relevante de servicios TI es el sector de medios de comunicación. La digitalización de los servicios bancarios hace del sector financiero otro importante demandante, aunque cada vez más sectores requieren estas tecnologías.

Fruto de esta demanda creciente se han generado numerosas oportunidades en el sector. Colombia necesita crear infraestructuras TI, como la integración y desarrollo de redes, *data centers*, o soporte de redes. A su vez, el país busca empresas de desarrollo de *software*, así como de aplicaciones web y móviles, contenidos digitales, seguridad TI y soporte para las redes sociales. Otro nicho de mercado de interés es el de soluciones para el *cloud*, que incluyen *software as a service* (SaaS), *platform as a service* (PaaS) o *infrastructure as a service* (IaaS) entre otras. Finalmente, los avances en *big data* hace necesarias empresas expertas en almacenamiento y análisis de datos.

España ya responde a parte de esta demanda creciente. Es el 4º proveedor de servicios informáticos de Colombia, concentrando el 9% del total de este tipo de servicios importado por el país en 2015. También es el 7º proveedor de licencias para reproducir y/o distribuir programas informáticos, tras haberse cuadruplicado el valor de las importaciones españolas de Colombia entre 2013 y 2015.

Además, España es también un importante proveedor en otros sectores de alto valor añadido como los servicios de telecomunicaciones, donde se posiciona como segundo suministrador. Las importaciones de este tipo de servicios españoles se triplicaron entre 2013 y 2015, hasta suponer el 10% del total importado por Colombia en ese último año ::

SEGUROS PARA EMPRESAS

¿Quién no ha derramado alguna vez el café sobre la mesa?

Pormenores como ese serán lo único por lo que tendrá que preocuparse desde ahora, porque Unicaja le ofrece una amplia gama de Seguros para Empresas que cubren los posibles imprevistos que pueden sucederle en el desarrollo de su actividad profesional.

- SEGUROS DE DAÑOS
- SEGUROS PERSONALES
- SEGUROS DE RESPONSABILIDAD CIVIL
- SEGUROS DE CRÉDITO

Unicaja

Instrumentos para gestionar el riesgo de cambio

Las empresas españolas con actividad internacional que realizan compras y ventas denominadas en divisas han de prestar atención a la gestión del riesgo de cambio. La falta de consideración del impacto que puede tener la fluctuación de la cotización de las divisas y, en concreto, un movimiento contrario a los intereses de la empresa, puede afectar seriamente a los resultados de la transacción comercial con el exterior. Entender y gestionar adecuadamente el riesgo de cambio es clave.

Ana Domínguez

En la práctica comercial internacional es habitual la adquisición de compromisos de pago o derechos de cobro a un determinado plazo, en dólares u otras monedas distintas del euro. De esta forma, las empresas incurren en un potencial riesgo de tipo de cambio al desconocer cuál será la relación de intercambio entre el euro y la divisa en la que han de realizar los pagos o recibir los cobros en una fecha futura.

El mercado de divisas se caracteriza por su elevada liquidez, siendo el más líquido de los mercados financieros. Los acontecimientos de carácter macroeconómico, pero también aquellos asociados a cuestiones políticas y de otra índole, pueden verse rápidamente reflejados en la cotización de las divisas.

El riesgo de cambio incide en el resultado de las operaciones comerciales internacionales, sobre todo si se trata de divisas sometidas a una fuerte volatilidad, condicionando incluso su viabilidad económica. Resulta difícil anticipar el valor futuro de una moneda en términos de otra, más en un contexto de notables diferencias en el comportamiento de las distintas economías y fuertes divergencias en las sendas de recuperación. De ahí la importancia de que la empresa gestione adecuadamente el riesgo de cambio en su actividad internacional.

[iStock]/Thinkstock.

¿Cómo gestionar el riesgo de cambio?

La empresa ha de intentar mitigar el impacto de la volatilidad de las divisas en sus operaciones y estados financieros. En este sentido, procurará sobre todo la cobertura de los flujos de caja. Para ello puede utilizar distintos productos en divisas (de no ser posible la auto cobertura, que permita

hacer coincidir en fechas los cobros y pagos en la misma divisa), siendo el más utilizado entre las pymes, por su sencillez operativa, el seguro de cambio o *forward*.

No obstante, para la gestión del riesgo de cambio la empresa también puede recurrir a la contratación de opciones en divisas u otros productos derivados más sofisticados. En este caso es necesario un análisis previo de la idoneidad de recurrir a este tipo de productos en términos de eficacia contable. Toda cobertura eficaz elimina el riesgo financiero y permite evitar que la cuenta de resultados se vea afectada por los cambios de valor de los productos de cobertura contratados por la empresa.

Por otra parte, la empresa puede acudir al asesoramiento profesional específico para la gestión del riesgo de cambio. Ello, con la finalidad de que la empresa centre sus esfuerzos en las funciones de producción y comercialización vinculadas a su propia actividad internacional, y pueda delegar en profesionales externos la gestión de los riesgos financieros como el de tipo de cambio.

¿Cómo funciona el seguro de cambio?

El funcionamiento de este producto conlleva, por parte de la empresa respecto a la entidad con la que lo contrate, un compromiso de venta o de compra de cierta cantidad de divisa, en un determinado momento futuro y a un tipo de cambio pactado. De este modo, la empresa elimina la incertidumbre respecto a la cantidad que ha de abonar o percibir en una fecha futura en una moneda distinta a la de sus operaciones habituales (el euro, en el caso de las empresas españolas).

No obstante, si el tipo de cambio pactado fuese menos ventajoso para la empresa que el vigente en el mercado de divisas en el momento de adquirir (en importaciones) o vender (en exportaciones) la moneda en que está denominada la operación internacional, no podrá aprovecharlo, ya que se ha comprometido a entregar determinada cantidad de una divisa a cambio de cierta cantidad de otra de acuerdo con el tipo de cambio previamente acordado en el momento de contratar el seguro.

¿Cuál es el funcionamiento de las opciones en divisas?

En el caso de contratar opciones en divisas, la empresa adquiere el derecho a vender (opción de venta) o a comprar (opción de compra) una cierta divisa a un determinado precio. Si se trata de una operación de exportación, la empresa contratará una opción de venta o *put* Mientras que si va a realizar una importación recurrirá a una opción de compra o *call*.

En la primera, la opción de venta, la empresa exportadora, a cambio de una prima, adquiere el derecho – pero no la obligación- a vender una divisa en una determinada fecha de vencimiento. El tipo de cambio aplicado será el denominado «precio de ejercicio» o «*strike*».

La opción de venta se utiliza para gestionar el riesgo de depreciación de la divisa asociada a un cobro del exterior. Pero además, de forma paralela a la propia operación de exportación, la empresa puede aprovechar posibles movimientos alcistas de la divisa (apreciación) en la que recibirá el cobro, vendiéndola en el mercado de divisas de cara a obtener un mayor contravalor en euros. El exportador que contrate una opción de venta de cierta divisa ha de ser conocedor de que en caso de no ejercer el derecho de venta de la divisa en que recibirá el cobro, sufrirá una pérdida equivalente al coste de la prima que ha tenido que pagar para la contratación de este producto derivado.

Pongamos un ejemplo: Si una empresa española realiza una exportación denominada en dólares con plazo de pago a 60 días, podría contratar una opción de venta de dólares para gestionar el riesgo de una posible depreciación del dólar frente al euro en esa fecha de vencimiento del cobro. En

caso de que el dólar se aprecie, puede no ejercer el derecho de venta de los dólares que recibirá de su cliente extranjero (por la operación de exportación) al precio de ejercicio de la opción y venderlos en el mercado de divisas. Así, obtendrá un mayor contravalor en euros. Lógicamente, actuará de esta última forma siempre que pueda compensar también el importe de la prima que ya ha abonado.

De manera análoga, si se trata de una importación con pago aplazado denominada en una divisa distinta del euro, la empresa importadora española buscará dotarse de coberturas frente a una apreciación de la divisa en la que ha de realizar el pago. Para ello puede contratar una opción de compra de la divisa en cuestión. Además de gestionar ese posible movimiento alcista en la cotización de la divisa frente al euro, puede obtener una ganancia en caso de que la divisa se deprecie, acudiendo al mercado y comprándola a un menor precio que el de ejercicio o «*strike*». En este último supuesto, no obstante, asumirá la pérdida del importe satisfecho como prima en la contratación de la opción de compra. Esta es por tanto la pérdida máxima en que puede incurrir el importador.

Adaptando el ejemplo anterior para una empresa española que realiza una compra al exterior en dólares que ha de pagar transcurridos 60 días desde la firma del contrato de compraventa, si esta ha adquirido una opción de compra de dólares, llegada la fecha de vencimiento podrá ejercer el derecho de compra o acudir al mercado, en función de cómo haya evolucionado el tipo de cambio. Si el dólar se ha apreciado, ejercería la opción de compra y, por el contrario, si la divisa estadounidense ha sufrido una depreciación, comprará los dólares en el mercado de divisas por un menor contravalor en euros, siempre que pueda compensar el importe de la prima pagada.

Con las opciones sobre divisas, a diferencia del seguro de cambio, la empresa puede beneficiarse de movimientos favorables en la cotización de la divisa. Si bien, el funcionamiento y gestión financiera del seguro, como se apuntaba antes, es más sencillo ::

«Peak oil»

Deberíamos convocar una conferencia global sobre el tema.

La economía global ha evolucionado de manera drástica desde la primera crisis del petróleo en 1973. Desde entonces, hemos reducido nuestra dependencia del oro negro para la generación de electricidad, pero seguimos con nuestra adicción en lo concerniente al transporte, ya sea marítimo, aéreo o terrestre. El petróleo continúa hoy en día siendo la principal materia prima, la causa de numerosos conflictos geopolíticos y un gran contribuyente al cambio climático.

Hay quien piensa que nos encontramos, sin embargo, en un punto de inflexión. A partir de este momento, el consumo de petróleo caerá tanto en términos absolutos como relativos. Se trata de la tesis del «peak oil», la idea de que hemos alcanzado el máximo de consumo de petróleo. La evidencia es palpable: ahora generamos más electricidad con gas natural e incluso con fuentes renovables que con petróleo, la eficiencia en el uso del petróleo es cada vez mayor, y el futuro del automóvil eléctrico parece ser halagüeño. Tanto y cuanto que la cámara alta alemana ha aprobado recientemente una resolución no vinculante para prohibir los motores de combustión interna en el año 2030. Hay que recordar que Alemania es el líder tecnológico mundial en el sector del automóvil.

Yo estoy convencido de que si no hemos llegado ya al punto máximo de consumo de petróleo, estamos muy cerca de conseguirlo. Los efectos beneficiosos van a ser considerables, puesto que se eliminaría un factor desestabilizador en lo geopolítico, lo económico y lo social. Eso sí, los grandes productores de petróleo de Oriente Próximo, África y la Confederación de Estados Independientes tendrán que reconfigurar su modelo económico.

Ahora bien, los potenciales problemas no se acaban ahí. Al mismo tiempo que se produce una desaceleración en el consumo de petróleo también se verifica una expansión considerable de la oferta gracias a la explotación de yacimientos horizontales y a la fracturación hidráulica, al mayor acceso a los yacimientos polares gracias al calentamiento global, y a la producción a grandes profundidades marítimas. El aumento, potencial o real, de la oferta, unido a la caída del consumo, hará que los precios del petróleo se desplomen a largo plazo. No me sorprendería que el barril costara menos de 3 dólares en el

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

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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

Unicaja

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

año 2030. Las consecuencias podrían ser imprevisibles en términos de pérdida de puestos de trabajo y de cuantiosas inversiones. Pero la más peligrosa es la deflación.

Desde 1973, la subida de los precios del petróleo ha causado inflación en la economía global. Si sobrepasamos el punto del «peak oil» la presión deflacionaria será muy fuerte. Si para entonces seguimos estando en una situación de tipos de interés bajos o incluso negativos en términos reales, seguramente se producirán convulsiones económicas y financieras de todo tipo, desde una prolongada desaceleración económica hasta el colapso de los bancos.

Conviene, por tanto, prepararse para poder aprovechar las ventajas del «peak oil» y minimizar los efectos negativos. Deberíamos convocar una conferencia global sobre el tema para coordinar políticas, facilitando el cambio tecnológico y al mismo tiempo anticipando las posibles calamidades que se puedan derivar de tamaña transformación. No me cabe ninguna duda de que antes del año 2030 habremos superado nuestra dependencia secular del petróleo ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

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

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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

Unicaja

China: crecimiento estable con endeudamiento creciente

Los temores sobre un *hard landing* en China se reducen ante la estabilidad de su crecimiento. En el tercer trimestre de 2016, China crece al 6,7% interanual, igualando la tasa de crecimiento de los dos primeros trimestres del año. No obstante, este aumento del PIB podría seguir siendo impulsado por el gasto público y las inversiones de las empresas de propiedad estatal. En consecuencia, el potencial problema a futuro se centra en la creciente deuda, especialmente concentrada en el sector empresarial. Si bien las autoridades chinas empiezan a dar soluciones a este problema, las reformas estructurales no dejan de ser menos necesarias.

Nereida González

China crece un 6,7% interanual en el tercer trimestre de 2016, al igual que los dos trimestres anteriores, de forma que se reducen los temores de un *hard landing*. Este registro se sitúa en línea con los objetivos de crecimiento establecidos por las autoridades chinas a principios de este año (6,5% - 7% anual), que mostraban una disposición a registrar un crecimiento menor al obtenido el pasado año (6,9%).

No se conoce la evolución del PIB por componentes de la demanda agregada, pero desde el punto de vista de la oferta, se aprecia una recuperación del sector secundario en el 3T16 (ligado a las materias primas como el acero y el *real state* principalmente), frente a la estabilización del sector terciario vinculado a los servicios, que vienen tomando mayor relevancia. Los sectores ligados a la «vieja economía» son los que registran un mayor repunte en los últimos meses, si bien se mantiene el gap entre estos y los sectores vinculados a la «nueva economía», orientados al consumo.

La estabilidad en el crecimiento de la actividad viene impulsada por la implementación de una política fiscal expansiva. Adicionalmente, las

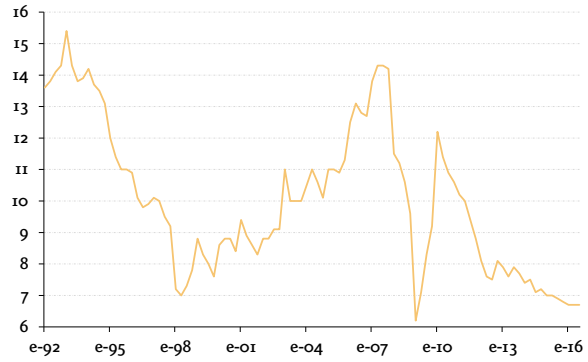
[iStock]/Thinkstock.

autoridades chinas han mantenido la depreciación guiada del yuan, que acumula una pérdida de valor en 2016 frente al dólar del 3,8%, en un intento de impulsar la demanda externa que compense la debilidad de la demanda interna. Por último, la laxitud de la política monetaria también contribuye a la estabilización del crecimiento, permitiendo una flexibilización de las condiciones financieras que facilita la expansión del crédito.

El gasto público se ha incrementado notablemente en 2016, registrando una tasa interanual

Crecimiento interanual del PIB de China

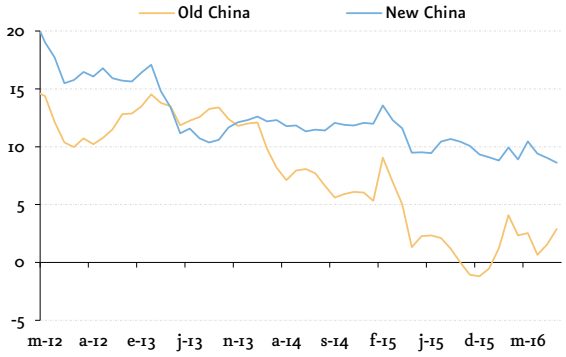
(%)



Fuente: *Afi, China National Bureau of Statistics (NBS).*

Indicadores de actividad del sector tradicional chino y nuevos sectores

(índice)



Fuente: *Afi, Bloomberg.*

del 15,7% en agosto. Asimismo, las empresas de propiedad estatal (SOE) han incrementado notablemente la inversión, mientras que la inversión de carácter privado ha registrado un menor crecimiento. Como hemos indicado, esta inversión podría estar financiándose a través de crédito bancario impulsado por la mejora de las condiciones financieras.

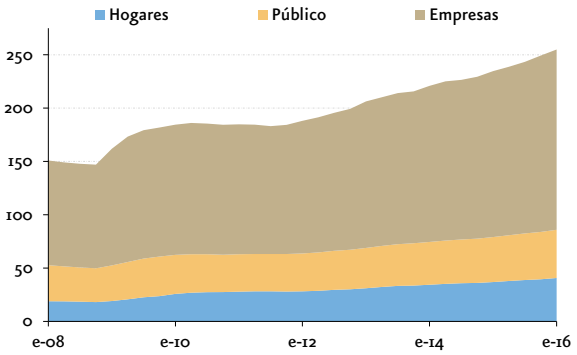
El principal peligro para la economía china reside en los altos niveles de deuda y su rápido crecimiento. La deuda total de China asciende al 255% del PIB desde los niveles de apenas un 150% registrado en 2008. Además, esta deuda se concentra notablemente en el sector privado (con más del 200% de deuda sobre el PIB), donde se ha observado el mayor incremento (+70,9pp). La deuda pública se mantiene estable en el entorno del 40% del PIB.

El riesgo, en este entorno de altos niveles de deuda, es un incremento de la tasa de morosidad de los bancos que derive en fuerte inestabilidad financiera interna. La tasa de morosidad, según datos oficiales, ha ascendido del 0,9% en 2013 al 1,5% en 2015. Para controlar esta tendencia, las autoridades chinas ya habían implantado un sistema de bancos malos (AMC) para gestionar los préstamos morosos de los cuatro principales bancos de China.

Recientemente se ha propuesto un plan para reducir el ratio de deuda de la economía y, espe-

Deuda por sector institucional

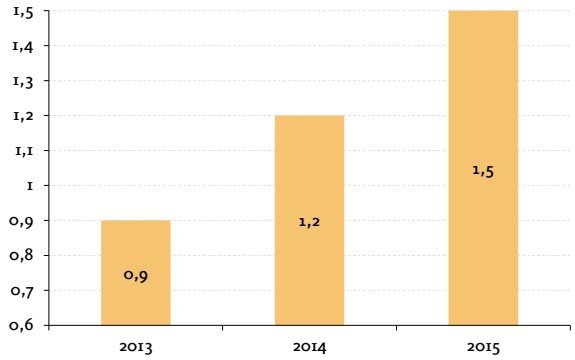
(% PIB)



Fuente: *Afi, BIS.*

Tasa de morosidad

(%)



Fuente: *Afi, BIS.*

EVOLUCIÓN EN EL AÑO DE LOS ÍNDICES AFI DE FONDOS DE INVERSIÓN (%)

Categoría	2016	Categoría	2016	Categoría	2016	Categoría	2016
RV Brasil	72	Materias primas	9	Fondos de Inversión Libre (FIL)	3	Monetarios Euro	0
RV Emergentes Latinoamérica	41	RF Corporativa High Yield	9	RV Suiza	2	RV Francia	0
RV Rusia	35	RV Industria e Infraestructuras	8	RV Corea	2	Monetarios USD	-1
RV Materias Primas	32	RV China	7	RV Turquía	2	RF Convertibles	-1
RV Indonesia	26	RF Inflación	7	RV Global	2	RV Mixta Euro	-1
RF JPY	21	RV Emergentes MENA y Africa	6	RF Deuda pública USD	2	RV Euro	-2
RV Tailandia	19	RV Tecnología	6	RF CNY	2	RV España	-2
RV Taiwan	18	RV México	6	RF Deuda pública global	2	Gestión Alternativa	-2
RV Emergentes Global	15	RV Australia	5	RV Consumo	1	Garantizado parcial	-3
RV Canadá	14	RV Grecia	5	RF CHF	1	RF SEK	-3
RF Emergentes Moneda local	14	RF Corporativa global	5	RV Japón	1	RV Alemania	-4
RF Emergentes Moneda fuerte	14	Monetarios Internacional	5	RV Real Estate	1	RV Europa	-4
RV Emergentes Europa del Este	14	RF Corporativa investment grade	4	Garantizado RF y obj. rentab. no garantizado	1	RV Financieros	-7
RF Emergentes Global	13	RV Singapur	4	RF Corto USD	1	RF GBP	-9
RV Energía	13	RF Global	4	RF Corto Euro	1	RV Autos	-10
RV Suecia	11	RV EEUU	4	RV Mixta Internacional	1	RV Reino Unido	-11
RV Sudáfrica	10	RF Largo Euro	4	RF Mixta Internacional	0	RV Telecom	-11
RV India	10	RF Largo USD	4	Retorno Absoluto Conservador	0	RV Health Care and Biotech	-12
RF Emergentes Corporate	10	RF Deuda pública EUR	3	RF Mixta Euro	0	RV Italia	-14
RF NOK	10	RV Holanda	3	RF HK	0	Monetario GBP	-18
RV Asia	9	RV Malasia	3	Gestión Global	0		
RV Emergentes Asia y Oceanía	9	RV Utilities	3	Garantizado rendimiento variable	0		

Fuente: *Afi*.

cialmente, de las empresas, que estaría centrado en dos pilares:

• Uso de *debt to equity swaps* que permita a los bancos la transformación de la deuda de las empresas en acciones.

• Titulización de los NPL que permita sacar del balance de los bancos los activos más deteriorados.

Estas medidas permitirían, por un lado, reducir los ratios de deuda de las empresas y, por otro, limitar el incremento de la tasa de morosidad del sistema. Además, ambas medidas estarían coordinadas por los mercados y debidamente reguladas.

Solo tendrían cabida en este plan aquellas empresas de calidad que sufran de un problema de deuda puntual: las llamadas empresas *zombie*, altamente endeudadas, no podrían beneficiarse de estas medidas, viéndose abocadas a la quiebra. Este tipo de empresas forman parte, principalmente, de sectores con problemas de sobrecapacidad, concentradas en los sectores dedicados a la producción de materias primas, especialmente, y se caracterizan por no poder hace frente al principal de las deudas contraídas aunque sí puedan afrontar el pago de los intereses.

En resumen, se limitan los temores sobre un *hard landing* en China aunque esto se ha producido a costa de potenciar un riesgo latente: el incremento de deuda privada. No obstante, para poder descartar este escenario de *hard landing* no sólo sería necesario un saneamiento del tejido empresarial, sino también reformas estructurales que permitan el saneamiento de la inversión improductiva (excesos de capacidad en sectores industriales) y el control de las ratios de endeudamiento privado.

Mercados financieros

La renta variable emergente continúa a la cabeza en 2016. El liderazgo de Brasil, cuyo mercado se sitúa en máximos de los últimos cinco años, unida a

la apreciación de la divisa frente a todos sus cruces, lleva a una rentabilidad, en euros, del 72%. En consecuencia, en un análisis por áreas, la región de América Latina es la que ha tenido un mejor comportamiento. No obstante, el comportamiento de los países de esta región no es homogéneo: En México, a pesar de que su mercado se sitúa en máximos históricos, la depreciación de la divisa en el año (en torno al 10% frente al euro) ha lastrado su rentabilidad hasta registrar un 5,5% en lo que va de año. La incertidumbre de las elecciones en EEUU ha sido el principal obstáculo en la evolución de este mercado.

En la parte baja de la tabla se aprecia el efecto del Brexit. La depreciación de la libra ante la incertidumbre sobre el futuro de la relación entre Reino Unido y la Unión Europea lastra aquellos depósitos denominados en esta divisa. En el último mes, las declaraciones de Theresa May acerca del inicio del proceso de separación provocaron una depreciación frente a todos sus cruces.

Por último, en el caso del índice de RV Italia, la incertidumbre sobre el sistema bancario del país ha afectado negativamente al mercado. Las dudas sobre su desarrollo podrían llegar a pesar sobre la estabilidad económica del país ::

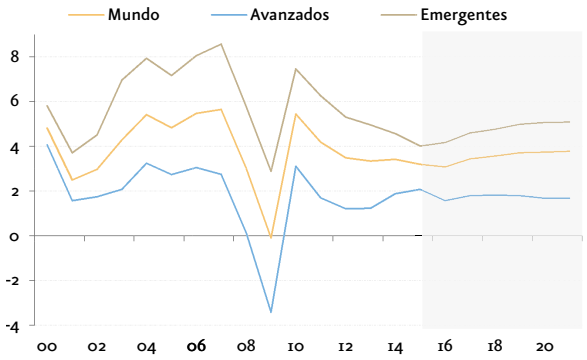
China, petróleo e inflación

En próximas semanas asistiremos a un repunte gradual de los tipos de interés.

Pocas novedades en las perspectivas para el crecimiento de la economía mundial a lo largo del mes de octubre. El FMI, como hizo la OCDE en septiembre, mantiene las previsiones de crecimiento del PIB mundial en una tasa apenas ligeramente inferior a la contemplada a principio de año. El mundo crecerá al 3,1%, es decir, a un ritmo muy similar al de 2015 (3,2%) anticipándose una aceleración en 2017 (3,4%). El principal contribuidor al mayor crecimiento el próximo año serán los emergentes (del 4,2% al 4,6%) que, en este caso sí, parece que han conseguido marcar un punto de inflexión en su crecimiento.

Crecimiento mundial y de países desarrollados y emergentes. Previsiones FMI

(%, anual)



Fuente: *FMI*.

En este sentido, China ha publicado el PIB del 3T16, en el que consigue mantener la tasa de expansión del 6,7% (frente al 6,9% de 2015), por lo que se evidencia que los riesgos de *hard landing* de los que se advertía hace un año eran infundados. Ahora bien, la reducción de la probabilidad de una recesión en China se ha producido a costa de potenciar un riesgo latente: el incremento de deuda privada. Para poder descartar de forma definitiva un escenario de intensa desaceleración no sólo es necesario un saneamiento del tejido empresarial, sino también reformas estructurales que permitan el saneamiento de la inversión improductiva (excesos de capacidad en sectores industriales) y el control de las ratios de endeudamiento privado.

Las materias primas son sensibles a esta mejoría en China y experimentan una revalorización, más destacada en el petróleo. Desde los mínimos de 25 USD a finales de enero el barril se ha revalorizado un 100% al superar la cota de los 50 USD. Son varias las consecuencias de esta recuperación, algunas financieras (mejor comportamiento en renta variable del sector petróleo o la apreciación de monedas como la coro-

David Cano es socio de Afi y asesor principal de Españoleto Gestión Global.
E-mail: dcano@afi.es

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

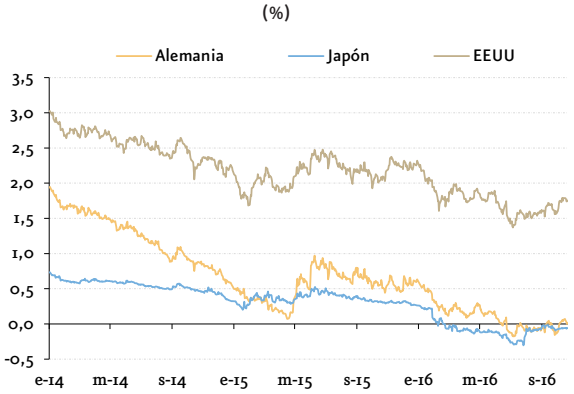
RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

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

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

Unicaja

Evolución de los tipos de interés a 10 años



Fuente: *Bloomberg*.

na noruega) y otras económicas. La más clara la encontramos en la inflación. Y es que el efecto base de la energía en la tasa general comienza a cambiar de signo (de muy negativo a positivo), por lo que abandona los mínimos y se dirige hacia las tasas subyacentes (del orden del 2,0%).

Con un cambio de *momentum* en la inflación, la cercanía de la segunda subida de tipos de la Fed y el potencial *tapering* del BCE, seguimos pensando que en próximas semanas asistiremos a un gradual repunte de los tipos de interés, con aumento de pendiente.

Este repunte de los tipos de interés no debería ser negativo para la renta variable (especialmente la europea) dado el «componente cíclico» de la recuperación. Además, una mayor pendiente de la curva de tipos sería una muy buena noticia para el sector financiero, verdadero lastre del Eurostoxx en los últimos meses, muy notable en la comparación con el S&P 500 ::

TESORERÍA EMPRESAS

SI SU EMPRESA FUNCIONA COMO UN RELOJ, OBTENGA MÁS RENDIMIENTO

RENTABILIDAD PARA SUS PUNTAS DE TESORERÍA CON DISPONIBILIDAD INMEDIATA

DEPÓSITO ÁGIL

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

UNIFOND DINERO, FI

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

Unicaja

El mercado internacional como fuente de grandes proyectos y líneas de negocio innovadoras

La expansión internacional, en lo que respecta tanto a la entrada en nuevos mercados como a la consolidación de la actividad en aquellos en los que la empresa ya está presente, puede permitir a las empresas acometer proyectos de gran envergadura o apostar por líneas de negocio innovadoras.

Área de Economía Aplicada y Territorial de Afi

Multinacionales españolas como Repsol y Gamesa están acometiendo grandes proyectos en el exterior, aprovechando oportunidades existentes en mercados emergentes a los que pueden trasladar su valioso *know-how*. Otras están incorporando en su estrategia de internacionalización el desarrollo de nuevas líneas de negocio con potencial, como es el caso de Ferrovial.

Identificación y puesta en marcha de proyectos con un socio local

Empresa: Repsol
Sector: Energía
Operación internacional: Análisis de viabilidad de una planta de producción de TDAE con un socio indonesio
Mercado de destino: Indonesia

El pasado mes de enero la petrolera española Repsol y la indonesia Pertamina rubricaron un acuerdo en Yakarta (Indonesia) con el objeto de estudiar la viabilidad técnica y económica de la construcción de una planta de producción de TDAE (Extracto Aromático Destilado Tratado) en la refinería de Cilacap. Fruto de este análisis ambas empresas han decidido invertir 80 millones de dólares en este proyecto, para cuya realización constituirán una *joint venture* en 2017 con la intención de que la nueva planta química pueda comenzar a operar en 2019.

La producción de esta nueva planta estará destinada al mercado asiático, especializándose en un producto para neumáticos con calidades elevadas para la alta competición, como Moto GP. En términos de volumen, la planta tendrá una capacidad de producción de 60.000 toneladas.

Este acuerdo empresarial internacional se suma a otros que ha adoptado recientemente la división química de Repsol en China y Corea del Sur. En el caso del gigante asiático, Repsol ha llegado a un acuerdo con la compañía Tianjin Bohua Chemical Development mediante el que transferirá la tecnología necesaria para construcción de otra planta en Tianjun, con una capacidad de producción anual de 200.000 toneladas de óxido de propileno y 450.000 toneladas de estireno monómero. Asimismo, la multinacional española ha acordado

con la compañía coreana Yujin Sangsa distribuir lubricantes en Corea del Sur a través de su canal *online*.

Desarrollo de una línea de negocio innovadora a través de nuevos contratos internacionales

Empresa: Gas Natural Fenosa
Sector: Energías renovables
Operación internacional:
Adjudicación de un contrato para la construcción de un parque eólico
Mercado de destino: Australia

La operadora del sector de infraestructuras Ferrovial ha resultado adjudicataria de un contrato para convertir la vía de 40 km que une Sídney con Lapstone (Australia) en una «autopista inteligente». Con esta intervención la compañía española introducirá nuevas tecnologías orientadas a gestionar el tráfico, evitar atascos, así como atender accidentes en tiempo real. El objetivo es reducir en hasta quince minutos los desplazamientos a lo largo de esta vía, y en hasta un 30% los siniestros registrados en la misma.

Este contrato lo ha obtenido participando en la licitación del proyecto mediante un consorcio con Arup, a través de su filial de servicios británica Amey. De esta forma la multinacional española da continuidad a su expansión en el mercado australiano de servicios e infraestructuras. Previamente había adquirido, mediante una OPA, la compañía Broadspectrum.

Asimismo, Ferrovial incrementa su experiencia en la aplicación de las nuevas tecnologías a procesos de movilidad, unos meses después de anunciar su integración en un consorcio que se encargará de estudiar en Reino Unido las implicaciones del desarrollo de vehículos sin conductor y el impacto que dicho desarrollo puede tener en las redes de infraestructuras del país. Este análisis, que se publicará en 2017, pretende aportar información relevante para la toma de decisiones de regulación de los vehículos autónomos.

Acometimiento de proyectos de gran envergadura

Empresa: Gamesa
Sector: Energía
Operación internacional:
Obtención de contratos de gran envergadura en el sector de la energía solar
Mercado de destino: India

La multinacional española Gamesa ha obtenido el que es hasta el momento su mayor contrato en el sector de la energía solar en India, al acordar con el promotor Atria Power la construcción de 130 megavatios (MW) solares en dos proyectos situados en las regiones de Karnataka y Andhra Pradesh, ubicadas al sur del país.

El contrato compromete a Gamesa a desarrollar dos plantas solares de 90 y 40 MW. Se encargará de la ingeniería, el diseño de las plantas y el suministro de 96 inversores fotovoltaicos fabricados por Gamesa Electric, que se convertirán en los de mayor potencia de los instalados en el país hasta ahora. Asimismo, Gamesa se encargará de las labores de operación y mantenimiento de dichas plantas, que empezarán a funcionar en marzo de 2017.

Este contrato permite a Gamesa posicionarse sólidamente en el segmento solar de India, siguiendo una estrategia enmarcada dentro de sus perspectivas 2015-2017, orientadas a explorar oportunidades en otros subsectores distintos del de la energía eólica ::

Las uvas de tres a tres

La corrupción no habría sido posible en ausencia del elevado grado de tolerancia social que ha tenido que darse.

Hay un pasaje de El Lazarillo de Tormes que ilustra a la perfección la increíble tolerancia social que hay en España hacia la corrupción. Se refiere al banquete que el ciego ofreció a Lázaro al respecto de unas uvas que les había dado en limosna un vendimiador de Almorox. Le dice el ciego a Lázaro que van a picar las uvas de una en una por turno. Comienza el banquete y al poco el ciego pasa a comerlas de dos en dos sin previo aviso. Lázaro hace lo mismo y aún pasa a comerlas de tres en tres. Al final, el ciego y Lázaro mantienen este iluminador diálogo (narra Lázaro):

— Lázaro, engañado me has. Juraré yo a Dios que has comido las uvas de tres a tres.

— No comí -dije yo-; mas, ¿por qué sospecháis eso?

Respondió el sagacísimo ciego:

— ¿Sabes en qué veo que las comiste de tres a tres?

— En que comía yo dos a dos y callabas.

«En que comía yo dos a dos y callabas». Cuánta sabiduría y capacidad de observación de la sociedad del momento denota el autor. Pero también, cuánta capacidad, bien para captar universales, que se dan en todo tiempo y lugar, o para adivinar el momento (por no decir los lustros) que viene viviendo la sociedad española en su relación con la corrupción.

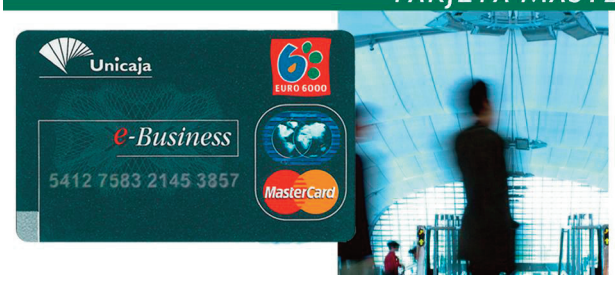
Porque el pueblo, que puede ser muy sabio pero también tan limitado como su señor, se resarce de la corrupción y el engaño de otros (las dos uvas), practicándolos más, si cabe. Esto, en la ficción del autor desconocido del Lazarillo, claro. Que, por cierto, se sospecha fuera acaso erasmista, por lo que tenía muy buenos motivos para ocultar su identidad en la España del S. XVI.

Podría haber sido al revés también, para concluir que nos da lo mismo las uvas que se toman los de arriba (es decir, las toleramos) mientras nos dejen comer un par de ellas a nosotros. Y todos violamos los acuerdos básicos: tomarlas de una en una por turno riguroso.

La corrupción, a la escala que ha adquirido en España en los últimos lustros, no habría sido posible en ausencia del elevado grado de tolerancia social que ha tenido que darse. No es fácil afirmar que hay una tolerancia social excesiva, especialmente, cuando ante los medios todo el mundo reniega de ella.

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

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS



PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

e-Business funciona como herramienta de gestión on-line.

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

Unicaja

Pero, la realidad es que la elusión fiscal en el IVA y otras figuras es enorme, las malas prácticas en materia de pagos en metálico sin que dejen pista están generalizadas y cualquiera puede advertirlas en su círculo personal o familiar o haberlas sufrido en sus transacciones cotidianas con multitud de servicios directos a los hogares.

La corrupción es dañina para la economía, claro que sí. No descubro nada nuevo, ya que es fácil entender que, bajo un grado de corrupción excesivo, la asignación de recursos debe ser muy mala y contraproducente. A nadie se le ocurriría pensar que caemos en la corrupción para hacer mejor nuestro trabajo, construir más barato y con más calidad que nadie una infraestructura o suministrar los mejores servicios posibles a los clientes que participan en un acuerdo de este tipo.

He aludido expresamente a «un grado de corrupción excesivo» para despertar al lector. Para que me pregunte (o se pregunte) si acaso creo que hay algún grado de corrupción que sea «aceptable». Hay quienes piensan que un cierto grado de corrupción es como una imperfección que no se puede corregir, salvo a un coste mayor del que se evita, y que resulta «eficiente» tolerarla. Esta postura tiene muchos problemas, el primero, y no menor, es el de qué se entiende por un cierto grado de corrupción.

Pero, además, la tolerancia social con la corrupción es una patente de corso para que cualquiera la practique sin temor al ostracismo social si es pillado por ello. Desmoviliza a la sociedad en la búsqueda del mérito, y su recompensa, y la solidaridad necesaria. Detrae tantos recursos, o los mal-dirige, que vicia los fundamentos de la buena sociedad y la solidaridad sostenible, perjudicando a muchos ::

TARJETA MASTERCARD e-BUSINESS

PARA EMPRESAS Y PROFESIONALES, ALTA EFICACIA Y TOTAL FLEXIBILIDAD

CON LA TARJETA e-BUSINESS DE UNICAJA CONTINÚAN LAS VENTAJAS

UNA EFICAZ HERRAMIENTA DE GESTIÓN ONLINE

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

Unicaja

SOCIMI: la alternativa a la inversión inmobiliaria directa

La SOCIMI es un vehículo de inversión que está destinado al mercado inmobiliario de alquiler. Esta figura surgió en España en 2012 como alternativa a la inversión directa en propiedades inmobiliarias y tiene su origen en el *Real Estate Investment Trust* (REIT) surgida en Estados Unidos en 1960. Las SOCIMI constatan su éxito en 2016 tras la incorporación de 13 nuevas sociedades, alcanzando un total de 29 de ellas. Cuatro cotizan en el Mercado Continuo, mientras el resto lo hacen en el Mercado Alternativo Bursátil (MaB).

Paula Coscolín

La Sociedad Cotizada de Inversión en el Mercado Inmobiliario (*en adelante SOCIMI*) es un vehículo de inversión destinado al mercado inmobiliario de alquiler que tiene su origen en la figura de *Real Estate Investment Trust* (REIT), surgida en Estados Unidos en 1960. Este tipo de vehículo financiero surgió como alternativa a la inversión directa en propiedades inmobiliarias con el objetivo de impulsar el mercado de alquiler, facilitar el acceso de los ciudadanos a la propiedad inmobiliaria y dinamizar el mercado inmobiliario.

Actualmente, los REIT están regulados en numerosos países de todo el mundo y algunas de sus características comunes son:

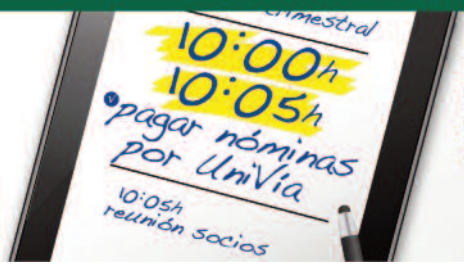
- ≥ 75% de los ingresos deben provenir de rentas derivadas de alquileres.
- ≥ 75% de los activos del balance deben ser bienes inmuebles destinados al arrendamiento.
- ≈ 90% de los beneficios deben ser repartidos en forma de dividendos.
- El apalancamiento suele estar limitado (≈50%)
- Existe obligatoriedad de cotización.

[iStock/Thinkstock.]

- El accionariado suele tener ciertas restricciones.

El éxito de estos vehículos se refleja en su elevada penetración en los mercados de muchas de las principales economías a nivel mundial. Desde 2001, los REIT americanos forman parte del Índice S&P 500, y en Europa existe desde 2006 un índice bursátil *EPRA NAREIT Developed Europe REITs Index*, formado únicamente por REIT. En España, la capitalización del sector inmobiliario ha pasado de

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



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

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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

Unicaja

3.620 millones de euros en 2012 a los aproximadamente 13.000 millones de euros actuales.

SOCIMI en España

España es hoy en día uno de los mercados líderes de inversión en Europa gracias, principalmente, a la reactivación desde 2014 de su mercado de inversión inmobiliaria. Este hecho viene impulsado por unas condiciones macroeconómicas favorables que han permitido una mayor actividad: (i) crecimiento del PIB del 3,2% en 2015 (+2,8% esperado para 2016); (ii) reducción de la tasa de desempleo hasta el 20,9% (con expectativa de bajar del 20% en 2016); y (iii) fuerte incremento del consumo privado (+3% en ventas minoristas).

Precisamente las SOCIMI representaron el pasado año el 42% del total anual de la inversión inmobiliaria en España. Mientras que las primeras inversiones de estos vehículos de inversión estaban centradas en el sector de oficinas cuyos retornos se recuperaban sobre las bases de un mercado que estaba experimentando una mejora significativa, actualmente es el sector hotelero el foco de las inversiones. La falta de producto en los sectores más solicitados (oficinas), así como la fortaleza del sector turístico en España (crecimiento del

SECTOR DE SOCIMI EN ESPAÑA

	Mercado	Fecha de incorporación	Días cotizando	Capitalización* Millones euros
Merlin Properties	**Bolsa**	**jun.-14**	**581**	**3.403**
Hispania Activos Inmobiliarios	**Bolsa**	**mar.-14**	**654**	**1.293**
Axia Real Estate	**Bolsa**	**jul.-14**	**574**	**847**
Lar España Real Estate	**Bolsa**	**mar.-14**	**661**	**579**
GMP Property	MaB	jul.-16	46	819
Zambal Spain	MaB	dic.-15	219	564
Fidere	MaB	jun.-15	326	195
Uro	MaB	mar.-15	400	182
ISC Fresh Water Investment	MaB	jul.-16	56	173
Inversiones Doalca	MaB	mar.-16	144	161
Eurocervantes	MaB	sep.-16	7	155
Corona Patrimonial	MaB	ago.-16	42	109
Entrecampos	MaB	nov.-13	726	102
Trajano Iberia	MaB	jul.-15	303	101
Asturias	MaB	jul.-16	66	97
Autonomy Spain Resl Estate	MaB	sep.-15	263	85
Silvercode	MaB	jun.-16	87	82
Zaragoza Properties	MaB	sep.-15	270	67
Optimum	MaB	sep.-16	3	54
Quonia	MaB	jul.-16	55	42
Vitruvio	MaB	jul.-16	61	40
Mercal Inmuebles	MaB	jul.-14	578	32
Hadley	MaB	jun.-16	78	31
Corpfin Capital Prime Retail II	MaB	sep.-15	262	23
Heref Habaneras	MaB	feb.-16	169	22
Java I Inversiones Inmobiliarias	MaB	mar.-16	144	19
Corpfin Capital Prime Retail III	MaB	ene.-16	176	15
Obsido	MaB	sep.-15	277	6
Promorent	MaB	dic.-13	722	4
			Total	**9.301**

* Actualizado a 30/09/2016.

Fuente: *Afi a partir de Bloomberg.*

PIB turístico del 3,7% en 2015) son los responsables del actual protagonismo del sector hotelero.

En la actualidad se encuentran cotizando 29 SOCIMI en España: 25 de ellas en el MaB y 4 - las de mayor capitalización - en el Mercado Continuo. La capitalización total supera los 9.000 millones de euros.

Está claro que 2014 fue el año de expansión de las SOCIMI, pues salieron a cotizar las primeras 5 SOCIMI en España. Sin embargo, el boom tuvo lugar en 2015 con 8 nuevas SOCIMI que consiguieron captar recursos por valor de 2.602 millones de euros, todas ellas incorporadas al MaB. El ritmo de acceso al mercado no se ha ralentizado en 2016, como muestra la incorporación de 13 nuevas SOCIMI al MaB.

Merlin Properties es la SOCIMI española de mayor capitalización, y la única que pertenece al IBEX-35. Su actividad principal es la adquisición y gestión de activos inmobiliarios terciarios en España, desde oficinas hasta residencias, pasando por hoteles o centros comerciales.

Merlin Properties centra su inversión en oficinas y en locales/centros comerciales, que se han servido del aumento de la demanda nacional. A partir de una gestión eficiente del alquiler de estos inmuebles, Merlin Properties obtuvo en 2015 un retorno promedio del 5,3%.

Hispania Activos Inmobiliarios es otra SOCIMI española que cotiza en el Mercado Continuo y forma parte del índice Ibex Small Cap. Constituida en enero de 2014, tiene como objetivo principal la adquisición y gestión de activos inmobiliarios en España.

Hispania está especializada en la gestión de hoteles, tipo de activo inmobiliario caracterizado por elevados retornos: el retorno del sector hotelero (9%) en el caso concreto de Hispania es muy superior al obtenido por oficinas (2,8%) o residencial (2,2%). Ello ha permitido que el retorno medio de cartera de Hispania se situase en el 5,2% en 2015.

DATOS DE MERLIN PROPERTIES, 2015

Sector	Rentabilidad %	% sobre activo total
Oficinas	5,2	37
H.S Retail	5,1	31
Centros comerciales	5,8	11
Hoteles	5,9	6
Logístico	6,9	5
Residencial	4,2	5
Otros	7,5	5
Rentabilidad media	**5,3**	

Fuente: *Afi a partir del Informe anual 2015, Merlin Properties.*

DATOS DE HISPANIA ACTIVOS INMOBILIARIOS, 2015

Sector	Rentabilidad %	% sobre activo total
Hoteles	9,0	59
Oficinas	2,8	29
Residencial	2,2	12
Rentabilidad media	**5,2**	

Fuente: *Afi a partir del Informe anual 2015, Hispania Activos Inmobiliarios.*

DATOS DE LAR ESPAÑA, 2015

Sector	Rentabilidad %	% sobre activo total
Hoteles	9,0	59
Oficinas	2,8	29
Residencial	2,2	12
Rentabilidad media	**5,2**	

Fuente: *Afi a partir del Informe anual 2015, LAR España.*

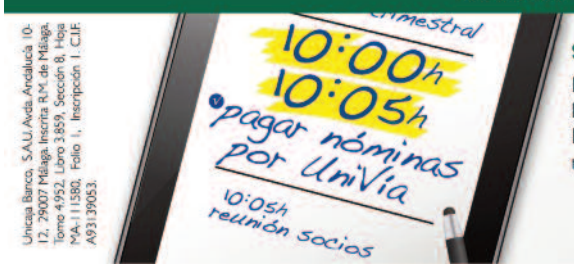
DATOS DE AXIA REAL ESTATE, 2015

Sector	Rentabilidad %	% sobre activo total
Oficinas	5	72
Logístico	9	15
Otros	8	13
Rentabilidad media	**6,3**	

Fuente: *Afi a partir del Informe anual 2015, AXIA Real Estate.*

LAR España cotiza en la Bolsa española desde el 5 de marzo de 2014 como una SOCIMI con la aspiración de convertirse en una referencia para la gestión de activos en Europa. El objetivo de Lar España es también generar altos rendimientos para sus accionistas a través de su estrategia de negocio con el alquiler de su cartera inmobiliaria, que se centra principalmente en activos de carácter comercial en España y que suponían a cierre de 2015

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS



SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

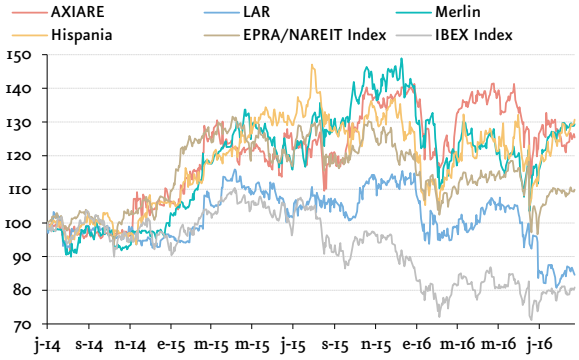
www.unicaja.es 901 111 133 · 952 076 224

Unicaja

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

Análisis bursátil de las principales SOCIMI españolas

Cotización a 9 de julio de 2014 = base 100



Fuente: *Afi a partir de datos de Bloomberg.*

el 72% de su cartera total de activos.

A pesar de centrar su inversión en inmuebles de carácter comercial, LAR gestiona también oficinas, centros logísticos y residencias, siendo el sector logístico el que mayor retorno le permite obtener (6,2% promedio en 2015, superior al obtenido por Merlin Properties y LAR España).

Por último, Axiare Real Estate es otra SOCIMI que invierte en activos inmobiliarios *prime* y que cotiza en el Mercado Continuo desde julio de 2014.

Axiare presenta el mayor retorno de cartera de las 4 SOCIMI que cotizan en el Mercado Continuo (6,3%), fruto de una eficiente gestión del sector de especialización (oficinas).

Desde su salida a Bolsa, las 4 SOCIMI (a excepción de LAR durante los últimos meses de 2016) han experimentado una trayectoria positiva, mejorando el comportamiento del índice IBEX-35. A excepción de LAR, también han registrado un mejor comportamiento relativo que el *FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe REIT Index*, índice de referencia del mercado de REIT en Europa, formado por un total de 53 de estos vehículos. Las 4 SOCIMI españolas de mayor capitalización forman parte de este índice.

Conclusiones

En el contexto actual de reducida rentabilidad de la mayoría de los activos financieros como consecuencia de la política monetaria ultra laxa llevada a cabo por el Banco Central Europeo, las SOCIMI están resultando ser una alternativa interesante a la inversión tradicional. Su éxito resulta contundente, pues la capitalización del sector inmobiliario en España ha pasado de 3.620 millones de euros en 2012 (año de proliferación de las SOCIMI en España) a los aproximadamente 13.000 millones de euros actuales (9.000 de estos millones proceden de las SOCIMI). Además, actualmente las 4 principales SOCIMI españolas obtienen una rentabilidad promedio en un rango del 5%-6% que permite un reparto de dividendos «garantizado» pues deben repartir en dividendos el 90% del beneficio derivado de los ingresos por alquiler y el 50% del beneficio obtenido por la trasmisión de inmuebles.

A pesar del corto recorrido de esta figura en España, la evolución al alza de su cotización, el incremento en la capitalización del sector inmobiliario y las elevadas cantidades de capital captado por estos vehículos en los últimos dos años son reflejo de la confianza que los inversores tienen en esta nueva forma de inversión en el sector inmobiliario ::

SERVICIO NÓMINAS EMPRESAS

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

SIMPLIFIQUE LA GESTIÓN DEL PAGO DE SUS NÓMINAS

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

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

Unicaja

La «Business Judgment Rule» como limitación de la responsabilidad social del administrador

La administración de la sociedad implica discrecionalidad en la toma decisiones estratégicas o de negocio, y en el momento de tomar una decisión concreta no siempre es evidente qué alternativa es la más adecuada. Tras la reforma de la Ley de Sociedades de Capital, los administradores disponen de un instrumento que facilita la prueba de que actuaron de forma diligente, incrementando la seguridad jurídica en el ejercicio de su cargo.

Patricia Juárez

La administración de la sociedad supone una importante discrecionalidad en la toma decisiones estratégicas o de negocio, donde no siempre es manifiesto qué alternativa es la más correcta. Por esta razón, en 2014 se modificó la Ley de Sociedades de Capital[1] que, entre otras cuestiones, recoge la *Business Judgment Rule*. Esta regla, creada por los tribunales norteamericanos, garantiza la discrecionalidad empresarial en el ámbito de las decisiones estratégicas y de negocio. Así, el artículo 226 de la citada Ley determina que «el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado».

Si bien la regla se ha incorporado recientemente en la normativa española, debe considerarse la tradición que la misma presenta en la jurisprudencia de nuestros tribunales, que a este respecto han señalado que «los actos u omisiones de los administradores sociales que dan lugar a la responsabilidad han de ser contrarios a la ley o a los estatutos o realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, y no basta con la mera causación de un quebranto patrimonial a la sociedad o a terceros, que constituye un riesgo inherente a la actividad empresarial» (Sentencia de la Audiencia Provincial –SAP - de Madrid de 13 de septiembre de 2007).

La *Business Judgment Rule* facilita la limitación de responsabilidad de los administradores en relación a la toma de decisiones empresariales, dado que excluye el control judicial del fondo de la decisión de negocio, valorando únicamente la racionalidad del criterio y con independencia de que, posteriormente, los hechos demuestren que tales resoluciones fueran erróneas o equivocadas, evitando el sesgo retrospectivo – *hindsight bias*. Así pues, resulta conveniente conocer cuáles son los límites y condicionantes en la aplicación de la *Business Judgment Rule*, aspectos discutidos reiteradamente por la doctrina.

La primera exigencia del precepto es que el administrador haya actuado de *buena fe*, en la cre-

encia de que la decisión tomada se corresponde con el mejor interés de la sociedad y *sin interés personal en el asunto objeto de decisión*, pues de lo contrario estaríamos ante un supuesto de responsabilidad por deslealtad. Asimismo, y con respecto al deber de independencia del administrador en situaciones de conflicto de interés, el apartado segundo del artículo 226 establece la no inclusión dentro del ámbito de discrecionalidad empresarial aquellas decisiones que afecten personalmente a otros administradores y personas vinculadas y, en particular, aquellas que tengan por objeto autorizar la dispensa de las prohibiciones derivadas del deber de evitar situaciones de conflicto de interés.

Por otra parte, para satisfacer las exigencias de *información suficiente y de un procedimiento de decisión adecuado* será necesario obtener información y un asesoramiento adaptado a la naturaleza y a la relevancia de la decisión, que además debe haber sido ser estudiada de forma conveniente. Así, la decisión deberá tomarse en el marco de un procedimiento establecido para ello, preferiblemente escrito. Debido a las últimas modificaciones legislativas en materia mercantil y penal - especialmente del artículo 31 bis del Código Penal - se ha consolidado la tendencia de la documentación de todos los procedimientos que forman parte del sistema de gobierno corporativo de la sociedad.

¿Qué sucede ante la no concurrencia de los requisitos del artículo 226? En estos supuestos la *Business Judgment Rule* no será aplicable, si bien dicha falta de aplicación no implica, *per se*, la exigencia de responsabilidad por negligencia. El efecto principal es la posibilidad de que jueces y magistrados analicen la decisión tomada por el administrador, valorando si esta se adapta al nivel de diligencia exigible.

La *Business Judgment Rule* se ha convertido, de facto, en una concreción parcial del *deber general de diligencia*, cuya finalidad última es la de incrementar la seguridad jurídica de los administradores en la adopción de sus decisiones profesionales. Será la jurisprudencia quien concrete los conceptos jurídicos indeterminados de los requisitos para la aplicación de la regla, determinando las pautas de enjuiciamiento que permitan conocer caso por caso la mala fe del administrador, la existencia de interés personal o la adecuación de la información y el procedimiento.

Por tanto, ¿en qué situación se encuentra el Administrador tras la reforma? El estricto régimen de responsabilidad al que se encuentra sometido se ha matizado, adaptándose a la realidad empresarial. Así, la obligación de los administradores no es tanto la de asegurar el beneficio de la sociedad, cuestión que puede verse afectada por otros factores, sino la de ejercer su cargo atendiendo a los intereses de la sociedad. El legislador incentiva la asunción de riesgos justificados, desligándolos de la aplicación de un desmesurado régimen de responsabilidad. En cualquier caso, conviene recordar que la regla no impide la aplicación de otro tipo de sanciones derivadas del incumplimiento de otras obligaciones legales o estatutarias, cuya finalidad es la de evitar el desempeño inadecuado del cargo de administrador ::

[1] Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Riesgos cíclicos y estructurales

Nos enfrentamos a nuevos riesgos consecuencia de la aceleración de la obsolescencia de modelos de negocio propios de otra época que será difícil que retorne.

En la difícil transición a 2017, la estabilidad financiera no está garantizada. La salud de las principales categorías de operadores financieros en la mayoría de las economías, avanzadas y emergentes, sigue exhibiendo las secuelas de la crisis, al tiempo que muestran una difícil adaptación a un entorno macroeconómico complicado, demandante todavía de políticas monetarias expansivas que no favorecen la actividad tradicional, e incluso generan riesgos nuevos. Algunos de ellos tienen su origen en ese ciclo de crecimiento económico anémico, pero otros son la consecuencia de la aceleración de la obsolescencia de modelos de negocio propios de otra época que será difícil que retorne.

Con la ventaja de la evidencia aportada por el transcurso de algunas semanas he revisado algunos de los riesgos a medio plazo sobre los que alertaba el último *Global Financial Stability Report* (GFSR) del FMI. Me he permitido concretarlos y jerarquizarlos.

1. Crecimiento económico global. El fortalecimiento del sistema financiero global lo primero que necesita es hacer lo propio con el crecimiento económico. Es la forma más inmediata de asentar firmemente la confianza, base del funcionamiento de cualquier sistema financiero. La inversión empresarial sigue en gran medida ausente de la composición del PIB en las economías avanzadas y con ella la posibilidad de avanzar en la creación de empleo. Una consecuencia de ese débil crecimiento es el deterioro del clima político, estrechamente vinculado al descenso de las rentas salariales y a la ampliación de la desigualdad en la distribución de la renta.

La variación de la inflación sigue siendo moderada, justificando la prolongación de la política monetaria excepcional en algunas de las más importantes economías avanzadas, las de la eurozona entre ellas. Esa lenta normalización monetaria seguirá condicionando la adaptación de los sistemas financieros, la superación de los problemas abiertos durante la crisis y la reducción de la exposición a nuevos episodios de inestabilidad financiera.

Las economías emergentes tampoco quedan al margen de las amenazas. El endeudamiento privado en algunas de ellas creció en la fase de bonanza de los precios de las materias primas, y ahora se presenta de difícil asimila-

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

ción. En especial el denominado en dólares, relativamente importante en algunas de las BRIC.

2. Riesgos cíclicos, pero también estructurales. Esa adaptación a un entorno cíclico poco favorable no favorece la superación de problemas estructurales en algunos sistemas financieros. Las presiones reguladoras son uno de ellos. La mayor intensidad normativa sobre la actividad financiera coexiste con incertidumbre, con temores acerca de decisiones adicionales de las autoridades que acentúen los problemas ya detectados.

Garantizar la coexistencia de niveles adecuados de capital y provisiones con el declive en las tasas de rentabilidad no es un empeño fácil. Según el GFSR, el 25% de los bancos de las economías avanzadas (representativos de activos por 11,7 billones de dólares) seguirán altamente vulnerables, requiriendo cambios en sus sistemas de gestión de riesgos. Los europeos son el caso más destacado, pero también los japoneses, inmersos en procesos de internacionalización con el fin de compensar los reducidos márgenes domésticos.

Las compañías de seguros, especialmente en el ramo de vida y los fondos de pensiones, también están en una situación incómoda, determinada por la prolongación de bajos tipos de interés y volatilidad de las rentabilidades de los activos financieros. Se enfrentan también a nuevos retos derivados de la dinámica demográfica (un aumento manifiesto de la longevidad) que puede incrementar aún más la propensión al ahorro, dificultando la adaptación de las empresas financieras, en particular de las aseguradoras.

3. Respuestas adaptativas. El modelo de negocio en banca al por menor ha acentuado su cuestionamiento. Las necesidades de capital impuestas por las nuevas regulaciones obligan a reconsiderar dimensiones óptimas de las entidades y la cantidad y calidad de algunos activos. También las exigencias de mejorar la eficiencia operativa. La reducción de capacidad ya está siendo una reacción suficientemente explícita en los bancos de diversos países. La concentración del número de entidades o directamente la reducción del tamaño mediante el cierre de oficinas y reducción de personal seguirán estando presentes en la mayoría de los sistemas financieros de la eurozona.

A ello se añaden los retos derivados de la cada día más presente digitalización en todos los ámbitos de la actividad bancaria: a la presencia de nuevos competidores no estrictamente bancarios –no regulados como tales- ávidos de instalarse en nichos de negocio con márgenes atractivos.

Las compañías de seguros tampoco escapan a las amenazas derivadas del bajo crecimiento económico y los reducidos tipos de interés. El primero no favorece la reducción del riesgo de solvencia y los segundos aumentan los *funding gaps*, especialmente en el ramo de vida.

4. Políticas convenientes. A estas alturas asumir la prioridad de restauración de ritmos de crecimiento razonables significa compensar el excesivo protagonismo de las políticas monetarias. Estas siguen soportando la cotización de algunos activos financieros y posibilitando descensos en la aversión al riesgo, y la emergencia de operadores financieros no tradicionales. Pero es un hecho que esas políticas están perdiendo eficacia, o no consiguen que la demanda agregada repunte y con ella las tasas de inflación. La eurozona vuelve a ser el caso más destacado.

El acompañamiento de políticas fiscales más activas ya es asumido por casi todas las instituciones. A los temores y riesgos más arriba enunciados hay que contraponer el asociado a un aumento de los déficits públicos. No es una elección fácil, pero la política económica es con bastante frecuencia elegir entre la menos mala de las opciones, la que lleve consigo consecuencias menos irreversibles ::