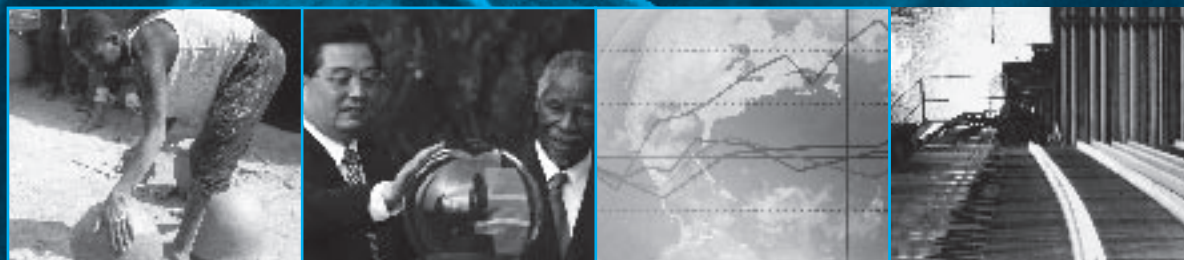


ESADE

DEPARTAMENTO
DE ECONOMÍA

1^{er} semestre 2008

INFORME[07] ECONÓMICO



Análisis y previsión de la
coyuntura económica
de la zona euro

La intervención económica
de China en África

Las mayores compras apalancadas
(LBO) en España

La productividad y los resultados
de la agenda de Lisboa

Con la colaboración de:



ESADEALUMNI

INFORME [07] ECONÓMICO

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico07.pdf>

Con la colaboración de:



ESADE ALUMNI

Departamento
de Economía

ESADE



ESADE

INFORME ECONÓMICO

[07] 1^{er} semestre 2008

**Departamento de
Economía ESADE**
Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 932 806 162
Mateo Inurria, 27E
28036 Madrid
Tel. 913 597 714
Av. del Libertador
17.165
Buenos Aires
www.esade.edu

ESADE ALUMNI
Av. Pedralbes, 60-62
08034 Barcelona
Tel. 934 952 063

Coordinación editorial y diseño
BPMO Edigrup
C/Caballero 79, 7^a planta
08014 Barcelona
Tel. 933 637 840
www.grupobpmo.com

INFORME ECONÓMICO

Departamento de Economía ESADE

[07] 1^{er} semestre 2008

EDITORIAL

ANÁLISIS Y PREVISIÓN DE LA COYUNTURA ECONÓMICA DE LA ZONA EURO

Prof. Fernando C. Ballabriga
Prof. F. Xavier Mena
Departamento de Economía, ESADE

TEMAS SELECCIONADOS

La intervención económica de China en África 52

Prof. Luis de Sebastián
Departamento de Economía, ESADE

Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005-2007 66

Prof. Luisa Alemany
Departamento de Control y Dirección Financiera, ESADE

6 DOCUMENTOS

La productividad y los resultados de la Agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa 78

Prof. Pere Puig
Departamento de Economía, ESADE

LECTURAS

Predictably Irrational 92

Dan Ariely (2008)

Principles Of Political Economy 94

John Stuart Mill (1987)

POST-IT 96

Editorial



“Spain is different”



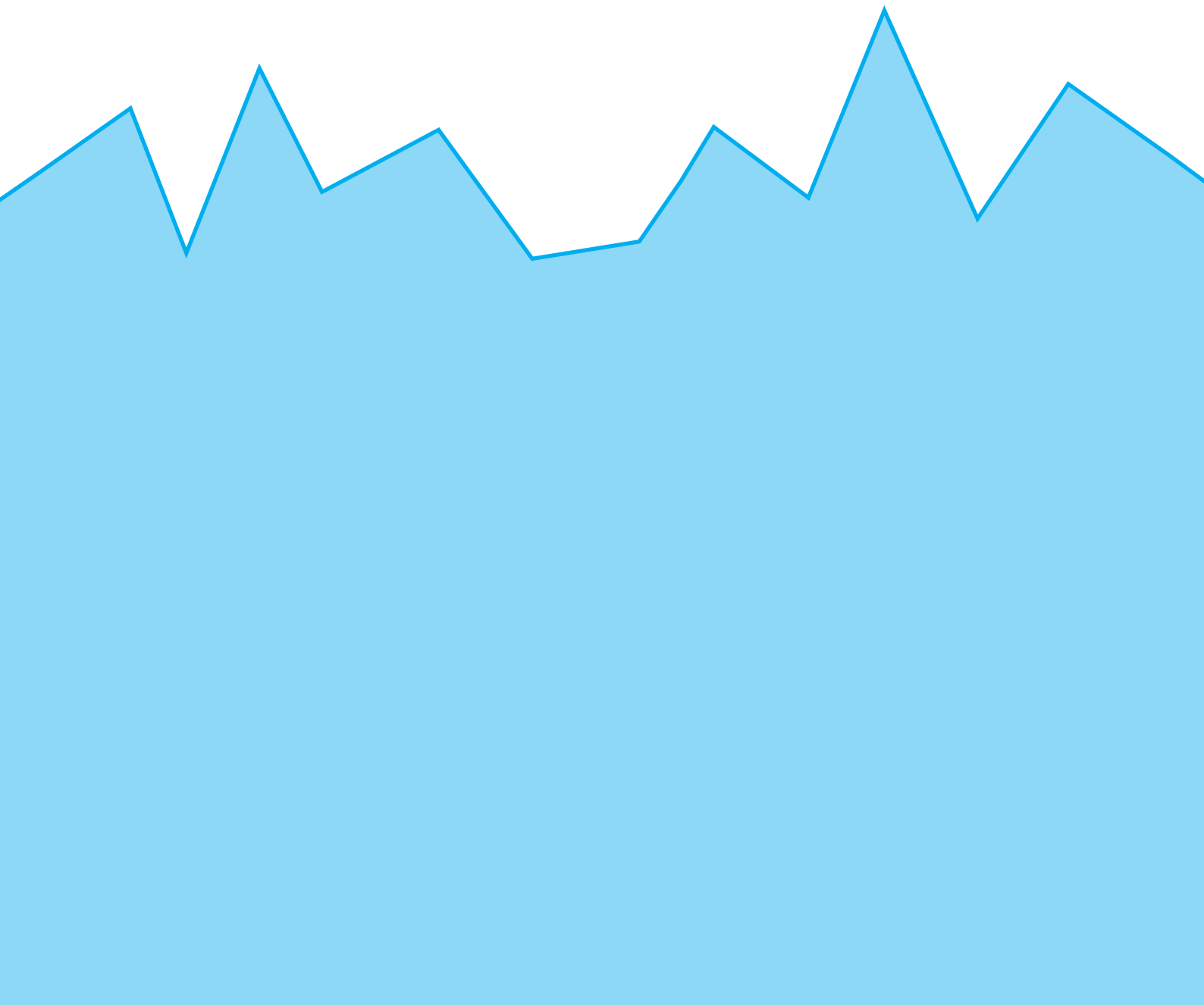
La corrección del desajuste global ha comenzado con la recesión prevista para EE.UU. durante los dos próximos años. No era el canal de ajuste preferido, pero durante los últimos meses ya se iba perfilando como el más probable.

La evolución desfavorable de la economía estadounidense tendrá un impacto negativo claro en el crecimiento global, truncando el periodo expansivo experimentado por la economía mundial durante los últimos cuatro años.

Europa notará los efectos de esta evolución global, volviendo a las reducidas tasas de crecimiento características de la primera mitad de la presente década. A su vez, las actuales presiones inflacionistas obstaculizarán las posibles acciones de apoyo del Banco Central Europeo.

En este contexto, España empezará su propia travesía en el desierto. El cambio del ciclo internacional dificultará esta travesía, pero no está en su origen. El origen está en el agotamiento de su modelo de crecimiento, que ha llegado a su fin con independencia del contexto internacional.

El término *desaceleración* sigue siendo el eufemismo oficial para hacer referencia al comienzo del periodo recesivo que espera a la economía española. Una postura oficial que lleva meses a rastras de los acontecimientos, obviando lo que los informes internacionales de referencia vienen anticipando sobre la evolución de la economía española.




COYUNTURA ECONÓMICA

*Análisis y previsión de la coyuntura
económica de la zona euro*

Prof. Fernando C. Ballabriga

Prof. F. Xavier Mena

Departamento de Economía, ESADE



Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro

A lo largo del ejercicio 2008, el Banco Central Europeo (BCE) volverá a primar su objetivo de inflación. Sólo un fuerte deterioro de la situación económica, acompañado de unas perspectivas de inflación compatibles con su objetivo a medio plazo (2% o inferior), llevaría a la autoridad monetaria de la zona euro a reducir el tipo de interés.

Prof. Fernando C. Ballabriga
Departamento de Economía, ESADE

Prof. F. Xavier Mena
Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

La economía mundial sigue inmersa en la vorágine de incertidumbre y desconfianza aflorada con las turbulencias financieras que estallaron en agosto de 2007. Las depreciaciones de activos *subprime*, con el epicentro en Estados Unidos, están teniendo réplicas en los mercados bursátiles, monetarios y de crédito de todo el mundo. Todavía no puede descartarse un agravamiento de la crisis financiera a escala global. No existe *decoupling*. A través de las vías comerciales, de flujos de inversiones y de prima de riesgo, la desaceleración irá contaminando a la economía europea y a los países emergentes (China y Asia, América Latina).

Las perspectivas macroeconómicas 2008-09 que proyecta el escenario central de nuestro modelo para la zona euro apuntan hacia una clara disminución del crecimiento y la resistencia a la baja de la inflación. La tasa de crecimiento del PIB se situará por debajo del potencial, en el entorno del 2% en 2008 y del 1,6% en 2009. Si se agrava la crisis mundial, el crecimiento de la zona euro tenderá hacia el 1%. La tasa de inflación se mantendrá, en cualquier caso, por encima del umbral del 2%.

La economía española sigue registrando una fuerte desaceleración de su patrón de crecimiento (consumo familiar y construcción), que provocará un ajuste salarial y de empleo a lo largo de 2008-09. El superávit presupuestario se verá dilapidado. El déficit por cuenta corriente y los pasivos financieros netos acumulados frente al exterior amenazan con un encarecimiento de la prima de riesgo en la financiación desde el resto del mundo.

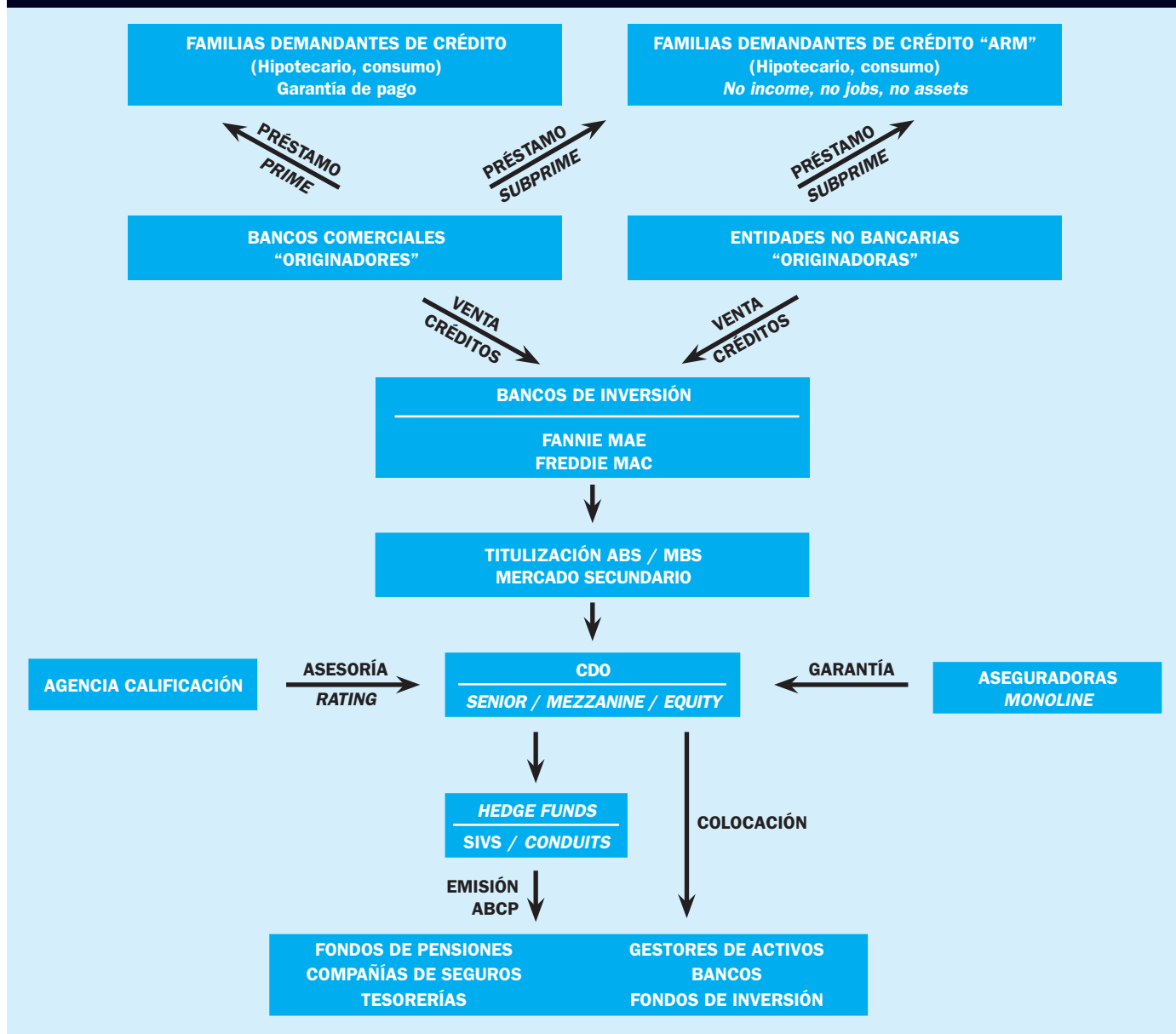
ECONOMÍA MUNDIAL: ALGO MÁS QUE UN MAL SUEÑO DE UNA NOCHE DE VERANO

UN DECÁLOGO GLOBAL DE ADVERSIDADES

Las previsiones de crecimiento de la economía mundial están siendo revisadas a la baja desde el estallido de la crisis financiera en el verano de 2007. La confluencia y perseverancia en el tiempo de un conjunto de desequilibrios económicos mundiales está amenazando con un ajuste aún más severo:

1. El sistema financiero internacional sigue inmerso en las turbulencias que afloraron abruptamente en agosto de 2007, que podrían agravarse durante el ejercicio 2008.
2. La economía de Estados Unidos está bordeando la recesión.
3. Las economías de la Unión Europea y de Japón están empezando a sentir los efectos de la desaceleración estadounidense, desmintiendo la posibilidad de *decoupling* transcontinental.

MODELO “ORIGINAR PARA DISTRIBUIR”: TRANSMISIÓN DEL RIESGO



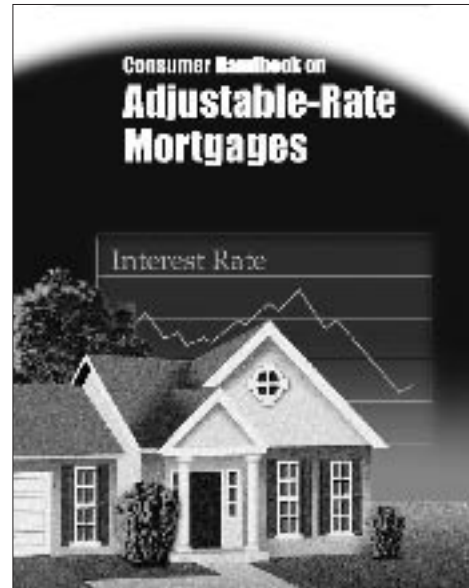
4. Los desequilibrios ahorro/inversión que reflejan los déficits/superávits de las balanzas por cuenta corriente no se están corrigiendo.
5. Las políticas monetarias están exacerbando la depreciación del dólar y la apreciación del euro.
6. La inflación mundial se está consolidando debido al alza del precio del petróleo y de otras materias primas.
7. La especulación en los mercados de futuros, junto a los factores estructurales que impulsan los precios de los alimentos al alza, anuncian una crisis humanitaria a escala global.
8. Los países emergentes acabarán recibiendo los efectos de la disminución del consumo global y de las mayores primas de riesgo.
9. China se encamina hacia el ajuste de una economía recalentada e inflacionaria.
10. Las políticas económicas de estímulo fiscal de los gobiernos, las actuaciones de los bancos centrales y las advertencias de los organismos internacionales no están pudiendo revertir el progresivo deterioro de la coyuntura económica mundial.

Las previsiones de crecimiento de la economía mundial están siendo revisadas a la baja. No hay 'decoupling'. Desde el epicentro de Estados Unidos, la desaceleración se extenderá a Europa, China, América Latina y al resto de países emergentes

Así pues, los escenarios 2008-2009 parecen confirmar el calificativo de la economía como una "ciencia lúgubre".

ESTADOS UNIDOS: EL FIN DE LA ECONOMÍA DE LOS INCENTIVOS PERVERSOS

Durante los últimos años, los bancos y las entidades no depositarias –pequeñas, poco capitalizadas y no supervisadas– de Estados Unidos vendieron sus créditos (hipotecario, consumo, etc.) a bancos comerciales y de inversión, que los titulaban en cascada bajo la forma de productos financieros opacos emitidos formalmente a vencimiento. La conversión de los préstamos (activos no líquidos) en bonos de titulación (activos líquidos) permitía captar financiación en los mercados mayoristas internacionales para proseguir con la expansión de la actividad crediticia. Las agencias de calificación asesoraron el empaquetamiento y la estructuración de dichos créditos en títulos financieros, asignándoles el máximo *rating* AAA. Los bonos de titulación (CDO, CLO, CBO), con las garantías proporcionadas por las asegurado-



ras (*monolines*), distribuyeron el riesgo entre los inversores mundiales (bancos, vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales [SIV y *conduits*], *hedge funds*, gestores de activos, tesorerías, compañías de seguros, fondos de pensiones). El modelo "originar para distribuir" (*originate-to-distribute*) incrementó exponencialmente sus volúmenes de negocio durante el periodo 2003-2007.

El progresivo deterioro de la disciplina crediticia por parte de las entidades concedentes de crédito (originadoras), en un entorno de tipos de interés muy bajos, impulsó la aparición de préstamos (*subprime*, Alt+A) que incumplían los criterios de la prudencia financiera (*ratio loan-to-value*, *ratio debt-to-income*, documentación sobre ingresos, segundas hipotecas). Además, el periodo de carencia de pago de intereses de las *adjustable-rate mortgages* (ARM) se extendió hasta dos y tres años (*teaser rate*, amortización negativa).

Los temores ante una recesión larga y profunda en 2001 (crisis bursátil de la burbuja tecnológica, escándalos empresariales [Enron, Arthur Andersen], atentados del 11-S) habían inducido a la Reserva Federal a un brusco descenso de los tipos de interés desde el 6,5% al 1%. Desmintiendo las previsiones, la economía americana inició una recuperación sólida a partir de 2003, con crédito abundante y barato, altas tasas de consumo endeudado y creación de empleo.

A partir de junio de 2004, la subida de los tipos de interés desde el 1% al 5,25% para luchar contra la inflación por

parte de la Reserva Federal modificó aquel entorno de liquidez abundante y barata, canalizada desde los mercados mundiales hacia las necesidades crediticias de las familias y empresas estadounidenses. La aguja iba a pinchar la burbuja.

La morosidad hipotecaria hizo su aparición, particularmente en el segmento de alto riesgo (*subprime*). El mercado de la vivienda inició su ajuste. Los visados de obra nueva se han

paralizado y la ralentización de las promociones y las ventas inmobiliarias residenciales están provocando la caída brusca de los precios. De este modo, la ampliación recurrente de la garantía hipotecaria por el aumento continuado del valor de la vivienda ya no posibilita la renegociación de los créditos impagados.

A mediados de 2007, las agencias de calificación tuvieron que degradar el *rating* de algunos títulos (*Asset-Backed Secu-*

ABECEDARIO DE LA CRISIS FINANCIERA

SUBPRIME (MORTGAGE): hipoteca concedida a familias de bajos ingresos y sin historial crediticio (*no income, no job, no assets*), a tipo de interés variable (*adjustable-rate mortgage*, ARM) y con amortización negativa los primeros dos o tres años (tipo de interés de incentivo [*teaser rate*]).

ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE: modelo de negocio bancario en que las entidades prestamistas transfieren el riesgo de crédito al mercado mediante la titulización de créditos en productos financieros complejos, a través de bancos universales o bancos de inversión.

BUY-AND-HOLD: modelo bancario en que las entidades utilizan la titulización de créditos como fuente de financiación en los mercados mayoristas, reteniendo una parte significativa del riesgo de crédito en el balance.

ASSET-BACKED SECURITIES (ABS): bonos derivados de la titulación de préstamos (empresas, pymes, consumo, automóviles, estudios).

RESIDENTIAL MORTGAGE-BACKED SECURITIES (RMBS): bonos derivados de la titulación de préstamos hipotecarios.

COLLATERALISED DEBT OBLIGATION (CDO): producto financiero estructurado, derivado del empaquetamiento de una cartera de titulización de activos originales heterogéneos. Se emiten formalmente como un producto de inversión a vencimiento (*held to maturity*) y su valor se determina mediante modelos matemáticos (*mark-to-model*).

CDO DE ABS: CDO cuya cartera titulizada se compone de bonos procedentes de titulizaciones ABS ya existentes. Son nuevas y complejas titulizaciones de difícil valoración, estructuradas a partir de bonos de titulización con diferentes niveles de riesgo (*super-senior, mezzanine, equity*).

COLLATERALISED LOAN OBLIGATION (CLO): CDO de préstamos empresariales, *leveraged buy-out*, etc.

COLLATERALISED BOND OBLIGATION (CBO): CDO de bonos corporativos o de alto riesgo (*junk bonds*).

CREDIT DEFAULT SWAPS (CDS): producto financiero derivado de crédito en que la parte vendedora de cobertura se compromete, a cambio de una prima, a pagar al comprador en caso de que el bono resulte impagado o se degrade su calificación crediticia.

CDO SINTÉTICO: producto financiero estructurado y titulado a partir de derivados de crédito del tipo CDS, que se utiliza para transferir el riesgo al inversor.

MONOLINE: compañías aseguradoras que, gracias a su alta calificación crediticia, aportan garantía incondicional e irrevocable sobre el principal y los intereses de los bonos asegurados (bonos municipales, bonos de titulización, CDO y otros), con objeto de mejorar la calificación crediticia asignada a las emisiones.

HEDGE FUND: fondo de inversión libre o fondo de cobertura.

SPECIAL INVESTMENT VEHICLES (SIV)/CONDUITS: entidades financieras (vehículos de inversión estructurada, sociedades instrumentales) que invierten en activos a largo plazo (bonos de titulización, CDO), pero se financian mediante emisiones de pagarés a corto plazo (ABCP). Los *conduits* pueden acceder a líneas de liquidez (financiación contingente) desde los bancos que los han creado. No disponen de recursos propios, no tienen acceso a las subastas del banco central y no están sujetos a la supervisión del regulador financiero.

ASSET-BACKED COMMERCIAL PAPER (ABCP): emisión de papel comercial a corto plazo para captar financiación destinada a adquirir bonos de titulización a largo plazo, por lo que el riesgo de liquidez es muy alto.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS (SWF): fondos de inversión soberanos que tienen su origen en el superávit por cuenta corriente generado por las exportaciones de *commodities* y otros productos, constituidos a partir de los flujos de inversión extranjera, o por el superávit fiscal obtenido en las privatizaciones. Tienen finalidades diversas, aunque los SWF oficiales de los países emergentes han levantado recelos por su falta de transparencia.

rities, ABS) que contenían tramos de créditos subyacentes de escasa garantía de cobro. En consecuencia, algunos bancos se vieron obligados a proporcionar financiación contingente a sus vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales (SIV/*conduits*) o liquidarlos y aflorar las pérdidas en su balance.

DESCONFIANZA, INCERTIDUMBRE, ¡MIEDO!

A partir de agosto de 2007, la desconfianza de los inversores institucionales mundiales en los activos subyacentes de aquellos productos financieros (*covered bonds*, *Asset-Backed Securities*, deuda LBO) provocó su venta, iniciando una espiral de caídas de su valor que está generando fuertes pérdidas en las carteras de negociación. La asimetría informativa de los inversores sobre el verdadero riesgo de los títulos suscritos desató una preferencia por la liquidez (motivo precaución) y una huida hacia la calidad (*Treasury Bills*), acentuando la

disminución de las rentabilidades a corto y largo plazo de los títulos de deuda pública.

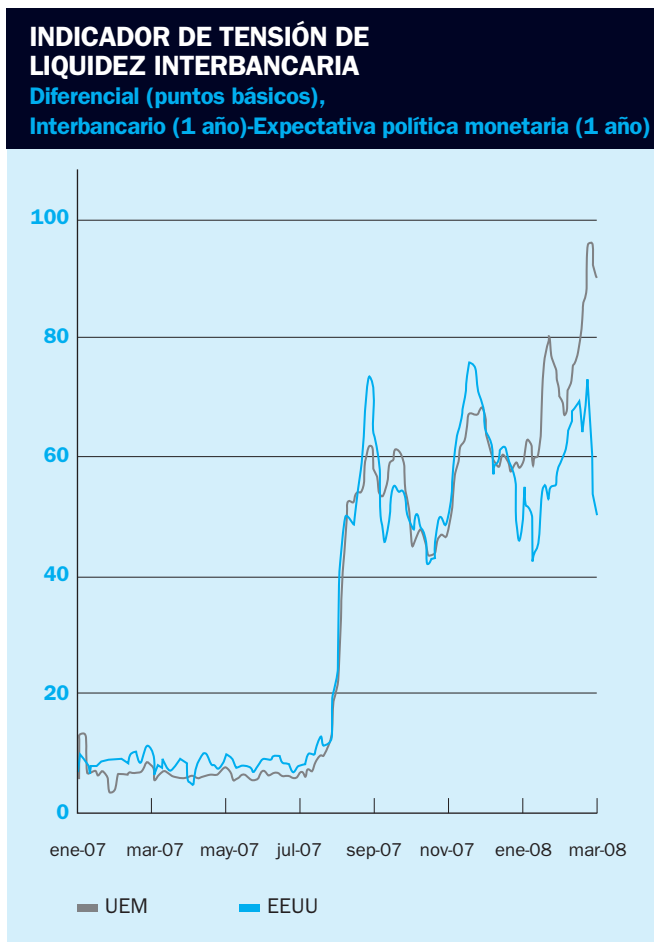
Las tensiones de liquidez se trasladaron a los mercados interbancarios operados entre las grandes entidades internacionales, abriendo un *spread* del Libor y el Euribor respecto a los tipos de interés oficiales de los bancos centrales y de los títulos de deuda pública emitidos por el Tesoro. El precio del riesgo había aflorado con virulencia.

Los *hedge funds*, los fondos de fondos y otras estructuras financieras, altamente apalancados y con escasa diversificación de riesgos, constataron que sus estigmatizadas emisiones de *asset-backed commercial paper* (ABCP) no encontraban contrapartida en unos mercados de financiación a corto plazo bloqueados.

Las bolsas de valores de Estados Unidos (S&P 500) y Europa (Eurostoxx 50) empezaron a registrar ajustes abruptos de las cotizaciones bancarias y del resto de entidades financieras, ya que los inversores han considerado que el modelo de negocio bancario “originar para distribuir” de la banca de inversión verá reducido su volumen y soportará una presión sobre sus márgenes en los próximos años.

Las depreciaciones de activos (“*writedowns*”) han provocado la caída libre de las cotizaciones bursátiles de los bancos de inversión, revelando un problema de capitalización insuficiente. Sus accionistas han exigido la remoción de los equipos directivos y una nueva estrategia corporativa

Los supervisores y reguladores del sistema financiero han alentado la afloración de las depreciaciones de activos en los balances de los bancos con exposición a productos estructurados vinculados a la transmisión del riesgo de crédito. Ciertamente, los títulos CDO y similares no eran activos a vencimiento que figuraban en la cartera de inversión (*held to maturity*), sino que se han contabilizado en la cartera de negociación (*trading book*) o de disponibles para la venta (*available for sale*). Los supervisores no han querido que los bancos retrasen el reconocimiento de las pérdidas en sus cuentas de resultados mediante la transferencia de los títulos depreciados a la cartera de inversión a vencimiento. Estos *writedowns* han provocado un auténtico terremoto en diversas entidades (Citi-



FUENTE: Bloomberg

group, Merrill Lynch, UBS, etc.). Sus accionistas han exigido la remoción de los equipos directivos y una nueva estrategia corporativa.

Así pues, las turbulencias financieras han revelado que el sistema bancario internacional no tiene un mero problema de liquidez. Los bancos de inversión y los bancos comerciales universales adolecen de una fragilidad de balance y una capitalización insuficiente. Las aportaciones de los fondos soberanos han permitido la reconstitución parcial de la base de capital de algunos bancos para poder continuar con su actividad de concesión de crédito.

Las tensiones de liquidez y las incertidumbres sobre la solvencia de los intermediarios financieros han provocando la contracción de la oferta de crédito, tanto a particulares y empresas como a operaciones apalancadas del tipo *leveraged buy-out* (LBO).

SI CAEN LOS 'MONOLINES', LO PIERDO TODO

Algunas compañías aseguradoras de bonos (*monolines*) están sujetas a revisiones a la baja por parte de las agencias de calificación crediticia, afectando negativamente a las garantías, el *rating* y el valor de mercado de los productos financieros asegurados. Durante los últimos años, los *monolines* estadounidenses han diversificado su actividad desde los bonos municipales hacia los productos financieros estructurados mediante titulaciones en CDO sintéticos y otros derivados con tramos *super-senior* (AAA). Posteriormente, se ha revelado que los subyacentes estaban constituidos por activos de calidad crediticia muy baja. Por tanto, los *monolines* tendrán que hacer frente a las garantías aseguradas en caso de impago al vencimiento de los bonos. Esta situación ha podido inducir la anticipación de las órdenes de venta de los bonos degradados, ya que su cobertura por los

¿CUÁL ES EL “VALOR RAZONABLE” (‘FAIR VALUE’) DE UN ACTIVO EN UNA COYUNTURA DE CRISIS ECONÓMICA?

La crisis financiera ha abierto un debate sobre la regla de valoración contable que obliga al sistema financiero y a las sociedades cotizadas a atribuir un “valor razonable” (*fair value*) a sus activos.

El International Accounting Standards Board (IASB) en sus International Financing Reporting Standards (IFRS) (Normas Internacionales de Información Financiera y Contabilidad, NIIF) y el Federal Accounting Standards Board (FASB) en sus *US General Accepted Accounting Principles* (USGAAP) definen el “valor razonable” como la suma a la que un activo podría ser intercambiado o una deuda liquidada en una transacción voluntaria entre partes no vinculadas y bien informadas. De esta forma, el balance y la cuenta de resultados reflejan el verdadero valor de la empresa, al no contabilizar partidas con plusvalías o minusvalías latentes derivadas de la discrepancia entre valores históricos y precios de mercado.

Dicha regla de valoración a precio de mercado (*mark-to-market*) incentiva la expansión del crédito durante la fase expansiva del ciclo y provoca la contracción crediticia durante la fase recesiva. La prociclicidad del “valor razonable” se agrava cuando no existen mercados profundos y líquidos, como sucede desde las turbulencias financieras a floradas en agosto de 2007.

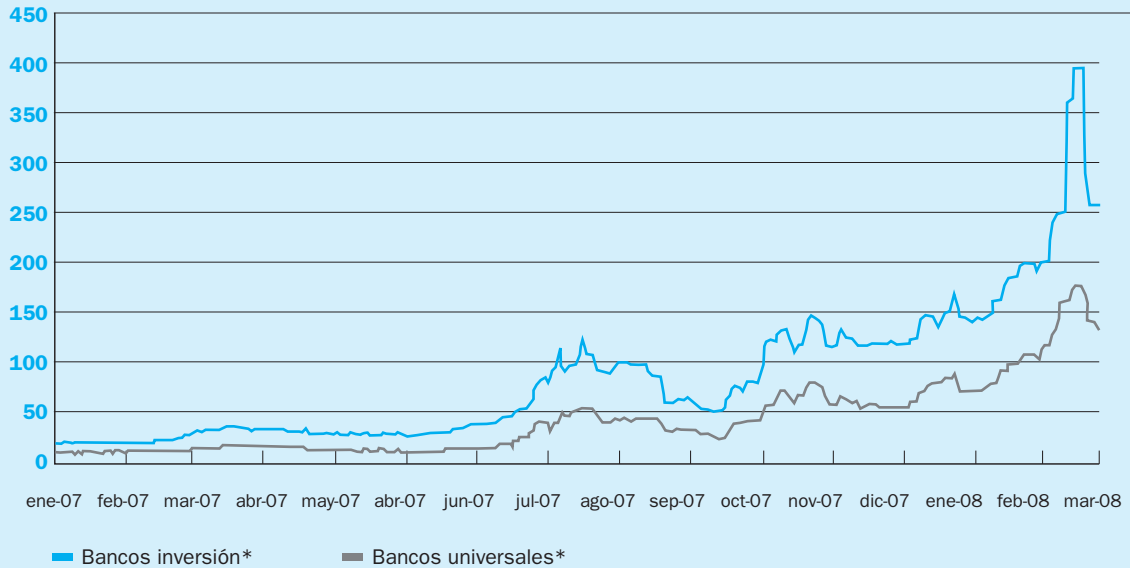
En el actual entorno de caída de precios de los activos, la obligación de reconocer y aforar el “valor razonable” de sus activos depreciados por parte del sistema financiero implica una mayor rapidez en el ajuste de

precios, facilitando la reestructuración y una rápida recuperación, pero pone en marcha un acelerador financiero que agudiza las tensiones de liquidez interbancaria y puede degenerar en problemas de solvencia. Así, esta regla puede disuadir las compras de los inversores si se les compele a reflejar de inmediato las pérdidas registradas por ulteriores descensos del precio de mercado. De igual forma, como la coyuntura está constatando, la incapacidad de un inversor para atender o refinanciar sus deudas o ampliar sus garantías (*margin calls*) incentiva a sus acreedores pignoratios a la liquidación de activos a precios de derribo (*fire sales*).

Por su parte, la transición desde Basilea I a Basilea II evitará el arbitraje de la norma de capital por parte de las entidades en materia de consumo de capital regulatorio en la financiación a las empresas, así como en la titulización de dichos activos, con independencia de los niveles de riesgo. En Basilea II (pilar 1 y pilar 2), el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) también se ha planteado mitigar los inconvenientes de la prociclicidad, derivados de la vinculación –de forma más estricta y ajustada– de los requerimientos de capital de las entidades de crédito al nivel de riesgo asumido por probabilidad de impago en las distintas fases del ciclo (Saurina, J. & Trucarte [2007] “An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios”, *Journal of Financial Services Research*, vol. 32, nº 1-2, octubre, pág. 81-101; Jiménez, G. & Saurina [2006] “Credit cycles, credit risk, and prudential regulation”, *International Journal of Central Banking*, vol. 2, nº 2, junio, pág. 65-98).

RIESGO DE LOS BANCOS AMERICANOS

Diferencial (puntos básicos) de los *Credit Default Swaps* (CDS), 5 años



* Bancos de inversión: Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley.

* Bancos universales: Citi, JPMorgan, Bank of America.

FUENTE: Bloomberg

FONDOS SOBERANOS: ¿INVERSORES O INVASORES?

Los enormes superávits por cuenta corriente –generados por las exportaciones de materias primas y otros epígrafes– y los voluminosos flujos de capitales hacia las economías emergentes durante el ciclo expansivo de la economía mundial han posibilitado la acumulación de ingentes activos frente al exterior en dichos países.

Estos activos han nutrido la constitución de fondos de inversión soberanos (SWF) gestionados por los gobiernos propietarios, que han salido a otear oportunidades en una coyuntura de ajuste de las capitalizaciones bursátiles de corporaciones y bancos de los países desarrollados. No obstante, las depreciaciones continuadas de los activos y del dólar han frenado el ímpetu inicial.

Los accionistas y los ejecutivos de las compañías con necesidades financieras (Citigroup, Merrill Lynch, UBS) han recibido con alborozo las aportaciones de los fondos soberanos. Contrariamente, los gobiernos occidentales recelan de la falta de transparencia de su información contable, de su propiedad y gestión

pública, de sus verdaderos objetivos estratégicos a largo plazo y de la falta de reciprocidad. De ahí, por ejemplo, la reacción proteccionista ante la oferta de adquisición de la estadounidense Unocal Oil Co. por la china CNOOC o frente a la pretensión de DP World (Dubai) de gestionar los puertos de Estados Unidos a través de P&O.

¿Son fondos de estabilización contra la volatilidad de los ingresos derivados de la exportación de materias primas? ¿Son fondos de pensiones o de ahorro para generaciones futuras? ¿Son fondos que gestionan una mayor rentabilidad de las reservas de divisas? ¿Son fondos para financiar el desarrollo económico de sus países? ¿O son el brazo inversor de regímenes autoritarios con intenciones geopolíticas?

El resultado del choque de trenes entre los fondos soberanos del nuevo capitalismo estatal de los países emergentes del s. XXI y las corporaciones herederas del capitalismo privado americano y europeo de los s. XIX y XX está todavía por dilucidar.

INFORME ECONÓMICO ESADE

Coyuntura económica

País	Nombre	Activos (Mm \$)	Año de creación	Origen
Emiratos Árabes Unidos	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	875	1976	Petróleo
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	330	1981	Otros
Noruega	Government Pension Fund-Global (GPF)	322	1990	Petróleo
Arabia Saudí	Varios	300	NA	Petróleo
Kuwait	Kuwait Investment Authority (KIA)	250	1953	Otros
China	China Investment Company Ltd.	200	2007	Otros
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	140	1998	Petróleo
Rusia	Stabilization Fund of the Russian Federation (SFRF)	127	2003	Otros
China	Central Hujin Investment Corp.	100	2003	Otros
Singapur	Temasek Holdings	108	1974	Otros
Australia	Australian Government Future Fund (AGFF)	50	2004	Petróleo
Libia	Reserve Fund	50	NA	Petróleo
Qatar	Qatar Investment Authority (QIA)	40	2000	Petróleo
Estados Unidos	Alaska Permanent Reserve Fund Coperation (APRF)	40	1976	Petróleo
Brunei	Brunel Investment Agency (BIA)	35	1983	Otros
Irlanda	National Pensions Reserve Fund (NPRF)	29	2001	Petróleo
Argelia	Reserve Fund	25	NA	Otros
Corea del Sur	Korea Investment Corporation (KIC)	20	2006	Otros
Malasia	Khazanah National BHD (KNB)	18	1993	Otros
Kazajstán	Khazakhstan National Fund (KNF)	18	2000	Petróleo, gas, metales
Canadá	Alberta Heritage Fund (AHF)	17	1976	Petróleo
Taiwán	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	15	2000	Otros
Estados Unidos	New Mexico State Investment Office Trust Funds	15	1958	Otros
Irán	Foreign Exchange Reserve Fund	15	1999	Petróleo
Nigeria	Excess Crud Account	11	2004	Petróleo
Nueva Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	10	2003	Otros
Omán	State General Stabilisation Fund (SGSF)	8,2	1980	Petróleo, gas
Chile	Economic and Social Stabilization Fund (ESSF)	6,0	2007	Cobre
Botswana	Pula Fund	4,7	1993	Diamantes
Estados Unidos	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF)	3,2	1974	Minerales
Noruega	Government Petroleum Insurance Fund (GPIF)	2,6	1986	Petróleo
Azerbaiyán	State Oil Fund	1,5	1999	Petróleo
Timor Oriental	Timor-leste Petroleum Insurance	1,2	2005	Petróleo, gas
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization (FIEM)	0,8	1998	Petróleo
Kiribati	Revenue Equalisation Reserve fund (RERF)	0,6	1956	Fosfatos
Chile	Chile Pension Reserve Fund	0,6	2007	Cobre
Uganda	Poverty Action Fund	0,4	1998	Ayuda
Papúa Nueva Guinea	Mineral Resources Stabilization Fund (MRSF)	0,2	1974	Minerales
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserve (MRSF)	0,0	2006	Petróleo, gas
Emiratos Árabes Unidos	Dubai. Intern, Financial Centre Investments (DIFC)	NA	2002	Petróleo
Ángola	Reserve Fund for Oil	NA	2007	Petróleo
TOTAL		3.190,00		
En proyecto				
China	State Foreign Exchange Investment Corporation (SFEIC)	200	2007e	Otros
Rusia	Future Generations Fund of the Russian Federation (SFRF)	32	2008e	Petróleo
Bolivia		NA	2008e	Petróleo
Japón		NA	NA	Otros
TOTAL		3.422,00		

FUENTE: DB Research

monolines o mediante *Credit Default Swaps* (CDS) puede verse comprometida en caso de que el volumen asegurado sea muy alto y la depreciación experimentada por el valor muy pronunciada. La concentración del riesgo asegurado en un número limitado de *monolines* cuestiona la eficacia de la cobertura. Además, su capital pertenece parcialmente a bancos internacionales que tienen cubierto su riesgo a través de *credit default swaps* (CDS), cuya contrapartida son los propios *monolines*.

Algunas compañías aseguradoras de bonos ('monolines') están sujetas a revisiones a la baja de su calificación crediticia, que reducirán adicionalmente las garantías, el 'rating' y el valor de mercado de los productos financieros asegurados

Los inversores están penalizando en los mercados bursátiles las cotizaciones de las entidades que han participado en el modelo *originate-to-distribute*. Así se refleja en la evolución de los diferenciales de *Credit Default Swaps* (CDS) de los principales bancos y *monolines* estadounidenses. Alternativamente, el modelo de banca tradicional *buy-and-hold*, sin exposición de

cartera a los productos CDO y similares, no ha tenido depreciaciones de activos tan pronunciadas.

LA RESERVA FEDERAL DE BEN BERNANKE SUMINISTRA RESPIRACIÓN ASISTIDA

Los bancos centrales están utilizando profusamente su abanico instrumental de inyección de liquidez y relajamiento de las tensiones monetarias, hasta el punto de aumentar la proporción de fondos suministrados en operaciones de refinanciación a largo plazo. La Reserva Federal y el Banco de Inglaterra han ampliado el colateral admitido y el número de contrapartidas en las operaciones de liquidez. Contrariamente, el Banco Central Europeo no ha flexibilizado su exigente política de admisión de colateral de calidad.

En particular, la Reserva Federal reformó su sistema de provisión de liquidez en diciembre de 2007 mediante préstamos de fondos a los bancos comerciales a través de subastas a plazo de carácter anónimo (*term auction facility* [TAF]) para eludir el riesgo reputacional de las entidades en el acceso convencional a las facilidades de descuento. En marzo de 2008, la Fed ha introducido la *primary dealer credit facility* (PDCF), que da también acceso a las ventanillas de descuen-

RIESGO DE LAS ASEGURADORAS 'MONOLINES' AMERICANAS

Diferencial (puntos básicos) de los *Credit Default Swaps* (CDS), 5 años



FUENTE: Datastream

to a los bancos de inversión y otras entidades que participan en sus operaciones de mercado abierto, a pesar de no tener supervisión sobre los mismos. En fin, la Reserva Federal ha incrementado el volumen, la duración y el colateral de los títulos hipotecarios en garantía de sus préstamos de bonos del Tesoro mediante la nueva *term securities lending facility*, a la que también tienen acceso los bancos de inversión. Estos instrumentos proporcionan liquidez a un mes, con penalizaciones muy bajas. Además, la Fed ha reducido el diferencial entre el tipo de descuento y el oficial, alargando el plazo de dichos préstamos hasta 90 días y ampliando el número de instrumentos aceptados en garantía.

El rescate (*bail-out*) del banco de inversión Bear Stearns, a través de JPMorgan, pero inducido y con respaldo financiero de la Reserva Federal, significa un antes y un después. Se ha

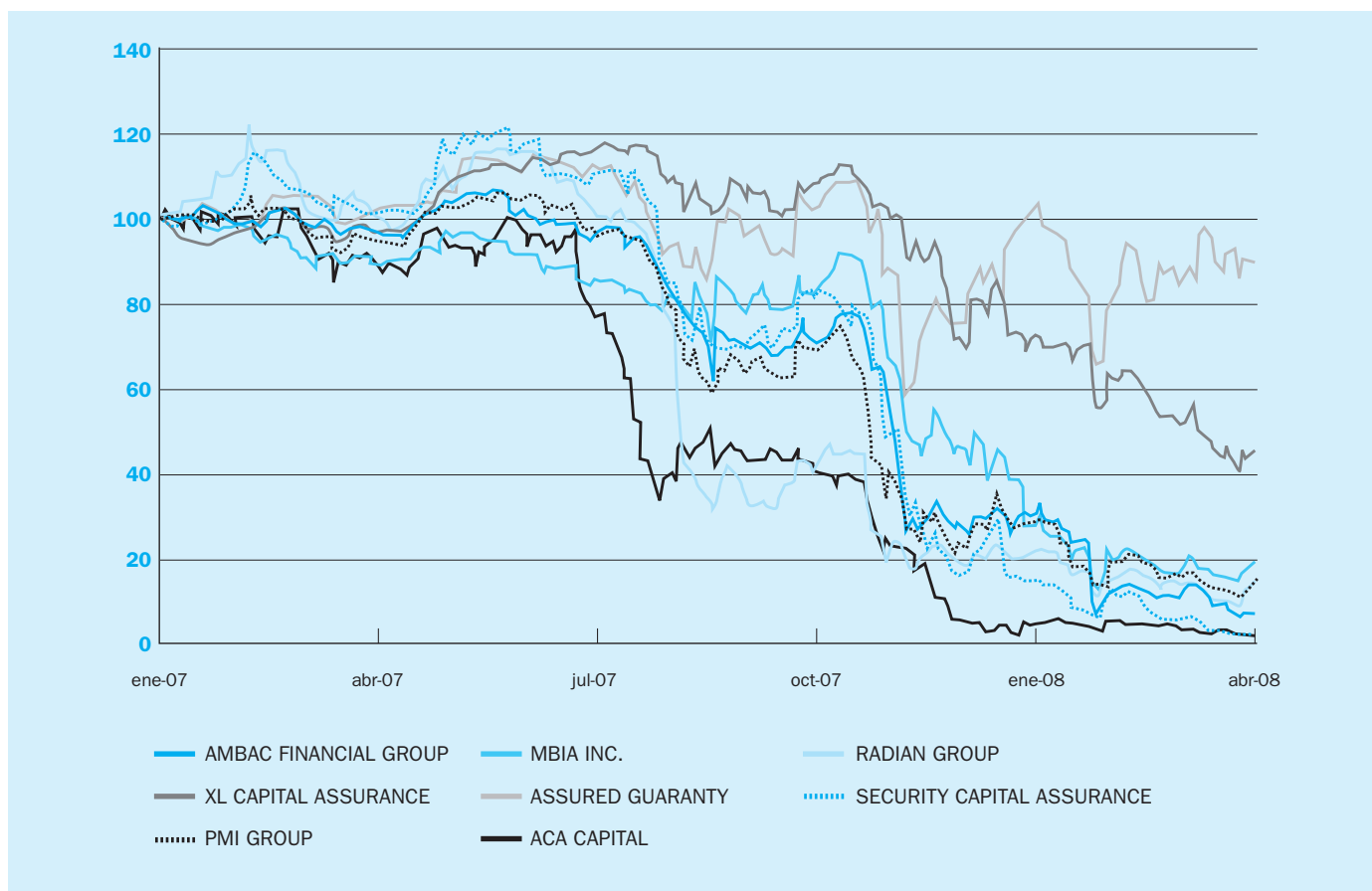
llegado a calificar dicha intervención como el final del sistema capitalista vigente desde hace muchas décadas. La expectativa de rescate en última instancia por parte de la Fed está suministrando oxígeno a Wall Street.

El rescate ('bail-out') del banco de inversión Bear Stearns, instrumentado a través de JPMorgan, pero inducido y con respaldo financiero de la Reserva Federal, se ha llegado a calificar como el final del sistema capitalista vigente desde hace muchas décadas

En fin, la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco de Suiza han establecido canales de cooperación mediante líneas de *swaps* de divisas, para satisfacer las demandas de dólares de sus bancos comerciales.

COTIZACIONES BURSÁTILES DE LAS ASEGURADORAS 'MONOLINES'

Base 100 = 1.1.2007



FUENTE: Datastream

Por su parte, el Banco de Inglaterra finalizó una carrera de despropósitos en su papel como prestador en último recurso mediante la nacionalización del Northern Rock, quinta entidad hipotecaria británica. Posteriormente, el Banco de Inglaterra ha proporcionado respiración asistida al sistema bancario, por temor a que los problemas de liquidez deriven en situaciones de insolvencia. Así, la autoridad monetaria ha permitido el canje de activos hipotecarios en los balances bancarios por bonos del Tesoro de máxima calidad crediticia.

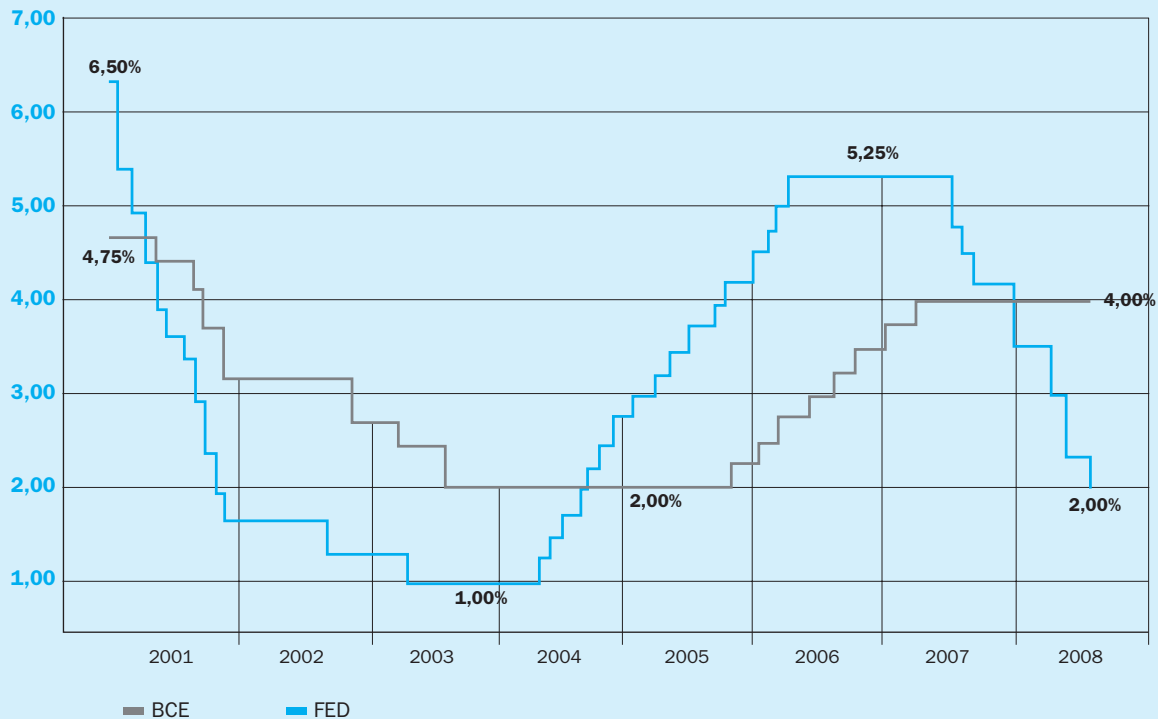
La Reserva Federal inició una reducción de sus tipos de interés oficiales (*federal funds*) desde el 5,25% (julio 2007) hasta el 2% (abril 2008). La mayor caída de los tipos a corto en relación con los de largo ha inducido una mayor pendiente de la curva de rendimientos por plazos de la deuda pública. En cualquier caso, como se sabe, “la política monetaria es como una cuerda” que permitió retener la inflación en 2004, pero puede ser ineficaz para impulsar una coyuntura económica sin expectativas en 2008. De hecho, la decidida políti-

ca monetaria de reducción de los tipos de interés apenas ha conseguido mitigar los costes de financiación a largo plazo en los mercados hipotecario y corporativo.

Igualmente poco operativos están resultando los acuerdos y compromisos con el sector privado para impulsar el mercado hipotecario mediante la renegociación voluntaria de hipotecas y el establecimiento de moratorias (Plan Paulson, Project Lifeline).

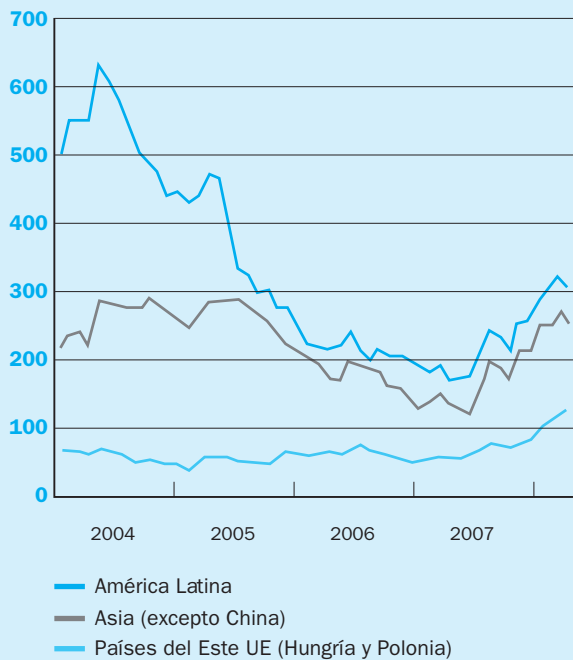
La Reserva Federal se está quedando sin cartuchos y, además, su política de tipos de interés aboca al dólar a la depreciación. Esta debilidad de la divisa estadounidense puede exacerbar la inflación doméstica. La dependencia de las importaciones energéticas a precios en máximos históricos, y la filtración de la inflación vía las importaciones procedentes de China, pueden hacer inmanejable para la Fed la disyuntiva entre impulsar la recuperación o luchar contra el repunte de la inflación.

TIPOS DE INTERÉS DE LOS BANCOS CENTRALES (FED Y BCE) Ciclo económico 2001-2008



FUENTE: FED y BCE

PRIMAS DE RIESGO PAÍS (EMBI+ EMERGENTES)
Diferencial (puntos básicos) de tipos de interés frente al dólar



FUENTE: JPMorgan

Así pues, los fundamentos económicos de Estados Unidos abocan al dólar a una situación de depreciación respecto al euro: ciclo económico en desaceleración, diferencial de tipos de interés dólar-euro y déficit elevado en la balanza por cuenta corriente, cuya financiación depende de un flujo diario de 2.000 millones de dólares procedente de capitales del resto del mundo.

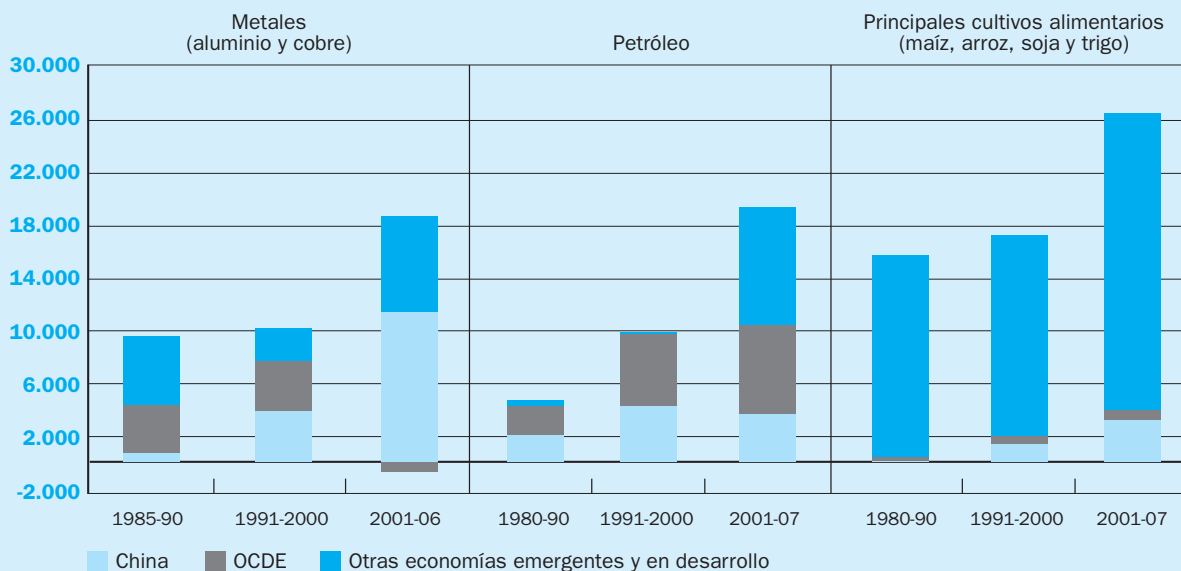
Los fundamentos económicos de Estados Unidos abocan al dólar a una situación de depreciación respecto al euro: ciclo económico en desaceleración, diferencial de tipos de interés y déficit de la balanza por cuenta corriente

No obstante, a pesar de este panorama de ajuste del mapa financiero, el sector real de la economía estadounidense sigue manteniendo un cierto tono de actividad debido a la competitividad y solidez financiera de las empresas.

En fin, los próximos trimestres van a someter a una nueva prueba la disyuntiva entre escuelas económicas: La confianza de Milton Friedman en que los *bargain hunters* posibiliten el ajuste flexible y rápido de los mercados versus la desconfianza de John M. Keynes, cuando afirmaba que las rigideces pro-

DEMANDA MUNDIAL DE MATERIAS PRIMAS

Contribución al crecimiento del consumo



Metales en cientos de miles de toneladas métricas. Cultivos alimentarios y petróleo en miles de toneladas métricas.

FUENTES: Departamento de Agricultura de Estados Unidos; Oficina Mundial de Estadísticas del Metal, BP y FMI

¿QUIÉN PAGARÁ LOS PLATOS ROTOS DE LA ESTAFA 'SUBPRIME'?

El modelo de “originar para distribuir”, que ha caracterizado la operatoria del sistema bancario americano, ha entrado en una revisión de profundo calado que exige reformas en los siguientes eslabones:

- 1. ENTIDADES ORIGINADORAS (BANCOS Y MORGACHERAS):** la separación entre la concesión del crédito y la gestión del riesgo asociado por impago introdujo el incentivo perverso de un comportamiento inadecuado (*moral hazard*) y una selección adversa (*adverse selection*) de clientes. El volumen prestado primó sobre la disciplina de seguimiento del riesgo de la cartera, dado que vendían sus derechos de crédito. Han registrado fuertes pérdidas y caídas bursátiles. Una parte de los originadores ha entrado en quiebra y ha salido del mercado. Se deberán alinear los incentivos de los originadores a la gestión del riesgo de crédito.
- 2. BANCOS DE INVERSIÓN:** opacidad y complejidad de los derivados de crédito estructurados con modelos matemáticos (*mark-to-model*) (CDO, CLO, CBO, CDO sintéticos), ajenos a la valoración en mercados eficientes y transparentes (*mark-to-market*). Las enormes pérdidas por depreciaciones de activos obligan a una pronta, costosa y voluminosa recapitalización para eludir el riesgo de insolvencia. Los bancos de inversión han incurrido en riesgo reputacional y deberán enfrentar las reclamaciones de sus clientes. Para restaurar la confianza de los inversores, deberán incorporar una mayor prima de riesgo acorde con el nivel de calidad del activo subyacente, lo que ejercerá una presión sobre sus márgenes y una reducción del volumen de negocio.
- 3. MONOLINES:** la degradación de su *rating* afectaría directamente a su *core business*, consistente en aportar garantías y calidad a las emisiones. Deberán atender las reclamaciones de los inversores. Registrarán fuertes pérdidas y la caída de sus cotizaciones bursátiles.
- 4. AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA:** incompatibilidad entre las funciones de asesoramiento y de asignación de *rating*. Registrarán una disminución de su volumen de negocio al haber incurrido en riesgo reputacional.
- 5. GOBIERNO CORPORATIVO:** los sistemas de retribución e incentivos de los directivos financieros, ligados a los resultados corrientes, no se alinean con la adecuada gestión del riesgo. Las comisiones por volumen gestionado incentivó la transmisión de productos complejos crecientemente arriesgados. Despidos de directivos (con *golden parachute*) y reducciones masivas de plantillas.
- 6. BANCOS COMERCIALES CON SIV Y CONDUITS:** Deberán abandonar el arbitraje de capital regulatorio a través de vehículos de inversión estructurada y sociedades instrumentales fuera de balance, así como las operaciones de financiación excesivamente apalancadas a partir de primas de riesgo muy bajas. Reducirán su actividad de banca de inversión (*originate-to-distribute*), en favor del modelo de banca tradicional (*buy-and-hold*). Deberán sanear sus balances mediante la captación de capital y una costosa financiación a medio y largo plazo. Registran fuertes pérdidas, caídas bruscas de su cotización bursátil y descapitalización.
- 7. HEDGE FUNDS INDEPENDIENTES:** tendrán mayores dificultades para colocar su papel comercial, debiendo incorporar primas por riesgo. Su falta de acceso a la liquidez del banco central inducirá problemas de insolvencia y quiebras.
- 8. INVERSORES (COMPAÑÍAS DE SEGUROS, FONDOS DE PENSIONES, FONDOS DE INVERSIÓN, TESORERÍAS, GESTORES DE ACTIVOS):** la coyuntura de bajos tipos de interés les indujo hacia productos financieros sofisticados de mayor rentabilidad, sin evaluar adecuadamente el riesgo de los activos subyacentes (asimetría informativa). Registrarán pérdidas al aflorar el verdadero valor de los productos suscritos.
- 9. PRIVATE EQUITY:** la financiación de compras muy apalancadas de empresas (*leveraged buy-out*, LBO) se ha traducido en que sus originadores se han quedado con una gran parte de la deuda (*pipeline risk*). Estas operaciones deberán reducir su grado de apalancamiento y riesgo, que era también titulado y transferido por los bancos de inversión.
- 10. SUPERVISORES DEL SISTEMA FINANCIERO:** desconocen el alcance de los nuevos operadores (*hedge funds*, etc.) y tienen restringida su competencia a ámbitos territoriales limitados. Se abre un horizonte de reformas para disponer de una supervisión más efectiva.
- 11. BANCOS CENTRALES:** disponen de unos instrumentos para proveer liquidez que no resuelven la potencial insolvencia en cascada de los nuevos agentes que intervienen en la canalización de los flujos internacionales de capitales. La masiva inyección de liquidez puede comprometer sus objetivos en términos de inflación. Deberán revisar la eficacia y alcance de sus competencias y de su instrumental, así como reforzar los mecanismos de coordinación doméstica con los supervisores, con otros bancos centrales y con los organismos internacionales.

yectarán el reequilibrio de los mercados a una fecha en que muchas entidades e inversores no habrán podido mantener su solvencia financiera.

CHINA Y LAS ECONOMÍAS EMERGENTES:

“OJALÁ VIVAS TIEMPOS INTERESANTES”

En la antigua China, cuando las perspectivas vitales de una persona entraban en un periodo incierto, se calificaba su futuro como “tiempos interesantes”. De hecho, un deseo de maldición hacia el prójimo se traducían en un “ojalá vivas tiempos interesantes”.

La desaceleración económica mundial y las turbulencias financieras le están echando un mal de ojo a las economías emergentes. La caída de la actividad económica en Estados Unidos y Europa se irá trasladando con un cierto retardo a las economías emergentes, a través de unos menores flujos de comercio (tanto con China como con los países pequeños y abiertos).

Por su parte, el aumento de las primas de riesgo provocado por las turbulencias financieras amenaza con impulsar los diferenciales de deuda soberana de los países emergentes. En particular, América Latina puede experimentar un cambio de escenario por esta vía, agravado por unas menores exportaciones y una reducción drástica de las trascendentales remesas de emigrantes.

En fin, la evolución del precio del petróleo, de las materias primas y de los alimentos puede consolidarse en las expectativas inflacionistas mundiales a medio plazo, afectando a las balanzas por cuenta corriente y a la propia estabilidad social de las economías emergentes no exportadoras de *commodities*, que son especialmente vulnerables ante dicho escenario.

Ciertamente, los países de las áreas emergentes del mundo que se están incorporando a mayores cotas de crecimiento y bienestar (China, India, Vietnam, etc.) pueden registrar una evolución desde su reciente ciclo expansivo hacia “tiempos interesantes”.

En concreto, China está registrando una coyuntura económica muy recalentada que amenaza con un ajuste. El crecimiento a tasas anuales de dos dígitos se ha traducido en una inflación desbocada que cabalga hacia el 10%. La celebración de los Juegos Olímpicos de Pekín 2008 añade más leña a

‘TOWARDS A SYSTEMIC FINANCIAL MELTDOWN?’ EL INQUIETANTE INTERROGANTE DEL PROF. ROUBINI (STERN NYU)



El Prof. Nouriel Roubini (Stern School of Business, New York University) anticipó la actual coyuntura económica hace casi dos años en su *A coming recession in the US economy?* (www.rgemonitor.com, 17 de julio 2006).

Más recientemente, el Prof. Roubini ha advertido sobre la probabilidad creciente de que el deterioro de la actividad económica provoque depreciaciones adicionales de activos que desemboquen en una recesión sistémica, disruptiva, profunda y duradera. Este círculo vicioso de turbulencias provocaría una catástrofe económica y financiera a escala global. La crisis de las hipotecas *subprime* constituiría sólo el primer episodio de una avalancha de depreciaciones de activos a lo largo de 2008-09. Martin Wolf se ha sumado con entusiasmo a dicha tesis desde su columna en *Financial Times*.

El Prof. Roubini desgana las siguientes etapas de este escenario de pesadilla (*The rising risk of a systemic financial meltdown*, 2008):

1. La brusca caída del precio de las viviendas –que alcanzaría el 30%– provocará una fuerte contracción del efecto-riqueza en las familias y numerosas quiebras entre las empresas inmobiliarias (promotoras, constructoras).
2. Las entidades financieras restringirán la concesión de créditos hipotecarios, ante el aumento de la morosidad y las expectativas de reducción del valor de la garantía hipotecaria.
3. El *credit crunch* bancario se extenderá desde el crédito hipotecario hacia el crédito al consumo (automóvil, tarjeta de crédito).
4. Las aseguradoras de bonos de titulización (*monolines*) perderán la calificación AAA de su *rating*, derivando en

depreciaciones adicionales (*writedowns*) de los activos financieros respaldados por los créditos hipotecarios (*residential mortgage-backed securities*, RMBS).

5. El colapso del mercado inmobiliario se extenderá al sector no residencial (oficinas, plantas industriales).
6. Algunas entidades financieras deberán ser rescatadas para evitar su quiebra.
7. Algunas operaciones apalancadas de capital-riesgo (*leveraged buy-out*) aflorarán en forma de fuertes pérdidas en los balances del sistema financiero.
8. Las empresas muy endeudadas y con beneficios bajos se acogerán al concurso de acreedores o se declararán en quiebra. Las pérdidas en los *Credit Default Swaps* (CDS) suscritos para asegurar la emisión de deuda corporativa provocarán la quiebra de algunas aseguradoras.
9. Un número elevado de instituciones financieras independientes (*hedge funds*, SIV) entrarán en quiebra, por no gozar de financiación contingente o posibilidad de rescate, al tiempo que no tienen acceso directo a la inyección de liquidez de su banco central.
10. Las cotizaciones de las acciones y de los índices de capitalización en las bolsas de valores colapsarán en cascada.
11. La persistencia de la falta de liquidez en los mercados interbancarios y monetarios incrementará los riesgos de insolvencia.
12. La etapa final estará caracterizada por un círculo vicioso de pérdidas empresariales, reducciones de capital, contracción del crédito bancario y liquidación de activos a precios de descuento, que alcanzarán una cifra estimada de 1,7 billones de dólares.

El Prof. Roubini sitúa estos escenarios de la economía mundial a lo largo de los ejercicios 2008 y 2009, ya que no confía en el desacoplamiento (*decoupling*) del resto del mundo –incluida China– respecto al epicentro de la turbulencia situado en Estados Unidos.

En su análisis sobre si las autoridades monetarias podrán evitar dicha catástrofe, la propia pregunta incorpora la respuesta: *Can the Fed and policy makers avoid a systemic financial mel-*

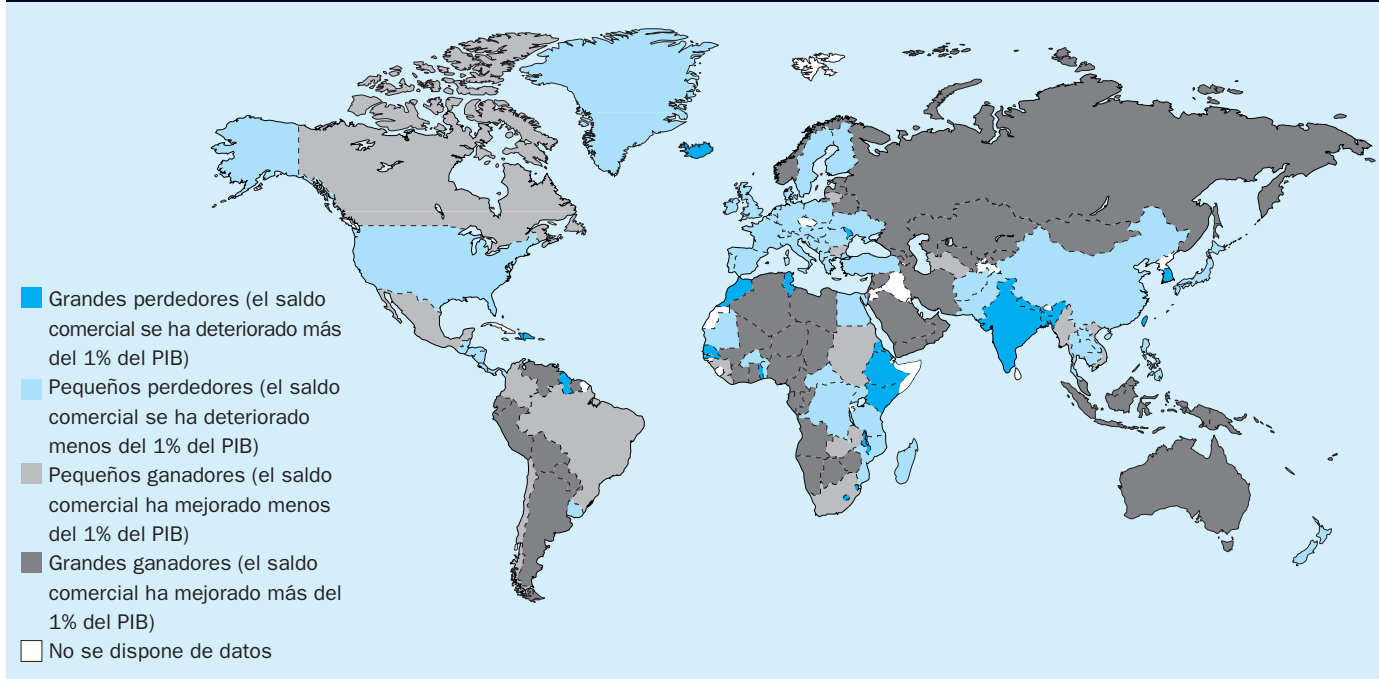
tdown? Most likely not (2008). En opinión del Prof. Roubini, los bancos centrales han actuado demasiado poco y demasiado tarde (*too little, too late*):

1. La reducción del tipo de interés de los *fed funds* comprometerá la depreciación del dólar y el repunte de la inflación.
2. La política monetaria expansiva (tipos de interés y de descuento a la baja) atiende a problemas de falta de liquidez, pero no resolverá las crecientes situaciones de insolvencia.
3. La degradación del *rating* de las aseguradoras *monolines* afectará al conjunto del sistema.
4. Los fondos soberanos no seguirán dispuestos a adquirir el conjunto de los activos depreciados hasta que el mercado y el dólar toquen fondo.
5. La política de estímulo fiscal mediante transferencias no cubrirá el conjunto de pérdidas de la riqueza neta de las familias.
6. Los bancos centrales no disponen de instrumentos para resolver los problemas de las instituciones financieras (*hedge funds*, SIV/*conduits*) que han proliferado a la sombra de los bancos (*shadow financial system*).
7. Las instituciones supervisoras están calibrando si sus exigencias reguladoras, tales como la transparencia en la afloración de pérdidas, comprometen la estabilidad sistémica de los intermediarios financieros.
8. El propio volumen de negocio bancario registrará una contracción severa.

En conclusión, el Prof. Roubini considera que lo peor de la crisis financiera y de restricción de crédito está por llegar, abocando a la economía americana a una recesión con estancamiento durante los próximos 12-18 meses. Una vez superado el respiro de complacencia derivado del rescate de Bear Stearns, la política agresiva de reducción de tipos de interés por la Reserva Federal será incapaz de prevenir la caída en recesión, con sucesivas declaraciones de pérdidas, depreciaciones de activos y quiebras de instituciones financieras y corporaciones empresariales.

BALANZA COMERCIAL Y PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS

Ganadores y perdedores



FUENTE: FMI

la caldera de los precios. Resulta sintomático que el primer ministro Wen Jiabao haya situado la lucha contra la inflación como el objetivo prioritario. El People's Bank of China ha tenido que aumentar de forma recurrente su tipo de interés y el coeficiente de caja bancario, amenazando con afectar a la inversión.

La inflación adquiere tintes dramáticos en los precios de los alimentos, particularmente en la carne de cerdo. Los cientos de millones de chinos pobres de las áreas rurales han incorporado a su dieta durante los últimos años unos productos alimenticios que ahora no pueden pagar. La inestabilidad social está haciendo cuestionar el liderazgo del Partido Comunista como el "gran timonel" que construye una sociedad "armoniosa". En consecuencia, el XVII Congreso del PCCh aprobó en octubre de 2007 una transición desde el modelo de crecimiento basado en la inversión extranjera directa y la exportación –que ha favorecido exclusivamente a las provincias costeras– hacia unas bases económicas que impulsen también el consumo doméstico de las familias y la difusión del bienestar económico hacia las provincias rurales del interior.

La gestión del tipo de cambio del renminbi/yuan sigue su senda de apreciación respecto al dólar, desde la paridad fija de 8,28 yuanes/dólar del periodo 1994-2005, hasta una cotización vigente alrededor de 7 yuanes/dólar. La normalización del régimen cambiario chino significa una presión sobre la competitividad de las exportaciones. Los cambios registrados en los niveles salariales y en las relaciones laborales también están afectando a las decisiones de localización industrial a escala global, en favor de destinos alternativos (Vietnam, etc.).

El recalentamiento de la coyuntura económica de China amenaza con un ajuste: crecimiento a tasas anuales de dos dígitos, inflación desbocada, tipos de interés al alza, apreciación del renminbi/yuan y familias apalancadas en la burbuja bursátil

A corto plazo, el problema más acuciante puede venir del ajuste de la bolsa china, cada vez más integrada en los ciclos bursátiles internacionales. El alto grado de apalancamiento de las inversiones de las familias chinas en la suscripción de acciones emitidas en las últimas IPO puede significar un ajuste coyuntural brusco a lo largo de 2008.

Y LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA AMERICANA, ¿PARA CUÁNDO?

La pregunta ineludible que inicia los foros de debate sobre la actual coyuntura económica –una vez que el cambio de ciclo ya no es objeto de discusión– consiste en dilucidar la naturaleza, profundidad y duración de la crisis.

CRISIS SUAVE Y BREVE

La visión más optimista, abanderada por Wall Street, considera que los mercados financieros diluirán la desconfianza en los próximos meses. La reducción de las primas de riesgo, la política monetaria expansiva y de reducción de los tipos de interés de la Reserva Federal y el paquete de estímulo fiscal de la Administración Bush impulsarán la recuperación de la actividad económica a lo largo del segundo semestre de 2008.

CRISIS PROFUNDA Y DURADERA

La aproximación que está ganando más adeptos entre los analistas de la coyuntura económica defiende un estancamiento de la economía americana durante 2008-09, debido a la gravedad de la crisis inmobiliaria. La caída de los visados, de las nuevas construcciones y de las ventas ajustará bajo la forma de una debacle de los precios en 2008-2010. El número de familias que harán “sonar el cascabel” (envío al banco de las llaves de la vivienda) alcanzará los 21 millones. Esta caída del efecto riqueza contaminará el consumo privado –que representa el 70% del PIB–, la capacidad de ahorro y el ratio de endeudamiento (136% sobre la renta familiar disponible bruta). Esta contracción se sumará a la provocada por la caída de la bolsa, la restricción crediticia (vivienda y consumo), la inflación y la destrucción de empleo. La crisis de las hipotecas *subprime* de la vivienda se trasladará al mercado de oficinas y al crédito al consumo, al crédito apalancado LBO,

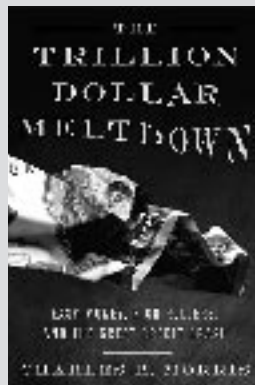
al crédito comercial e industrial y, en fin, al mercado de bonos corporativos y CDS.

RECESIÓN CON *DOUBLE-DIP* TRANSITORIO

La economía americana está entrando en recesión, pero el paquete de estímulo fiscal lanzado por el gobierno federal impulsará la actividad económica durante la segunda mitad de 2008. La dilución en el tiempo del estímulo fiscal transitorio arrastrará a la economía a una nueva caída de la actividad durante el primer trimestre de 2009. El perfil de dicho *double-dip* dependerá de si la transferencia de renta a las familias se destina al consumo o a saldar los descubiertos en cuenta (y en las tarjetas de crédito) y a atender las cuotas impagadas de su crédito hipotecario.

DEPRESIÓN ECONÓMICA

El escenario pesimista de depresión económica cuenta con escasos defensores. La Reserva Federal ha estado presta a instrumentar una política monetaria expansiva, bajando los tipos de interés de los fondos federales y de descuento. La reacción fiscal de la Administración federal ha sido también inmediata. Los bancos comerciales, los bancos de inversión y otros agentes económicos se han visto impelidos a aflorar las depreciaciones de sus inversiones a la mayor brevedad, posibilitando la reestructuración de su modelo bancario *originate-to-distribute*. Las empresas gozan de solidez financiera. La depreciación del dólar disminuirá las importaciones y aumentará las exportaciones, permitiendo la reducción del déficit comercial y por cuenta corriente. La economía americana sigue liderando el espíritu emprendedor y la productividad, en un marco de flexibilidad sectorial y territorial del mercado de trabajo.



ZONA EURO: REGRESO AL PASADO

DE NUEVO LA DISYUNTIVA ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

El Banco Central Europeo (BCE) vuelve a enfrentarse a la disyuntiva entre inflación y crecimiento económico en la zona euro. Ya lo hizo durante la primera mitad de la década, cuando la inflación superaba el límite del 2% y la zona crecía a tasas raquíticas, inferiores incluso al 1%.

En esa ocasión, el Banco Central Europeo primó el objetivo de inflación cuando en diciembre de 2005 comenzó la secuencia que incrementó su tipo de interés de referencia desde el 2% hasta el 4%. Y lo hizo a pesar de verse sometido a presiones externas, procedentes tanto de países miembros de la zona como de instituciones internacionales.

¿Objetivo inflación por encima de todo?
El BCE vuelve a enfrentar la disyuntiva entre inflación y crecimiento, su sino desde que tomó las riendas de la política monetaria única

Los acontecimientos asociados a la crisis financiera salidos a la superficie en el verano de 2007 frenaron el proceso de normalización monetaria. El Banco Central Europeo tenía en agenda incrementos adicionales que hubieran situado el tipo de referencia entre el 4,25% y el 4,5% a finales de 2007. Sin embargo, la alta incertidumbre generada en torno a los mercados financieros desde entonces ha inducido al BCE a mantenerlos al 4%, su nivel actual.



ALIMENTOS: S.O.S

Los organismos internacionales (FAO [ONU], Banco Mundial) han lanzado una llamada de socorro ante la evolución alcista de los precios de los alimentos básicos, que amenaza con provocar una plaga de supervivencia en distintas regiones del Tercer Mundo.

Las causas de esta espiral tienen fundamentos estructurales y coyunturales:

- Las amplias bases demográficas de los países emergentes que están accediendo al desarrollo (China, India) están enriqueciendo su dieta con proteínas cárnicas (cerdo, vacuno, cordero, pollo). El factor de conversión de cereales en carne está presionando sobre la demanda de soja y otras materias primas alimenticias.
- La elaboración de biocombustibles, como el bioetanol (maíz) y el biodiésel (trigo, soja, colza), está absorbiendo una parte creciente de las cosechas de materias primas alimenticias básicas. Así, en Estados Unidos, el 25% del maíz se destina a atender el 3% de la demanda de gasolina para automoción. El presidente Lula de Brasil –segundo productor mundial de bioetanol– ha rechazado que los biocarburantes sean causantes de la crisis alimentaria.
- La reforma de la Política Agraria Comunitaria (PAC) de la Unión Europea, desacoplando las ayudas de la producción (sujeta a cuotas), ha reducido los excedentes de productos agrícolas y ganaderos.
- Condiciones climatológicas (sequías) e incrementos de costes (energía, fertilizantes) en grandes productores (Australia, Ucrania).
- La crisis financiera ha desviado la especulación desde los mercados bursátiles y monetarios hacia los mercados de futuros de *commodities* (tanto energéticas como alimentarias). Las pérdidas latentes de muchos inversores (*hedge funds*, etc.) puede haberles inducido una huida hacia adelante para cubrir las depreciaciones de su balance mediante el juego de “doble o nada” en los mercados de futuros. Las masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales –ante el *credit crunch* a familias, empresas, interbancario, etc.– puede haber encontrado su válvula de escape en la especulación en los mercados de futuros. Está por ver si la actual coyuntura alcista revertirá en algún momento en abruptas operaciones especulativas a la baja.
- Los países exportadores de materias primas, como el trigo (Rusia, Ucrania), la soja (Argentina), o el arroz (India, Vietnam, Egipto), están anteponiendo la autosuficiencia alimentaria por moti-

Pero los acontecimientos acaecidos durante los últimos seis meses han ido dibujando un escenario complicado que vuelve a poner en primer plano la disyuntiva entre inflación y crecimiento.

La inflación de la zona euro se situó en el 3,6% en marzo de 2008, la tasa más alta desde la introducción del euro. Al mismo tiempo, los indicadores de confianza de empresarios y consumidores y las perspectivas de crecimiento para la zona se están deteriorando sustancialmente, lo que vuelve a levantar voces y presiones sobre la necesidad de que el BCE relaje el tipo de interés, siguiendo el ejemplo de la Reserva Federal en Estados Unidos.

Pero, previsiblemente, el Banco Central Europeo volverá a primar el objetivo de inflación. Sólo un fuerte deterioro de la situación económica, acompañado de unas perspectivas para la inflación compatibles con su objetivo a medio plazo de 2% o inferior, llevará al BCE a reducir el tipo de interés. Ninguna de estas dos circunstancias caracteriza nuestras previsiones para los próximos dos años.

El hábito de pensar en la Unión Europea como en un conjunto de economías, más que como en un área económica única, continúa arraigado. Ciertamente, hay razones para singularizar a los países componentes de la Unión Europea.

Los Estados miembros son países soberanos que continúan gestionando buena parte de su política económica, lo que da pie a las peculiaridades propias y la consiguiente segmentación del mercado europeo.

Sin embargo, quince de los Estados miembros comparten moneda y política monetaria comunes, formando la zona euro. El Banco Central Europeo, con sede en Frankfurt, dicta las condiciones monetarias a las que se ven sujetos todos los países miembros de la zona, y lo hace teniendo en cuenta la evolución del nivel de precios en el conjunto de la zona, no en un país en particular. Así, el tipo de interés a corto plazo que puede esperar un país miembro no depende de sus condiciones económicas, sino de las condiciones económicas agregadas de la zona, lo que por sí sólo da sentido y hace ineludible el análisis de la zona euro como área económica única.

ESCENARIOS DE PREVISIÓN

CENTRAL

Bloque exterior	2008	2009
Encarecimiento de las materias primas	5%	5%
Crecimiento mundial	3,5%	3,5%
Tipo de interés de la Reserva Federal	2%	2%
Tipo de cambio €/ \$	0,7-0,65	0,7-0,65

Bloque interior	2008	2009
Tipo de interés del BCE	4%	4%

ALTERNATIVO

	2008	2009
Crecimiento mundial	2%	2%

PREVISIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN PARA LA ZONA EURO

ESCENARIO CENTRAL

Desaceleración del crecimiento mundial

	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (%)
2005	1,7	2,2
2006	2,9	2,2
2007	2,6	2,1
2008	2,0	3,0
2009	1,6	2,5

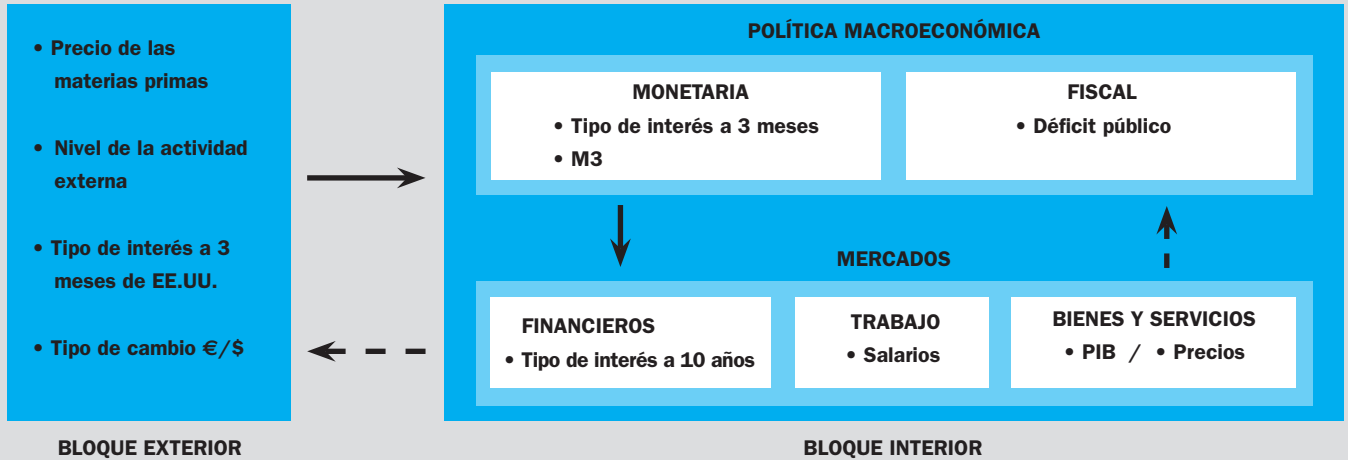
ESCENARIO ALTERNATIVO

Mayor desaceleración del crecimiento mundial

	Crecimiento del PIB (%)	Inflación (%)
2005	1,7	2,2
2006	2,9	2,2
2007	2,6	2,1
2008	1,8	3,0
2009	1,3	2,3

FUENTE: Elaboración propia

MODELO MACROECONÓMICO DE LA ZONA EURO



Los 11 indicadores macroeconómicos que contiene el modelo están agrupados en dos bloques principales que representan, respectivamente:

- La evolución externa de la economía de la zona euro.
- La evolución interna de la economía de la zona euro.

El bloque externo resume el entorno internacional de la zona euro mediante cuatro indicadores:

- El precio de las materias primas.
- El nivel de actividad en el exterior de la zona euro.
- Las condiciones monetarias externas, representadas por el tipo de interés del mercado monetario de Estados Unidos y el tipo de cambio euro/dólar (€//\$).

El bloque interno está, a su vez, dividido en dos:

- La evolución de la política macroeconómica está representada en su doble dimensión:
 - Indicador fiscal: déficit público.
 - Indicadores monetarios: tipo de interés a corto plazo y el agregado monetario M3.
- La evolución de los mercados se resume en cuatro indicadores:
 - Tipo de interés a largo plazo.
 - Nivel de salarios.
 - Nivel de precios.
 - Producto interior bruto (PIB).

La estructura del modelo facilita el análisis y la cuantificación del impacto que distintos escenarios internacionales y de política ma-

croeconómica puedan tener sobre la evolución del crecimiento y la inflación de la zona euro.

En términos econométricos, el modelo es un vector autorregresivo estimado con técnicas bayesianas. Utilizando la notación convencional en el análisis de regresión, puede expresarse como sigue:

$$Y_t = X_{t-1} \beta + e_t$$

$n \times 1$ $n \times 1$

donde el componente aleatorio $\varepsilon_t | X_{t-1} \sim N(0, \Sigma)$ y

el vector Y_t contiene los 11 indicadores macroeconómicos ($n=11$) y cada ecuación contiene k coeficientes correspondientes a los $m=4$ retardos de cada uno de los n indicadores y al componente aleatorio Z .

$$Y_t = \begin{bmatrix} Y_{1,t} \\ \vdots \\ Y_{n,t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_{1,t-1} & \dots & X_{m,t-1} \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{1,t-1} & \dots & X_{m,t-1} \end{bmatrix} \beta + e_t$$

Desde la perspectiva bayesiana, β es un vector aleatorio cuya distribución a priori $\beta | X_{t-1} \sim N(\beta_{t-1}, \Omega_{t-1})$ es actualizada con cada nuevo dato muestral para generar la distribución a posteriori $\beta | X_{t-1}, Y_t \sim N(\beta_t, \Omega_t)$. La distribución resultante, una vez procesada toda la muestra, es la utilizada para generar las previsiones bajo los distintos escenarios.

**PREVISIONES DE INFLACIÓN
Y CRECIMIENTO**

Presentamos a continuación nuestras previsiones de inflación y crecimiento para la zona euro. Las previsiones se realizan con el modelo econométrico estimado para la zona euro que se describe en el recuadro adjunto. El horizonte de previsión

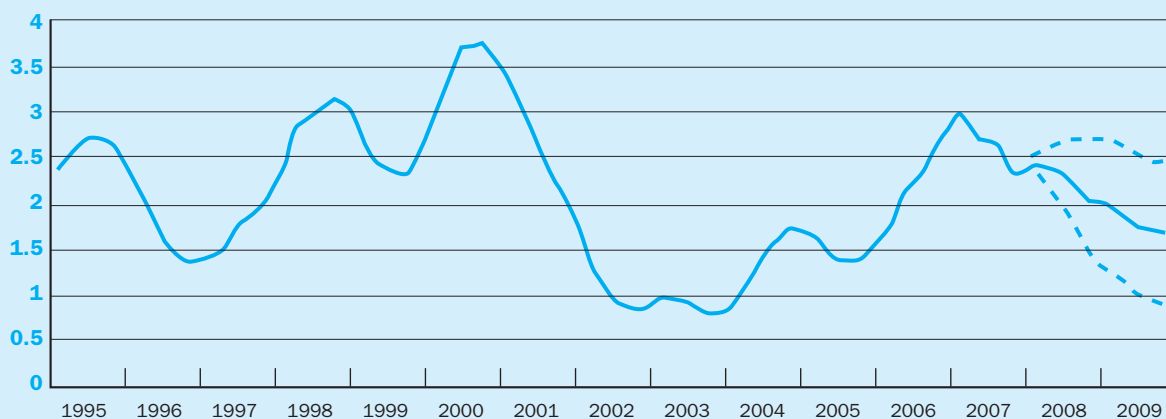
es de dos años y las previsiones están condicionadas a los escenarios que se detallan seguidamente.

ESCENARIOS

Consideramos un escenario central y uno alternativo, resumidos en la tabla adjunta.

CRECIMIENTO EN LA ZONA EURO (%)

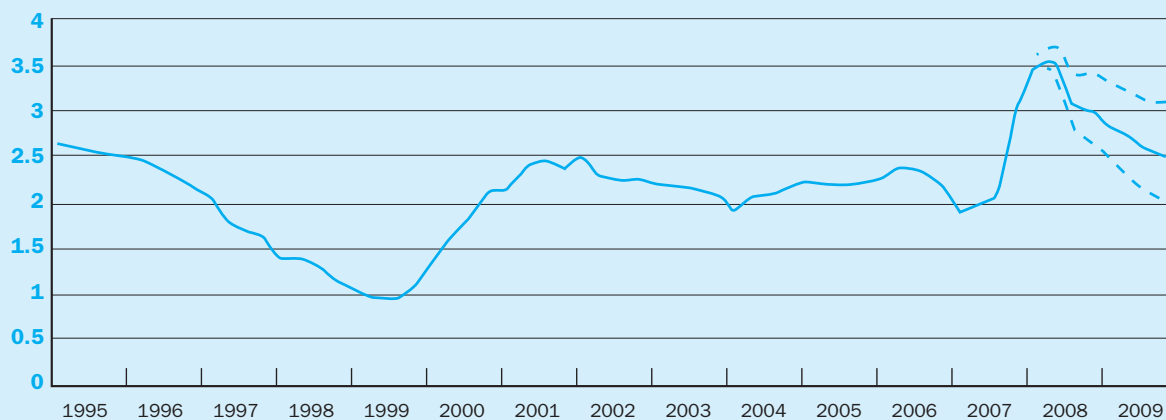
Escenario central



FUENTE: Elaboración propia

INFLACIÓN EN LA ZONA EURO (%)

Escenario central



FUENTE: Elaboración propia

MAPA DE LA ZONA EURO



Nuestro escenario central incorpora una desaceleración de la economía mundial y mantiene una situación de *status quo* en las condiciones monetarias y salariales de la zona euro.

El mantenimiento del tono actual de la política monetaria en la zona euro compagina con la desaceleración simultánea del crecimiento y la inflación durante el 2008 y 2009

Comenzando por el bloque externo, el escenario supone que durante 2008 y 2009 los precios de las materias primas crecerán al 5% y, en línea con las previsiones recientes del Fondo Monetario Internacional, el nivel de actividad mundial lo hará al 3,5%. Por su parte, el tipo de interés de los fondos federales se sitúa en el entorno del 2% y el tipo de cambio € / \$ en el rango entre 0,7 y 0,65 euros por dólar.

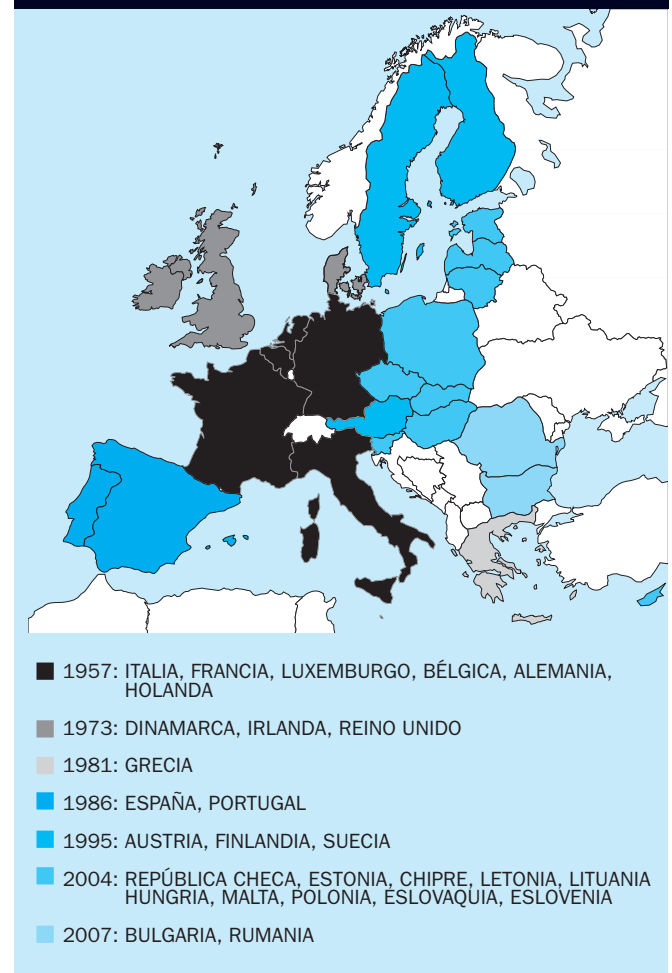
Por lo que respecta al bloque interno, el escenario mantiene el tono actual de la política monetaria en la zona euro, con el tipo

de interés de referencia del Banco Central Europeo situado en el 4% y el crecimiento de la liquidez en el entorno del 5% anual. Finalmente, el escenario incorpora un crecimiento salarial medio del 2% durante el horizonte de previsión.

El mantenimiento del tipo de interés en el 4% durante 2009 se fundamenta en la firme posición antiinflacionista del BCE, que prevemos prevalecerá hasta que la inflación esté plenamente encauzada. En cualquier caso, una reducción al 3,75% en 2009 no afecta a nuestras previsiones.

Frente al escenario central, el escenario alternativo considera la posibilidad de que se produzca una desaceleración drástica de la tasa de crecimiento del nivel de actividad mundial, pasando del 3,5% del escenario central al 2% anual durante el 2008-09.

MAPA DE LA UNIÓN EUROPEA



PREVISIONES

Las previsiones de crecimiento e inflación asociadas a cada uno de los dos escenarios se presentan en la tabla y el gráfico adjuntos.

Destacamos los siguientes aspectos:

- Las perspectivas macroeconómicas que proyecta el escenario central para la zona euro son de clara disminución del crecimiento y de resistencia a la baja de la inflación. El crecimiento se sitúa por debajo del potencial, en el entorno del 2% en 2008 y del 1,6% en 2009. La inflación no baja del 2,5%, por encima del objetivo de medio plazo del Banco Central Europeo.
- La posibilidad de que se produzca una reducción sustancial del crecimiento mundial se traduce en una disminución de entre dos y tres décimas del crecimiento en la zona euro, acercando la tasa del 2009 al 1%. La inflación, por su parte, experimenta una ligera reducción en 2009.

Vistas en conjunto, las previsiones devuelven a la zona euro a un escenario macroeconómico similar al experimentado durante la primera mitad de la presente década, con bajo crecimiento económico e inflación situada a niveles incómodos para facilitar un posible descenso del tipo de interés por parte del Banco Central Europeo.

UNIÓN EUROPEA: EXTRAMUROS DE LA ZONA EURO

Los países miembros veteranos de la Unión Europea que no han adoptado el euro acabaron el 2007 con resultados macroeconómicos diversos. El Reino Unido fue el que creció a mayor tasa (3%), seguido de Suecia (2,6%) y de Dinamarca (1,8%). Esta última redujo a la mitad su crecimiento con respecto a 2006, adelantándose a la desaceleración general prevista para el 2008 y 2009. El factor más significativo detrás de la reducción del crecimiento en Dinamarca ha sido el enfriamiento del sector residencial.

Las previsiones para 2008-09 son de clara desaceleración en los tres países miembros, que por primera vez en los últimos años pueden llegar a crecer a tasas inferiores a las de la zona euro.

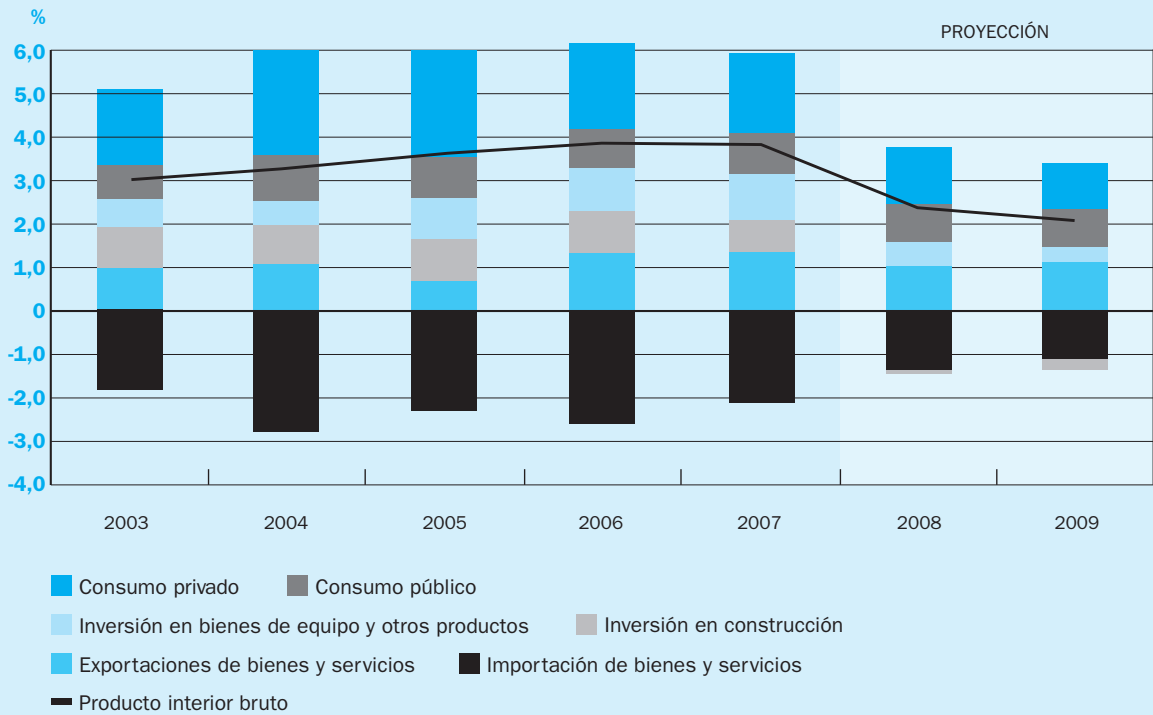
El bloque de los doce países incorporados a la Unión Europea desde 2004 siguió creciendo en 2007 a una tasa media superior al 6%. Las previsiones para 2008-09 proyectan, sin embargo, una sustancial reducción de la tasa media hasta niveles próximos al 4,5%.

Esta reducción viene de la mano del componente interno de la demanda agregada, que, alimentada por los flujos de capital externo, es el motor de crecimiento de estas economías. La crisis crediticia dañará a esta demanda al afectar de forma clara a los flujos de financiación externa.



PIB ECONOMÍA ESPAÑOLA (2003-09): COMPONENTES DE DEMANDA

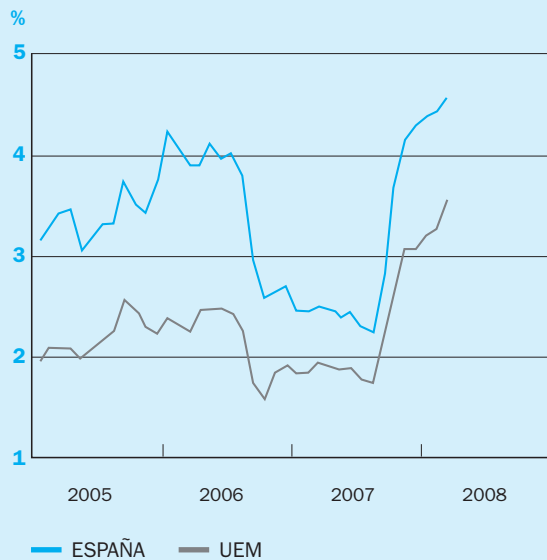
Tasas de variación interanual



FUENTE: Banco de España

INFLACIÓN

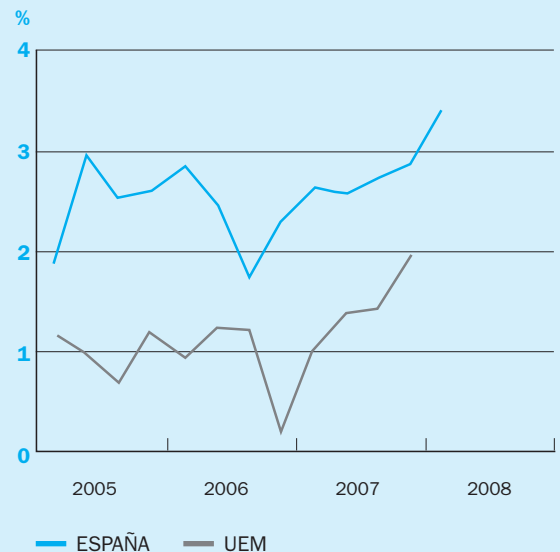
IPC armonizado, tasa de variación interanual



FUENTE: INE y Eurostat

COSTES LABORALES UNITARIOS

Por unidad de producto, tasas de variación interanual



FUENTE: INE y Eurostat

ECONOMÍA ESPAÑOLA ¿Desaceleración o crisis de modelo?

CUADRO MACROECONÓMICO

La economía española sigue registrando una desaceleración intensa de su tasa de crecimiento, debido al frenazo de la actividad inmobiliaria, la ralentización del consumo y de la inversión en bienes de equipo, y la aportación negativa del sector exterior. Las proyecciones 2008-2009 de la actividad por componentes de demanda confirman este patrón de fuerte desaceleración, que no podrá detener un alto nivel de empleo de partida, un superávit público en trance de ser dilapidado, los balances saneados de las empresas o la solidez del sistema financiero.

En particular, el consumo privado de las familias –que representa el mayor componente de la demanda– está registrando una fuerte contracción debido a la disminución de la renta disponible por el repunte del paro, la subida del Euribor, la

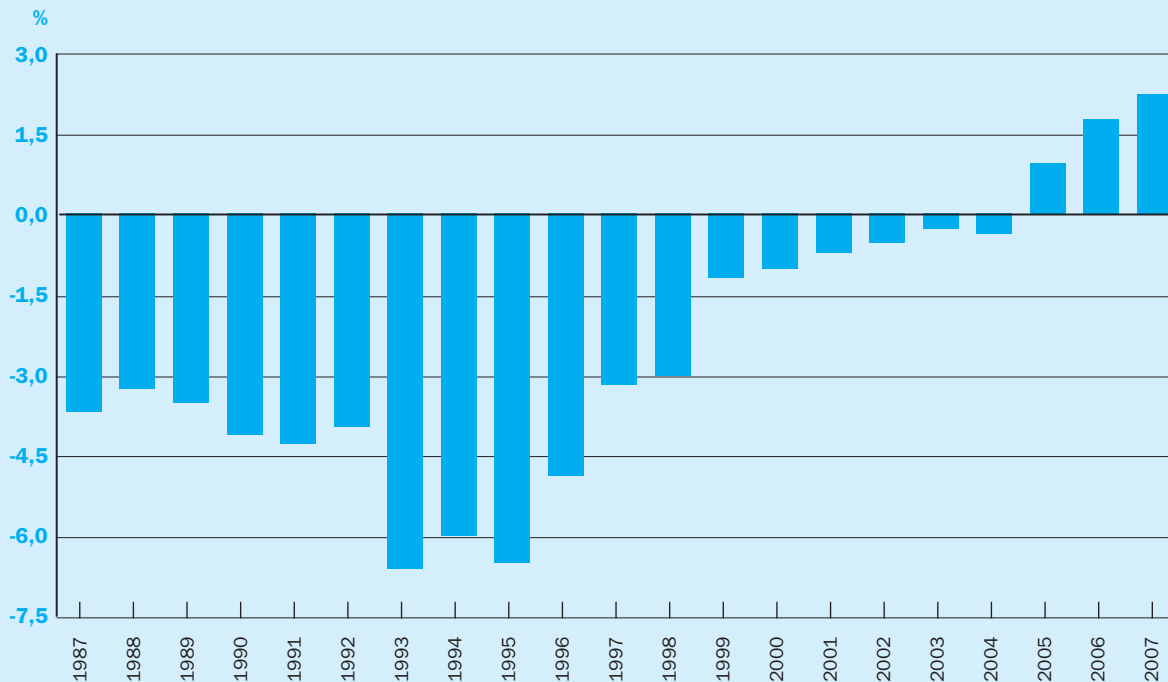
pérdida de poder adquisitivo de la cesta de la compra por la inflación, una preferencia por el ahorro (motivo precaución) y un efecto riqueza negativo (vivienda y cartera de inversión).

La caída de las expectativas empresariales se está traduciendo en un ajuste de la inversión en bienes de equipo, alimentada hasta ahora por los altos niveles de beneficios y el acceso a un endeudamiento barato.

La economía española sigue registrando una desaceleración intensa de su tasa de crecimiento, debido al frenazo de la actividad inmobiliaria, la ralentización del consumo y de la inversión en bienes de equipo, y la aportación negativa del sector exterior

La inversión en construcción residencial cae abruptamente, desde su posición de pilar de la expansión del PIB durante el pasado ciclo.

DÉFICIT/SUPERÁVIT DE LAS AA.PP. Porcentaje sobre el PIB



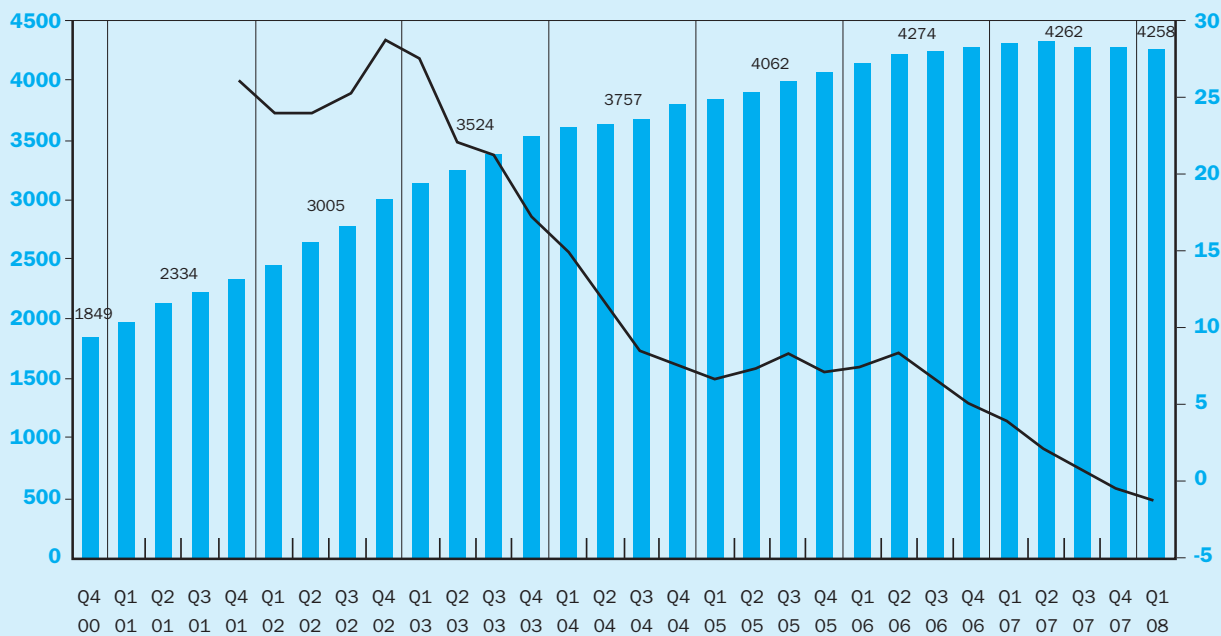
FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda

PRECIO DE LA VIVIENDA

Vivienda usada. Precio medio (€/m²) e incremento interanual (%)

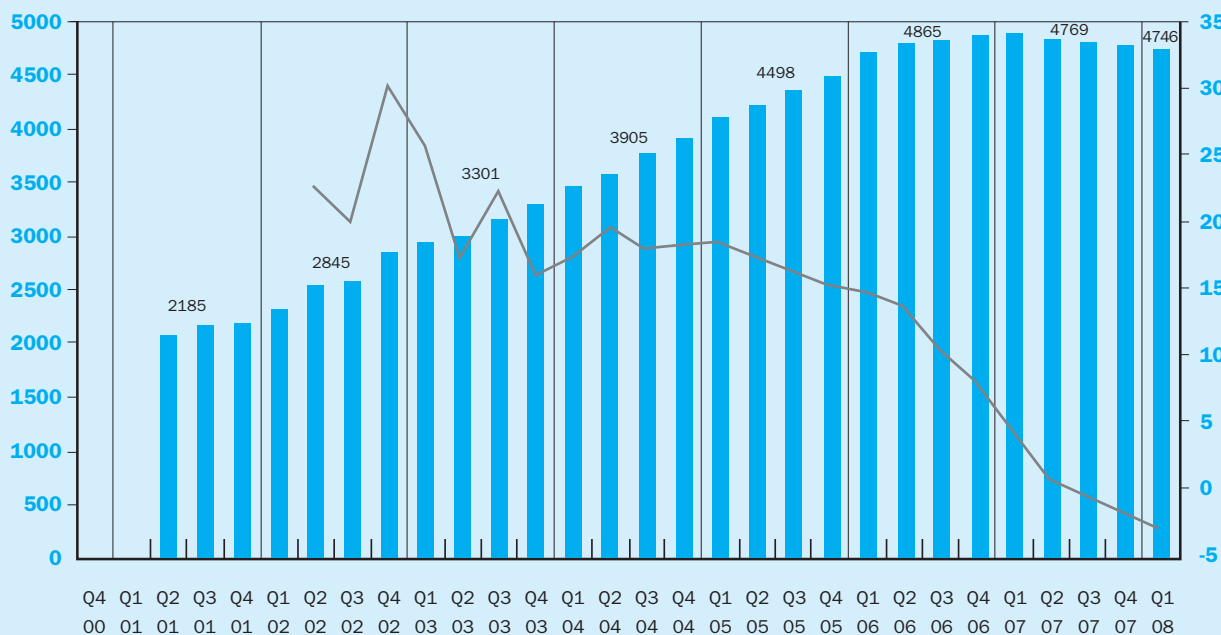
MADRID CAPITAL

Euros por m²

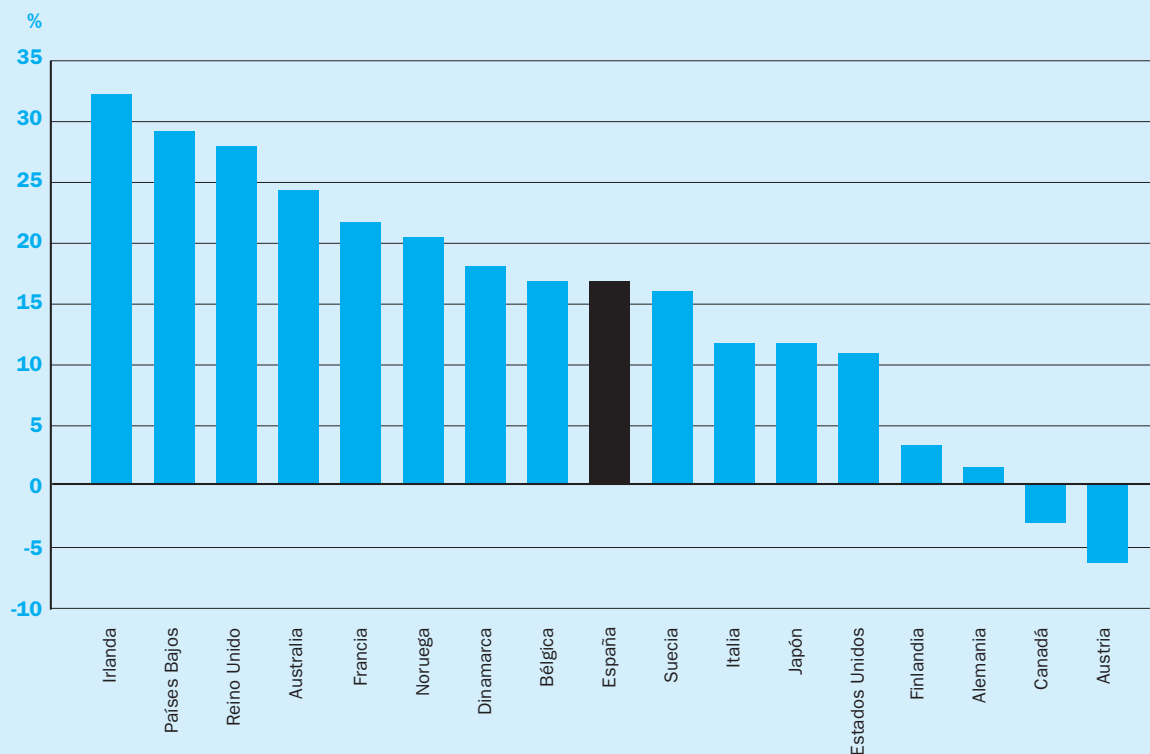


BARCELONA CAPITAL

Euros por m²



SOBREVALORACIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA Porcentaje



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

La demanda externa (exportaciones menos importaciones) reducirá el peso de su aportación negativa a la evolución del PIB.

EMPLEO, INFLACIÓN Y SALARIOS

El creciente deterioro del modelo de crecimiento (consumo familiar endeudado y construcción apalancada) está ajustando mediante el repunte de la tasa de desempleo. El endurecimiento del crédito a las familias y a las empresas aporta un panorama de mayor contracción de los niveles de actividad y empleo.

Una incógnita a dilucidar consiste en si el ajuste del empleo recaerá sobre la población de reciente inmigración, incentivado con políticas de capitalización del subsidio de paro y repatriación. No obstante, la flexibilidad salarial y la movilidad geográfica y funcional de los trabajadores inmigrantes, en relación con los trabajadores españoles, mantiene las hipótesis abiertas sobre la distribución social del ajuste.

La inflación de la economía española se ha disparado, impulsada por el precio de los carburantes y de los alimentos. El diferencial de precios con la zona euro, el crecimiento nominal de los salarios, y una menor productividad, se traduce en unos costes laborales unitarios (CLU) que siguen deteriorando la competitividad de las empresas españolas en su mercado natural. Esta circunstancia anuncia un ajuste salarial y/o de empleo durante los escenarios 2008-2009.

ESTABILIZADORES AUTOMÁTICOS

O PLAN DE CHOQUE FISCAL

La perspectiva de desaceleración económica demanda que los estabilizadores automáticos acomoden el ajuste a través de una menor recaudación fiscal y un aumento de las transferencias por desempleo.

Sin fundamentos económicos que lo justifiquen, el Gobierno ha dictado el Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica, que dilapida-

rá el superávit presupuestario alcanzado después de una década de consolidación fiscal. Una medida tan inoperante para la reactivación de la economía como la deducción de 400 € *urbi et orbi* en el IRPF, resta margen de maniobra presupuestaria para el futuro en caso de un mayor deterioro de la actividad.

El Real Decreto-Ley 2/2008, de 21 de abril, de medidas de impulso a la actividad económica dilapidará el superávit presupuestario y resultará inoperante, restando margen de maniobra ante los escenarios de un mayor deterioro de la coyuntura

BOOM INMOBILIARIO:

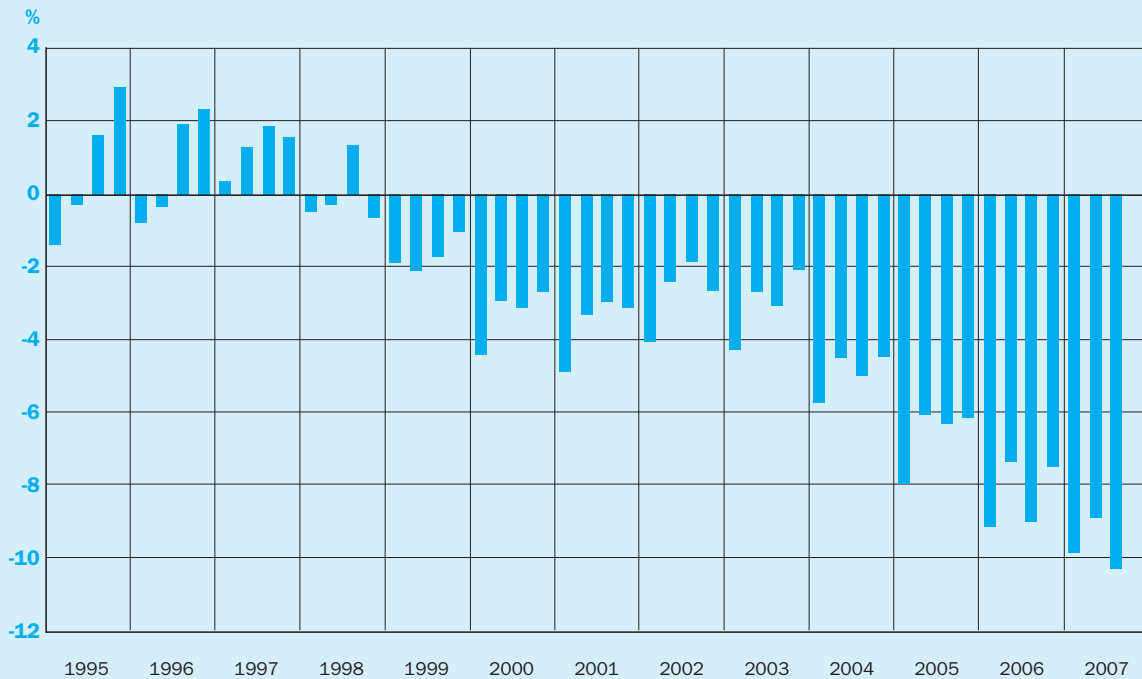
RETIREN EL PONCHE, LA FIESTA SE ACABÓ

La burbuja inmobiliaria ha pinchado. El número de visados de obra nueva está cayendo en picado, las viviendas iniciadas son casi testimoniales y el ritmo de ventas se ha frenado, tanto las destinadas a vivienda residencial como de inversión



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

Superávit y déficit, porcentaje sobre PIB



FUENTE: Fondo Monetario Internacional

(doméstica y turística). Los indicadores avanzados de fabricación de materiales de construcción y consumo aparente de cemento anuncian una mayor contracción de la actividad inmobiliaria.

El ajuste salarial y de empleo que registrará la economía española en 2008-09 plantea todavía la incógnita de su distribución entre los distintos grupos sociales, particularmente en los colectivos de inmigrantes

La variable a seguir es el precio de la vivienda, ya que determinará la profundidad del ajuste y sus consecuencias sobre unas empresas inmobiliarias muy apalancadas, sobre las familias muy endeudadas (jóvenes e inmigrantes) y, a través del efecto riqueza negativo, sobre las familias con solvencia patrimonial.

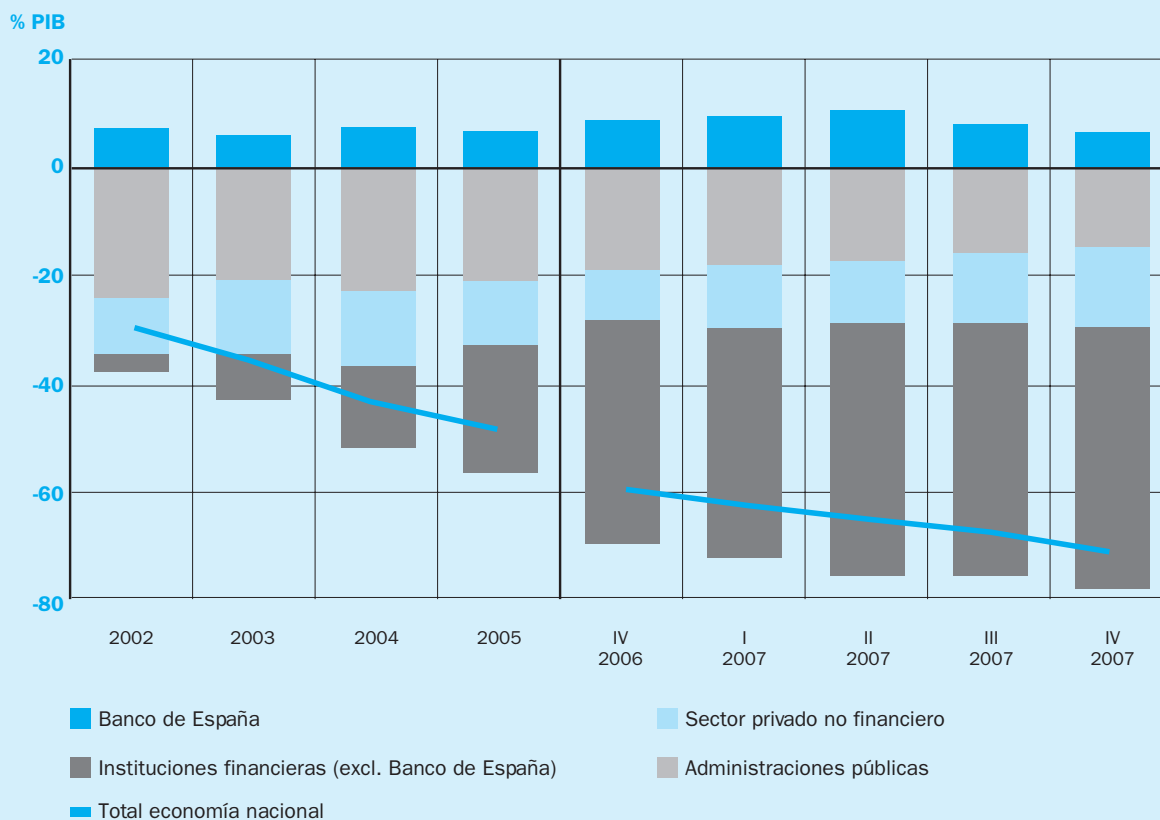
La diversidad de fuentes estadísticas dificulta el análisis del ajuste en el valor de la vivienda. En cualquier caso, el consenso pronostica una caída en el valor real de la vivienda residencial, particularmente severo en las promociones masivas destinadas al uso turístico. Las empresas inmobiliarias están evaluando la reorientación de las promociones ya construidas hacia vivienda protegida o la venta por lotes a inversores internacionales.

UN DÉFICIT EXTERIOR QUE PASARÁ FACTURA

La balanza comercial y por cuenta corriente (comercial, servicios, rentas y transferencias) sigue deteriorándose, reflejando la falta de competitividad internacional de la economía española. El déficit exterior ya ha alcanzado el 10% del PIB, que se traduce en una elevada necesidad de financiación desde el resto del mundo debido a la insuficiencia del ahorro doméstico para atender la demanda interna de inversión.

PASIVOS FINANCIEROS NETOS FRENTE AL EXTERIOR

Porcentaje sobre el PIB



FUENTE: Banco de España

El déficit por cuenta corriente ha alcanzado el 10% del PIB. Los bancos y cajas de ahorros españoles han situado su saldo deudor de pasivos financieros netos acumulados frente al resto del mundo en un nivel del 50% del PIB

El paraguas del euro, reforzado por la potencia exportadora de Alemania, protege a la economía española del riesgo de devaluación. De todas formas, “los árboles crecen, pero nunca llegan a tocar el cielo”. Los suministradores de financiación a la economía española desde el resto del mundo acabarán por exigir la cobertura de una prima de riesgo. La coyuntura de iliquidez de los mercados financieros internacionales supone una auténtica espada de Damocles sobre la sostenibilidad del desequilibrio exterior.



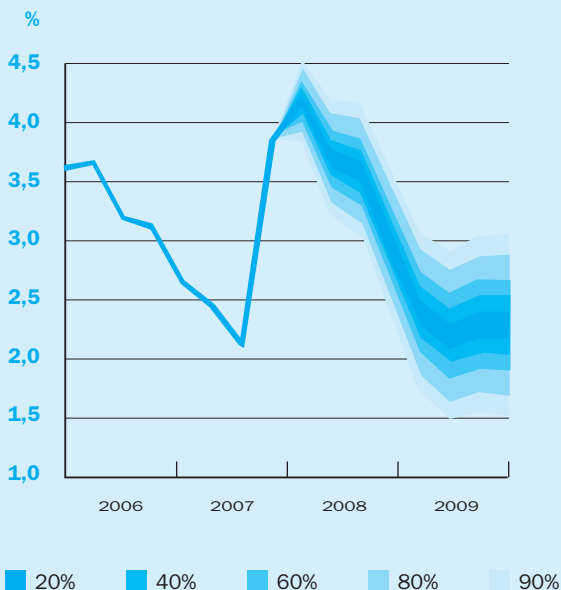
PREVISIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Servicio de Estudios del Banco de España ha iniciado la publicación de sus proyecciones económicas de PIB e inflación, de forma similar a otros bancos centrales. El pasado marzo de 2008, el intervalo de probabilidades de las

sendas del PIB y la inflación para la economía española en el horizonte 2008-2009 proyectaba el inicio de la recuperación de la actividad al ejercicio 2009, en el marco de una reducción de las presiones inflacionistas a lo largo del ejercicio 2008.

ECONOMÍA ESPAÑOLA 2008-09: PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN

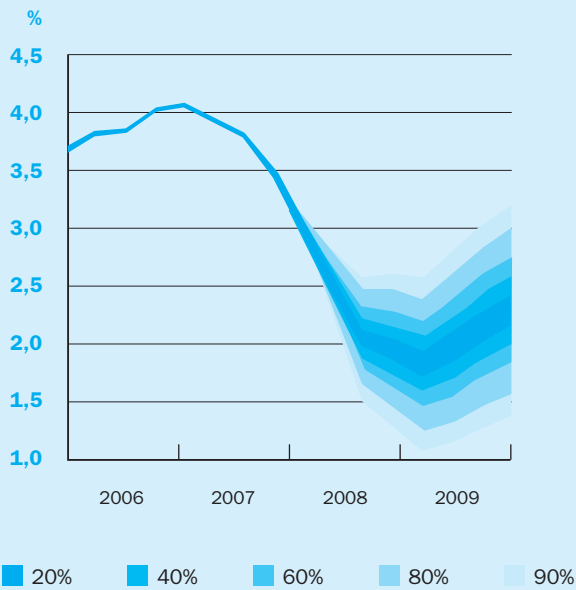
Tasas de variación interanual del deflactor del consumo privado y grado de probabilidad



FUENTE: Banco de España

ECONOMÍA ESPAÑOLA 2008-09: PERSPECTIVAS PIB

Tasas de variación interanual y grado de probabilidad



FUENTE: Banco de España

BANCOS Y CAJAS DE AHORROS: FORTALEZAS Y DEBILIDADES

1. Modelo de negocio

El modelo de negocio de los bancos y cajas de ahorro españoles se basa en operaciones minoristas de activo y pasivo y en la gestión de un porcentaje elevado de los fondos de inversión (80%) y de los fondos de pensiones (50%). El sistema bancario español dispone de una amplia red de oficinas de proximidad en estrecha relación comercial con los clientes.

El riesgo de los activos del sistema bancario en el exterior es limitado (21% del activo total), con una creciente diversificación hacia Europa y Estados Unidos, que permite la reducción de su amplia presencia en América Latina en el conjunto del balance. Su exposición en el resto de países emergentes es escasa.

Las entidades de depósito españolas tienen una exposición marginal (0,03% de sus activos) a la crisis *subprime* estadounidense, tanto de forma directa a través de créditos, como indirecta mediante la suscripción de CDO y otros productos complejos de dudosa valoración, a través de vehículos de inversión estructurada fuera

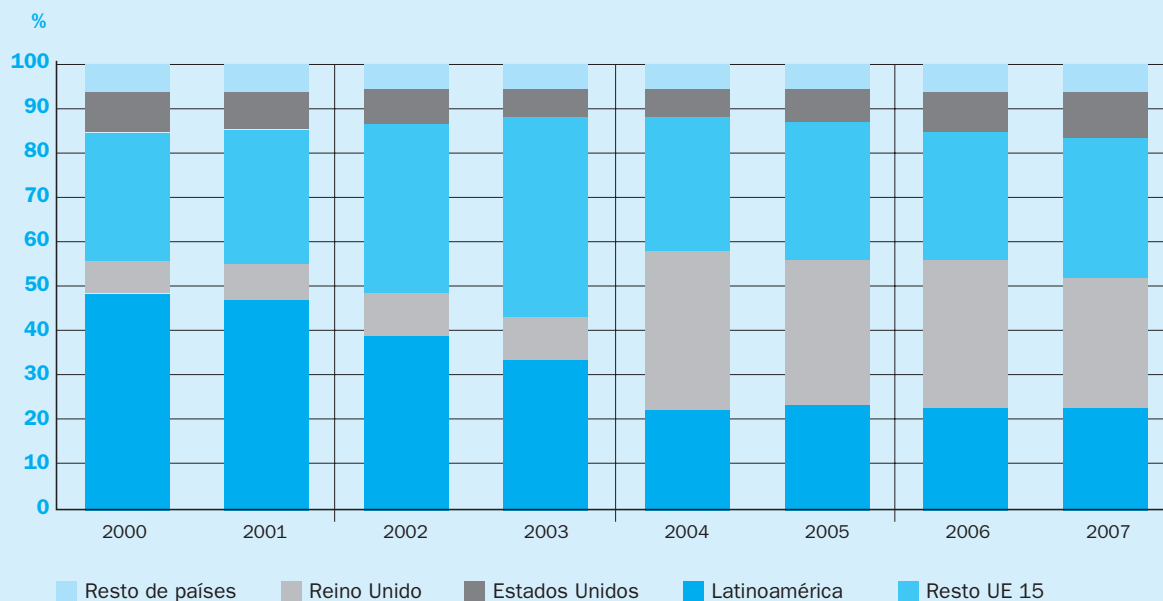
de balance (*SIV/conduits*). Los grandes bancos españoles tampoco tienen exposición significativa a las aseguradoras *monolines*. La exposición de riesgos en la financiación de operaciones de adquisiciones apalancadas de empresas (*private equity, leveraged buy-out*) es limitada. Sin embargo, las entidades financieras españolas afrontan un reto de gestión ante la desaceleración brusca del mercado inmobiliario, que tiene un peso significativo en el balance y en la actividad de negocio del conjunto del sistema (particularmente en algunas cajas de ahorros de menor dimensión).

Los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros de mayor tamaño tampoco han declarado riesgos significativos relacionados con productos *subprime* de Estados Unidos.

En consecuencia, el impacto de la crisis de las hipotecas de alto riesgo ha sido inapreciable sobre los resultados del ejercicio 2007 y del primer trimestre de 2008, a diferencia de las pérdidas o caídas de beneficios declarados por la mayoría de los bancos americanos y europeos con presencia en el negocio de banca de inversión.

ACTIVOS FINANCIEROS EN EL EXTERIOR

Distribución por áreas geográficas



FUENTE: Banco de España

Los ahorradores españoles están reaccionando ante la incertidumbre financiera mediante una preferencia por los depósitos bancarios en detrimento de las suscripciones de participaciones en instituciones de inversión colectiva. Así se constata por las demandas de reembolsos y por el descenso del patrimonio total y del número de partícipes en los fondos de inversión mobiliaria.

2. Riesgo de crédito

El crédito al sector privado residente (familias y empresas) ha registrado un elevado ritmo de expansión durante los últimos ejercicios. Los créditos se han sindicado en un porcentaje significativo entre entidades del resto del mundo.

La actividad crediticia se ha reducido drásticamente en el crédito a la construcción y a la promoción inmobiliaria, en el crédito corporativo (LBO, etc.) y en el crédito a las familias para la adquisición de vivienda

con garantía hipotecaria, así como en el crédito al consumo corriente y de bienes duraderos. Los criterios de concesión de las operaciones de crédito se han endurecido para eludir la selección adversa de clientes.

Los activos dudosos están incrementando en los créditos concedidos a empresas constructoras y promotoras inmobiliarias y en el crédito a familias para la adquisición de vivienda. A pesar de ello, el ratio LTV (*loan-to-value*) medio de los créditos hipotecarios vivos es inferior al 50%. El deterioro de los activos dudosos de la cartera hipotecaria está siendo sometido al escrutinio de *stress testing* en los mecanismos de control y gestión de riesgos de las entidades.

El Banco de España ha sido un regulador extremadamente prudencial en materia de nivel de cobertura de los activos dudosos. Al ini-

COTIZACIONES BURSÁTILES DE LOS GRANDES BANCOS

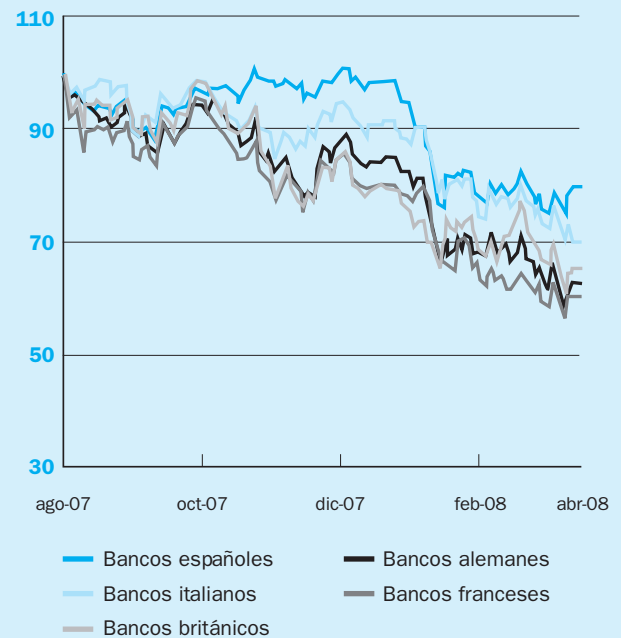
Bancos estadounidenses, suizos, españoles y bancos de inversión



FUENTE: Datastream

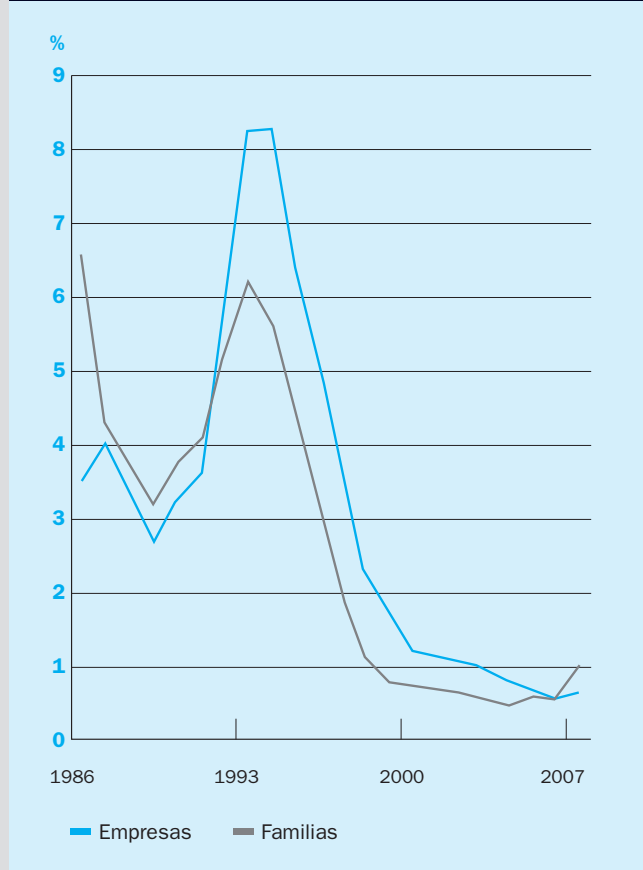
COTIZACIONES BURSÁTILES DE LOS GRANDES BANCOS

Bancos europeos



FUENTE: Datastream

RATIO DE MOROSIDAD

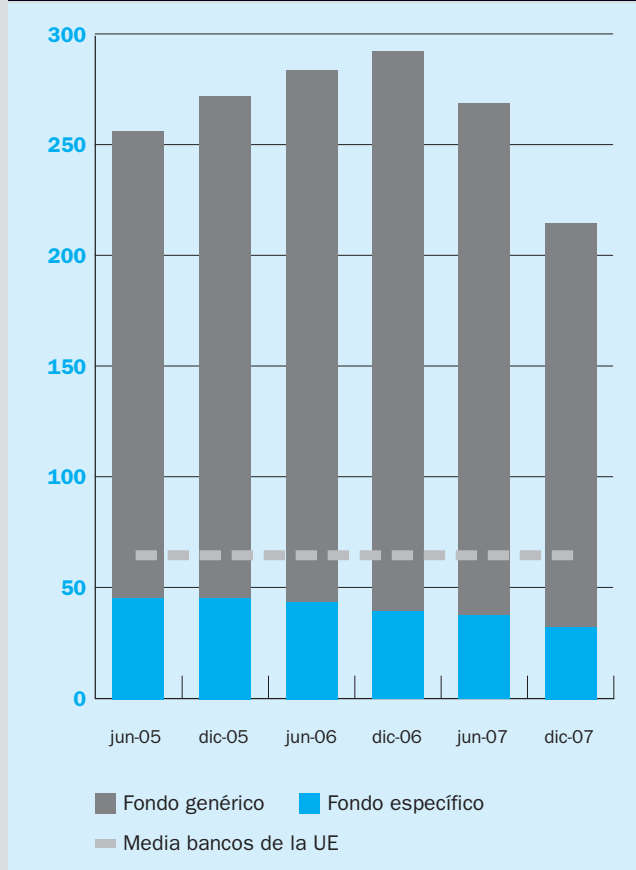


FUENTE: Banco de España

Al inicio del periodo expansivo, el supervisor obligó a la constitución de provisiones genéricas anticíclicas, con objeto de contrarrestar el natural comportamiento procíclico del crédito bancario. Los fondos de provisión para insolvencias (específicos y genéricos) cubren en más de dos veces los activos dudosos (las provisiones genéricas constituyen el 75% del total). Esta actitud preventiva del supervisor está permitiendo encarar el aumento previsto de morosidad. En efecto, la morosidad ha iniciado un rápido y significativo deterioro en créditos relacionados con el sector inmobiliario residencial, aunque partiendo desde mínimos históricos.

El ratio de morosidad del sistema bancario español es el más bajo de Europa, siendo cinco veces superior en Alemania, Francia e Italia. En las entidades bancarias europeas, el ratio de cobertura de las provisiones constituidas apenas supera el 65% de los activos dudosos.

RATIO DE COBERTURA DE LOS ACTIVOS DUDOSOS



FUENTE: Banco de España

3. Riesgo de liquidez

La fuerte expansión del crédito a las familias y las empresas durante el ciclo económico 1996-2007 se ha financiado mayoritariamente a través de los depósitos bancarios. No obstante, la insuficiencia del ahorro bancario doméstico indujo a las entidades de depósito a acudir a la financiación en los mercados mayoristas a medio y largo plazo, a través de la colocación de títulos de renta fija (cédulas hipotecarias, bonos y obligaciones, pagarés) (40%), la titulización de activos (34%) y la emisión de acciones, deuda subordinada y preferente (9%).

Los bancos y cajas de ahorro han titulado sus activos de crédito (hipotecario, pymes, consumo y automóviles) como medio para acceder a financiación adicional, aunque reteniendo la mayor parte de los riesgos en el balance (modelo *buy-and-hold*). En particular, las entidades bancarias de tamaño medio han tenido esta vía de financiación alternativa y a coste reducido.

Por tanto, las entidades de depósito españolas no han utilizado la titulación para transmitir y distribuir riesgos, como ha hecho una parte de los bancos americanos y europeos durante los últimos años (modelo *originate-to-distribute*).

Los créditos hipotecarios titulizados gozan de un ratio LTV (*loan-to-value*) en torno al 70%, con diversificación geográfica/sectorial, importes reducidos y la máxima calificación crediticia. Así, el 92,7% tiene el máximo *rating* AAA, un 2,6% desde AA+ hasta A- y un 2,7% está calificado entre BBB+ y B-.

Para que una cédula hipotecaria española (*super-senior* AAA) experimentara pérdidas, la morosidad hipotecaria en España debería dispararse hasta un 14%, con una pérdida en caso de impago del 50%. Además, la calidad de la cartera titulizada aporta un nivel excelente de sobrecolateralización y, en caso de insolvencia, la entidad emisora responde con la totalidad de préstamos hipotecarios no afectos a titulaciones, al tiempo que existe recurso contra la totalidad de sus activos. En fin, a diferencia de la complejidad de los tramos sucesi-

vos en los CDO, el riesgo de los colaterales de las titulaciones españolas es de fácil valoración al estar constituidos por créditos bancarios.

A pesar de este amplio abanico de garantías, desde agosto de 2007, las turbulencias financieras han secado la liquidez (*global saving glut*) existente en los mercados internacionales. Las entidades bancarias han tenido serias dificultades para acceder a la financiación a través de la colocación y renovación al vencimiento de cédulas hipotecarias y otras titulaciones de activos en los mercados mayoristas. Los inversores mundiales han expresado su temor sobre la sostenibilidad del crecimiento económico en España y la concentración de riesgos bancarios en el sector inmobiliario, particularmente en promociones turísticas en la costa. Los/las corresponsales de medios de comunicación británicos en España han llevado a las portadas los riesgos de la caída del valor de las propiedades turísticas, así como la probabilidad de embargo por ilegalidades urbanísticas. En consecuencia, la inversión residencial extranjera se ha retraído bruscamente.

FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

Saldos vivos, en millones de €

	Emisiones propias						Emisiones de filiales	Emisiones de fondos de titulización				Emisiones propias de renta fija a corto plazo: pagarés
	Renta fija a medio y largo plazo			Acciones e híbridos				Bonos y obligaciones				
	Bonos y obligaciones	Cédulas hipotecarias	Cédulas territoriales	Obligaciones				De las que: cédulas multicedentes	Pagarés			
				Subordinadas	Preferentes	Acciones						
2005	79.862	89.641	9.595	22.994	414	50.746	106.011	24.077	142.995	63.728	4.351	57.053
2006	111.123	132.993	12.245	28.057	1.126	54.318	141.202	25.025	210.950	89.398	5.448	69.878
2007	128.836	150.449	17.384	27.454	1.192	59.736	178.640	23.713	319.598	112.593	643	103.509
Calendario de vencimiento (excluidos pagarés)	Saldo total a 31.12.2007	Vencimiento hasta junio 2008	Vencimiento entre julio y diciembre 2008	Vencimiento en 2009	Vencimiento en 2010	Vencimiento en 2011	Vencimiento en 2012	Vencimiento a partir de 2013				
	847.266	44.985	37.212	80.341	65.263	56.883	60.296	502.286				

FUENTE: Banco de España

El éxito en la colocación de las últimas emisiones de cédulas hipotecarias españolas parece empezar a abrir el mercado. En cualquier caso, las tensiones de liquidez tienen un alcance limitado si no se proyectan en un horizonte más allá del ejercicio 2008. Así, la estructura de plazos de las emisiones indica que en el presente ejercicio vence un 10%, entre 2009 y 2013 un 31% y el restante 59% vence a partir de 2013.

El bloqueo de los mercados mayoristas (retirada de inversores institucionales, encarecimiento de las emisiones) ha reorientado la estrategia de titulización.

Los bancos españoles están recurriendo a la diversificación y aumento del plazo a través de la financiación procedente de otros intermediarios financieros, mediante operaciones *repo* (corto plazo), financiación interbancaria con garantías, colocaciones privadas de fondos, etc. Esta estrategia utiliza los bonos de titulización –con descuento, en su caso– como colateral adicional de garantía (*secured lending*).

Adicionalmente, las entidades bancarias están recurriendo a las operativas de inyección de liquidez habituales en la instrumenta-

ción de la política monetaria del Banco Central Europeo (Eurosistema), que no ha modificado sus criterios de admisión de colateral (titulizaciones con tramos *super-senior*) a pesar de las tensiones originadas por las turbulencias financieras. La apelación del sistema bancario español a la liquidez proporcionada por el Banco Central Europeo ha aumentado, aunque no ha superado la clave de capital (aproximación al peso relativo de las entidades en el conjunto del Eurosistema, en términos del PIB). Así, los bancos y cajas de ahorros españoles demandan el 9% de los préstamos netos del BCE a instituciones financieras de la zona euro, que representa el 10% de los activos del conjunto del sistema bancario.

En fin, las entidades se han visto obligadas a sustituir parcialmente sus habituales emisiones de renta fija a largo plazo (bonos) por emisiones de pagarés (corto plazo).

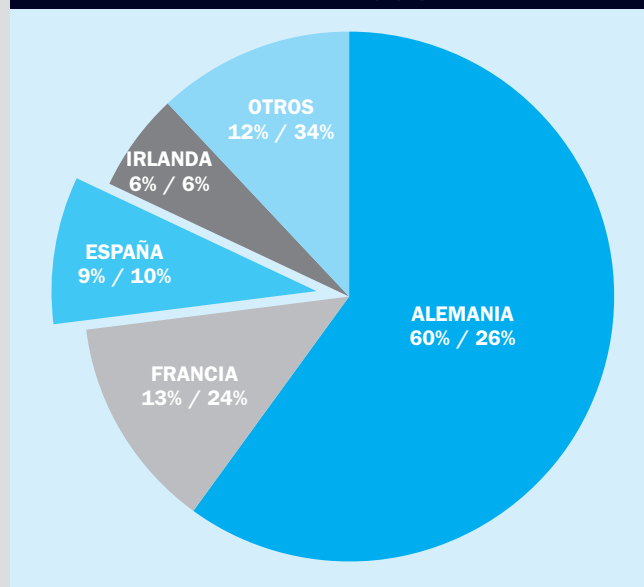
Algunas entidades están optando por la vía de realización en el mercado de una parte de su cartera de negociación y otros activos o participaciones (10% del balance).

El modelo de banca minorista de las entidades de depósito, con una extensa red de oficinas y una base fidelizada de clientes, constituye una



INYECCIÓN DE LIQUIDEZ DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

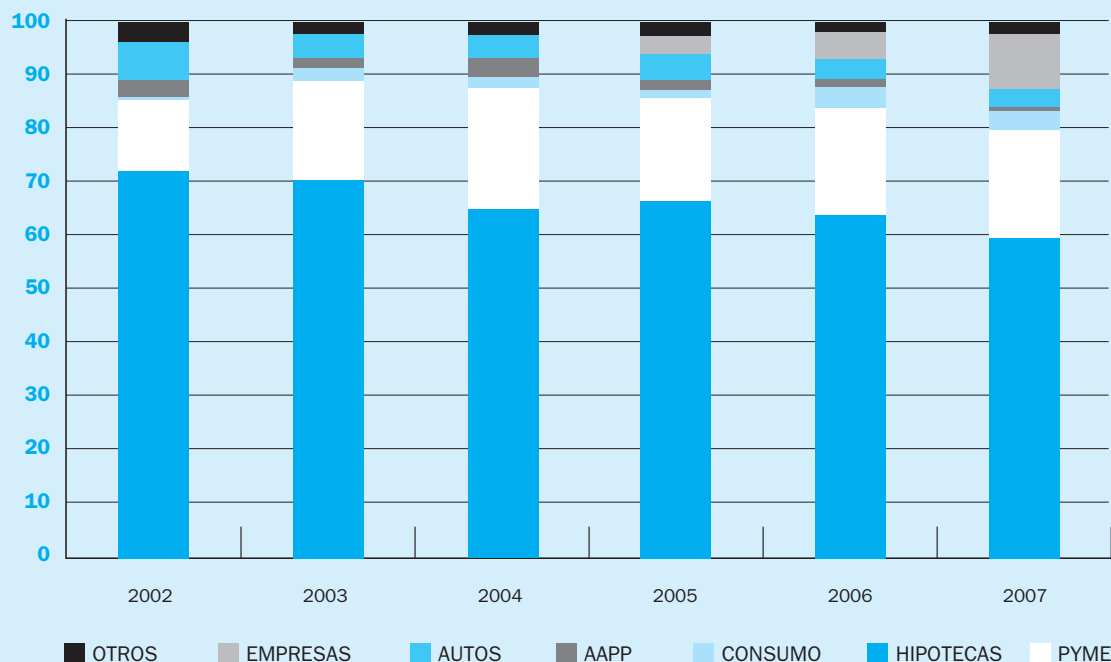
Préstamos netos a instituciones financieras (%) / Peso en los activos del sistema bancario (%), por Estados miembros



FUENTE: Banco Central Europeo (BCE) y bancos centrales del Eurosistema

COMPOSICIÓN DE LA CARTERA TITULIZADA

Saldos vivos



FUENTE: Banco de España

palanca comercial que permite la captación de depósitos mediante la retribución con extratipos (aunque aumenta el coste medio del pasivo).

La desaceleración de la demanda de crédito también puede aliviar las tensiones a las que están sometidas algunas entidades.

4. Eficiencia y productividad

El sistema bancario español goza de elevados ratios de eficiencia y niveles de productividad.

El margen de intermediación de su cuenta de resultados está sometido al previsible aumento de sus costes de financiación. La prima de riesgo que está reflejando el tipo de interés interbancario (Euribor) podrá trasladarse a las operaciones de activo, mayoritariamente realizadas a tipo variable.

El margen ordinario está reflejando la reducción de las comisiones por cobros y pagos debido a la competencia entre entidades, así como las derivadas de la contracción en la colocación de productos financieros no

bancarios. Las ventas de participaciones ajenas y las operaciones de cambio aportan resultados positivos al margen ordinario.

5. Riesgo de insolvencia

Las entidades de depósito españolas afrontan los escenarios de mayor incertidumbre desde una posición de solidez financiera.

Los coeficientes de solvencia del sistema bancario español se sitúan muy por encima de los mínimos exigidos por la supervisión reguladora. Además, la desaceleración del crédito favorece la evolución de los activos ponderados por riesgo.

La comparación internacional del ratio entre capital y reservas refleja la posición solvente de las grandes entidades financieras españolas y del sistema en su conjunto. Así, los recursos propios acumulados durante los ejercicios de expansión permiten afrontar el previsible incremento de las pérdidas por riesgo de crédito durante los próximos trimestres.

FUENTE: Banco de España, *Informe de estabilidad financiera*, 04/2008

ESTACIÓN TÉRMINO: PERSPECTIVAS 2008-09

ECONOMÍA ESPAÑOLA 2008-09: ESCENARIOS ALTERNATIVOS

ESCENARIO OPTIMISTA:

GOBIERNO Y ANALISTAS OFICIALES (Probabilidad: 25%)

- Desaceleración gradual de la actividad económica
- Crecimiento del PIB 2008 superior al 2%
- Repunte del paro en el sector de la construcción
- Creación neta de empleo en el resto de sectores
- Recomposición del modelo de crecimiento a través del I+D+i
- Reducción de la inflación y del diferencial con la UEM
- Corrección del déficit exterior
- Equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo
- Inestabilidad financiera hasta verano de 2008
- Entorno internacional normalizado en 2009
- Recuperación del sector de vivienda residencial en 2010

ESCENARIO CENTRAL: ORGANISMOS INTERNACIONALES

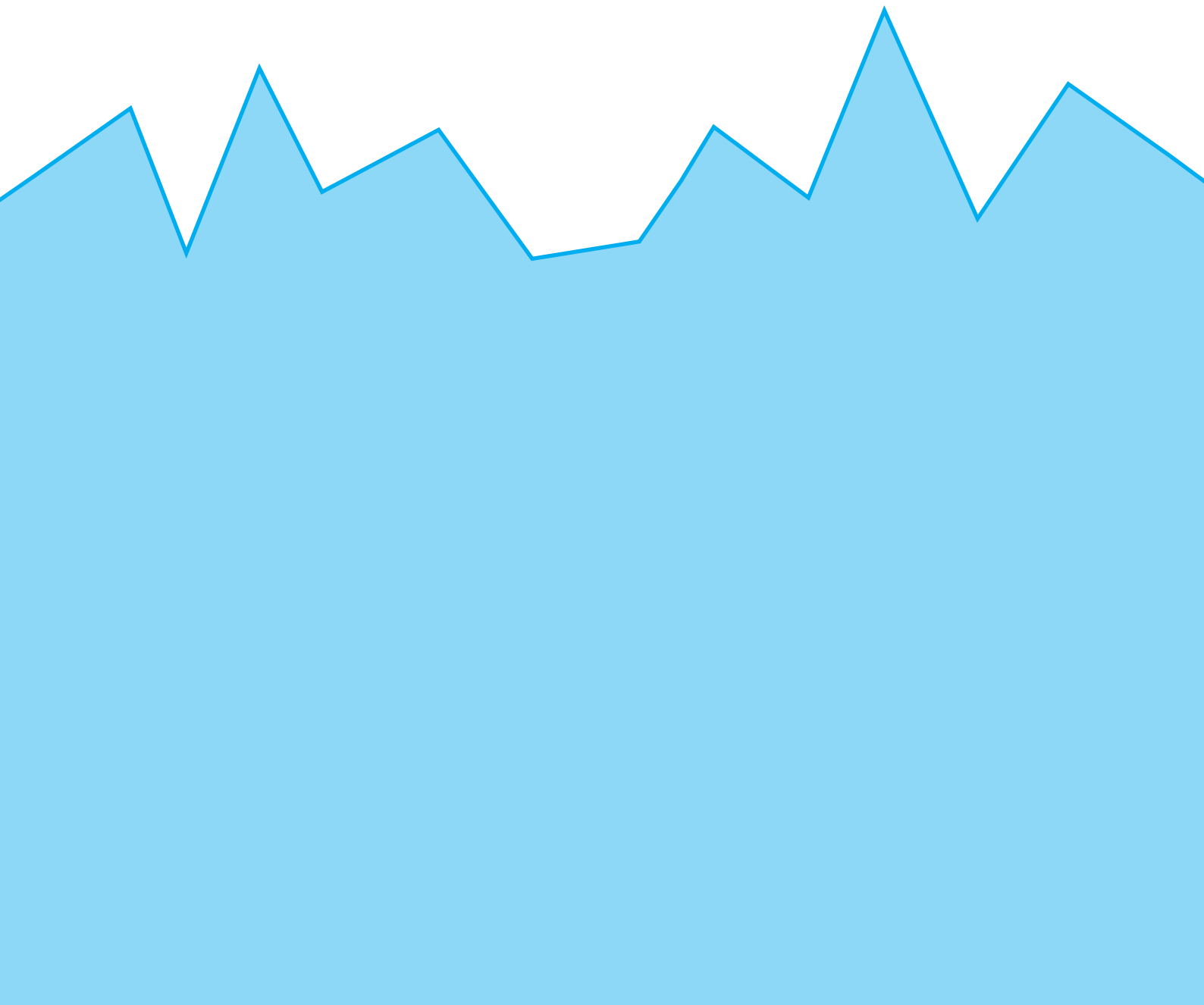
Y SERVICIOS DE ESTUDIOS (probabilidad: 50%)

- Desaceleración brusca con impacto exógeno de los desequilibrios mundiales
- Crecimiento del PIB 2008 entre el 1,5% y 2%
- Crisis del modelo de crecimiento (consumo, construcción)
- Destrucción neta de empleo y tasa de paro superior al 10%
- Tensiones inflacionistas (materias primas, política monetaria expansiva)
- Inestabilidad financiera hasta finales de 2008
- Recuperación de la actividad en la segunda mitad de 2009
- Caída del valor de los activos inmobiliarios entre el 20% y el 30%
- Normalización del sector inmobiliario residencial hacia 2012
- Ajuste de la bolsa china en 2008
- Desaceleración de la economía mundial y de los emergentes
- Dólar depreciado/Euro apreciado

ESCENARIO PESIMISTA:

ANALISTAS INDEPENDIENTES (probabilidad: 25%)

- Recesión económica profunda y duradera
- Caída del valor de los activos inmobiliarios superior al 30%
- Fuerte contracción del consumo
- Paralización de la adquisición de bienes de consumo duradero
- Morosidad hipotecaria superior al 5%
- Concursos de acreedores y cierres empresariales
- Insolvencia de alguna entidad financiera hipotecaria
- Déficit público consolidado superior al 3% s/PIB
- Tasa de desempleo superior al 14%
- Estancamiento económico durante más de 4 años



TEMAS SELECCIONADOS

La intervención económica de China en África

Prof. Luis de Sebastián
Departamento de Economía, ESADE

Las mayores compras apalancadas (LBO) en España, 2005 - 2007

Prof. Luisa Alemany
Departamento de Control y Dirección Financiera, ESADE



La intervención económica de China en África

La presencia económica de China en África ha despertado la atención de los países occidentales (Europa y Estados Unidos), que solían considerar a África y sus riquezas como dentro de su “zona de influencia”. En este artículo analizamos la presencia china en África para evaluar las ventajas e inconvenientes.

Prof. Luis de Sebastián

Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

Este artículo lanza alguna luz sobre la presencia de China en África, que se ha convertido en un tema de discusión y preocupación en medios políticos de Occidente, especialmente en Europa. China ha ido, sobre todo, para conseguir materias primas para la industria y para la alimentación de su creciente clase media. De paso, ha dado salida a su capacidad en obras públicas desarrollando proyectos de infraestructura que se pagarán con petróleo y minerales. Preocupa en Occidente que se dé un trato de favor a las empresas chinas, que no se enfrentan a los gobiernos dictatoriales a quienes ni exigen respeto por los derechos humanos, ni piden transparencia y rendir cuentas de la ayuda que reciben. Los chinos dan créditos fáciles y abundantes, con rápidos desembolsos y sin condicionalidad. Esa manera de proceder puede dar al traste con los esfuerzos de los occidentales para fomentar el buen gobierno, luchar contra la corrupción y fortalecer la democracia. La presencia de China abre interrogantes, pero también contiene nuevas posibilidades de beneficiar al continente olvidado.

INTRODUCCIÓN

La presencia de China en África es cada vez más intensa y notoria, como lo está siendo en otros países en vías de desarrollo o emergentes. La presencia de China en América Latina, por ejemplo, se ha ido incrementando desde comienzos del siglo. Esta presencia tiene una explicación sencilla: China está comprando masivamente materias primas, minerales y vegetales, como requiere su fantástico desarrollo industrial. Pero esta razón no basta para explicar la extensión y profundidad de su intervención en las economías emergentes. China también necesita alimentos para satisfacer las necesidades de una creciente clase media que ya no se contenta con las modestas dietas tradicionales entre campesinos y trabajadores. En efecto, se está dando allí una “transición alimentaria”, con mayores componentes de grasas, azúcares, proteínas, hidratos de carbono y fibra. El consumo de carne se ha multiplicado por tres en el último cuarto de siglo¹.

Pero China también se mueve para dar salida a la enorme producción de manufacturas que tiene. Los mercados de los países ricos son cada vez más reticentes a aceptar mercancías chinas cuando no son fruto del comercio intraempresa. Por eso tiene que abrir nuevos mercados a sus productos en la espaciosa África, que hoy por hoy carece de una producción manufacturera propia. De manera similar, los chinos se han lanzado a construir infraestructuras, cuya necesidad en África es muy grande, aprovechando la experiencia que han acumulado en la realización en su suelo de obras públicas de gran envergadura. Trasladando a África el *know-how* y la tecnología de las obras públicas, contribuyen a dar salida al exceso de capacidad que probablemente han acumulado en este sector.

[Los chinos que se establecen en África quizás sueñan con estar más cerca de la Unión Europea para intervenir más en ella cuando se les abran mayores oportunidades](#)

Los chinos, que han realizado en un tiempo relativamente breve una transformación de una economía rural (o por lo menos de una parte de ella) a un coloso manufacturero, constructor de infraestructuras y financiero, no se asustan de las carencias del continente, antes bien las consideran como una oportunidad para sus empresas. Y quizás, estableciéndose en África, sueñan con estar más cerca de la Unión Europea para intervenir más en ella cuando se les abran mayores oportunidades. En este trabajo vamos a examinar el proceso de intervención

de China en las economías africanas, analizar las modalidades de su intervención y deducir las consecuencias que puede tener para el desarrollo del continente africano y una mayor presencia de este continente, hoy olvidado y dejado de lado en la economía global.

ANTECEDENTES: LAS RELACIONES DE CHINA CON ÁFRICA EN EL PASADO

En 1418, los barcos de la flota imperial china llegaron a la costa de África Oriental. Era el primer contacto entre el Imperio de China y los estados africanos. La flota ancló de nuevo en costas africanas entre 1421 y 1422 y, más tarde, de 1431 a 1433. Aunque en las tres ocasiones pidieron a los africanos una sumisión ritual a su emperador, ni hicieron conquista alguna ni ocuparon territorios. Sólo les interesaba el comercio en especias, oro, marfil, plantas exóticas y medicinales, y algunos animalitos para ellos desconocidos que pudieran llevar en sus naves. Por razones internas a la evolución política del Imperio Chino, los barcos chinos no volvieron al continente africano en más de medio milenio.

[A finales de 2005, China había ayudado a establecer más de 720 proyectos para África, con más de 18.000 becas del gobierno para estudiantes africanos, y había despachado más de 15.000 médicos al continente, los cuales trataron a 170 millones de pacientes](#)

Eso fue en 1963, con motivo de la visita del primer ministro Chu En-lai a Ghana, Guinea, Malí, Etiopía, Sudán, Somalia y toda Nordáfrica, menos Libia. Esta vez, los intereses de China eran ideológicos, políticos y diplomáticos. El objetivo era triple: ayudar a los países que en esa fecha todavía estaban bajo dominio colonial (Angola, Mozambique) o de regímenes blancos minoritarios (Sudáfrica, Namibia, Rhodesia/Zimbabue), fortalecer a los recién independizados (la mayoría), contrarrestar la influencia de la URSS en ellos y, finalmente, romper el aislamiento internacional en que se había quedado después de la fractura del universo comunista². Entre 1963 y 1983, aunque todavía era un país predominantemente agrícola y subdesarrollado, China otorgó unos 2.000 millones de dólares en créditos muy blandos (sin interés y plazos inusualmente largos). Más visible fue quizás su asistencia técnica en resolver los problemas básicos del subdesarrollo en África: médicos y enfermeros, ingenieros y técnicos medios, sobre todo. A principios de los ochenta, unos 150.000 técnicos habían servido en África³.

El programa más visible fue la construcción del ferrocarril tanzano, que unía Dar es Salaam, en Tanzania, con Lusaka, la capital de Zambia. La línea férrea, que se extiende a lo largo de 1.860 kilómetros, con 93 estaciones y 300 túneles, es sin duda el ferrocarril más largo de África en pleno rendimiento. La obra fue financiada con préstamos sin interés y construida por unos 25.000 ingenieros, técnicos y obreros chinos junto a unos 100.000 trabajadores africanos. Pero, de nuevo, razones de orden interno (Mao Tse-tung había muerto en 1976) redujeron el nivel de implicación de China en África, aunque esta vez no se terminó. En los años setenta, trabajadores chinos llegaron al Congo para construir el edificio del Parlamento, que todavía está en uso. A principios de los noventa, otro contingente llegó a Kinshasa para construir el estadio nacional, además de las visitas de líderes chinos, que se sucedieron de 1982 a 1984 y de 1996 a 2002. El vicepremier Qian Qichen visitó más de veinte países africanos entre 1990 y 1998. El presidente Hu Jintao recordaba en la clausura de la Cumbre del Foro de Cooperación China-África (FOCAC) en 2006 que la ayuda de China a África data de los años cincuenta y que, a finales de 2005, China había ayudado a establecer más de 720 proyectos para África, con más de 18.000 becas del gobierno para estudiantes africanos, y había despachado más de 15.000 médicos al continente, los cuales trataron a 170 millones de pacientes⁴.

China no se olvidó de África, aunque en Occidente tuviéramos esa impresión. Lo que pasaba es que no estábamos mirando⁵. A principio de los años noventa, cuando China se convirtió en un país importador de petróleo, volvió con nueva intensidad a las costas africanas.

LA GLOBALIZACIÓN EN ÁFRICA

Entiendo “globalización” como el proceso de integración de los mercados de mercancías, financieros, de conocimientos y el de expansión de las culturas dominantes (notablemente la norteamericana) por todo el mundo. Para efectos de este artículo, doy especial importancia a la integración de los países en los mercados de mercancías y financieros, un hecho que considero la base y la motivación de las demás formas de integración y mundialización. Existen índices sencillos para medir la globalización o, más precisamente, cuán globalizado está un país. Según estos índices, África es la parte del mundo menos globalizada.

Las exportaciones de África en 2006 representaban el 3,07% del total de las exportaciones mundiales⁶. Eso era algo menos que las de Bélgica (3,1%), y un poco más que las de Corea del

Sur y Hong Kong (2,7%). Para todo un continente es una proporción muy baja. China exportaba casi tres veces más (8,0% del total) y toda Asia el 27,7%, mientras América Latina representaba el 6%. Exportar poco es una muestra de una integración poco intensa en los mercados internacionales. Por el lado de las importaciones, la situación es todavía peor. Las importaciones de toda África representaban en 2006 el 2,4% de las importaciones totales del mundo. Eran menos que las de España (2,6%) y Corea del Sur (2,5%), y casi como las de México (2,2%). La escasez de importaciones delata el reducido poder de compra que tiene el continente en los mercados internacionales.

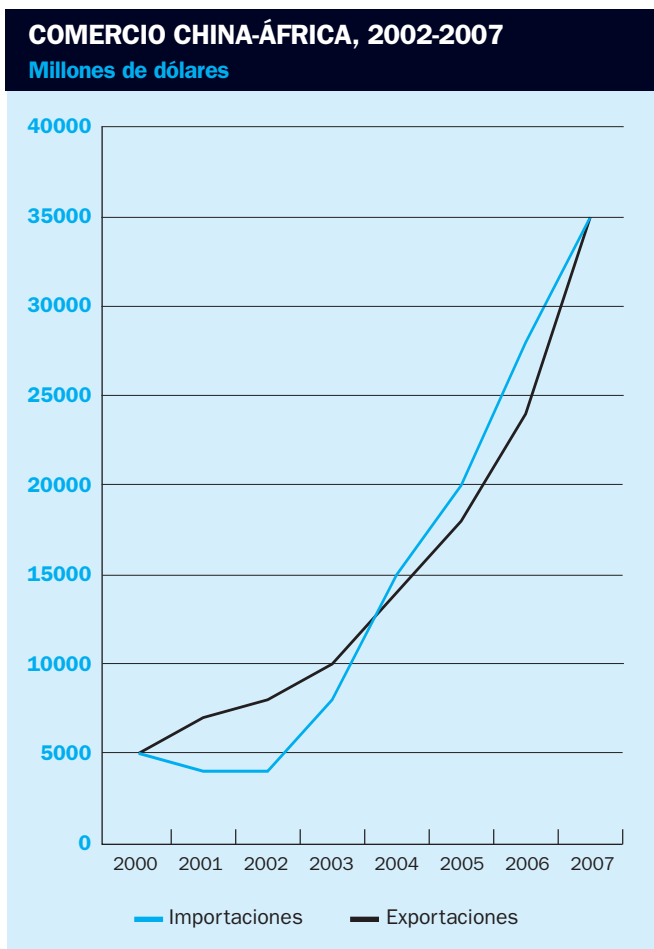
La situación no cambia si venimos al comercio de servicios. Las exportaciones africanas de servicios representaban el 2,4% del total mundial, y sus importaciones el 3,04%, menos, en ambos rubros, que las de España. Eso a pesar de que las exportaciones africanas han crecido en un promedio de 16% entre 2000 y 2006, y en un 21% entre 2005 y 2006. Es una dinámica semejante a la de Brasil y Oriente Medio, pero todavía inferior al crecimiento de las exportaciones en China (25% entre 2000 y 2006) e India (19% en el mismo periodo). Esta dinámica indica que, a pesar de todo, la globalización (por lo menos en cuanto se puede medir por el comercio exterior) va avanzando también en África. Conviene estandarizar estas medidas por la población, para tener en cuenta las enormes diferencias en población que hay en los continentes. Dividiendo el valor total de las exportaciones



El presidente chino Hu Jintao en la sesión inaugural del III Foro de Cooperación China-África (noviembre 2006)

por el número de habitantes resultan 1.450 \$ por habitante en América Latina, 1.170 \$ por habitante en Asia y 668 \$ por habitante en África. Estos datos hay que compararlos con los 12.356 \$ por habitante en Alemania, que es el primer país exportador del mundo. El ciudadano africano es, en promedio, el menos globalizado del mundo.

Otro índice sencillo para medir el grado de globalización de un país o región es la inversión directa internacional que llega a ellos. De los flujos de capital que se mueven por el mundo pocos llegan a África. Según la UNCTAD (Naciones Unidas)⁷, en 2005 África recibió 30.700 millones de dólares como inversión directa, lo cual representaba un aumento sustancial sobre 2004 (que fue de 17.200 millones de dólares), pero era solamente el 3,15% del total de los flujos mundiales. En 2006, ascendió a 36.000 millones de dólares, el doble de 2004, pero la proporción de la región bajó al 2,7% del total.



FUENTE: Elaboración propia basada en datos de *The Economist*

Es un orden de magnitud semejante al de la inversión directa recibida en España ese año. Los flujos con destino a otros continentes fueron muy superiores (103.700 millones de dólares para América Latina y 210.000 millones para Asia). A la Unión Europea entraron el 46% de los fondos de inversión directa mundial. Dado que la inversión directa es el resultado de la actividad inversora de las empresas multinacionales, estos datos prueban que la presencia de las empresas multinacionales en África es más bien limitada.

Las exportaciones de África en 2006 representaban el 3,07% del total de las exportaciones mundiales. Eso era algo menos que las de Bélgica (3,1%)

Sudáfrica es el país que más fondos ha recibido (la quinta parte del total) como resultado de la adquisición del Amalgamated Bank of South Africa por el británico Barclays Bank en 2005. Egipto fue el segundo país que más recibió, seguido por Nigeria. Como en el pasado, con la excepción de Sudán, la mayor parte de los 34 países menos desarrollados del continente atrajeron muy poca inversión directa internacional. Por otra parte, los flujos de inversión directa que llegaban se concentraron en la extracción de recursos naturales (petróleo, minerales, metales preciosos y diamantes, y maderas raras, sobre todo). Los elevados precios que estos productos obtienen en los mercados activan la inversión de las multinacionales del sector. Hay, sin embargo, pocas inversiones en la producción de manufacturas y servicios de consumo masivo, que son casi en su totalidad importadas. Además, las inversiones en recursos naturales de las multinacionales en África funcionan en un régimen de enclave, es decir, se relacionan muy poco con el aparato productivo del país y los mercados locales. Aunque dan algo de empleo y pagan regalías e impuestos, sus efectos sobre la economía de los países son muy reducidos, cuando no son contraproducentes. El impacto de la globalización que se podría transmitir por estas empresas es igualmente limitado.

El gobierno chino canceló deuda africana por valor de 970 millones de euros y prometió cancelar 700 millones más

Una novedad del proceso de globalización en África es la creciente presencia de las inversiones asiáticas en el continente. Aquí sólo hablamos de la de China, pero la inversión de la India es también muy significativa y creciente, apoyándose en la población de ascendencia hindú del continente. El rápido crecimiento económico de Asia puede ser una circunstancia que potencie

su inversión internacional en África. Las dos economías son, en cierta medida, complementarias. Asia necesita recursos naturales y África necesita manufacturas baratas e inversiones en infraestructuras. Hasta ahí llega su complementariedad, sin embargo, porque no es fácil que los países asiáticos den más facilidades a los africanos que los europeos o americanos para exportar productos agrícolas a sus mercados.

LA NUEVA PRESENCIA DE CHINA

La Cumbre del III Foro de Cooperación China-África (FOCAC) de noviembre de 2006⁸, a la que asistieron 41 jefes de Estados africanos y delegados de 48 países, marcó un hito histórico en las relaciones chino-africanas. Beijing ha dado pasos perceptibles para llevar adelante los compromisos aceptados en la cumbre. Allí mismo se firmaron tratos comerciales por valor de 1.980 millones de dólares. Según anunció a mediados de 2007, el gobierno chino canceló deuda africana por valor de 970 millones de euros y prometió cancelar 700 millones más⁹. El presidente Hu Jintao prometió en la clausura de la cumbre que China doblaría su asistencia a África en 2009. A raíz de esta cumbre, China ha establecido su propio African Development Fund, dotado de 5.000 millones de dólares para tres años, con la promesa de otros 5.000 millones en préstamos blandos¹⁰.

China se ha convertido en el tercer socio comercial de África, después de Estados Unidos y la Unión Europea

Como resultado de esta nueva atención de China hacia África, su comercio e inversión han tenido una evolución sorprendente. En cuanto al comercio, en enero de 2008 Wen Jiabao, primer ministro de China, pronosticó que el comercio entre China y África alcanzaría antes de 2010 un valor de 100.000 millones de dólares¹¹. Van camino de ello. China se ha convertido en el tercer socio comercial de África, después de Estados Unidos y la Unión Europea. Ahora es el segundo mayor consumidor de petróleo crudo del mundo, importando más de la tercera parte de su petróleo de Guinea Ecuatorial, Gabón, Angola y Nigeria en el Golfo de Guinea y Sudán¹².

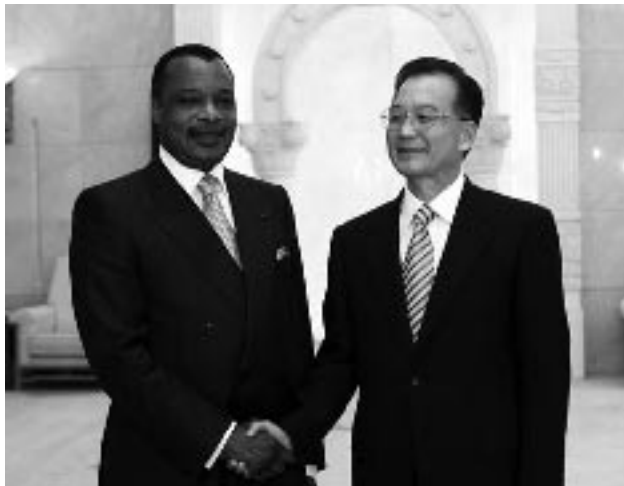
En 2007, su principal proveedor era Angola, que ha superado a Arabia Saudí en importancia¹³. El valor del comercio exterior (promedio del valor de las exportaciones e importaciones en un año) de China con África ha pasado de 5.000 millones de dólares en 2000 a 37.000 millones en 2007, algo más que quintuplicado (cinco veces más).



III Foro de Cooperación China-África (noviembre 2006)

La inversión de China en África ha tomado varias formas:

- Inversión directa tradicional:** establecimiento o adquisición de empresas –o *joint ventures*– sobre todo para la extracción y primer procesamiento de recursos naturales. Por ejemplo, una participación del 68% en Gecamines, la empresa estatal de cobre en la República Democrática del Congo, que China pagará con diversas obras públicas de gran envergadura¹⁴. Este tipo de inversión ha sido llevada a cabo tanto por empresas estatales como por empresarios privados. Diversas fuentes dan el número de 800 empresas chinas que están haciendo negocios en el continente. Una de las inversiones más estratégicas ha sido la adquisición del 20% de las acciones del Standard Bank de Sudáfrica por el Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) por 5.500 millones de dólares, formando lo que los dos bancos llaman una “asociación estratégica”. El banco más grande de China (o quizás del mundo) con el banco más grande de África (con operaciones en 18 países bajo el nombre de Stanbic). No cabe duda de que las potencialidades de esta operación son muy grandes. Mientras en 2004 casi la mitad de la inversión directa de China estaba concentrada en Sudán, donde la Chinese National Offshore Oil Corporation (CNOOC) ayudó a desarrollar los campos petrolíferos del país (cuando se retiraron los países occidentales), en 2007 la inversión directa llegaba a docenas de países africanos por medio de las empresas que buscan materias primas por doquier, desde algodón en Malí hasta uranio en Níger, desde café en Kenia a cobalto en la República Democrática del



Wen Jiabao, primer ministro de China, con el presidente del Congo, Denis Sassou-Nguesso

Congo. Miles de empresarios están llegando atraídos por los grandes negocios que está financiando el gobierno de China.

- **Inversión directa menos tradicional**, como sería la construcción de infraestructura (carreteras, puentes, ferrocarriles, presas, centrales eléctricas, puertos y, sobre todo, minas), aportando fondos, planos, técnicos y hasta trabajadores en alguna medida. Se trata de operaciones de financiamiento a largo plazo que se pagarán a veinte o treinta años por medio de la entrega de petróleo o minerales. Se estima que los empresarios chinos se llevan el 50% de los contratos de obra, según los países. En Angola, por ejemplo, el 70% de las obras públicas fueron adjudicadas a las empresas chinas, dejando el 30% restante a los empresarios angoleños.

China ha dado préstamos y ha abierto líneas de crédito a África por valor de 19.000 millones de dólares hasta finales de 2006, cantidad muy superior a toda la ayuda de Occidente a África en los últimos diez años

- **Préstamos y líneas de crédito** (con o sin interés, a largo plazo y, normalmente, atados), que incluyen a veces la cancelación de deudas antiguas. Según un estudio del FMI, China ha dado préstamos y ha abierto líneas de crédito a África por valor de 19.000 millones de dólares hasta finales de 2006. En la Cumbre de Shanghai en

2006, el gobierno chino se comprometió a desembolsar 5.000 millones de dólares en créditos baratos y puso otros 5.000 millones para financiar las operaciones en África de empresas chinas. Son cantidades muy superiores a toda la ayuda de Occidente a África en los últimos diez años¹⁵.

- Últimamente, los bancos chinos han entrado en asociación con organismos multilaterales de crédito (Banco Africano de Desarrollo y Banco Mundial) para financiar diversos proyectos productivos. En la Cumbre sobre Financiamiento del Desarrollo de Shanghai en 2006, el Eximbank de China, que ayuda sobre todo a los exportadores, se mostró dispuesto a invertir hasta 20.000 millones de dólares para contribuir al desarrollo del continente con préstamos de tres a cinco años¹⁶. La verdad es que los mayores préstamos y otras ayudas financieras China las está dando a los países petroleros y mineros, donde más inversiones tiene. De todas maneras, la financiación china para muchos países resulta una alternativa válida a la financiación llena de trabas, demoras y condiciones del FMI y del BM, e incluso del más próximo Banco Africano de Desarrollo (BAfD).

El semanario *The Economist*, en un informe especial sobre la búsqueda de recursos por parte de China, analiza en concreto la nueva relación de China con la República Democrática del Congo, uno de los países más pobres, más violentos y menos atractivos para hacer negocios del mundo, si no fuera por la riqueza de sus yacimientos minerales.

“A finales de 2007, el gobierno congoleño anunció que empresas estatales chinas construirían o reequiparían varios ferrocarriles, carreteras y minas en todo el territorio por un valor de 12.000 millones de dólares a cambio del derecho de extraer mineral de cobre por un valor equivalente. Esta suma es tres veces superior al presupuesto anual del gobierno congoleño y unas diez veces mayor que la ayuda del “grupo consultivo” de los donantes occidentales que han prometido para cada año hasta 2010”¹⁷.

El informe resalta que las autoridades chinas están tan hambrientas de recursos para sostener su crecimiento que están dispuestas a invertir millones y millones en un país terriblemente pobre y desgarrado por guerras civiles como el Congo, lo que supone más millones que los donantes y los inversores privados occidentales están poniendo en el país.

EL EMPUJE DE CHINA EN EL MUNDO

Y es que esa es la clave de la presencia de China en África. Aunque hay otras razones, como vamos a ver, su presencia en el continente olvidado se debe, sobre todo, a la búsqueda de recursos naturales, desde el petróleo al café, pasando por la soja, algodón, coltán, uranio, cobre, hierro, maderas nobles, etcétera. Le impulsa la necesidad de alimentar las fauces de sus enormes aparatos productivos, los cuales no producen exclusivamente para la exportación, sino en creciente medida para satisfacer la demanda interna de millones y millones de ciudadanos chinos, los cuales, una vez promovidos a la sociedad de consumo, siguen la irracional dinámica del consumo capitalista hasta las últimas consecuencias.

Mientras continúen semejantes tasas de crecimiento, la demanda china de materias primas seguirá aumentando y presionando los mercados y empujando los precios al alza

La enorme liquidez que ha acumulado un país que ahorra el 40% del producto nacional, y que sostiene colosales excedentes comerciales con sus principales clientes, le proporciona suficiente liquidez para gastar en África, América Latina y, desde luego, en Estados Unidos, comprando bonos del Tesoro. Si a eso se le añade la inversión directa que crece sin parar, los recursos financieros con los que cuenta China le permiten moverse por el mundo como una gran potencia financiera. The Economist Intelligence Unit pronostica que la inversión extranjera directa en China mantendrá un promedio anual de 86.800 millones de dólares durante el periodo entre 2007 y 2012, casi las tres cuartas partes de toda la inversión directa a países emergentes. Para África, esta nueva atención que le dedica China es como un maná bajado del cielo.

El crecimiento económico de China, que ya en números globales tiene un nivel desconocido entre países emergentes por su nivel y su consistencia, se traduce claramente en los aumentos de la producción y de las importaciones. Según los datos del informe de *The Economist* que ya hemos mencionado, la producción interna de mineral de hierro pasó de 15 millones de toneladas en 1999 a cerca de 70 millones en 2007, mientras que las importaciones marítimas del mismo mineral pasaron de 7 millones de toneladas en 1999 a 35 millones en 2007¹⁸. La producción de acero aumentó de 10 millones de toneladas en 1999 a más de 40 millones en 2007. China se ha convertido en el mayor productor de oro del mundo, con 276 toneladas en 2007, desbancando de esta posición a Sudáfrica (con sólo

272 toneladas). Es la mayor productora del mundo de aluminio, zinc y plomo, la segunda de estaño y está entre los diez primeros productores de cobre, níquel y plata¹⁹. Estas cifras dan una idea de la utilización de recursos que tasas sostenidas de crecimiento del 10% implican. Mientras continúen semejantes tasas de crecimiento (y parece que continuarán a pesar de la crisis mundial), la demanda china de materias primas seguirá aumentando y presionando los mercados y empujando los precios al alza.

EL ATRACTIVO DE ÁFRICA PARA CHINA

Para China, el continente africano, además de las materias primas, ofrece otros atractivos. Es un continente maltratado por las potencias occidentales todavía no hace mucho tiempo. Los africanos son países nuevos, que apenas tienen cincuenta años de vida independiente. Las heridas de la colonia todavía están sangrantes en muchos de ellos. Ghana, el primero en independizarse, lo fue en 1957. Namibia no fue independiente hasta 1990. China, una antigua y lejana potencia colonial en Asia (que todavía arrastra la vergüenza del Tíbet), puede presentarse en África para jugar un papel de redentor, puede hacer lo que hacían los europeos sin ser identificada como una potencia colonial dominadora, ni como una potencia controladora e intrigante, como lo fueron los Estados Unidos durante sus primeros años de independencia a causa de la Guerra Fría. Se puede presentar como una potencia benigna, antioccidental, que también sufrió los embates del colonialismo europeo, lo que puede estimular entre los gobernantes africanos una simpatía que los europeos o norteamericanos –y su brazo armado, el Fondo Monetario Internacional– no despiertan. La relación de China con África es, potencialmente, el cambio más significativo en sus relaciones exteriores desde el final de la Guerra Fría²⁰.

China se presenta como una potencia benigna, antioccidental, que también sufrió los embates del colonialismo europeo, lo que puede estimular entre los gobernantes africanos una simpatía que los europeos o norteamericanos no despiertan

Es un continente relativamente abandonado, poco trabajado por las multinacionales y los fondos de inversión, lo que le hace poco globalizado. Es, en cierta manera, un espacio económicamente abierto o casi una *res nullius*, algo que está a disposición del primero que llegue²¹. Es un espacio en el cual, aun teniendo respeto a la soberanía de los países, una potencia económica como China, manejando prudentemente su abundante dinero, puede usar su estancia como plataforma para convertirse en

una potencia mundial, y una plataforma pegada a Europa, no lo perdamos de vista. África es un continente marginado, por las dificultades que presenta para los negocios rutinarios de las grandes empresas poco amigas de aventuras y sobresaltos. Está, además, constantemente bajo la lupa de las agencias que vigilan los derechos humanos, la transparencia, la lucha contra la corrupción, la pureza de la democracia. Allí, China, que ejerce un gobierno totalitario y no se preocupa mucho por el respeto por los derechos humanos, se encuentra más a gusto que otros países, quizás más hipócritas, pero obligados a cubrir las apariencias. Por su parte, los gobernantes africanos se encuentran más cómodos con una potencia más tolerante con las peculiaridades de la democracia africana, como peculiares son las características de la democracia china.

África es un continente pobre sin industrias manufactureras importantes. Es por eso un mercado potencial enorme para las manufacturas baratas que China ya tiene dificultades para colocar en otros mercados. África tiene, además, malas infraestructuras, comunicaciones pobres, baja productividad agrícola (algo así como China después de la Revolución Cultural), pero por eso precisamente es un entorno donde un capital bien utilizado podría dar unos enormes rendimientos. En un mundo superpoblado y superdesarrollado, donde reinan los “rendimientos decrecientes” (que sólo se superan a base de una constante –y a veces inútil, cuando no pernicioso– innovación tecnológica), el panorama casi virgen de la economía africana es una invitación para la inversión de un país como China, forzada a salir de sus fronteras y conquistar los mercados mundiales, ya bajo dueños muy celosos. A esto hay que añadir que las previsiones demográficas para África son más bien halagüeñas, a pesar de la incidencia del sida. La dinámica de la población va a llevar a África de los 730 millones de habitantes que tiene en 2007 a los 1.200 millones en 2050, a pesar de las enfermedades, que poco a poco le van haciendo retroceder.

LA RESPUESTA DE LOS GOBIERNOS AFRICANOS

“La aproximación de China a nuestras necesidades está simplemente mejor adaptada que el lento enfoque poscolonial y paternalista de los inversores europeos, las organizaciones de donantes y organizaciones no gubernamentales. De hecho, el modelo chino para estimular un desarrollo económico rápido tiene mucho que enseñar a África”.

Eso declaraba Abdoulaye Wade, presidente de Senegal, en el *Financial Times*²². La respuesta de los gobernantes africanos a la creciente intervención de China en las economías africanas ha

sido, por lo general, positiva. Fuera de los casos de Sudáfrica, Zambia y algunos episodios en Nigeria y Congo (Katanga), que comento a continuación, no se han hecho públicas manifestaciones de desacuerdo o críticas contra la presencia de las empresas chinas en África. El presidente del Congo, Joseph Kabila, dijo de los préstamos que el Eximbank le había prometido para desarrollar las instalaciones de Gecamines (la empresa minera estatal) que eran casos de una “cooperación ejemplar”. “Por primera vez en nuestra historia –dijo ante la Asamblea Nacional– el pueblo congoleño va a ser capaz finalmente de ver qué uso van a tener este cobalto, níquel y cobre”²³.

La respuesta de los gobernantes africanos a la creciente intervención de China en las economías africanas ha sido, por lo general, positiva

Robert Mugabe, presidente perpetuo de Zimbabue, Omar al-Bashir, presidente de Sudán, y “nuestro” Teodoro Obiang, de Guinea Ecuatorial, están encantados con los chinos. Su política exterior, desde que salieron al mundo después de la nefasta Revolución Cultural, se basa en la “no intervención en los asuntos internos de otros países”, una medida oportuna cuando en casa se tiene mucho que ocultar. Desde su silla en el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, el gobierno chino se ha opuesto siempre a medidas de embargo o de otro tipo para presionar a gobiernos como los mencionados, que violan sistemáticamente los derechos de sus ciudadanos. No sólo eso, sino que en ocasiones han vendido a Sudán y Zimbabue equipos militares y de transmisiones para contener la rebelión y las protestas de los ciudadanos, cuando existía un consenso internacional para no hacerlo.

Parece, sin embargo, que o bien por la proximidad de los Juegos Olímpicos de Pekín²⁴, o porque no puede ir contra la opinión del mundo y de la mayoría de gobiernos africanos si quiere hacer negocios en África, el gobierno chino ha cambiado su actitud en Sudán, donde tiene extensos intereses económicos y ha contribuido a que el gobierno sudanés aceptara el envío a la provincia de Darfur de una fuerza conjunta de las Naciones Unidas y la Unión Africana²⁵. En efecto, parece ser que, durante su visita en febrero de 2007, el presidente Hu Jintao intervino personalmente para convencer al presidente Bashir de que cumpliera los compromisos contraídos en Addis Abeba (Plan Annan) en 2006²⁶.

Una excepción a una bienvenida general del continente a China se ha dado en Sudáfrica. El presidente sudafricano Thabo

Mbeki es probablemente el mayor crítico africano de la presencia china. “China no puede simplemente venir aquí, excavar nuestros recursos naturales y luego irse y vendernos manufacturas”. Pidiendo que la inversión china se preocupara más de invertir en empresas manufactureras, advirtió del “peligro potencial de que las relaciones de China con África se conviertan en una copia de las que existían en el pasado entre las colonias africanas y las potencias coloniales europeas”²⁷. De hecho, el gobierno sudafricano está estudiando imponer a las empresas chinas un régimen de “restricción voluntaria” de las exportaciones textiles.

Zambia, donde el cobre es rey, es otro país que ha criticado mucho la presencia china por los daños que su competencia está causando a las nacientes empresas. Hace dos años, cuarenta jóvenes mineros murieron en la explosión de un taller de explosivos en el complejo minero de Chambishi, de propiedad china. El accidente se imputó a una laxa regulación por parte de la empresa. Un año después, la gigantesca fábrica textil Mulungushi, que había sido fundada con ayuda china cuando China comenzaba a interesarse por África en los noventa, cerró sus puertas, dejando a miles de obreros en la calle, por su incapacidad de competir con los textiles importados de China. Recientemente, en la fundición de Chambishi los obreros hicieron huelga para pedir aumento de salarios y mejora de condiciones, bloqueando todos los accesos a las instalaciones. En Zambia, aunque está ganando mucho con el cobre, hay mucha desconfianza ante el supuesto “beneficio mutuo” de su asociación con China.

Los países africanos no quieren ponerse en manos de una sola potencia, aunque sea China, ni desaprovechar su experiencia con empresas occidentales, que no es negativa en la mayoría de los casos

De hecho, uno de los candidatos de la oposición en las últimas elecciones (2006), Michael Sata, llevaba en su plataforma propuestas contra el comercio chino. Y aunque no ganó, su partido, el Frente Patriótico, obtuvo muchos votos.

“¿Quién está ganando? Los chinos, ciertamente... Su interés es explotarnos”, declaraba Sata a la prensa internacional. “Han venido simplemente a tomar el lugar de Occidente como los nuevos colonizadores de África”²⁸.

Quizás no sea para tanto, pero el presidente Hu Jintao, en su visita a África del año pasado, dedicó dos días a Zambia de los ocho que estuvo en el continente, probablemente para mejorar

su imagen en el país y desactivar las sospechas. Sin embargo, su visita al complejo minero de Chambishi tuvo que ser cancelada por miedo a que causara disturbios en la zona²⁹. En otros países donde los chinos están empeñados en grandes obras de infraestructura hay quejas –o temores donde todavía no han comenzado– de que no se emplean todos los trabajadores nacionales que sería deseable para rebajar las elevadas tasas de desempleo que tienen la mayoría de los países. Ponen por ejemplo a Angola y Guinea Ecuatorial, donde esta situación es muy llamativa.

LAS CRÍTICAS OCCIDENTALES A LA INCURSIÓN DE CHINA EN ÁFRICA

“La sabiduría convencional sugiere que las empresas petroleras chinas marchan a través de África, dejando de lado principios establecidos y acumulando enormes reservas de petróleo con la ayuda de una bolsa sin fondo de Pekín. De cerca el cuadro es más matizado. Los gigantes chinos sólo han cogido una fracción pequeña del crudo del continente, la ayuda estatal tiene sus límites y están quizás más preocupados de su imagen de lo que se cree”³⁰.

Las primeras críticas de los países ricos de Occidente a la presencia China en África se dirigían al supuesto “trato de favor” que los gobiernos africanos daban a las empresas públicas chinas. Algunos países llegaron a temer que se excluyera a sus empresas del negocio petrolero y de los minerales. El único ejemplo que podían aducir era Sudán, donde las empresas occidentales se retiraron a causa del embargo que Occidente impuso al gobierno sudanés de Bashir por sus abusos en Darfur. Empresas chinas tomaron el relevo y poco a poco se han ido haciendo con una parte sustancial de las explotaciones petrolíferas en Sudán.



Eximbank of China

Eso no sucedió, sin embargo, en Angola, Guinea Ecuatorial, Chad, Gabón y Nigeria, donde la presencia china en los campos petrolíferos es muy inferior a la de las grandes empresas americanas y europeas, en parte porque no dispone de la tecnología de exploración y extracción que se necesita para el petróleo yacente en el mar a profundidades sustanciales. Eso ha llevado a China a asociarse con empresas como Total de Francia, mucho más avanzada tecnológicamente³¹. En cuanto a los minerales, China compete con empresas occidentales por el cobre de Zambia, el cobalto del Congo y el manganeso de Sudáfrica, en condiciones no especialmente favorables o de privilegio. Los países africanos no quieren ponerse en manos de una sola potencia, aunque sea China, ni desaprovechar su experiencia con empresas occidentales, que no es negativa en la mayoría de los casos.

De ahí se pasó a denunciar el apoyo que China prestaría a gobiernos dictatoriales, como los de Sudán, Zimbabue, Guinea Ecuatorial y otros. Ya he mencionado la tolerancia con el gobierno islámico de Sudán en relación con la provincia de Darfur. En el caso de Zimbabue, mientras los Estados Unidos y la Unión Europea arrinconaban al presidente Robert Mugabe por



sus prácticas arbitrarias y la opresión a que está sometiendo a su población, China ha permanecido como un aliado fiel en la escena internacional. Además, le ha proporcionado armas, equipos de telecomunicaciones y transporte, que sin duda se han usado para extremar la represión. Parece ser que los diplomáticos chinos no están muy contentos con la mala reputación de su amigo e insisten en que “China no saca partido de la situación política”³². No se puede saber si el aparente cambio en la relación con los dictadores africanos, que señalan algunos periodistas, se debe a la necesidad de realizar un profundo cambio de imagen o a la proximidad de los Juegos Olímpicos de Pekín, que el gobierno chino concibe como un colosal ejercicio de relaciones públicas.

Preocupa en Occidente que la financiación que ofrece China acabe marginando al Fondo Monetario Internacional, al Banco Mundial e incluso al Banco Africano de Desarrollo

Hay otras críticas más técnicas que políticas. Por ejemplo, que los créditos que están prometiendo al Congo vienen a aumentar una deuda externa que, por otro lado, se está tratando de rebajar. Hay que reconocer que los préstamos de los bancos chinos son de rápido desembolso, sin largas negociaciones, ni condiciones previas con cláusulas de “condicionalidad”, que suponen una pérdida de soberanía para los prestatarios. Pero se objeta que esos préstamos no facilitan en nada la evolución hacia el buen gobierno, la transparencia presupuestaria y la lucha contra la corrupción que Occidente impulsa en África. También preocupa en Occidente que la financiación que ofrece China acabe marginando al Fondo Monetario Internacional, al Banco Mundial e incluso al Banco Africano de Desarrollo en el continente. Eso supondría una considerable pérdida de influencia de los países más ricos en los asuntos de los africanos. Pero creo que estos miedos están muy exagerados porque, de hecho, China sólo ha dado créditos en unos pocos países, donde tiene mayores inversiones y las perspectivas de obtener recursos naturales son mayores. De todas formas, los préstamos chinos, si acaban bien, serán una lección para los occidentales, que tenían a África bastante abandonada.

Se acusa a las operaciones financieras chinas en África de ser poco transparentes. Lo son, desde luego, a los ojos de observadores no invitados. Pero las operaciones financieras chinas no son menos transparentes que las de los occidentales. En Angola, otro de los países meta de la intervención

china, donde compra más petróleo que en Arabia Saudí, los 4.000 millones en líneas de crédito extendidas por el Export-Import Bank de China están atados a la construcción de infraestructuras. Como cualquiera puede observar, equipos de técnicos y trabajadores chinos están en el país construyendo carreteras, puentes, rehabilitando ferrocarriles, escuelas y enormes colonias de casas baratas. Angola paga por estas infraestructuras con petróleo. Se podrían comparar –opina la profesora Deborah Brautigam– estos préstamos con el préstamo completamente opaco concedido a Angola por el British Standard Chartered Bank, Barclays y The Royal Bank of Scotland³³.

¿QUÉ SE PUEDE ESPERAR?

Para tener una idea más realista de la presencia de China en las economías de África, se puede comparar con su presencia en América Latina. China también busca afanosamente recursos naturales en América Latina, pero en este continente se ha encontrado con economías más avanzadas, estructuradas y modernas que las de África. Pienso, por ejemplo, en Chile, Brasil, Argentina, México e incluso Perú. Los países latinoamericanos cuentan con proveedores de manufacturas, nacionales e internacionales, bien establecidos en sus mercados. La presencia de las multinacionales en la región es muy significativa. El ingreso per cápita promedio en América Latina es cuatro veces el de África. En América Latina hay menos espacio para la penetración china, que se ve sometida a una competencia en la compra de recursos naturales y en la venta de manufacturas que no se encuentra en África. No es probable que la presencia de China en América Latina tenga dimensiones significativas como para cambiar la suerte de la región. La operación de China en África, sin embargo, es más completa, porque abarca los dos lados del comercio exterior, importaciones y exportaciones, al que también se añade la financiación. Podemos suponer que la presencia de China en África, si no se dan fracasos enormes, seguirá aumentando. Las empresas chinas seguirán tomando posiciones para dominar los mercados de manufacturas, desplazando en buena medida a las importaciones provenientes de Francia, Inglaterra, Estados Unidos y otras potencias coloniales. En pocos años, su presencia puede ser esencial para el desarrollo económico de África.

Como ya he indicado arriba, no es probable que China acabe monopolizando las fuentes de suministros de petróleo, ni las de minerales estratégicos. Entre otras cosas porque las empresas occidentales les llevan mucha ventaja en tecnología,



Carretera en Addis Ababa construida por una empresa china

contratos y resultados sobre el terreno. La construcción de infraestructura se va a encontrar con las dificultades propias de climas tropicales y de la falta endémica de mantenimiento de las obras públicas en el continente. A no ser que China constituya un fondo para mantenimiento por muchos años, se puede encontrar costos mayores de los que tiene en su propio país. De hecho, ya empiezan a anotarse algunos fracasos en la construcción de carreteras en Angola y Guinea Ecuatorial.

Podemos suponer que las empresas chinas seguirán tomando posiciones para dominar los mercados de manufacturas

Es muy probable que China acabe comprendiendo que la tolerancia con regimenes dictatoriales, corruptos, ineficientes y malos gestores no conduce a crear valor ni en las economías privadas ni en las públicas. El mal gobierno conduce a la ineficiencia y al despilfarro. No veo a China dispuesta a arrojar su dinero en el pozo sin fondo de la corrupción en la República Democrática del Congo, Zimbabue, Sudán y otros países “amigos”, cuyo mal gobierno toleran de entrada. Como buenas inversoras y negociantes, las empresas chinas, una vez establecidas, tendrán que contribuir a imponer un clima político favorable a la puesta en valor de los fondos de su generosa cooperación.

¿TRAERÁ CHINA MÁS GLOBALIZACIÓN PARA ÁFRICA?

La presencia de China en África ya ha conseguido algo positivo para el futuro del continente olvidado. Todos los ojos de Occidente se han vuelto a considerar las posibilidades que ofrece a los negocios de todo tipo. No solamente atraen la atención los recursos naturales, que no se han ignorado



nunca, sino también nuevas posibilidades para empresas constructoras, de transporte y comunicaciones, de servicios tecnológicos, asesorías para empresas y reformas administrativas. África está de nuevo en el mapa de los negocios, gracias a China.

Uno de los mayores servicios que la globalización le puede prestar a África es poner al alcance de muchas personas el conocimiento del mundo, de otras prácticas políticas, otras costumbres, otras maneras de proceder en los negocios y en el trabajo, de cultivar la tierra, de fabricar y vender manufacturas

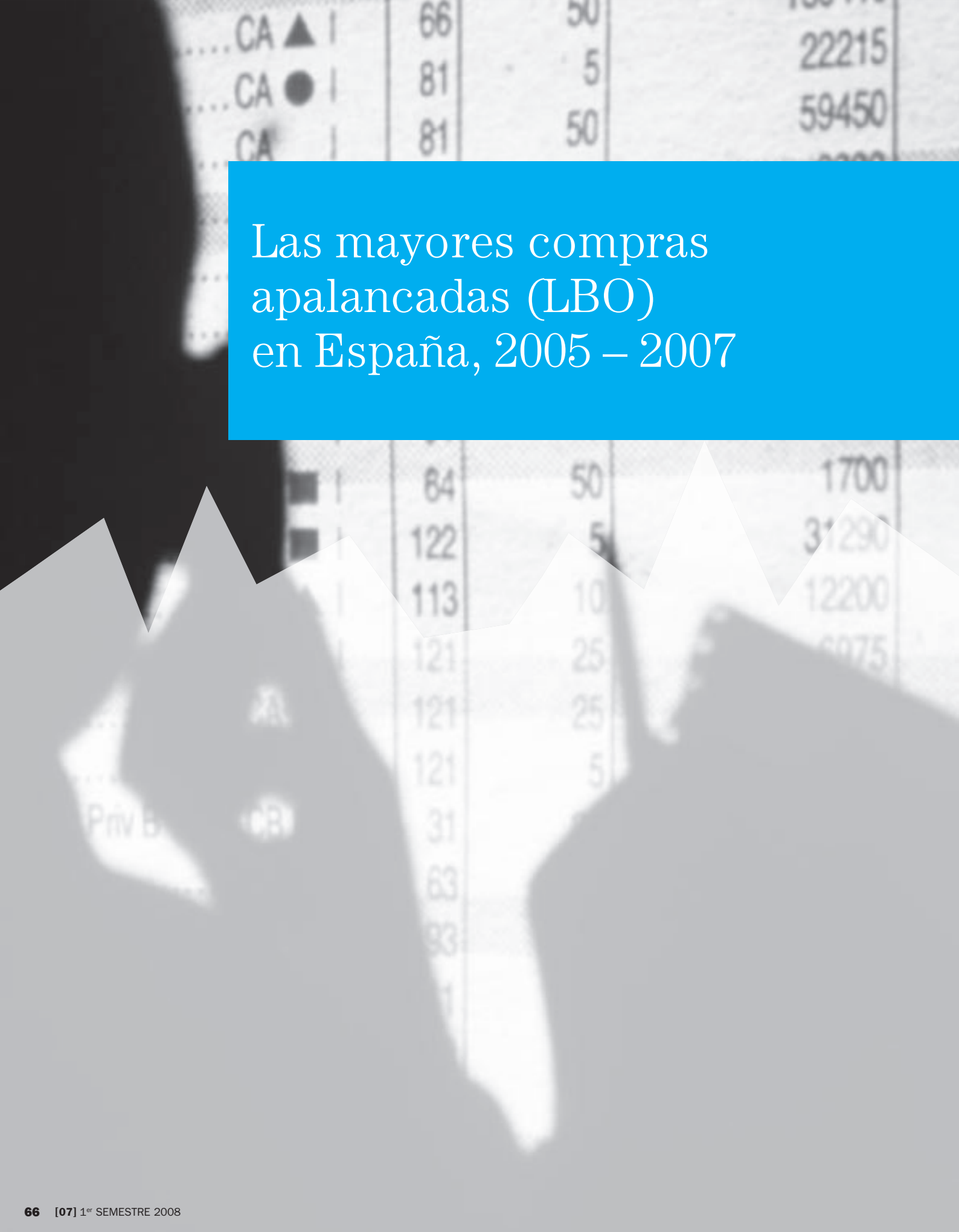
Parece que, finalmente, la globalización está llegando a África, pero sus influencias son desiguales. Mientras las empresas extractivas de los recursos de la tierra están cada día más presentes y activas en suelo africano, su influencia sobre las economías de los países es más bien limitada,

cuando no es positivamente contraproducente por su intrusión en rivalidades y disputas locales que acaban en guerras civiles. Las empresas manufactureras, que producen bienes de consumo masivo, crean empleo y elevan el espíritu empresarial de los ciudadanos, tienen una presencia relativamente pequeña.

A pesar de ser países de bajos o bajísimos costos laborales, la ausencia de un mercado interno basado en una amplia clase media con poder adquisitivo, la falta de educación popular y las enfermedades les hace poco atractivos para la inversión directa internacional. Como consecuencia, su comercio exterior, que en la globalización debiera ser una fuente de moneda extranjera para financiar la inversión (sin necesidad de endeudarse en el exterior) y proporcionar un impulso a la productividad del trabajo, se ve reducido a materias primas y *commodities* con poco valor añadido, un campo limitado para aumentos de la productividad del trabajo y sometido a las oscilaciones de la especulación internacional de estos bienes.

Uno de los mayores servicios que la globalización le puede prestar a África es poner al alcance de muchas personas el conocimiento del mundo, de otras prácticas políticas, otras costumbres, otras maneras de proceder en los negocios y en el trabajo, de cultivar la tierra, de fabricar y vender manufacturas. Sin los modernos medios de comunicación nunca hubieran llegado a conocer estas dimensiones. Es verdad que este conocimiento del mundo exterior está fomentando la emigración masiva hacia los países ricos, la cual, aunque puede solucionar la situación personal de los emigrantes y sus familias (y en este sentido contribuir a reducir la pobreza) no está claro que contribuya al desarrollo durable y sostenible de la economía y la sociedad de los países que expulsan a su mano de obra mejor cualificada.

- 1 Moisés Naim, "La peligrosa clase media", *El País*, 17 de febrero de 2008.
- 2 También le importaba a la China comunista desactivar el reconocimiento de Taiwan por parte de algunos –pocos– países recién independizados.
- 3 Keith Campbell, "800 Chinese State-owned enterprises active in Africa", *Mining Weekly Online*, 28 de septiembre de 2007.
- 4 "China to double 2006 assistance to Africa by 2009", *China View*, 4 de noviembre de 2006, www.chinaview.cn
- 5 Deborah Brautigam y Adama Gaye (2007), "Is Chinese Investment Good for Africa?", *Council on Foreign Relations*, Washington DC, febrero de 2007.
- 6 WTO (2007), "Risks lie ahead following stronger trade in 2006".
- 7 UNCTAD (2008), *World Investment Report 2007*, tomado de www.afrol.com.
- 8 En cuya ocasión el Foro fue izado a la categoría de "Cumbre".
- 9 Bates Gill y Chin-Hao Huang, "Las relaciones de China con África. Implicaciones para Europa" *Vanguardia Dossier*, nº 26 enero-marzo de 2008, pp. 50-56.
- 10 "La Chine dans le jeu de quilles des agences d'aides multilaterals", *Le Monde*, 22 de mayo de 2007.
- 11 Con motivo de la Exposición de Productos Africanos en Pekín, en enero de 2008.
- 12 Estados Unidos sólo obtiene en África el 15% de sus importaciones de crudo.
- 13 *Le Monde Diplomatique*.
- 14 Se dice que el compromiso del gobierno chino implica la construcción de tres autopistas, un ferrocarril, hospitales y una universidad.
- 15 Geoff Dyer y William Wallis, "Landing rattles traditional donors" FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 16 "La Chine dans le jeu de quilles des agences d'aides multilaterals", *Le Monde*, 22 de mayo de 2007.
- 17 "A ravenous dragon. A special report on China's quest for resources", *The Economist*. 15 de marzo de 2008, p. 3.
- 18 Loc. Cit. p. 6.
- 19 Javier Blas y Alec Russell, "China tops global gold mining list to end South Africa's century reign" FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 20 William Wallis, "Drawing contours of a new world order", FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 21 Aunque no el sentido fuerte que se aceptó en la Conferencia de Berlín en 1885, donde se perpetró el "reparto de África".
- 22 Abdoulaye Wade, "Time for the west to practice what it preaches" FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 23 *The Economist*, p. 10.
- 24 Personalidades del mundo del cine tan famosas como Mia Farrow y Steven Spielberg se han negado a participar en la promoción de los Juegos, a los que Mia Farrow calificó de "Juegos de la Vergüenza". Me imagino que con la revuelta del Tibet y su represión, la temperamental actriz tiene que estar muy enfadada.
- 25 Lydia Polgreen, "China, in New role, Presses Sudan on Darfur", *The New York Times*, 23 de febrero de 2008.
- 26 Bates Gill y Chin-Hao Huang, "Las relaciones de China con África, implicaciones para Europa" *La Vanguardia Dossier África*, enero-marzo 2008, p. 53.
- 27 Eva Cheng "Is China Africa's new imperialistic power?" *GreenLeft*, Australia, 2 de marzo de 2007.
- 28 Lydia Polgreen y Howard W. French, "China's Trade in Africa Carries a Price Tag", *The New York Times*, 21 de agosto de 2007.
- 29 Matthew Green y Alec Russell, "Big push to be more assertive", FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 30 Matthew Green, "Beijing learns to tread warily", FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 31 "China y África", *Financial Times*, editorial, 31 de octubre de 2007.
- 32 Alec Russell y William Wallis, "Efforts to redress bad boy perceptions", FT Report: Africa-China Trade 2008, *Financial Times*, Londres, 24 de enero de 2008.
- 33 Debate on line: Deborah Brautigam y Adama Gaye, "Is Chinese Investment Good for Africa?", *Council on Foreign Relations*, 20 de febrero de 2007.



Las mayores compras
apalancadas (LBO)
en España, 2005 – 2007

Las compras de grandes empresas lideradas por fondos de capital riesgo han estado en las portadas de los periódicos en los últimos años. Pero, ¿cómo se llevan a cabo estas operaciones? ¿Es tan alto el nivel de deuda utilizada? ¿Quién hay detrás de ellas?

Prof. Luisa Alemany

Departamento de Control y Dirección Financiera, ESADE

ABSTRACT

El presente estudio analiza las mayores operaciones de compra apalancada llevadas a cabo por los inversores de capital riesgo en España. El objetivo es profundizar en el conocimiento de estas operaciones desde un punto de vista financiero. Esta tipología de inversiones son conocidas por el termino anglosajón *leveraged buy-out* (LBO).

En el análisis presentado en este artículo se detallan algunas de las características de estas operaciones tales como apalancamiento, valoración y sus protagonistas. Además, se estudia la evolución del nivel de endeudamiento para poder entender si se ha producido un desequilibrio y tener una base para comparar con niveles de apalancamiento post *subprime*.

Los datos aportados apoyan la hipótesis de una fuerte “inflación” en los niveles de endeudamiento y en los precios pagados por los fondos de capital riesgo. Nada impide que en el futuro se vuelvan a observar situaciones similares, pero parece poco probable que suceda en los próximos años.

INTRODUCCIÓN

Este artículo analiza las mayores operaciones de compra apalancada llevadas a cabo por los inversores de capital riesgo en España. El objetivo es profundizar en el conocimiento de estas operaciones desde un punto de vista financiero. Esta tipología de inversiones, conocidas por el término anglosajón *leveraged buy-out* (LBO), incluyen diversas modalidades como *management buy-out* (MBO), *management buy-in* (MBI), *buy-in management buy-out* (BIMBO), *secondary buy-out* (SBO), *public-to-private* (PtoP) y operaciones de *build-up* o *buy & built* (B&B)¹.

Los LBO no son un fenómeno nuevo en España², pero desde el año 2005 toman un especial protagonismo, pasando de una media anual entorno al 30% del volumen de fondos invertidos por los operadores de capital riesgo a representar el 81%. La importancia creciente de este tipo de operaciones ha despertado interés tanto en el mundo empresarial como político. Dos razones motivan este interés. Primero, el tamaño de las empresas adquiridas, en especial las compras de empresas cotizadas. Segundo, el que el pago de la empresa adquirida se realice en su mayoría con deuda.

Los LBO no son un fenómeno nuevo en España, pero desde el año 2005 toman un especial protagonismo, pasando de una media anual en torno al 30% del volumen de fondos invertidos por los operadores de capital riesgo a representar el 81%

El estudio se estructura de la siguiente manera: en la primera sección se presentan los datos clave del mercado de LBO, tanto en Europa como en España, para poder entender su evolución y su importancia. A continuación se discute cómo se seleccionó la muestra. La siguiente sección presenta el análisis descriptivo de la muestra. Posteriormente, se estudia el apalancamiento y la valoración estimada en la muestra y se analiza quién está detrás de estas operaciones. En el último apartado se presentan las conclusiones del estudio.

EL MERCADO DE LBO

En este apartado se presentan los principales datos de los mercados europeo y español de capital riesgo y en especial de los LBO. Las inversiones de capital riesgo se clasifican en función de la etapa de desarrollo de la empresa. Se distinguen tres grandes grupos: arranque, crecimiento y madurez. Dentro del primer grupo se incluyen las aportaciones del capital riesgo a empresas jóvenes que están comenzando. Los fondos se dedican a establecer la empresa y conseguir las primeras

ventas. El segundo grupo, crecimiento o expansión, incluye las inversiones en empresas que ya tienen un producto o servicio en el mercado, que parece que funciona, y necesitan fondos para poder dar el salto a otros mercados. Suelen ser empresas de mediana edad. El último grupo incluye las empresas maduras que utilizan el capital riesgo para cambiar el accionariado o salir de una situación difícil (*turn-around*). Dentro del grupo de empresas en fase de madurez las operaciones más habituales son los LBO, ya que las operaciones de *turn-around* no son habituales entre los inversores de capital riesgo, sobre todo en Europa. Es por eso que a la inversión en fase de madurez se la identifica comúnmente con los *buy-outs* o LBO.

En Europa los LBO representan la tipología donde tienen lugar más inversiones de capital riesgo. En los últimos cinco años siempre superaron el 50% del total de dinero invertido en el sector (véase gráfico 1). Las inversiones de capital riesgo en Europa crecieron a una tasa del 27% anual en los últimos cinco años, de 2002 a 2006. Sin embargo, el crecimiento de las inversiones en LBO superó cada año la tasa total del capital riesgo, con un crecimiento medio anual del 31%.

En España, la categoría de LBO estaba históricamente por debajo de la media europea, que representaba en torno a dos tercios de la inversión total. Si tomamos el periodo 2002 a 2004, en Europa la media es de 65% mientras que en España sólo representaba un 32% del total de inversiones de capital riesgo. Sin embargo, a partir del año 2005 esta tipología de inversiones presentaron un crecimiento espectacular, lideradas por las grandes operaciones³. En el cuadro 1 se presenta la evolución de la inversión de capital riesgo en España para el periodo 2000 a 2007. Se observa que de un porcentaje de alrededor del 30% anual en el periodo 2000-2004 se pasa a más del doble en los últimos años. El tipo de inversión dominante hasta el 2005 es crecimiento o expansión.

A pesar de la importancia de estas operaciones se sabe poco de ellas a nivel individual. Anualmente se elabora un informe sobre compras apalancadas en España que sirve para aportar conocimiento sobre el fenómeno de manera agregada⁴. A nivel individual se mencionan las mayores operaciones y el tamaño total de la transacción. El presente estudio pretende complementar con datos a nivel empresa.

SELECCIÓN DE LA MUESTRA

Para la determinación de la muestra se tuvieron en cuenta dos variables. Primero, se consideró el periodo de análisis

CUADRO 1: INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA, 2000-2007

Según tipología de inversión, porcentaje

	2000	2001	2002	2003	2004	2000-04	2005	2006	2007
ARRANQUE	16,5	9,8	11,0	4,9	3,6	9,2	2,9	9,1	4,6
CRECIMIENTO	54,3	63,0	61,3	65,5	60,7	61,0	15,8	38,9	39,2
LBO	29,3	27,2	27,6	29,6	35,7	29,9	81,4	52,0	56,2
TOTAL (millones €)	1.248	1.199	968	1.337	1.996	6.748	4.117	3.108	4.330

FUENTE: Webcapitalriesgo / ASCRI

y, segundo, el número de operaciones a incluir. Respecto al periodo de análisis, se eligió el periodo 2005 a 2007, por ser el 2005 cuando se imponen estas operaciones en el mercado español. En referencia al número de operaciones, se consideró el número total de empresas objeto de LBO en los años del estudio y el volumen de inversión. En el cuadro 2 se presentan los datos para el total de la población. Como se puede observar, en el periodo de estudio se realizaron 158 LBO y el volumen total de capital riesgo invertido en estas operaciones fue de 7.401 millones de euros, sin incluir la deuda, que es normalmente más de dos veces la parte de capitales propios.

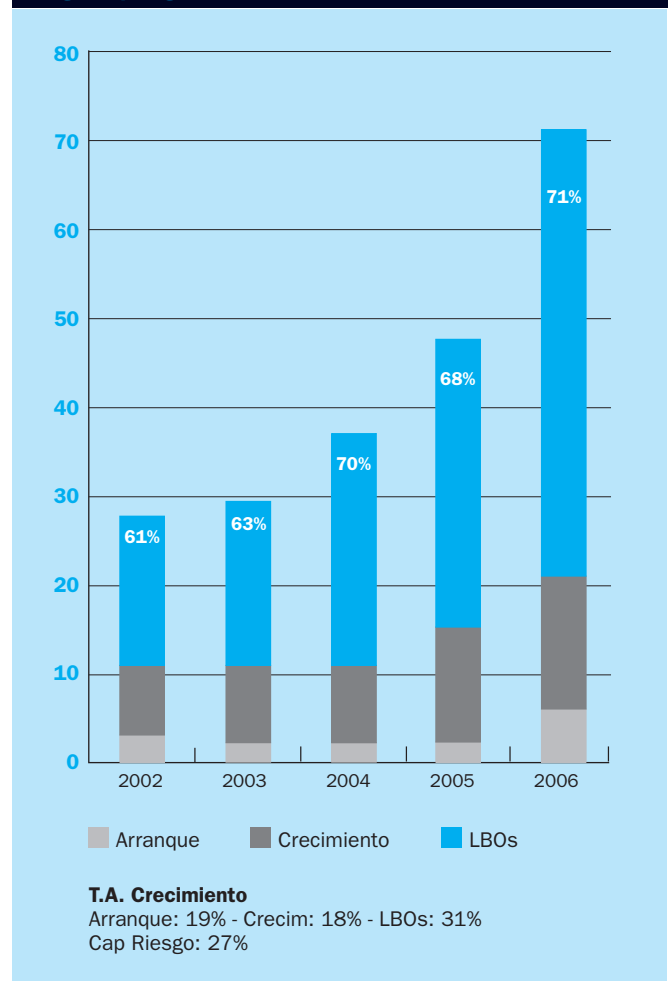
En los últimos tres años se han realizado unos 50 LBO anuales. Aunque en volumen de inversión representan la mayoría del capital riesgo, en número de operaciones están entorno al 10% anual (véase cuadro 2). De las 158 transacciones de compra apalancada llevadas a cabo en los últimos tres años, las cinco mayores de cada año (*top 5*) acumulan un 64% del volumen invertido.

El volumen tan importante que agregan estas cinco operaciones anuales justifican su elección como muestra. Esta selección introduce un sesgo en el análisis, ya que es posible que las mayores operaciones no sean representativas del resto. En número representan el 10% anual, pero su peso justifica su elección. El volumen medio de *equity* invertido en las cinco mayores operaciones de cada año está por encima de los 300 millones de euros. Las restantes operaciones de LBO tienen una media de 17 millones (véase cuadro 3).

Una segunda razón por la que el análisis se limita a estas 15 operaciones es por la dificultad de obtener información⁵.

GRÁFICO 1: INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO EN EUROPA, 2002-2006

Según tipología de la inversión, en millones de euros



FUENTE: Anuarios de la European Venture Capital Association (EVCA)

CUADRO 2: VOLUMEN DE CAPITAL RIESGO Y DE LBO EN ESPAÑA, 2005-2007

Dinero invertido (millones de euros)	2005	2006	2007	Total 05-07
Total inversiones capital riesgo (CR)	4.117	3.108	4.330	11.555
% invertido en LBO	81,4	52,0	56,2	64,0
Inversión en LBO	3.351	1.616	2.433	7.401
Número de inversiones	2005	2006	2007	Total 05-07
Total operaciones CR	549	765	840	2.154
Núm. LBO	48	57	53	158
% LBO	11,4	7,5	6,3	7,3

FUENTE: Webcapitalriesgo/ASCRI

Las compras llevadas a cabo por entidades de capital riesgo quedan en el ámbito privado y tan sólo la información que se hace llegar vía notas de prensa es conocida. En el caso de las grandes operaciones, algunas de ellas conocidas como *mega-deals*, esta información es más abundante por varios motivos. Primero, al ser operaciones de una gran dimensión, el número de actores implicados en el proceso es elevado y la información se acaba “filtrando”. Entre ellos se encuentran varias entidades de capital riesgo que analizan la empresa, bancos de inversión, consultores, asesores y auditores en temas legales, fiscales o laborales. Segundo, en muchos casos se trata de procesos conocidos como subastas, donde inversores financieros y estratégicos son invitados a analizar información suficiente, aunque limitada, de manera que puedan hacer una oferta por la empresa en venta. Los que ofrecen el mayor precio son seleccionados e invitados a continuar estudiando la empresa en detalle. Sin embargo, al haber tantos actores en la primera parte del proceso la información

“circula” en el mercado. Tercero, las grandes operaciones son noticia y la prensa económica está informada de lo que sucede en ellas.

ANÁLISIS DESCRIPTIVO:

LAS MAYORES OPERACIONES 2005-2007

En esta sección se presentan las empresas consideradas en la muestra de las cinco mayores operaciones de LBO de los últimos tres años (*top 5*). En el cuadro 4 se incluye la información sobre el inversor de capital riesgo, el valor de la operación o precio total, la parte del precio pagado con fondos propios (el desembolso real de las empresas de capital riesgo), división de la aportación del capital riesgo por parte de las distintas empresas que participaron (la mayor parte de las operaciones se realizaron en coinversión) y, finalmente, el dato de los beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones (EBITDA) para el año en el que se llevaba a cabo la operación⁷.

CUADRO 3: LOS CINCO MAYORES ('TOP' 5) LBO EN ESPAÑA, 2005-2007

Millones de euros

Dinero invertido	2005	2006	2007	05-07
Inversión total equity top 5 LBO	3.319	1.059	1.240	
Inversión capital riesgo (CR) en top 5 LBO ⁽⁴⁾	2.852	884	1.240	4.976
% top 5 total LBO España	78,0	56,1	51,0	67,2
% resto LBO España	22,0	43,9	49,0	32,8
Inversión media top 5	522,8	176,7	248,0	332,0
Inversión media resto LBO	17,1	15,4	24,9	17,0

⁽⁴⁾ Sólo incluye la inversión aportada por entidades de capital riesgo. No incluye aportaciones de inversores estratégicos u otros inversores.

FUENTE: Webcapitalriesgo/ASCRI

CUADRO 4: ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LAS EMPRESAS DE LA MUESTRA 'TOP' 5⁶

Panel A: las cinco mayores operaciones de 2005. Millones de euros

EMPRESA ADQUIRIDA	INVERSOR	VALOR OPERACIÓN	CAPITAL INVERTIDO	INVERSOR LÍDER	SEGUNDO INVERSOR	TERCER INVERSOR	RESTO INVERSORES	EBITDA
Amadeus	BC Partners, Cinven	4.337	997	265	265		467	580
ONO / Auna	JP Morgan P., Providence E.P., Thomas H. Lee, Quadrangle G.	2.251	1.300	370	370	370	190	180
Cortefiel	CVC, PAI, Permira	1.520	372	124	124	124		143
Panrico	Apax Partners	880	250	250				83
Recoletos	Providence E.P., Mercapital, InvestIndustrial, J. Castellanos	765	400	109	32	21	238	57

Panel B: las cinco mayores operaciones de 2006. Millones de euros

Orizonia (ex - Iberostar)	Carlyle, Vista Capital	950	260	156	91	13		95
Telepizza	Permira, Carbal	855	255	155	100			53
Dorna	Bridgepoint, equipo dir.	607	248	186	62			45
Grupo Levantina	Charterhouse, Impala	540	200	100	100			70
Gasmedi 2000	Mercapital, equipo dir.	275	96	96				30

Panel C: las cinco mayores operaciones del 2007. Millones de euros

Applus	Carlyle, Caixa Catalunya	1.485	460	350	110			115
Parques Reunidos	Candover, Bourne Leisure	935	250	250				74
Occidental Hoteles	Valanza, Ponte Gadea, eq. dir	706	215	120	52	43		85
USP	Cinven, equipo dir.	675	180	160	20			40
Avanza	Doughty Hanson	630	135	135				59

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 5: ESTADÍSTICOS VALOR TRANSACCIÓN E INVERSIÓN DE CAPITAL LOS MAYORES LBO, 2005-2007
En miles de millones de euros

Año	VALOR TRANSACCIÓN			INVERSIÓN CAPITAL (Fondos propios)		
	Media	Mediana	Desv. Típ.	Media	Mediana	Desv. Típ.
2005	2,0	1,5	1,5	0,7	0,4	0,5
2006	0,6	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1
2007	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,1

FUENTE: Elaboración propia

Todas las operaciones consideradas en este estudio están por encima de los 500 millones de euros de valor de transacción excepto el *management buy-out* en 2006 de Gasmedi 2000 por Mercapital y el equipo directivo (275 millones de euros). En el cuadro 5 se presentan los estadísticos para el valor de la transacción y la inversión en capital, es decir, la aportación de la entidad de capital riesgo.

El incremento en el nivel de endeudamiento ha “empujado” hacia arriba el precio pagado por las empresas objeto de LBO en los últimos años

Se observa que 2005 presenta una media muy elevada pero a la vez con una fuerte desviación típica. Es interesante observar que en el año 2007, a pesar de que los valores medios de la operación incrementan en un 50% respecto al año anterior, la aportación media de capital se mantiene estable. Este dato es una indicación del aumento de los ratios de endeudamiento, como se expone en el siguiente apartado.

4. NIVELES DE APALANCAMIENTO Y VALORACIÓN

Los LBO despiertan gran interés porque, como se dice habitualmente, “se compran empresas sin dinero”. Nada más

lejos de la realidad. Las empresas adquiridas se pagan y en la mayoría de los casos el pago es en efectivo. Sin embargo, el comprador, la entidad de capital riesgo, sólo aporta parte del precio, siendo el resto deuda. El volumen de deuda es muy importante y representa la mayoría del pago. Sería algo similar a la compra de un piso financiando su importe con una hipoteca que, por ejemplo, cubre el 80% del precio, algo bastante normal.

En el caso de los *top 5* LBO el nivel de endeudamiento es del 70%, lo que se considera estándar en este tipo de operaciones (véase cuadro 6). Se observa un crecimiento en el último año, incrementándose del 66% al 72% en 2007. También los niveles máximos y mínimos han aumentado considerablemente, en especial el mínimo, pasando de 42% en 2005 a 69% en 2007. Respecto a la segunda medida considerada, el ratio de deuda sobre el beneficio antes de intereses impuestos y amortizaciones (EBITDA), el aumento es significativo, pasándose de seis a casi nueve veces. Un endeudamiento estándar en este tipo de operaciones sería entre 4 y 5 veces EBITDA, por lo que el año 2005 ya presentaba un endeudamiento alto (6,2x). A nivel europeo, antes del 2004, solo el 5% de los LBO se financiaban por encima de 6 veces EBITDA. En 2005 esta cifra aumenta

CUADRO 6 : NIVELES MEDIOS DE APALANCAMIENTO EN LOS ‘TOP’ 5 LBO, 2005-2007

Año	DEUDA / VALOR TRANSACCIÓN (%)			DEUDA / EBITDA (X)		
	Media	Máx.	Mín.	Media	Máx.	Mín.
2005	66	77	42	6,2	8,1	5,3
2006	67	73	59	7,4	11,2	4,9
2007	72	79	69	8,6	12,4	5,8

FUENTE: Elaboración propia

hasta el 28%. En el primer trimestre del 2007 este porcentaje era del 37%⁸. En las top 5 españolas en 2007 solo una de ellas se financió por debajo de 6 veces EBITDA.

El endeudamiento medio del año 2007 es el doble de lo que podría considerarse normal (8,6x). Además, el nivel máximo observado en el periodo, en torno a 12,4 veces EBITDA, hubiera resultado inimaginable tres años antes⁹. Incluso el nivel mínimo se situó en la banda alta de lo que sería un nivel normal.

Los LBO despiertan gran interés porque, como se dice habitualmente, “se compran empresas sin dinero”. Nada más lejos de la realidad. Las empresas adquiridas se pagan y en la mayoría de los casos el pago es en efectivo

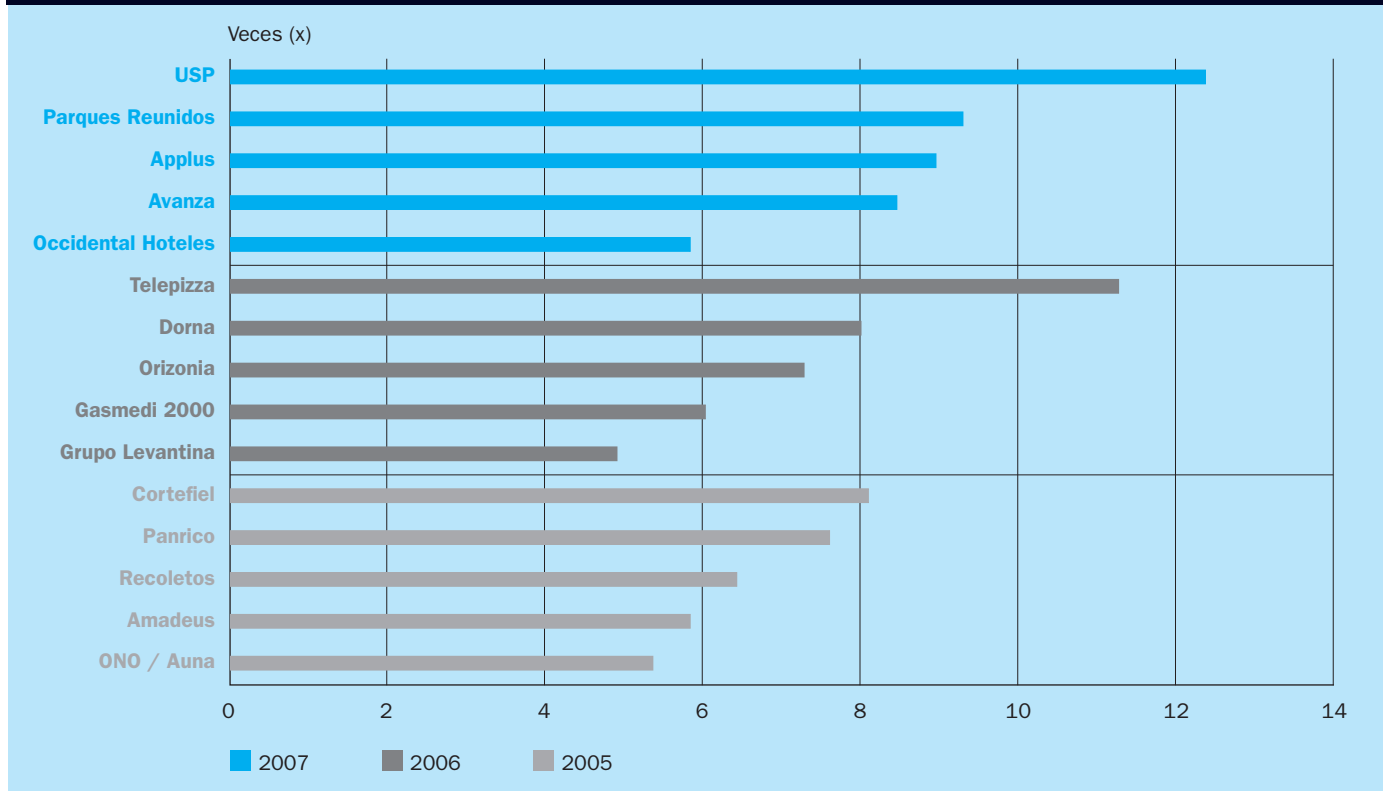
El gráfico 2 presenta el ranking de las operaciones top 5 según su nivel de deuda sobre EBITDA. Como se puede apre-

ciar, cuatro de las cinco operaciones del año 2007 se encuentran en la parte alta del ranking, entre las cinco más apalancadas.

El incremento en el nivel de endeudamiento ha “empujado” hacia arriba el precio pagado por las empresas objeto de LBO en los últimos años. Esta situación, contrastada en las entrevistas realizadas, podría considerarse anormal. En una situación normal, con competencia entre las entidades de capital riesgo, y en especial en las grandes operaciones, el precio a pagar por la empresa objetivo se ve aumentado, ya que al haber más demanda que oferta, el punto de equilibrio se mueve hacia arriba. Sin embargo, en los últimos años en los que había un exceso de liquidez, los bancos que financiaban la operación eran los que ofrecían niveles de deuda elevados y relativamente baratos. Las operaciones venían con la deuda “fijada”, por lo que la entidad de capital riesgo que deseaba poner en torno a un 30% del precio en fondos propios veía cómo los precios que acababa pagando eran muy elevados.

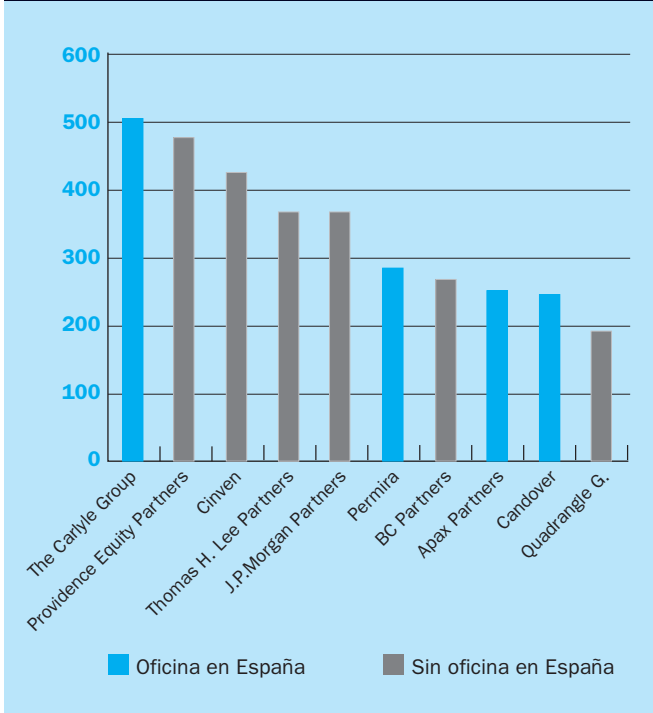
GRÁFICO 2: RANKING DE OPERACIONES POR NIVEL DE ENDEUDAMIENTO, 2005-2007

Apalancamiento top 5: DEUDA / EBITDA



FUENTE: Elaboración propia

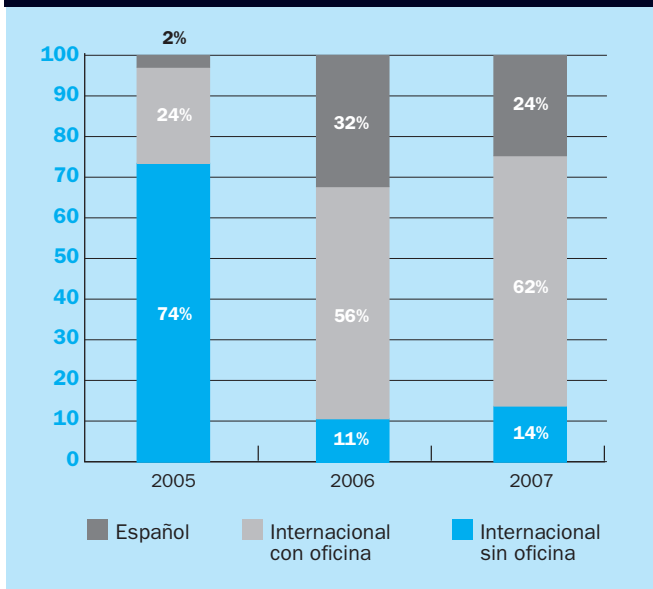
GRÁFICO 3: RANKING DE INVERSORES DE CAPITAL RIESGO EN 'TOP' 5 OPERACIONES, 2005-2007¹⁰



FUENTE: Elaboración propia

GRÁFICO 4: CUOTA EN LOS 'TOP' 5 LBO POR TIPOLOGÍA DE INVERSOR, 2005-2007

Inversión total top 5 por tipo de inversor. Porcentaje



FUENTE: Elaboración propia

En el cuadro 7 se presenta la valoración estimada en base al múltiplo de EBITDA. Si tomamos la media como medida de tendencia central se observa un aumento de precios año tras año. También es importante resaltar que tanto los valores máximos como los mínimos se han incrementado en el periodo de análisis.

LOS INVERSORES DE 'PRIVATE EQUITY'

Es interesante analizar quién está detrás de estas operaciones para poder entender quiénes son las entidades de capital riesgo que lideran el mercado de las grandes compras apalancadas en España. Lo primero que llama la atención es que entre los diez mayores inversores no exista ninguno español (véase gráfico 3). La primera entidad de capital riesgo española que encontramos es Mercapital, que se encuentra en el puesto 13 de la clasificación (véase cuadro 8).

De entre los cinco primeros sólo The Carlyle Group tiene oficina en España, siendo el líder del ranking, con una inversión de más de 500 millones de euros en dos de las quince operaciones estudiadas. En el puesto sexto encontramos a Permira, que también cuenta con oficina, así como Candover, Apax Partners y Bridgepoint (puestos 8º, 9º y 10º, respectivamente).

En referencia a los proveedores de deuda, el mercado está liderado por bancos europeos, todos ellos con oficinas en España. De las quince operaciones analizadas, el banco que participó en mayor número de ellas fue The Royal Bank of Scotland (RBS), que estuvo presente en siete. Le siguen Société Générale (SG), Barclays e ING, con cinco, cuatro y tres operaciones, respectivamente (véase cuadro 9). Algunos grandes bancos de inversión americanos, como Goldman Sachs o JP Morgan, también participaron en los paquetes de deuda de las grandes operaciones, pero de momento no lideran el mercado español. Respecto a los grandes bancos y cajas españolas, su participación en operaciones de LBO es menor y se centra en operaciones de tamaño más pequeño.

Si se analiza de manera agregada por tipología de entidad de capital riesgo, distinguiendo entre las españolas y las extranjeras, y dentro de éstas, las que tienen oficina en España y las que no tienen presencia, podemos entender mejor quién lidera el mercado. En el gráfico 4 se observa que tanto en 2006 como en 2007 los líderes son las entidades de capital riesgo extranjeras con presencia en España. Algunas de ellas, como Apax Partners, llevan presentes en el mercado español muchos años. Otras, como Permira o Candover, han abierto oficina en los últimos años. En el año 2005 tres cuartas par-

CUADRO 7: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VALOR EMPRESA / EBITDA, 'TOP' 5 LBO, 2005-2007

Veces (X)

'ENTREPRISE VALUE' / EBITDA					
Año	Media	Mediana	Desv. Típ.	Máx.	Mín.
2005	10,9	10,6	2,3	13,4	7,5
2006	11,3	10,0	3,4	16,0	7,7
2007	12,3	12,6	3,2	16,9	8,3

FUENTE: Elaboración propia

tes de la inversión las llevaron a cabo inversores extranjeros sin presencia en España; sin embargo, los niveles de inversión de esta categoría se han reducido mucho en 2006 y 2007.

CONCLUSIONES

Las mayores compras apalancadas de empresas españolas llevadas a cabo por las entidades de capital riesgo representan una parte significativa del dinero invertido en esta categoría. En este estudio se han tomado las cinco mayores del periodo 2005-2007, que en su conjunto agregan un 74% de esta tipología de inversión. En el año 2005 llegan a suponer un 85% de la inversión.

La categoría de las compras apalancadas suponía hasta 2005 un porcentaje en torno al 30% del total de la inversión de capital riesgo en España, lejos de los niveles europeos, en torno al 60-70%. Los últimos tres años han visto duplicarse esta cuota y parece que la tendencia futura es permanecer en niveles cercanos al 50%. El mercado de LBO ha despegado con mucha fuerza, como se puede observar en los datos de este estudio y, aunque las operaciones vuelvan a niveles más bajos, es posible esperar que se protagonicen operaciones importantes aunque con menos endeudamiento.

El apalancamiento de las adquisiciones de la muestra es muy elevado, con una media del ratio deuda a EBITDA por encima de las 6 veces en todos los años. Además, esta medida aumenta cada año, llegándose a 8,6 veces en el año 2007. El porcentaje de deuda sobre el total de la operación se mantiene en torno al 70%, lo que es estándar en este tipo de operaciones. Por lo tanto, es el precio de la operación el que ha aumentado junto al apalancamiento.

En lo que respecta a los inversores de capital riesgo, los grandes desconocidos y a la vez los protagonistas de estas operaciones, llama la atención que entre los cinco que más han in-

CUADRO 8: RANKING TOTAL INVERSORES, 2005-2007

PUESTO	INVERSOR	MILL €	TIPO (*)
1	The Carlyle Group	506	2
2	Providence Equity Partners	479	3
3	Cinven	425	3
4	J.P.Morgan Partners	370	3
5	Thomas H. Lee Partners	370	3
6	Permira	279	2
7	BC Partners	265	3
8	Apax Partners	250	2
9	Candover	250	2
10	Bridgepoint	248	2
11	Quadrangle G.	190	3
12	Doughty Hanson	135	2
13	Mercapital	128	1
14	CVC Partners	124	2
15	PAI	124	2
16	Valanza	120	1
17	Caixa Catalunya	110	1
18	Charterhouse	100	3
19	Impala Capital	100	1
20	Vista Capital	91	1
21	Ponte Gadea	52	1
22	Investindustrial	21	1

(*) Tipo 1: español. Tipo 2: internacional con oficina en España. Tipo 3: internacional sin oficina en España.

FUENTE: Elaboración propia

CUADRO 9: RANKING DE OPERACIONES LBO CON SUS PROTAGONISTAS, 2005-2007

Participación de los cuatro principales proveedores de deuda. Millones de euros.

AÑO 2007

EMPRESA ADQUIRIDA	INVERSOR	VALOR OPERACIÓN	RBS	SG	BARCLAYS	ING
Applus	Carlyle, varios	1.485		X	X	
Parques Reunidos	Candover, Bourne Leisure	935	X			X
Occidental Hoteles	Valanza / Ponte Gadea	706				
USP	Cinven, equipo dir.	675	X		X	
Avanza	Doughty Hanson	630				

AÑO 2006

EMPRESA ADQUIRIDA	INVERSOR	VALOR OPERACIÓN	RBS	SG	BARCLAYS	ING
Orizonia	Carlyle, Vista Capital	950		X		
Telepizza	Permira, Carbal	855	X			X
Dorna	Bridgepoint, equipo dir.	607	X	X		
Grupo Levantina	Charterhouse, Impala	540				
Gasmedi 2000	Mercapital, equipo dir.	275				

AÑO 2005

EMPRESA ADQUIRIDA	INVERSOR	VALOR OPERACIÓN	RBS	SG	BARCLAYS	ING
Amadeus	BC Partners, Cinven	4.337	X		X	
ONO / Auna	JP Morgan P., Providence E.P., Thomas H. Lee P., Quadrangle G.	2.251		X		
Cortefiel	CVC, PAI, Permira	1.520	X		X	
Panrico	Apax Partners	880	X			X
Recoletos	Providence E.P., Mercapital, InvestIndustrial, J. Castellanos	765		X		

FUENTE: Elaboración propia



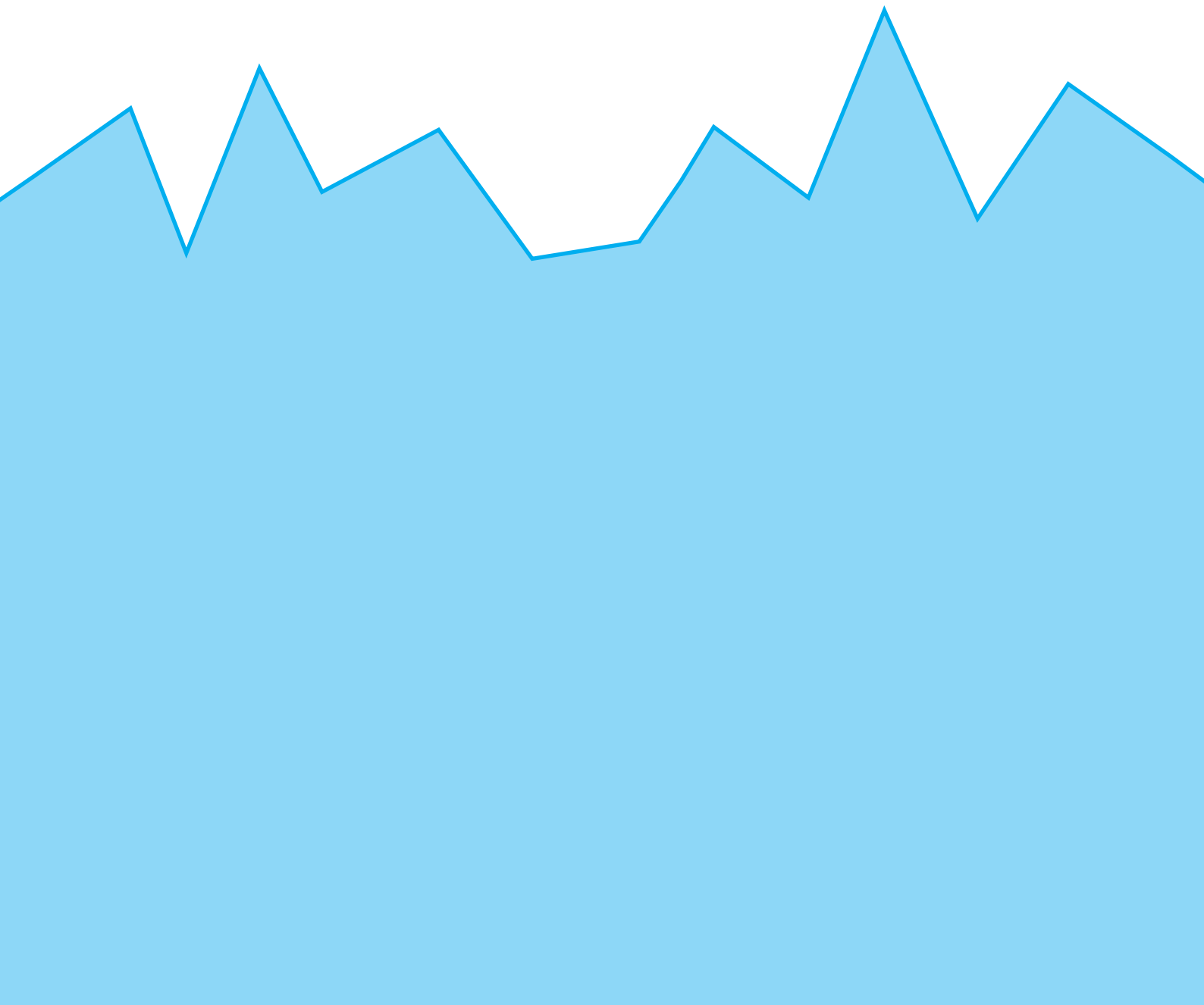
vertido en las empresas de la muestra sólo el fondo americano The Carlyle Group tiene oficinas en España. Entre los diez primeros no hay ningún fondo español. Por el lado de los proveedores de deuda, el mercado de grandes LBO en España está liderado por los bancos europeos, principalmente del Reino Unido y de Francia. Todos ellos cuentan con presencia y equipos en España en la división de *leveraged finance*. Los bancos de inversión americanos y los grandes bancos y cajas locales no son habituales en este tipo de operaciones en España. Para los primeros, porque resultan demasiado pequeñas, para los segundos, demasiado grandes o demasiado arriesgadas.

Los bancos de inversión americanos y los grandes bancos y cajas locales no son habituales en este tipo de operaciones en España. Para los primeros, porque resultan demasiado pequeñas, para los segundos, demasiado grandes o demasiado arriesgadas

Este estudio aporta luz sobre estas operaciones que se consideran *mega-deals* y que en los últimos años han sido portada de los periódicos en numerosas ocasiones. Sirve también como base para poder comparar con las operaciones de LBO que se lleven a cabo a partir de 2007, en especial para poder estudiar el efecto de la crisis de las hipotecas *subprime* en este tipo de operaciones.

Parece que el mercado espera que los niveles de endeudamiento vuelvan a los ratios previos al año 2005. Las grandes operaciones que han estado en las portadas de los periódicos en 2007, como Iberia y Altadis, puede que no se cierren tan rápido como se pensaba. O tal vez sí. El tiempo lo dirá.

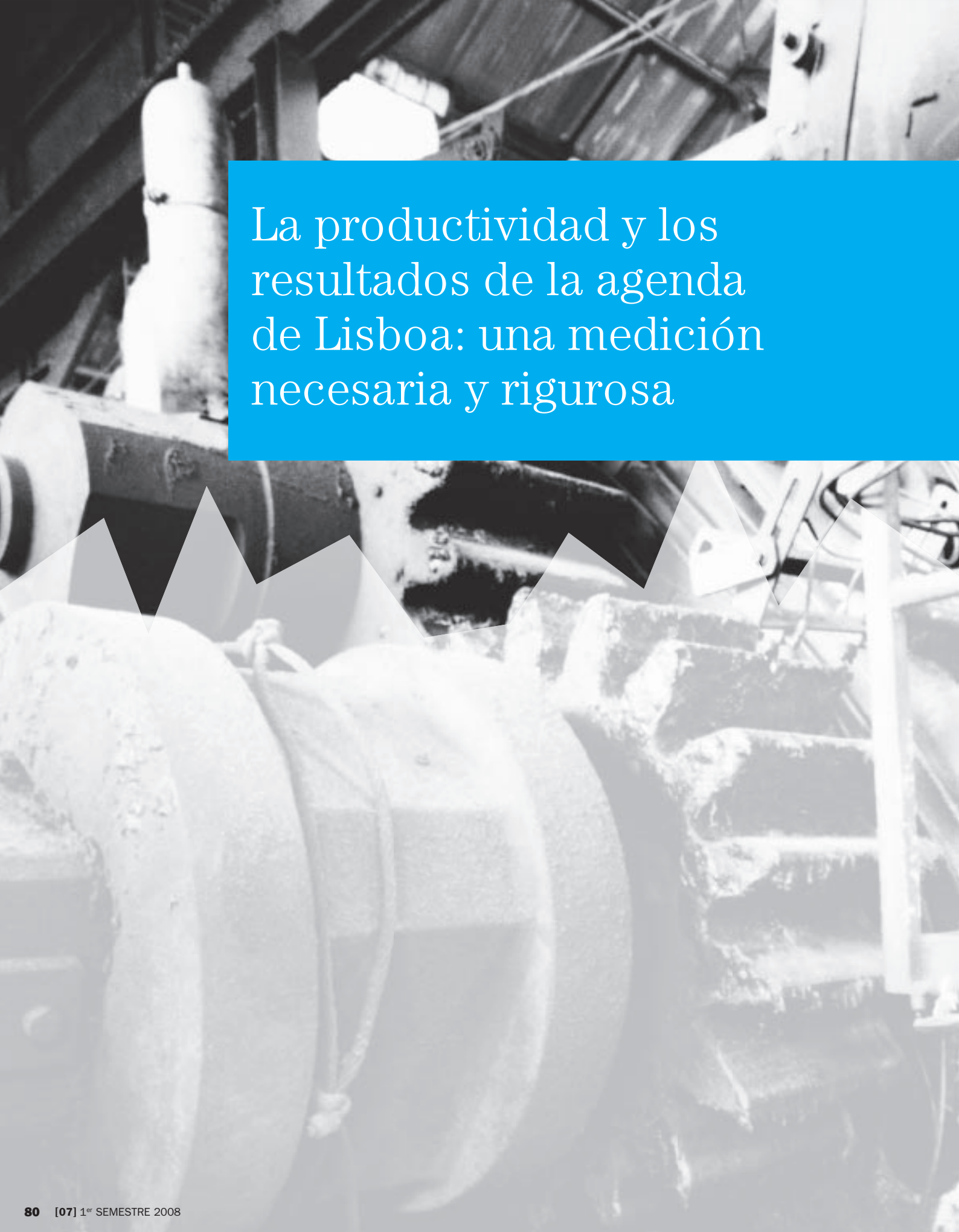
- 1 Para una descripción de estos términos véase el Glosario de *Buyouts en España 2006*, J. Martí Pellón y Center for Management Buyout Research (2007).
- 2 El capital riesgo comienza en España en 1972 y se ha desarrollado en distintas etapas. Para más información sobre la historia del capital riesgo en España se puede consultar *Oferta y demanda de capital riesgo en España*, 2001, J. Martí Pellón (2002). Madrid: Biblioteca Civitas Economía y Empresa.
- 3 Se consideran grandes operaciones aquellas que están por encima de los cien millones de euros en fondos propios. Estas inversiones están apalancadas, por lo que el tamaño total de la compra suele ser de dos a tres veces el valor de los fondos propios invertidos.
- 4 El más reciente de estos informes anuales es *Buyouts en España*, 2006, J. Martí Pellón y Center for Management Buyout Research (2007).
- 5 Las fuentes utilizadas en este estudio son de dos tipos: 1-Fuentes primarias. Consulta a las partes implicadas: entidad de capital riesgo, banco proveedor de la deuda o ambas. 2-Fuentes secundarias: prensa especializada en capital riesgo (Capital & Corporate), prensa económica (*Expansión*, *Cinco Días*), bases de datos del sector (Webcapitalriesgo, Mergermarkets) y las páginas de internet de las empresas de capital riesgo.
- 6 Los datos contenidos en la tabla son la mejor información obtenida durante la fase de recogida de datos y de contraste de los mismos. La autora ha realizado los esfuerzos posibles por verificar todos los datos de la tabla y pide disculpas por cualquier error u omisión.
- 7 El EBITDA considerado es el del año en el que se realizó la inversión, aunque podría haber diferencias con el EBITDA que al final tuvo la empresa ya que en algunos casos era estimado, proforma, o se consideraban los últimos doce meses, o la operación se estudió en un año pero se cerró en otro.
- 8 Fuente: Presentación BNP Paribas (2007).
- 9 En muchas de las operaciones de la muestra se ha utilizado un tramo de deuda *mezzanine* de entre 100 y 200 millones de euros en media. No se ha conseguido la información sobre este tipo de deuda para todas las operaciones por lo que no se han incluido los datos.
- 10 El ranking está basado en el volumen de fondos propios invertidos en las quince operaciones consideradas. Algunos de los inversores podrían haber invertido otras cantidades en otras operaciones que no se han tenido en cuenta en este ranking.



DOCUMENTOS

*La productividad y los resultados
de la agenda de Lisboa:
una medición necesaria y rigurosa*

Prof. Pere Puig
Departamento de Economía, ESADE



La productividad y los resultados de la agenda de Lisboa: una medición necesaria y rigurosa

Según estudios recientes, se estaría produciendo un cambio de actitud en la UE en cuanto al liderazgo de EE.UU. en la cuestión de la productividad y su contribución al crecimiento. Habría renacido un cierto optimismo con respecto al cumplimiento de los objetivos de Lisboa, de confirmarse las tendencias actuales, dado que once de las economías más fuertes de la UE estarían ya cerca de alcanzar los objetivos de Lisboa.

Prof. Pere Puig

Departamento de Economía, ESADE

ABSTRACT

Dos estudios de carácter internacional constituyen iniciativas europeas ambiciosas en el área de la construcción de bases de datos internacionales y de la investigación sobre factores del crecimiento. Se trata de dos informes recientes. El primero ha sido publicado en 2007 y lleva por título *Informe EU KLEMS sobre el crecimiento y la productividad*, dirigido por Bart van Ark, de la Universidad de Groningen. De acuerdo con su contenido, el conjunto de economías de la UE habría mostrado una intensa desaceleración en el crecimiento de la productividad a partir de 1995. Dicha desaceleración de la productividad habría sido compatible, en cambio, con el crecimiento rápido de la misma en países tales como Finlandia y Suecia. Habría sido moderada en dos casos: Francia y Alemania. Habría sido mucho más negativa, incluso extremadamente baja, en los casos de España e Italia. El segundo informe, publicado por Allianz Dresdner y el Lisbon Council, en marzo pasado, ha sido dirigido por Michael Heise del Grupo Allianz y Dresdner Bank, y lleva por título *European Growth and Jobs Monitor*. Según él, la UE-15 podría acabar cumpliendo plenamente los objetivos de la Agenda de Lisboa. Desde finales del año 2006, la puntuación alcanzada por el conjunto de la UE-15 habría mejorado hasta finales del 2007. Buena parte de los países se habrían comportado francamente mejor y habría existido, en definitiva, un progreso importante de dichas economías hacia aquellos objetivos, una tendencia que dependería de la consolidación de la situación internacional para acabar de confirmarse.

UNA ATENCIÓN A LOS FACTORES QUE AFECTAN A LA PRODUCTIVIDAD

La escasa contribución de la productividad al crecimiento económico de los países de la UE-15, por comparación al crecimiento en otras economías desarrolladas, como es el caso de los Estados Unidos, ha venido siendo objeto de un intenso debate entre los economistas y expertos de la propia Unión Europea. Dicho debate, pese a las reticencias que a veces el tema plantea en Europa, ha acabado alcanzando una indudable resonancia a partir de mediados de los años 90. En él han participado no sólo los políticos y representantes gubernamentales, sino, cada vez más, los propios líderes empresariales y sindicales y también, por supuesto, los responsables de los medios de comunicación.

Este tema, sin duda merecedor de más reflexión, no se encuentra en absoluto cerrado en nuestros días, particularmente en países como España, en donde –como tendremos ocasión de ver en los dos informes que a continuación presentamos– las cifras y los resultados de algunos de los análisis nos llevan a



Universidad de Groningen (Países Bajos)

descubrir situaciones que son merecedoras del calificativo de auténtico fracaso. Frente a otros aspectos del comportamiento de nuestra economía que, como veremos, reflejan resultados netamente positivos, el tema de la productividad se sitúa hoy por hoy en el área de los problemas más graves con que se enfrentan nuestras autoridades económicas.

En la actualidad se dispone de un conjunto de nuevos datos sobre el comportamiento más reciente de las economías europeas que posiblemente plantean un cierto cambio de actitud por lo que se refiere a la comparación entre el crecimiento de la productividad en determinados países de la Unión Europea y los EE.UU. Según nos muestran los estudios más recientes, a los que más adelante dedicaremos nuestra atención, parece haberse producido un cierto cambio de sentido en cuanto a la valoración del liderazgo que hasta hace poco ostentaban los Estados Unidos frente a la Unión Europea, por lo que se refiere al comportamiento de la productividad.

Estamos entrando en una nueva fase, según algunos expertos, en la que podríamos estar decantándonos en exceso hacia una posición optimista, por lo que se refiere al comportamiento comparado de la productividad europea con respecto a los Estados Unidos. La tentación de incurrir en un excesivo entusiasmo al momento de valorar los logros alcanzados, podría llegar a transformarse para nosotros en una actitud peligrosa¹.

Según algunos expertos, podríamos estar decantándonos en exceso hacia una posición optimista, por lo que se refiere al comportamiento comparado de la productividad europea con respecto a los Estados Unidos

De acuerdo con las estimaciones realizadas por el área de investigación internacional del Groningen Growth and Development Centre y el Conference Board² que dirige el Profesor Bart van Ark de la Universidad de Groningen, en el momento que alcanzábamos la cumbre del ciclo económico, en el año 2006, el crecimiento de la productividad se ha situado en el 1,4% para el conjunto de la UE. Con esta tasa hemos acabado por igualar la tasa de crecimiento de la productividad en los Estados Unidos. Ésta se ha venido reduciendo a la mitad, en algo menos de tres años, mientras que en el pasado se había situado netamente por encima del 3%. La última fecha en la que los países de la “vieja” Unión Euro-

pea alcanzaron un 3% en el crecimiento de la productividad se remonta al año 1994³.

Parece haberse sucumbido en el pasado a la tentación de argumentar, en determinados medios, que los escasos aumentos de la productividad no deberían ser en realidad una cuestión objeto de preocupación para la Unión Europea. Quizá ahora, cuando las cosas están yendo algo mejor aquí que en los Estados Unidos en materia de aumento de la productividad, por lo menos en algunas de las economías europeas, parece que nos estaríamos inclinando quizá por un optimismo exagerado. Una mínima prudencia debería de aconsejar detenernos a reflexionar y examinar a fondo los datos más fiables, para llegar a estar más seguros de hasta qué punto hemos inaugurado ya una nueva tendencia favorable.

Parece haberse sucumbido en el pasado a la tentación de argumentar, en determinados medios, que los escasos aumentos de la productividad no tendrían por qué ser objeto de preocupación para la Unión Europea

Son interesantes en este sentido, y ciertamente oportunos, los resultados de los análisis comparativos entre los diversos países que nos ofrecen dos ambiciosos estudios de carácter internacional que constituyen iniciativas importantes en el terreno de la construcción de bases de datos y de la investigación internacional comparada sobre factores del crecimiento. Se trata de dos informes que realizan aportaciones ciertamente importantes y que pueden llegar a ser especialmente útiles en los momentos actuales. El primero, por lo menos en el tiempo, que ha sido publicado en dos ediciones de marzo y noviembre de 2007, lleva por título *Informe EU KLEMS sobre el crecimiento y la productividad*⁴. Ha sido dirigido por el Profesor Bart van Ark, responsable del Centro de Desarrollo y Crecimiento de la Universidad de Groningen de los Países Bajos. El segundo, que ha visto la luz mucho más recientemente, en marzo de 2008, lo ha publicado Allianz Dresdner Economic Research Group y el Lisbon Council, bajo la dirección de Michael Heise del Grupo Allianz y del Dresdner Bank, y lleva por título *European growth and jobs monitor*⁵. En ambos informes, que a continuación comentamos extensamente, se nos ofrecen los resultados de los últimos trabajos realizados sobre esta materia ofreciendo sus resultados a los investigadores académicos y haciendo uso ellos mismos de unas muy extensas bases de datos y unas rigurosas metodologías propias del análisis de la *contabilidad del crecimiento*.

LA FALACIA DEL SACRIFICIO NECESARIO DEL EMPLEO EN ARAS DE UNA MAYOR PRODUCTIVIDAD LABORAL⁶

De acuerdo con el *Informe EU KLEMS sobre el crecimiento y la productividad* (2007), ha sido tan sólo en un número ciertamente reducido de países de la Unión Europea en donde se ha conseguido mantener un crecimiento sustancial, tanto de la productividad como del empleo durante un cierto periodo de tiempo. El hecho es que cuando uno descompone la aceleración que se viene observando en la tasa de crecimiento económico de los países de la UE-15, del 1,5% en el año 2006, al 2,7% un año más tarde, pronto descubre que nada menos que 2/3 de dicha recuperación proceden del más rápido crecimiento en el total de las horas trabajadas y que tan sólo 1/3 proviene de una aceleración en el crecimiento de la productividad del trabajo.

Conviene recordar que existen ciertas buenas razones que permiten explicar, por lo menos temporalmente, este tipo de procesos en los que parece existir cierta tensión entre el aumento del empleo y el crecimiento de la productividad. Cuando se producen entradas importantes de nuevos contingentes humanos en los mercados de trabajo en los países de elevado ritmo de crecimiento –bien sea procedentes de los importantes flujos de entrada de inmigración exterior o bien de la rápida incorporación de ciertos sectores de la población interior que anteriormente se habían abstenido– se suele producir en los primeros años este tipo de fenómenos de desaceleración de la productividad. Es posible que algunos de estos factores contribuyan a explicar el escaso incremento de la productividad en algunos de los países inmersos en unos procesos de transformación más fuertes. Dicha desaceleración puede ser explicada, en parte, como un hecho debido a la incorporación masiva a la actividad productiva de trabajadores con niveles bajos de cualificación y a la vez ciertamente poco experimentados, así como a su empleo en determinados puestos de trabajo de los servicios o de la construcción, que de hecho exigen unos bajos niveles de cualificación.

No cabe duda de que en el conjunto de las economías más desarrolladas, y no tan sólo en ellas, se nos ofrece hoy un gran potencial de aumento de la productividad en la medida en que tienden a extenderse las aplicaciones derivadas del extraordinario avance de las modernas tecnologías de la información y la comunicación (TIC). La espectacular aceleración del crecimiento de la productividad que tuvo lugar en los Estados Unidos a partir de mediados de los 90 en gran parte puede ser imputada al fuerte incremento de la productividad



en el sector de los servicios avanzados debido a la aplicación masiva de aquellas tecnologías⁷.

Un proceso de recuperación de la productividad de esta clase –como el que claramente se produjo en Estados Unidos durante la segunda mitad de la década de los años 90– podría ahora empezar a insinuarse en la Unión Europea, según las últimas cifras disponibles, por lo menos en los países que cuentan con unas economías más flexibles y dinámicas dentro del conjunto de la Unión, según veremos más adelante.

CONCLUSIONES DEL SEGUNDO INFORME EU KLEMS⁸

El proyecto EU KLEMS sobre crecimiento y productividad en Europa, cuenta ya en el año 2007 con dos ediciones (la del mes de marzo y la de noviembre del año pasado) y está prevista una nueva edición en el año 2008⁹. Se trata, en el fondo, de un proyecto de investigación de largo alcance, financiado enteramente por la Comisión Europea, que se dirige a facilitar el análisis y medición rigurosos de la productividad en la Unión Europea al nivel de diversos sectores de actividad.

La base de datos, que dentro del marco de este proyecto se elabora, ha sido planteada como un instrumento de análisis cuantitativo avanzado dirigido a favorecer la investigación académica, tanto empírica como teórica, en el área de los estudios del crecimiento económico. En particular, ofrece información relevante en temas tales como la relación entre los niveles de

calificación o capacitación de la fuerza de trabajo, la inversión en capital humano, la innovación y el progreso tecnológico, por un lado, y la evolución de la productividad, global y por sectores, del conjunto de las economías europeas¹⁰, por el otro.

La espectacular aceleración del crecimiento de la productividad que tuvo lugar en los Estados Unidos a partir de mediados de los 90 en gran parte puede ser imputada al fuerte incremento de la productividad en el sector de los servicios avanzados debido a la masiva aplicación de las TIC

El segundo informe, redactado en el marco del proyecto de constitución de la base de datos EU KLEMS, de hecho nos permite confirmar, una vez más, la opinión tan extendida entre los profesionales de la economía, según la cual, el conjunto de las economías de la Unión Europea ha venido mostrando una significativa desaceleración en el ritmo de crecimiento de la productividad, a partir del año 1995. Dicha desaceleración se habría extendido de una forma bastante generalizada en el conjunto de los países de la Unión en los últimos años. Han existido, no obstante, algunas diferencias que son claramente merecedoras de una rigurosa atención.

Las principales conclusiones del informe, hecho público el mes de noviembre de 2007, son las siguientes:

- La desaceleración de la productividad que ha experimentado la Unión Europea en su conjunto oculta variaciones francamente significativas entre los países.
- El lento ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo de los 15 países “antiguos miembros” de la UE-15, que se observa a partir del año 1995, es compatible con un crecimiento relativamente más rápido de algunos países. Particularmente de Finlandia y Suecia.
- El ritmo de crecimiento de la productividad ha experimentado desaceleraciones relativamente moderadas en dos casos: Francia y Alemania.
- Se ha producido, en cambio, una evolución mucho más negativa de la productividad en España y en Italia. De hecho éstos son los dos países que han mostrado serias desaceleraciones en el crecimiento de la productividad e incluso caídas significativas durante el periodo analizado.

- En el Reino Unido la desaceleración en el crecimiento de la productividad ha sido en general moderada. En algunas de las economías más pequeñas de la Unión Europea, tales como Grecia, Irlanda y los Países Bajos, la productividad ha llegado incluso a acelerarse, sobre todo en el sector de las actividades de servicios dirigidas al mercado.
- El crecimiento de la productividad en un cierto número de nuevos Estados miembros de la Unión Europea ha dado muestras de un comportamiento mucho más positivo. Probablemente ello refleja un cierto proceso *catch up* o de convergencia hacia los niveles de productividad más elevados del conjunto de países de la UE-15, a la vez que se ha visto acompañado, en bastantes casos, de una significativa contracción de los niveles de empleo preexistentes.

El informe concluye advirtiéndonos que:

“El potencial que sin duda existe en el conjunto de la Unión Europea para lograr una recuperación sostenida del crecimiento de la productividad dependerá en una gran medida de la capacidad que ésta tenga de facilitar el avance hacia

una auténtica transformación de sus diversas economías, para que ello posibilite un uso más productivo del conjunto de sus recursos. Dicha transformación va a depender sobre todo de la capacidad que los mercados tengan de facilitar la necesaria reasignación de los recursos hacia sectores más dinámicos. Resulta difícil de prever, sin embargo, cuáles van a ser los sectores de actividad que van a tener un mejor comportamiento futuro”.

“Como es bien sabido, las tendencias del cambio tecnológico y de los procesos de innovación empresarial son en sí mismos altamente imprevisibles. Por ahora, lo que sí es posible afirmar es que un uso productivo creciente de una proporción elevada de *inputs* en empleos de alta calificación y la aplicación creciente de inversiones en las áreas de las tecnologías de información y comunicación (las TIC) en gran parte del sector servicios, se nos aparecen como las principales avenidas a recorrer para conseguir una recuperación sostenida del crecimiento de la productividad en la Unión Europea”.

El instrumental del análisis y de la información que nos ofrece la constitución de la base de datos EU KLEMS, en la que participa el consorcio internacional mencionado, alrededor del equipo académico del Centro de Desarrollo y Crecimiento de la Universidad de Groningen, lo que pretende precisamente es en convertirse en ámbito de reflexión y análisis que contribuya al debate y al diseño de políticas y otro tipo de cambios capaces de impulsar nuevos progresos en este sentido.

ONCE DE LAS ECONOMÍAS MÁS FUERTES DE LA UE ESTARÍAN YA CERCA DE LOS OBJETIVOS DE LISBOA

Una segunda edición en inglés del Informe titulado *Monitor europeo del crecimiento y empleo 2008. Indicadores de éxito en la economía del conocimiento* acaba de ser publicado en marzo de 2008. En el estudio se presentan un conjunto de indicadores referidos a las 14 mayores economías de la Unión Europea y ha sido realizado por Allianz Dresdner para The Lisbon Council, un acreditado *think tank* independiente¹¹. En el mismo se sitúa a Finlandia como ganador absoluto en términos globales, seguido de Irlanda y Dinamarca. España queda situada globalmente con la misma puntuación que Holanda, y a bastante distancia de Bélgica, Francia, Austria e Italia. Once de las más grandes economías (o por las economías de mayor tamaño) de la UE estarían en condiciones, según parece, de poder llegar a cumplir el conjunto de los objetivos de la denominada Agenda de Lisboa.



El contenido de dicho informe pretende medir de forma rigurosa el progreso alcanzado por cada país de la UE en el proceso de cumplimiento de los objetivos de la Agenda de Lisboa. Entre las cuestiones que en dicho informe se abordan figura también el debatido tema de la evolución de la productividad en las economías europeas. El informe permite constatar una serie de notables mejoras conseguidas por una mayoría de países de la UE, claramente visibles en bastantes de los indicadores analizados.

Una de las principales afirmaciones contenidas en el informe parece claramente dirigida a fomentar un cierto optimismo respecto al comportamiento actual de la productividad en el conjunto de las economías de la UE-15. “El crecimiento de la productividad en 11 países de la Unión Europea –se nos dice– está aumentando (...) y lo hace además más rápidamente que en los Estados Unidos”.

La mayoría de las economías de los países de la UE-15 se han comportado francamente mejor que hace un año con respecto al posible logro de los objetivos de la Agenda de Lisboa

Entre las conclusiones del informe de Allianz-Dresdner, figuran los siguientes aspectos que a nuestro entender son merecedores de una muy especial atención:

A) Del lado de las conclusiones más generales merecen destacarse:

- En la medida que se pueda mantener la evolución actual, la UE-15 podría acabar cumpliendo los objetivos de la Agenda de Lisboa. El hecho es que, desde finales del año 2006, la puntuación total alcanzada por el conjunto de la UE-15 ha subido del 0,89 a finales de aquel año al 1,05 a finales del 2007.

- Un aspecto a destacar por lo que se refiere a los resultados del análisis realizado: la mayoría de las economías de los países de la UE-15 se han comportado francamente mejor que hace un año con respecto al posible logro de los objetivos de la Agenda de Lisboa. Existen indicios claros de que ha existido en el último año un progreso importante de las economías de la UE-15 hacia estos objetivos, a pesar de las importantes perturbaciones económicas globales que se han producido en dicho año y de los riesgos de recesión a ellas asociados.

- Las elevadas calificaciones alcanzadas en bastantes de los indicadores equivalen a decir que –en su conjunto– el progreso económico ha sido suficientemente fuerte como para inspirar una confianza elevada respecto al cumplimiento de los objetivos de Lisboa. Realmente la UE-15 se encuentra en la actualidad bien encaminada por lo que se refiere al cumplimiento de los plazos y los objetivos establecidos. En el supuesto de que realmente continuaran produciéndose las actuales tendencias favorables incluso podrían llegar a superarse en el año 2010 algunos de los objetivos sometidos a medición en los indicadores del estudio.

- Muchos países europeos no han sido capaces, no obstante, de aprovechar la reciente recuperación económica para consolidar adecuadamente sus finanzas públicas y para prepararse frente a los futuros retos, sobre todo en lo relativo a las exigencias que pudieran plantear importantes cambios previsibles en las estructuras de población, así como eventuales crisis de signo demográfico en algunos países de la Unión.

B) Del lado de las conclusiones más específicas, al nivel de la situación de países concretos, merecen destacarse, en cambio, las siguientes:

- Solamente tres de los 14 países de la encuesta –Francia, Austria e Italia– no estarían, en realidad, en vías de cumplir con los objetivos de Lisboa.

- Finlandia encabeza, en cambio, la clasificación, con calificaciones muy altas en lo que respecta al crecimiento económico, la productividad laboral, el capital humano y la sostenibilidad fiscal (el estudio sugiere, en definitiva, que Finlandia superará con creces, y de manera cómoda, los objetivos de Lisboa).

- Italia ocupa, en cambio, el último puesto del ranking, con una puntuación muy baja en cuanto a los logros alcanzados en materia de crecimiento económico, de aumento de la mano de obra cualificada, de productividad laboral y de sostenibilidad de las finanzas públicas.

- Francia ocupa el puesto número 12 de la clasificación por países (la posición antepenúltima), debido a un muy lento crecimiento económico y a unas finanzas públicas particularmente débiles.

INDICADORES DE ÉXITO EN LA ECONOMÍA DEL CONOCIMIENTO, 2007

Ranking de países del 1 al 14

INDICADOR GLOBAL EUROPEO DE CRECIMIENTO Y EMPLEO		Indicador 1: CRECIMIENTO ECONÓMICO			Indicador 2: CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD			Indicador 3: CRECIMIENTO DEL EMPLEO			
2007	2006	2007		2006	2007		2006	2007		2006	
1	Finlandia	3	1	Polonia	2	1	Finlandia	3	1	Países Bajos	3
2	Irlanda	4	2	Irlanda	1	2	Grecia	2	2	Suiza	2
3	Dinamarca	1	3	Finlandia	3	3	Polonia	5	3	Dinamarca	1
4	Suiza	2	4	Grecia	5	4	Reino Unido	9	4	Austria	4
5	Polonia	6	5	España	6	5	Alemania	8	5	Finlandia	5
6	Reino Unido	9	6	Austria	8	6	Irlanda	11	6	Irlanda	6
7	Grecia	7	7	Suiza	4	7	Suiza	1	7	Alemania	9
8	Alemania	11	8	Reino Unido	11	8	Dinamarca	4	8	Reino Unido	7
9	Países Bajos	5	9	Alemania	12	EU15	EU15	9	España	8	
10	España	10	10	Países Bajos	10	9	Francia	7	EU15	10	
11	Bélgica	8	EU15	EU15	11	10	Bélgica	10	10	Francia	10
EU15			11	Bélgica	9	11	Países Bajos	6	11	Grecia	11
12	Francia	12	12	Italia	14	12	Austria	12	12	Bélgica	13
13	Austria	13	13	Dinamarca	7	13	Italia	13	13	Italia	12
14	Italia	14	14	Francia	13	14	España	14	14	Polonia	14
		Indicador 4: EDUCACIÓN Y CAPITAL HUMANO			Indicador 5: INVERSIONES HACIA EL FUTURO			Indicador 6: SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS			
2007	2006	2007		2006	2007		2006	2007		2006	
1	Finlandia	1	1	Finlandia	1	1	España	1	1	Dinamarca	1
2	Bélgica	2	2	Bélgica	2	2	Dinamarca	2	2	Finlandia	3
3	Irlanda	4	3	Irlanda	4	3	Italia	3	3	Suiza	5
4	Reino Unido	7	4	Reino Unido	7	4	Suiza	6	4	España	4
5	Dinamarca	3	5	Dinamarca	3	5	Grecia	5	5	Irlanda	2
6	España	5	6	España	5	6	Bélgica	4	6	Países Bajos	6
7	Países Bajos	6	7	Países Bajos	6	7	Francia	7	7	Alemania	10
8	Suiza	8	8	Suiza	8	EU15	EU15	8	8	Austria	8
9	Francia	9	9	Francia	9	8	Polonia	9	EU15	9	
EU15			10	EU15	10	9	Reino Unido	11	9	Polonia	11
10	Alemania	10	11	Alemania	10	10	Austria	8	10	Bélgica	7
11	Grecia	11	12	Grecia	11	11	Alemania	10	11	Reino Unido	9
12	Polonia	12	13	Polonia	12	12	Países Bajos	12	12	Francia	12
13	Austria	13	14	Austria	13	13	Finlandia	13	13	Italia	14
14	Italia	14	14	Italia	14	14	Irlanda	14	14	Grecia	13

FUENTE: Lisbon Council & Allianz Dresdner Economic Research (2008) *European Growth and Jobs Monitor*.



- Polonia, el primer nuevo Estado miembro surgido de la más reciente ampliación de la UE, ocupa la 5ª posición a pesar de tener un rendimiento muy desigual por lo que respecta a los subíndices. Los puntos fuertes de Polonia se sitúan en aspectos tales como el crecimiento económico y la productividad. No consigue, en cambio, resultados nada buenos en cuanto al empleo y a la educación.

Muchos países europeos no han sido capaces, no obstante, de aprovechar la reciente recuperación económica para consolidar adecuadamente sus finanzas públicas y para prepararse frente a los futuros retos

- Una mano de obra altamente cualificada se está convirtiendo en una ventaja competitiva clave en la que Finlandia, Bélgica e Irlanda obtienen la mayor puntuación en el correspondiente subíndice.
- España es el único de los países incluidos en el estudio en el que la evolución de la productividad se encuentra situada en una situación inferior al crecimiento que está teniendo lugar en los Estados Unidos (cuyo crecimiento

está siendo tenido en cuenta como el índice básico de la clasificación).

- España ocupa el primer puesto de la clasificación, en cambio, por lo que se refiere al esfuerzo de inversión en nuevas tecnologías y la inversión en maquinaria y bienes de equipo en relación con el PIB.
- En cuanto a la inversión I+D, España se encuentra, no obstante, *obstinadamente parada* en el 1,9% del PIB frente al 3% del objetivo de Lisboa para 2010.
- España logra, por último, una muy buena puntuación por lo que se refiere al nivel de la tasa de empleo, a la participación de graduados superiores en el conjunto de la fuerza laboral y a la sostenibilidad de las finanzas públicas.

- 1 Prof. Bart van Ark, University of Groningen (2007) *Europe must stop choosing between employment and productivity growth* (22.03.2007)
- 2 Las estimaciones más recientes de las grandes magnitudes agregadas de las economías de la UE, de Japón y de Estados Unidos, así como del crecimiento de su productividad, se encuentran disponibles además de en las publicaciones e informes de la Oficina Eurostat y de la OCDE, en la base de datos del Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, libremente accesible en el sitio en Internet: <http://www.ggdc.net/dseries/totecon.html>
- 3 Prof. Bart van Ark, University of Groningen (2007) *Europe must stop choosing between employment and productivity growth* (22.03.2007).
- 4 El título original en inglés de este informe es: *The EU KLEMS productivity report. Overview of results from the EU KLEMS growth and productivity accounts for the EU, EU member States and major other countries of the world*, edited by Bart van Ark (Groningen University), Mary O'Mahony (Birmingham University) and Gerard Ypma (Groningen University), with contributions of individual consortium members. Issue no. 1 March 2007 (p. 1-79). Este informe y los datos adicionales de la base EU KLEMS son accesibles libremente en el sitio siguiente en Internet: <http://www.euklems.net>
- 5 El título en inglés del informe es: *European growth and jobs monitor 2008. Indicators for success in the knowledge economy*, publicado por Allianz Dresdner Economic Research y Lisbon Council y dirigido por Michael Heise economista jefe de Allianz Dresdner Bank, marzo 2008 (p. 1-36) www.group-economics.allianz.com
- 6 Bart van Ark (2007) *Europe must stop choosing between employment and productivity growth*. El autor de este artículo es en la actualidad Profesor de Economía en la Universidad de Groningen de los Países Bajos. Dirige, asimismo, el área de investigación internacional del Conference Board y es el máximo responsable del proyecto EU KLEMS. El objetivo de dicho proyecto es el de elaborar, por encargo de aquella *conference*, y contando con financiación de la Comisión, una nueva y extensa base de datos internacional. También tiene a su cargo la elaboración de informes anuales sobre el crecimiento y la productividad de la Unión Europea, que llevan por título: *EU KLEMS growth and productivity accounts*. El conjunto de los trabajos son accesibles en el sitio de Internet: <http://www.euklems.net>.
- 7 Barry Bosworth y Jack Triplett, de la Brookings Institution, atribuyeron muy pronto a este factor el espectacular salto de la productividad en los servicios en EE.UU., y sacaron la conclusión de que la famosa "enfermedad de Baumol", tradicionalmente imputada por los economistas a dicho sector, se había ya acabado gracias al salto en la productividad y en el empleo debido a la aplicación de las modernas TIC.
- 8 *Growth and productivity accounts: an overview*, de Marcel P. Timmer, Mary O'Mahony y Bart van Ark, Groningen Growth and Development

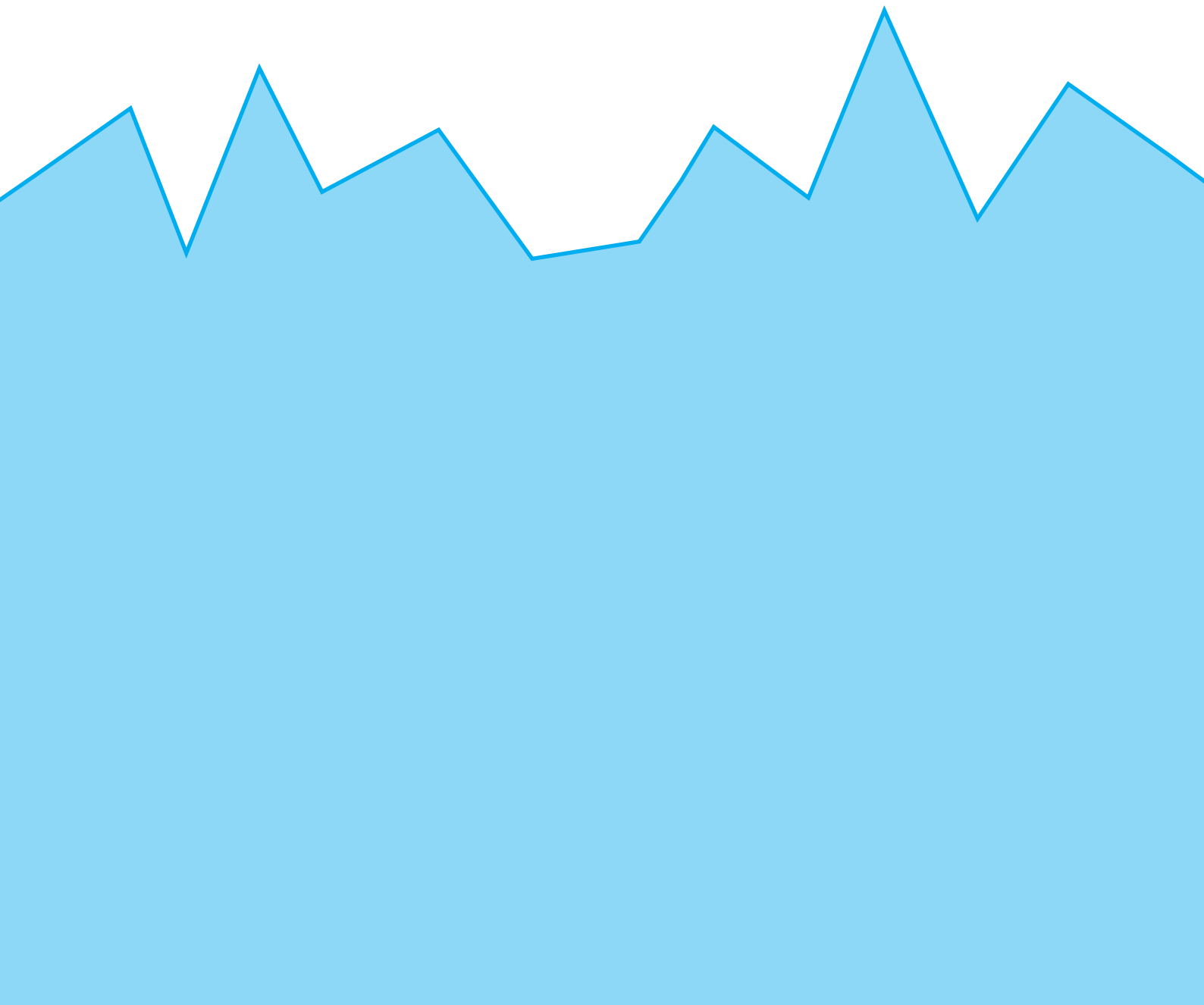
Centre, University of Groningen, University of Birmingham (november, 2007). El primer informe (editado el mes de marzo de 2007) nos ofrecía ya un resumen de los resultados del análisis realizado para una serie de países miembros y para el conjunto de la Unión Europea, desde el año 1970 a 2004. Las estimaciones referidas a los nuevos Estados miembros de la UE se han ido incorporando referidas al periodo de años que se inician en 1995. Un segundo informe, con un nuevo análisis de la productividad, estaba previsto que se entregara a partir del mes de diciembre de 2007. La base de datos sobre la que se centra el conjunto de trabajos ofrecidos en este informe se encuentra accesible desde el 15 de marzo de 2007 en la web: <http://www.euklems.net>

- 9 Los días 19 y 20 de junio de 2008 se celebrará la conferencia final del proyecto EU KLEMS: *Productividad en la Unión Europea: una aproximación al estudio comparativo de los sectores industriales (Productivity in the European Union: a comparative industry approach)*. Dicha conferencia va a tener lugar en la Universidad de Groningen y en ella se espera poder poner el punto final a este proyecto de una duración de cuatro años, llevado a cabo por un consorcio de 16 instituciones de diversos países comprometidas en la elaboración de una base de datos para la medición del crecimiento y de la productividad al nivel de diversos sectores, para los Estados miembros de la Unión Europea para la UE en su conjunto y para las economías de Japón y de los Estados Unidos.
- 10 La mayoría de las series forman parte del actual Sistema de Cuentas Nacionales (SEC 1995) y se encuentran en las cuentas nacionales de todos y cada uno de los países, como mínimo para el periodo más reciente. En el nivel más bajo de agregación, los datos se encuentran disponibles para 71 sectores, clasificados según NACE-Rev. 1

(Clasificación Estadística Internacional de Actividades Económicas). Se incluyen los datos de la productividad laboral para 62 sectores (a partir de 1995) y para 48 sectores (antes de 1995). Los datos que permiten un análisis de la contabilidad del crecimiento se presentan desagregados a un nivel 31 sectores.

- 11 Allianz SE, uno de los proveedores de servicios financieros líderes en Europa, y el Lisbon Council, un prestigioso comité de expertos independientes con sede en Bruselas, presentaron el pasado día 3 de marzo *The 2008 European growth and jobs monitor: indicators for success in the knowledge economy* (Monitor europeo del crecimiento y empleo 2008: indicadores de éxito en la economía del conocimiento), la segunda edición de su meticuloso análisis de la colección de indicadores con los que se pretende medir el grado de cumplimiento de los objetivos de Lisboa y el nivel de innovación y competitividad de las economías de la UE por comparación a los Estados Unidos y el Japón. El estudio clasifica a los países de la UE "según una serie de criterios clave de éxito" correspondientes a la Agenda de Lisboa, y conducentes al desarrollo de la sociedad más innovadora de nuestro tiempo. Dichos criterios son: el crecimiento económico, el crecimiento de la productividad, el empleo, el capital humano, la inversión orientada hacia el futuro y la sostenibilidad fiscal. El estudio analiza cómo actúan para alcanzar los objetivos de la Agenda de Lisboa las 14 economías más fuertes de la UE: Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Grecia, Alemania, Irlanda, Italia, Países Bajos, Polonia, España, Suecia y Reino Unido.





LECTURAS

Predictably Irrational
Dan Ariely (2008)

Principles of Political Economy
John Stuart Mill (1987)

Dan Ariely

Predictably Irrational

HarperCollins Publishers, 2008, 280 págs.



La ciencia económica ha optado, al menos desde unas décadas a esta parte, por la “matematización” o “modelización”, es decir, la introducción de modelos matemáticos en el desarrollo e investigación de su objeto. Con ello se han conseguido

La ciencia económica ha optado, al menos desde un tiempo a esta parte, por la “matematización”

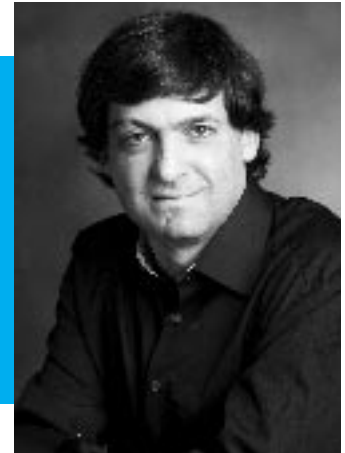
dos cosas. En primer lugar, ser vista como una ciencia elegante, estilizada y con una pátina de “cientificidad superior” –proveyda por la elección de las matemáticas como instrumento principal– a pesar de ser una ciencia social. En segundo lugar, la aparición de la inmunización, puesto que en la medida en que el modelo dejaba muy claro cuáles eran las premisas y los

objetivos de los agentes económicos –individuos, economías domésticas, empresas, gobiernos– la crítica se hacía extraordinariamente difícil.

La conclusión de Dan Ariely es realmente sorprendente: no sólo somos irracionales, sino ‘previsiblemente irracionales’

Una de las piedras, por no decir la piedra, angulares de todo el sistema es la racionalidad de los agentes, es decir, que las personas saben realizar correctamente el análisis coste-beneficio. Dan Ariely, profesor de Psicología del Consumo en el conspicuo Massachusetts Institute of Technology (MIT), tiene la visión opuesta y así intenta mostrarlo en su libro (*Predictably Irrational, Las trampas del deseo* o *Les trampes del desig*, según la edición). Su objetivo es enormemente ambicioso, dado que es ayudar a repensar cuáles son los mecanismos que “hacen funcionar” (a los humanos). Su conclusión no es menos sorprendente: no sólo somos irracionales, sino “previsiblemente irracionales”, o lo que es lo mismo, que nuestra irracionalidad se muestra de la misma manera, una y otra vez.

Naturalmente, el enfoque del profesor Ariely le lleva a un enfrentamiento con la llamada economía convencional; por contraste con la economía conductual. La economía conductual es un campo relativamente nuevo, una disciplina que aprovecha aspectos de la psicología. Ciertamente, no es un campo novedoso en tanto que la explicación psicológica de los fenómenos económicos ha estado presente desde los inicios de la ciencia económica. Por ejemplo, Adam Smith ya escribía acerca de los principios psicológicos de la conducta individual en su libro titulado *The Theory of Moral Sentiments*.



Dan Ariely,
autor del libro

Posteriormente, autores como Pareto, Fisher o Keynes recogieron el testigo.

La racionalidad humana es el centro del debate intelectual del libro; es más, en palabras del propio Ariely, “este libro trata de la irracionalidad humana; de la distancia que nos separa de la perfección”. Pero ¿cómo mide esa distancia? Cada uno de los capítulos del libro (*La verdad sobre la relatividad, La falacia sobre la oferta y la demanda, El coste del coste cero, El coste de las normas sociales, La influencia de la excitación sexual...*) está basado en unos cuantos experimentos que ha llevado a cabo a lo largo de sus años de investigación junto a otros colegas de profesión. El profesor Ariely justifica la elección de este método, dado que los experimentos son para los científicos sociales lo que para otros son los microscópicos o los tubos de ensayo.

En palabras del propio Ariely, este libro trata de la irracionalidad humana; de la distancia que nos separa de la perfección

A partir de este momento, el autor inicia el viaje de describir –eso sí, con cierta dosis de comicidad– los distintos experimentos realizados, así como las condiciones en que se llevaron a cabo y los nombres de sus colaboradores en cada uno de ellos. En este sentido, el libro es ameno y constituye una buena aportación al anecdotario individual. Asimismo, es una fuente de inspiración para futuros experimentos y aporta nuevas ideas sobre algunos campos en los que se adentra, por ejemplo, la discusión sobre la sanidad pública. Sin embargo, llegados a este punto el centro del texto parece variar o, como mínimo, introduce una nueva carga de profundidad. Aparece una nueva discusión: ¿cuál debería ser la metodología económica?

¿Debería utilizar un método deductivo o inductivo? Naturalmente, el autor no responde a ninguna de estas preguntas, al menos directamente, sino que sigue repasando los distintos casos. No obstante, esas cuestiones subyacen en el texto.

Pretender explicar el mundo desde los modelos matemáticos es un error, pero no lo es menos pretender explicar toda la realidad a partir de ejemplos

Pretender explicar el mundo desde los modelos matemáticos es un error, pero pretender explicar toda la realidad a partir de ejemplos y casos reales es otro. Se puede argumentar que las premisas de los modelos son falsas o escogidas expresamente para tal o cual objetivo. Sin embargo, no es menos cierto que la elección de determinadas situaciones para ser analizadas pueden adolecer de la misma falta.

Al final, el autor extrae un par de lecciones: que todos somos peones en un juego cuyas fuerzas somos muchas veces incapaces de comprender y que a pesar de que la irracionalidad sea una cosa normal no implica que estemos necesariamente indefensos –gracias en parte a la economía conductual–.

Una vez leído el libro, el lector tendrá una especie de regusto amargo, de vacío intelectual. Probablemente ello se deba a la irracionalidad del autor, puesto que en uno de sus capítulos habla del efecto de las expectativas (capítulo 9) o de por qué la gente obtiene lo que espera y éstas son difíciles de conseguir cuando un premio Nobel de Economía (Daniel McFadden, 2000) escribe en la contraportada que [éste] “será el libro más influyente y comentado de los últimos años”.

John Stuart Mill

Principles of Political Economy

Augustus M. Kelley Publishers, 1987 [1ª edición: 1848], 1.013 págs.



Hay muchos argumentos, debates e instituciones plenamente aceptados en las democracias modernas que provienen del pensamiento de John Stuart Mill, expuesto en su obra *Principios de economía política*. Publicado hace 160 años, olvidado en programas y facultades de Economía, y relegado en el mejor de los casos a una asignatura de Historia del Pensamiento Económico, el libro de J. S. Mill nos ofrece los criterios y las claves para responder a muchas cuestiones que hoy en día seguimos discutiendo, como el control de la natalidad, el papel del Estado en la economía, el papel de los sindicatos y la legislación laboral, la distribución de la renta, los impuestos, la legitimidad de las herencias (que él rechaza), la reforma del capitalismo y la forma de socialismo compatible con la democracia y el mercado. Creo que la lectura y puesta en valor de los *Principios* sería un buen antídoto contra las infecciones de neoliberalismo (en nada parecido al liberalismo de Mill) que sufre la socialdemocracia de nuestros días.

Me bastará con mencionar algunos temas, en el tratamiento de los cuales aparece la modernidad o actualidad del pensamiento de Stuart Mill. Por ejemplo, en la definición del problema esencial en la confrontación de clases del capitalismo. En términos de economía política, David Ricardo y James Mill habían descrito el problema económico básico como una confrontación entre la clase de terratenientes (la que gobernaba entonces) y los intereses generales de la comunidad, representados por la clase que pagaba salarios (los capitalistas) y la clase que recibía salarios (la clase obrera). Stuart Mill, aunque reteniendo el sesgo de su padre contra los propietarios de tierra, desvió la atención hacia el conflicto entre el trabajo y el capital y los medios por los que se podría solucionar.

[El libro nos ofrece criterios y claves para responder cuestiones como el papel del Estado en la economía, la distribución de la renta o la reforma del capitalismo](#)

Aparece también moderno en la cuestión de la población. A pesar de los cambios en los mercados de alimentos favorables para los asalariados en el tiempo en que escribía sus *Principios*, Mill continuó defendiendo con pasión las teorías de Thomas Malthus y manteniendo que el control del crecimiento de la población era vital para una permanente mejora de los niveles de vida de la clase obrera. De hecho, este control ha sido uno de los factores que ha aumentado los niveles de vida en los países desarrollados. Este convencimiento le llevó a afirmar en su tratado *On Liberty* algo que hoy nos choca, que era legítimo para un gobierno “prohibir el matrimonio si las partes contrayentes no pueden demostrar que tienen los medios para sustentar a la familia”. En China, han seguido su consejo de otra manera, regulando por ley el número de hijos.

Curiosamente, Stuart Mill se manifiesta contrario a una tributación directa progresiva, como se practica en la mayor parte de las democracias avanzadas, en favor de una tasa impositiva uniforme por encima de lo que se considere necesario para una vida decente. En esto, está en consonancia con la tendencia moderna a la tasa uniforme, dado que las exenciones fiscales y la evasión convierten a un sistema teóricamente progresivo en otro neutro y, a veces, regresivo en la práctica.

De gran importancia resultan las palabras de Mill contra quienes defienden que las leyes de la distribución de la renta son inapelables como resultado de procesos determinados por las fuerzas del mercado, como pretende la teoría de la distribución neoliberal:

“Hay que hacer la conveniente distinción entre las leyes de la producción de riqueza –que son realmente leyes de la naturaleza, dependientes de las propiedades de los objetos– y los modos de su distribución, los cuales, sujetos a ciertas condiciones, dependen de la voluntad de los hombres”.

La modernidad del pensamiento de Stuart Mill aparece al abordar temas como el control de la natalidad

En cuanto a los límites de la intervención de los gobiernos, ya al final del libro, como coronación y resumen de todo lo escrito sobre el tema, Mill establece una regla (con una cuidadosa formulación) que sigue siendo válida:

“En las particulares circunstancias de una nación y época, no hay algo realmente importante para el interés general que no haga deseable, o incluso necesario, que el gobierno lo tome en sus manos. No porque individuos privados no puedan hacerlo bien, sino porque no lo harán. No habría carreteras, puertos, canales,

sistemas de riego, hospitales, escuelas, universidades, bibliotecas, imprentas, a no ser que el gobierno los establezca”.

La lectura y puesta en valor de los *Principios* sería un buen antídoto contra las infecciones del neoliberalismo (en nada parecido al liberalismo de Mill) que sufre la socialdemocracia de nuestros días

El principio vale para la producción de cualquier bien público que vaya exigiendo la vida moderna. Si no lo hace el Estado, nadie lo hará.

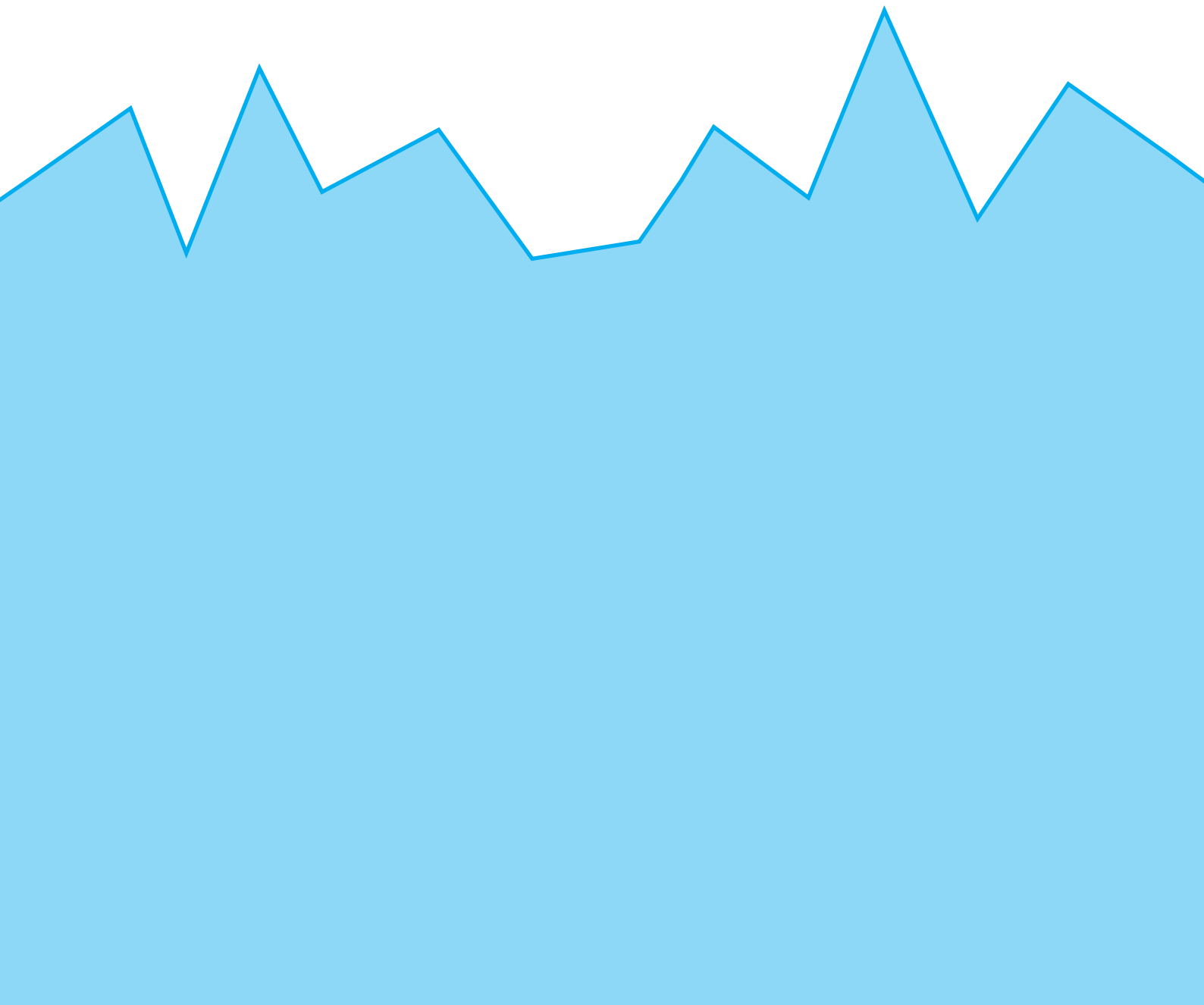
El adusto filósofo y economista tiene a veces rasgos de humor inglés:

“Es un error común de los socialistas olvidar la natural indolencia de la raza humana”.

Se manifiesta contra la ley que prohíbe huelgas, porque:

“Las huelgas enseñan a los obreros la relación de sus salarios con las condiciones de oferta y demanda del mercado de trabajo”.

Muchos de sus argumentos y propuestas están condicionados por la evolución de las instituciones económicas de su tiempo, muchas de las cuales ya están superadas. Obviamente, no digo que podamos usar los *Principios* como un manual para regir y gobernar la economía nacional, y menos en la era de la globalización. Pero los principios expuestos y discutidos en el libro nos enseñan a razonar las políticas necesarias para la gobernación de economías nacionales en la medida en que todavía existen.



POST-IT

Círculo de Economía,
50 Aniversario



50 CÍRCULO DE ECONOMÍA ANIVERSARIO

El Círculo de Economía cumple 50 años. Desde su fundación en 1958, el Círculo ha sido protagonista principal en la consecución del periodo más brillante y de mayor bienestar de la sociedad y la economía española.

La historia contemporánea de España de los s. XIX y XX zozobra en una deriva histórica de la que la autarquía económica y política (1939-1959) constituía su estación término. Esa desoladora situación de miseria colectiva, que abocaba a la sociedad a una vía muerta, despertó la inquietud modernizadora, europeísta y regeneradora de un grupo de adelantados visionarios, ilustrados e instruidos por la firme voluntad y el compromiso del historiador Jaume Vicens Vives. Su *Industrials i polítics del segle XIX* servía de faro-guía, al señalar el papel de la burguesía emprendedora como fuerza motriz del progreso industrial y social en el s. XIX.

El Círculo de Economía aglutinó desde su origen las aportaciones de figuras prominentes del ámbito empresarial (Carlos Ferrer Salat, Joan Mas Cantí, Carles Güell, Artur Suqué), de la Universidad (Fabián Estapé, Manuel Ballbé, Jordi Nadal, Joaquim Muns, Ernest Lluch), de los profesionales de la economía (Vicenç Oller, Narcís Serra, Rafael Suñol) y de la Administración del Estado (Luis Ángel Rojo, Enrique Fuentes Quintana, José Luis Sampedro). La reflexión y el contraste de ideas en las Reuniones Costa Brava tuvieron *ab initio* una clara vocación de adelantarse a su tiempo, contribuyendo a orientar debates de opinión sobre futuros predecibles. Los socios del Círculo de Economía desbrozaron el camino, desde un país aherrojado por la ineficiencia y el intervencionismo, hacia una economía abierta basada en la libre iniciativa, optando deliberadamente por la integración en la Comunidad Económica Europea instituida en el Tratado de Roma de 1957, en un marco social de convivencia propio de un régimen político democrático.

Joan Sardà Dexeus, a la sazón director del Servicio de Estudios del Banco de España, compartiría con los socios del Círculo las inquietudes de modernización económica y social

en una conferencia el 31 de enero de 1959. En efecto, el Plan de Estabilización de 1959 pondría punto final a la deriva histórica española y sentaría las bases del crecimiento económico, el desarrollo social y el camino hacia la integración en las instituciones europeas.

El Círculo de Economía ha protagonizado 50 años de la reciente historia económica de España: desde los Planes de Desarrollo de la década de los años '60 a los *shocks* petroleros de 1973 y 1979-80, desde la promulgación de la Constitución y la firma de los Pactos de la Moncloa en 1978 al ingreso en la Comunidad Económica Europea en 1986, desde el Tratado de Maastricht de 1991 a la sustitución de la peseta por el euro en 2001. En definitiva, desde una economía autárquica e ineficiente a una economía avanzada y abierta a Europa y al mundo.

Las actividades de la entidad se han ampliado a través de la constitución de la Fundació del Cercle d'Economia, del Cercle Obert, con otras almas pero con el mismo entusiasmo e impulso de los fundadores.

Adicionalmente, las influyentes *Opiniones de actualidad* –de obligada lectura– han aportado luz al debate social en retos tan amplios como la educación, el equilibrio territorial, la inmigración, el orden internacional, la reforma fiscal o la relación entre la esfera política y la sociedad civil.

La historia de la entidad abarca desde los entrañables coloquios en la antigua sede de Diagonal-Tuset y en las Reuniones Costa Brava, hasta las actividades más recientes en la actual sede frente a la Pedrera gaudiniana o durante las *Reunions del Cercle d'Economia* en Sitges. Los socios, las entidades colaboradoras y las sucesivas Juntas Directivas del Círculo de Economía han corroborado –a lo largo de una historia tan fecunda– que la mejor forma de predecir el futuro es participar en su diseño... y protagonizarlo.

Departamento de Economía ESADE



Fernando Ballabriga
Director y catedrático
del departamento de Economía
fernando.ballabriga@esade.edu

Doctor en Economía por la Universidad de Minnesota (EE.UU.) y licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Ha sido asesor económico de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea y asesor para temas de investigación del Servicio de Estudios del Banco de España. Ha colaborado también con la Dirección General de Planificación del Ministerio de Economía español y participado en el programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este de Europa. Sus áreas de especialización son el análisis macroeconómico internacional y la econometría aplicada. Su trabajo reciente se ha centrado en el estudio del marco macroeconómico de la Unión Económica y Monetaria Europea.



Josep M. Comajuncosa
Profesor titular del
departamento de Economía
josep.comajuncosa@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universitat Autònoma de Barcelona. Master of Sciences y doctor en Economía por la Universidad de Princeton (EE.UU.). Ha sido profesor de Economía en la Universitat Pompeu Fabra entre 1991 y 1996, y profesor del departamento de Economía de ESADE desde 1996. Sus áreas de especialización son la economía internacional, la política económica, la integración monetaria y el estudio de métodos numéricos para la solución de modelos dinámicos estocásticos.



Anna Laborda
Profesora titular del
departamento de Economía
anna.laborda@esade.edu

Licenciada en Ciencias Económicas y Magister en Fundamentos del Análisis Económico por la Universitat Autònoma de

Barcelona, donde comenzó su carrera docente. Profesora titular del departamento de Economía de ESADE desde el año 1990. Directora Asociada del Programa MBA Part Time y colaboradora del departamento de Dirección de Marketing entre los años 1996 y 2001. Consultora *freelance* de instituciones privadas y públicas, tanto empresas como organizaciones sin ánimo de lucro, entre 1994 y 2001. En la actualidad, colabora asiduamente con el Instituto de Estudios Laborales de ESADE.



F. Xavier Mena
Catedrático del
departamento de Economía
fxavier.mena@esade.edu

Doctor en Economía y licenciado con grado en Ciencias Económicas y Empresariales (U. de Barcelona). Licenciado en Derecho (UNED-Madrid). Su área de docencia e investigación es Managerial Economics. Editorial Board de revistas especializadas. Ha sido Visiting Professor en Ceibs/Jiaotong University (Shanghai, R.P. China), Zhongshan University (Guangzhou, R.P. China), ESAN (Lima, Perú), entre otras. Ha trabajado para EUROSTAT y el Programa PHARE de la Unión Europea en los países del Este. Ha desarrollado proyectos sobre energía, turismo, infraestructuras, sistema financiero y servicios sociales en un total de 48 países.



Sanjay Peters
Profesor asociado del
departamento de Economía
sanjay.peters@esade.edu

Licenciado (BSc y Dt.) por la Universidad de California (EE.UU.) y doctor (Mphil y PhD) por la Universidad de Cambridge (Reino Unido), donde ha sido profesor de Economía (1998-2001). Ha trabajado como becario de investigación en temas de economía regional en la Universidad de Stanford (EE.UU.) y ha sido asesor de economía en el Foreign Office del Gobierno británico, consultor del Banco Mundial y del Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo.



Pere Puig
Catedrático del
departamento de Economía
pere.puig@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas. Miembro del IDGP y del departamento de Economía de ESADE. Presidente de la Societat Catalana d'Economia (IEC). Ha sido Vocal del ICF y de la Comisión de Expertos sobre Inflación de la Generalitat de Catalunya. Ha realizado estudios sobre distribución comercial, calidad de vida, economía regional y competitividad de la empresa industrial. En la actualidad, dirige el *Informe sobre el Barómetro de las empresas de EE.UU. en España 2006*, de ESADE y la Cámara de Comercio Americana.



Josep M. Sayeras
Profesor titular del
departamento de Economía
josepm.sayeras@esade.edu

Doctor en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Ramon Llull. Licenciado en Administración y Dirección de Empresas por la Universitat Politècnica de Catalunya y MBA por ESADE. Profesor del departamento de Economía de ESADE desde 2000 y actualmente Director del programa MBA Part Time. Profesor asociado de la Universidad Centroamericana José Simeón Cañas de El Salvador (UCA). Visiting Scholar de la Universidad de Columbia (EE.UU.). Antes de incorporarse a ESADE, fue consultor de empresas.



Luis de Sebastián
Profesor honorario del
departamento de Economía
luis.desebastian@esade.edu

Economista formado en la LSE y doctor en Ciencias Políticas por IUHEI, Ginebra. Fue por algunos años economista del Banco Interamericano de Desarrollo en Washington, con el que todavía colabora ocasionalmente. Tiene experiencia de trabajo académico en El Salvador, Centroamérica. Ha publicado varios libros, artículos en revistas de divulgación económica y en la prensa. Es un espe-

cialista en comercio internacional y en las economías de América Latina, uno de los temas preferidos en sus publicaciones.



Eugenio M. Recio
Profesor honorario del
departamento de Economía
eugenio.recio@esade.edu

Doctor en Ciencias Económicas y Sociales por la Universidad de Colonia y doctor en Ciencias Empresariales por la Universitat de Barcelona. En la actualidad es profesor honorario de ESADE y ha sido profesor y director de los departamentos de Economía y de Dirección de Recursos Humanos y presidente del Claustro de Profesores de ESADE. Su investigación se centra en los problemas del sistema de la economía social de mercado de Alemania frente a la globalización y, más en general, en la adaptación de los sistemas de protección social a las exigencias de un entorno mundializado.



Agustín Ulied
Profesor asociado del
departamento de Economía
agustin.ulied@esade.edu

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universitat de Barcelona y diplomado en Comunidades Europeas. Ha dedicado gran parte de su trayectoria profesional a la enseñanza y divulgación del proceso de integración europea. Desde 1982 es profesor de la asignatura Economía europea: problemas y políticas. En la actualidad se responsabiliza de impulsar la creación de una escuela de negocios en Casablanca: EURO MED, School of Management, proyecto en el que participan, además de ESADE, la EFMD, Università L. Bocconi de Milán (Italia) y la Alakhawyn University de Ifrane (Marruecos).



Lidia Cabello
Secretaria del
departamento de Economía
lidia.cabello@esade.edu

En números anteriores

INFORME ECONÓMICO 01 MAYO 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis de la economía alemana
- La crisis de los noventa en Japón: recesión y deflación
- La economía mexicana y las elecciones presidenciales de 2006
- La Estrategia de Lisboa cinco años después

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico01.pdf>

INFORME ECONÓMICO 02 NOVIEMBRE 2005

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- El fenómeno de la temporalidad en el mercado laboral español
- La corrupción y las perspectivas económicas de Brasil
- Informe FEMISE sobre la Asociación Euro-Mediterránea

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico02.pdf>

INFORME ECONÓMICO 03 MAYO 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- La crisis financiera argentina (2001-2002): una visión institucional
- El creciente deterioro del déficit exterior, ¿cuestiona la sostenibilidad de nuestro crecimiento?
- Proyecto de Ley de Dependencia

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico03.pdf>

INFORME ECONÓMICO 04 NOVIEMBRE 2006

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Atlas mundial del petróleo y de la energía fósil primaria
- Una política común para la energía en la Unión Europea
- Cambios en el mundo del trabajo

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico04.pdf>

INFORME ECONÓMICO 05 MAYO 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Renta nacional e inmigración: ¿causa o efecto?
- La Ronda de Doha, ¿un fracaso de la OMC?
- El Informe Económico de la Presidencia del Gobierno del año 2007

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico05.pdf>

INFORME ECONÓMICO 06 DICIEMBRE 2007

- Análisis y previsión de la coyuntura económica de la zona euro
- Marruecos: tan cerca, tan lejos
- El Fondo Monetario Internacional (FMI) (2004-2007): Rodrigo Rato, Managing Director
- El Informe Stern sobre la Economía del Cambio Climático

<http://www.esade.edu/biblio/documentos/informeeconomico06.pdf>



**Sea cual sea
el destino
de su negocio**

**le ayudamos
a alcanzarlo**



Porque en el mundo de los negocios ya no existen fronteras, la red global de firmas miembro de KPMG, presente en 145 países, le ayuda a conseguir sus objetivos ofreciéndole servicios de auditoría, fiscales y de asesoramiento financiero y de negocio.

www.kpmg.es