

ANUARIO 2008

INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA





© 2008, Círculo de Empresarios
Paseo de la Castellana 15, 6ª Planta, 28046 Madrid

Autores:

Mª Jesús Valdemoros Erro - Directora del Departamento de Economía, Círculo de Empresarios

Mauro F. Guillén - Director del Lauder Institute, The Wharton School

María Grandal Bouza - Analista Económico del Departamento de Economía, Círculo de Empresarios

Depósito Legal: XXXXXX

Diseño: Tres Tipos Gráficos

Imprime: Gráficas Palermo S.L.

ANUARIO 2008

INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Índice General

Presentación	11
Prólogo	13
1. La economía mundial en 2007-08	17
1.1 El entorno macroeconómico global	18
1.2 El comercio internacional	25
1.3 La Inversión Extranjera Directa	28
2. La empresa española desde una perspectiva internacional	33
2.1 Los Rendimientos para el Accionista en el Contexto Europeo y Mundial	34
2.2 El creciente interés sobre la empresa española por parte de los bancos de inversión	41
2.3 La creciente presencia de las empresas españolas en la prensa financiera internacional	45
2.4 Conclusión	53
3. El año en cifras: las principales operaciones de 2007	55
3.1 La inversión extranjera directa en 2007	56
3.2 El comercio exterior en 2007	58
3.3 Las principales operaciones empresariales de 2007	61
3.3.1 ACS se consolida como una de las mayores constructoras del mundo con la compra de Hochtief	61
3.3.2 BBVA se afianza en el Mercado Norteamericano con la Adquisición de Compass	61
3.3.3 Iberdrola se convierte en Líder Mundial de Energías Renovables con la Compra de ScottishPower	62
3.3.4 El Santander participa en la Mayor Adquisición Bancaria de la Historia	62
3.3.5 Técnicas Reunidas amplía su negocio en el Golfo Pérsico con la adjudicación de un contrato con Boruoge en Abu Dhabi	63
4. La gestión de personas en las multinacionales españolas	67
(Autor: Francisco González)	
4.1 Introducción	68
4.2 El marco de referencia en la gestión del talento	68
4.2.1 La oferta de trabajo. Envejecimiento de la fuerza laboral	68
4.2.2 El trabajo altamente cualificado. Escasez creciente	69
4.2.3 Escasez de talento: las respuestas	71
4.3 Los retos de la gestión de las personas en el s. XXI	71
4.3.1 La Cultura Corporativa como marco necesario de referencia	72
4.3.2 La función de Recursos Humanos	72
4.3.3 El equipo directivo	73
4.3.4 La comunicación	74
4.4 Los recursos humanos en BBVA	74
5. Anexo estadístico	81
6. Bibliografía	92
7. Publicaciones recientes del Círculo de Empresarios	94

Índice de Cuadros

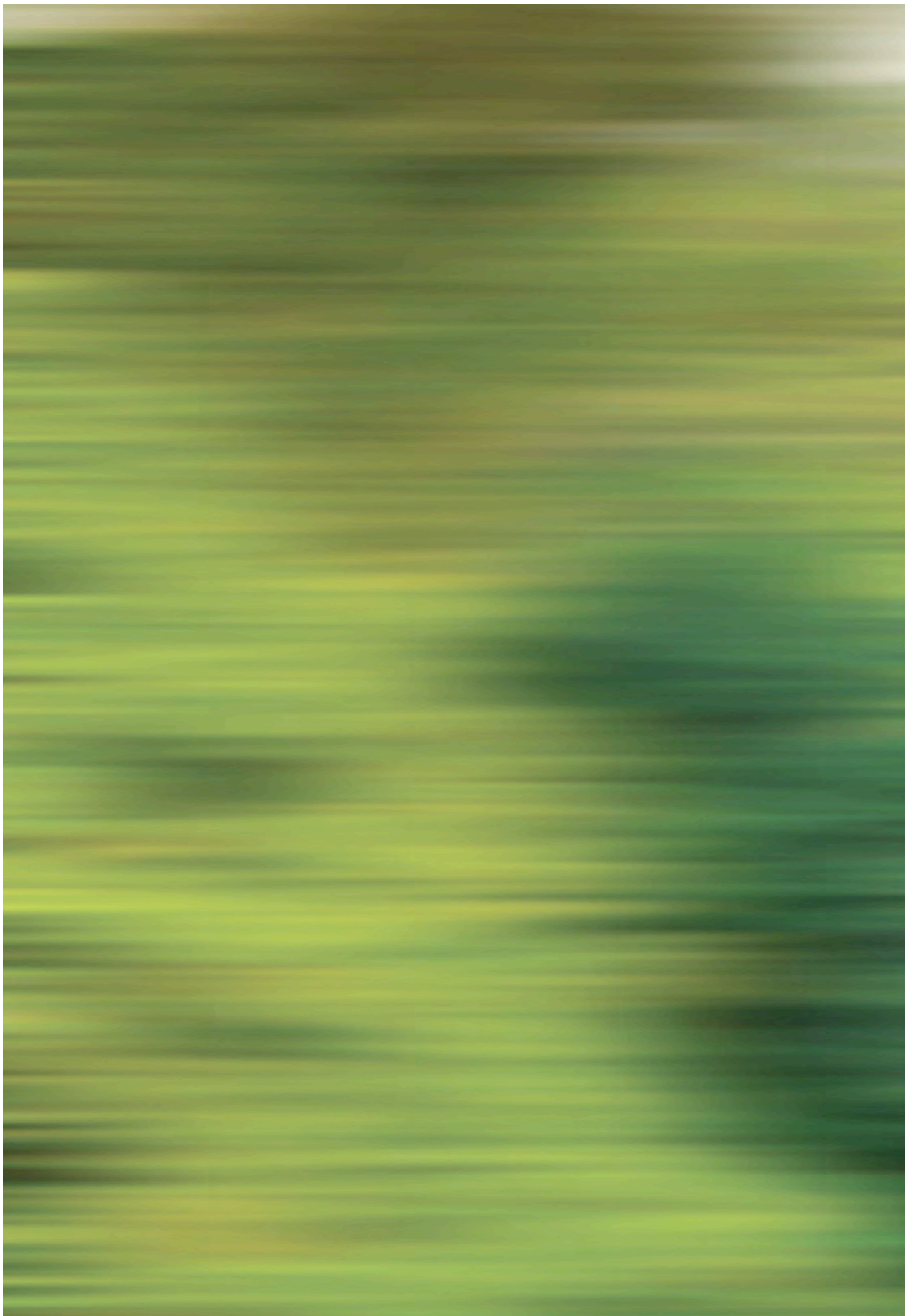
Cuadro 1:	Crecimiento del PIB real (% anual)	22
Cuadro 2:	Inflación, precios de consumo (% anual)	24
Cuadro 3:	PIB y comercio de mercancías (por región, 2005-07)	25
Cuadro 4:	Exportaciones de servicios comerciales, por regiones y países, 2007	27
Cuadro 5:	Entradas de IED por región y economía receptora, 2006-07	30
Cuadro 6:	Ranking de las 25 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007	36
Cuadro 7:	Ranking de las 10 Empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenados según la tasa del año 2007)	37
Cuadro 8:	Ranking de las 10 Empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenados según la media 1995-2007)	38
Cuadro 9:	Ranking de las 10 Empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenados según la media 2003-2007)	39
Cuadro 10:	Ranking de las 10 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona	40
Cuadro 11:	Recomendaciones de analistas de bolsa sobre las empresas del IBEX-35, 1995-2007 (porcentajes verticales)	43
Cuadro 12:	Ranking de las 10 empresas españolas con una mejor recomendación media por parte de analistas de bolsa durante 2007, relativa a las empresas del sector en la Eurozona	44
Cuadro 13:	Ranking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2007	48
Cuadro 14:	Ranking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional durante 2007, según el medio	50
Cuadro 15:	Comercio exterior de mercancías, especialización por productos	59
Cuadro 16:	Comercio exterior de mercancías, especialización geográfica	60

Índice de Recuadros

Recuadro 1:	El incremento en los precios	20
Recuadro 2:	La productividad	21
Recuadro 3:	Fondos Soberanos	26
Recuadro 4:	Multinacionales emergentes	29
Recuadro 5:	La tasa de retorno total para el accionista	34
Recuadro 6:	Las recomendaciones de los analistas de bolsa	41
Recuadro 7:	Metodología para la búsqueda de menciones de empresas en la prensa financiera internacional	45
Recuadro 8:	Las empresas españolas en el Ránking Fortune Global 500	51
Recuadro 9:	Las principales operaciones mundiales en 2006	64

Índice de Gráficos

Gráfico 1:	Precio del petróleo	18
Gráfico 2:	Precios de los alimentos no elaborados	19
Gráfico 3:	Número de menciones de empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, 1995-2007	46
Gráfico 4:	Las 5 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2007	47
Gráfico 5:	Número de menciones a empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, según el medio, 1995-2007	52
Gráfico 6:	Origen y destino de la IED española (2007)	57
Gráfico 7:	Pirámides de población (2005)	69
Gráfico 8:	La transición demográfica	70
Gráfico 9:	Distribución de la población en edad de trabajar en el mundo	70
Gráfico 10:	Porcentaje de empleados por países (31/12/07)	75
Gráfico 11:	Porcentaje de distribución por género (31/12/07)	75
Gráfico 12:	Actividad de selección de España y Áreas Globales	77
Gráfico 13:	Distribución de la inversión en formación (2008)	77



Presentación

Hace ahora tan sólo un año que el Círculo de Empresarios, en colaboración con la prestigiosa Wharton School, de la Universidad de Pennsylvania, presentaba públicamente la primera edición del Anuario de Internacionalización de la empresa española. Nació éste con vocación de tomar el pulso permanentemente a la situación de nuestras empresas fuera de nuestras fronteras, en un contexto global cada vez más exigente. Entendíamos esta publicación como un instrumento útil, no sólo para ofrecer una visión de la actividad de las empresas españolas en el extranjero, sino también para animar a esa necesaria internacionalización a quienes todavía no se habían atrevido a dar ese paso o se mostraban aún dubitativos.

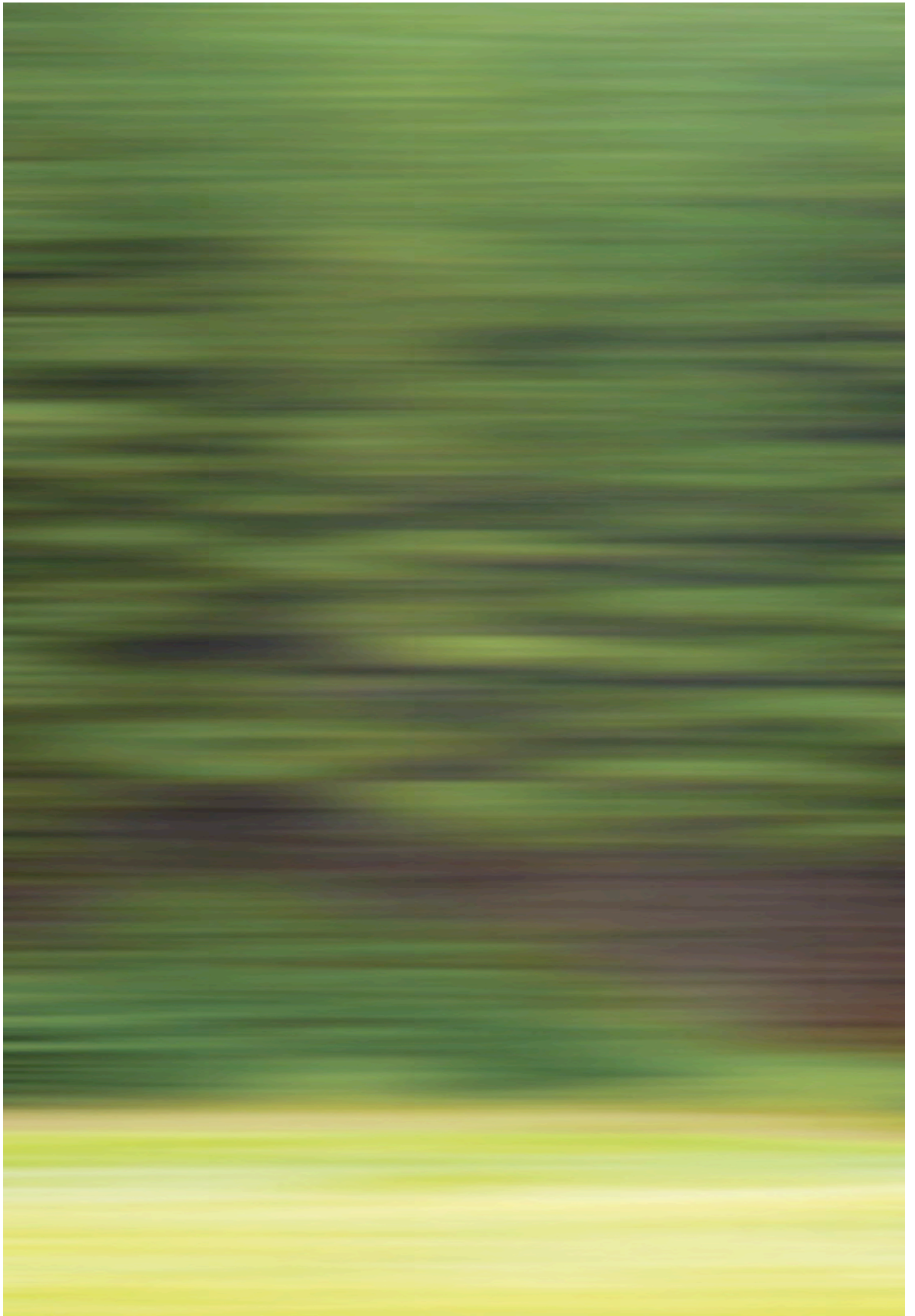
Pocas iniciativas en la historia de nuestra asociación empresarial han tenido un éxito tan inmediato y han justificado de forma tan clara la oportunidad e idoneidad de su puesta en marcha. Sin duda se ha hecho un hueco por derecho propio como obra de referencia para quienes, tanto desde el mundo de la economía, como de la administración, de los entornos académicos y, en general, de la sociedad en su conjunto, están interesados por el presente y el futuro de nuestras empresas en el extranjero.

La clave de este éxito tiene mucho que ver con Wharton School, uno de los centros académicos de mayor prestigio a nivel internacional en todo lo referente al mundo de la empresa. Y también con el hecho de distinguir a las operaciones más relevantes de empresas españolas en el exterior, subrayando algo tan esencial como es el reconocimiento de que, aunque queda aún mucho camino por recorrer en el proceso de internacionalización de nuestras empresas, existen claros y contundentes ejemplos de compañías con una firme trayectoria de éxito fuera de nuestras fronteras.

La competitividad de la economía española se encuentra en el eje de todas las reflexiones que el Círculo de Empresarios viene desarrollando a lo largo de los últimos años. En este contexto, la internacionalización de la empresa española es una de las mejores estrategias, en muchos casos, para alcanzar y mejorar su competitividad. Experimentamos actualmente las consecuencias de una crisis global que nos demuestra, con crudeza, que el mundo ya no conoce fronteras. Actuar con este convencimiento será la mejor forma de superar esa crisis y de cimentar sobre bases muy sólidas el futuro de nuestras empresas.



Claudio Boada Pallerés,
Presidente del Círculo de Empresarios



Prólogo

El proceso de globalización a nivel mundial, observable en el fuerte incremento desde principios de los 90, ha supuesto un impulso básico para la intensa internacionalización económica de España y la de sus empresas. Son varias las empresas españolas que pueden calificarse de transnacionales y que llegan a situarse en lugares destacados de los *rankings* no sólo europeos, sino incluso mundiales, de compañías más internacionalizadas.

Desafortunadamente, la continuidad del crecimiento económico mundial, que ha sido elevado en los últimos años gracias a esos procesos de integración, se pone a prueba por lo complejo del actual escenario internacional. Si hasta hace escasos meses vivíamos en un marco caracterizado por una tónica expansiva de la economía mundial, hoy asistimos a un cambio radical de circunstancias. La confluencia de diversos fenómenos ha precipitado el inicio de un prolongado episodio de inestabilidad e incertidumbre. Por supuesto, el fenómeno determinante hay que buscarlo en los problemas originados por la crisis del mercado hipotecario *subprime* en Estados Unidos y cuya transmisión al resto de mercados financieros mundiales ha desatado una crisis global. A

ello se añaden las tensiones inflacionistas derivadas de una sustancial escalada de precios del petróleo y de los alimentos, así como la acumulación de graves desequilibrios macroeconómicos y de balanza de pagos en diversas regiones del mundo. La situación se ha ido complicando de manera progresiva, exigiendo intervenciones públicas en los mercados financieros de magnitud nunca vista en la historia. Las enormes turbulencias financieras han provocado asimismo un intenso deterioro de la coyuntura y las previsiones macroeconómicas, que ya anticipan recesión en 2009 para economías como Italia, Reino Unido y España.

Uno de los rasgos distintivos de la profundización del proceso globalizador ha sido el incremento de la inversión extranjera directa (IED) y la intensa actividad de fusiones y adquisiciones desarrollada por las empresas transnacionales. Pero, como no podría ser de otro modo, la marcada desconfianza que afecta a los mercados financieros y a la actividad económica en su conjunto, se ha dejado sentir también con fuerza en estas operaciones. De hecho se observa una fuerte caída de las fusiones y adquisiciones a nivel global desde el tercer trimestre

de 2007. Según informa Naciones Unidas en su reciente *World Investment Report 2008*,¹ el valor de las operaciones de ese tipo realizadas en el mundo durante la primera mitad de 2008 fue un 29% inferior al registrado en la segunda mitad de 2007. Este dato viene a confirmar la tendencia negativa detectada con la información disponible para el primer trimestre de 2008, periodo en que el valor de estas operaciones disminuyó algo más del 50% con respecto al segundo trimestre de 2007.

Por su parte, la economía española no se encuentra al margen de los efectos perversos de la nueva situación de inestabilidad económica internacional. Es más, distintos organismos vaticinan recesión para nuestro país en 2009. Sin embargo, en 2007, ejercicio al que se dedica este anuario, se observó una continuidad en determinadas tendencias observadas en 2006. Así, se registró un número importante de operaciones en el extranjero por parte de empresas españolas, favoreciendo la diversificación geográfica de sus actividades, y alcanzándose un nuevo récord en la cantidad de IED de España en el resto del mundo.

Esas operaciones de nuestras empresas en el exterior, junto con los principales acontecimientos económicos del año 2007 relacionados con la internacionalización empresarial, quedan recogidas en la presente edición del *"Anuario de la Internacionalización de la empresa española"*. Como ya se anunciaba en la primera edición, el objetivo de esta publicación es facilitar anualmente una herramienta para mejorar el conocimiento de la actividad exterior de las empresas españolas y localizar los retos más significativos a los que éstas se enfrentan de cara al futuro. Para ello, el Anuario se estructura en dos grandes bloques:

- El primero analiza la evolución y el estado actual de las principales variables y magnitudes referentes a la internacionalización de la empresa española, información que ayuda a poner en perspectiva la importancia del fenómeno.

En el primer capítulo se ofrece una breve descripción del marco macroeconómico global, así como de los principales rasgos del comercio internacional y la inversión extranjera directa en el periodo 2007-2008.

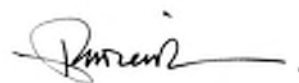
En el segundo capítulo se analiza con una perspectiva internacional el grado de éxito de las empresas españolas en 2007 y la percepción que de ellas tienen los agentes y decisores económico-financieros más importantes del mundo. Se tratan tres aspectos: los rendimientos para el accionista en el contexto europeo y mundial, el interés mostrado hacia las empresas espa-

ñolas por parte de los bancos de inversión y la presencia de las mismas en la prensa financiera internacional. En este sentido, la inestabilidad existente desde mediados de año ha afectado negativamente a los rendimientos empresariales, si bien los otros dos aspectos continúan mostrando una evolución positiva.

El bloque se cierra con el análisis realizado en el tercer capítulo de lo más significativo del año respecto al comportamiento de la economía española en el ámbito del comercio y la inversión exterior. Asimismo, se tratan con mayor detalle las operaciones empresariales de sociedades españolas en el extranjero que, según los socios del Círculo de Empresarios, resultan especialmente relevantes.

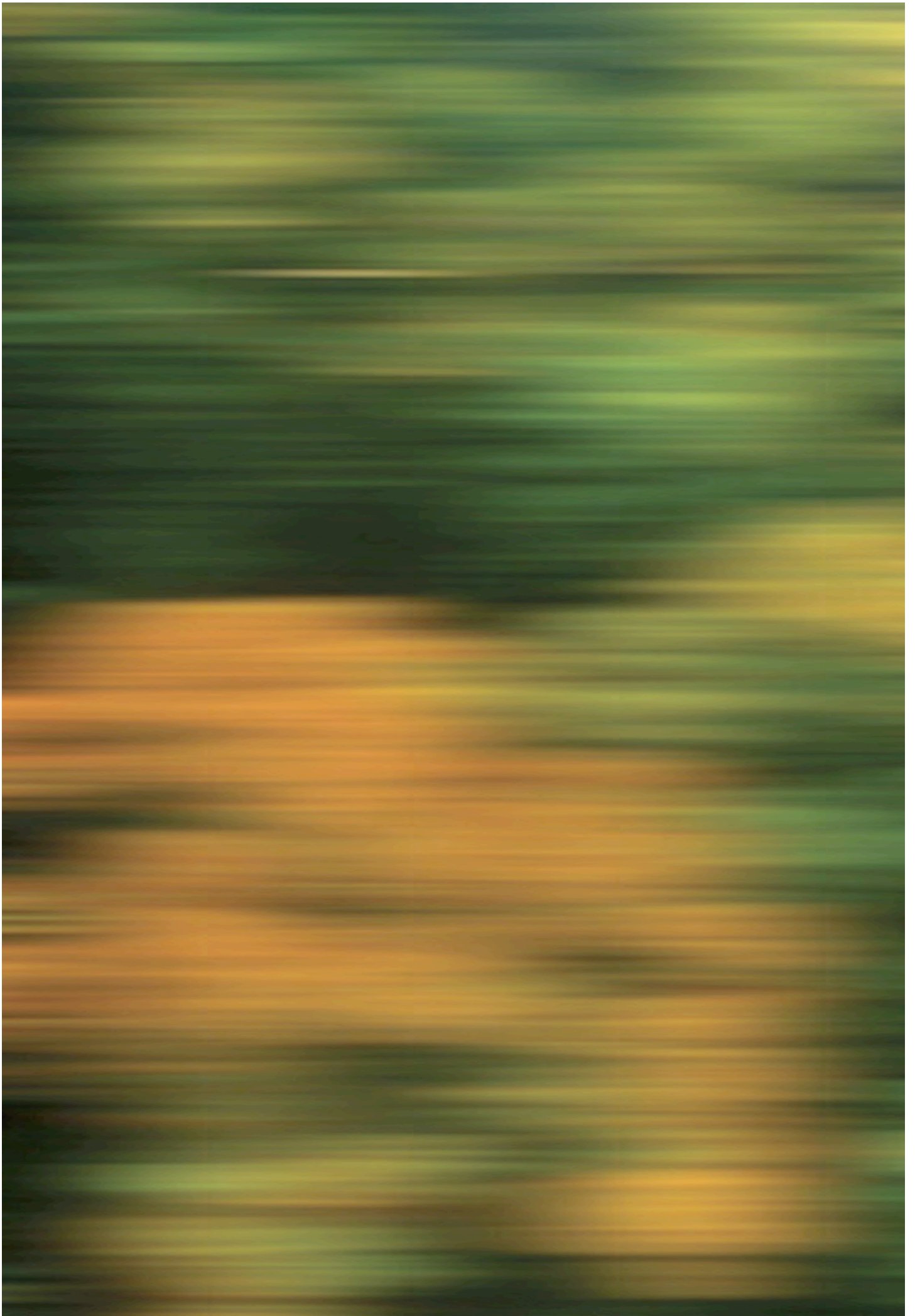
- El segundo bloque se reduce al capítulo cuarto, dedicado al análisis de la **gestión de personas en las multinacionales españolas**, tema directamente relacionado con la internacionalización de la empresa española. El autor del capítulo ha sido Francisco González, Presidente del BBVA.

El análisis parte de la idea de que la globalización económica ha alterado el modelo de gestión empresarial. En el ámbito concreto de los recursos humanos, la progresiva desaparición de barreras en la circulación de este factor productivo ha incrementado la complejidad de su gestión, principalmente ante la mayor heterogeneidad de las plantillas resultante. En este contexto, la calidad del capital humano de una empresa, especialmente su talento directivo, se revela como una importante ventaja competitiva, ya que las personas son las auténticas generadoras de valor. Por lo tanto, la gestión adecuada y eficiente del personal se convierte en una cuestión primordial para cualquier empresa. Definir culturas corporativas y políticas de recursos humanos adaptadas a plantillas cada vez más diversas, así como atraer y retener a personas capaces de operar y dirigir un entorno transnacional, es un reto clave para un número creciente de empresas españolas.



Pedro Morenés Eulate,
Secretario General del Círculo de Empresarios

¹ Esta publicación de Naciones Unidas prevé para el final de 2008 una caída del 10% en los flujos totales de inversión extranjera directa en el mundo con respecto a 2007.



1

La economía mundial en 2007-2008

El entorno económico internacional ha experimentado, desde la segunda mitad de 2007, el inicio de un prolongado episodio de inestabilidad e incertidumbre causado por la confluencia de varios fenómenos. En primer lugar, los problemas ocasionados por la crisis del mercado hipotecario *subprime* de los Estados Unidos y su transmisión al resto de mercados financieros mundiales a través de la complejidad de los instrumentos y prácticas financieras desarrolladas en los últimos años. En segundo lugar, la imparable escalada de precios del petróleo y de los alimentos, con un impacto directo sobre las tasas de inflación. Por último, en tercer lugar, la acumulación de graves desequilibrios macroeconómicos y de balanza de pagos en diversas regiones del mundo y la necesaria corrección de los mismos.

La coincidencia en el tiempo de todas esas circunstancias amenaza con provocar lo que algunos economistas han denominado “la tormenta perfecta”. Esto es, la combinación de crisis financiera, recesión e inflación de escala global. Tal combinación es capaz de provocar un retroceso en los movimientos internacionales de mercancías, servicios y capitales. Incluso habría que temer, a la vista de episodios históricos semejantes, la aparición de corrientes proteccionistas y cierta desintegración de la economía mundial. Sin embargo, cabe esperar que los gobiernos y los organismos internacionales, con la experiencia de lo sucedido en el pasado, sean capaces de abordar la situación. A ello se suma el buen comportamiento de los países emergentes. Además, por el momento, el comercio de mercancías y servicios y los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) continúan creciendo, si bien se perciben ciertos riesgos para el futuro más inmediato.

1.1

El entorno macroeconómico global

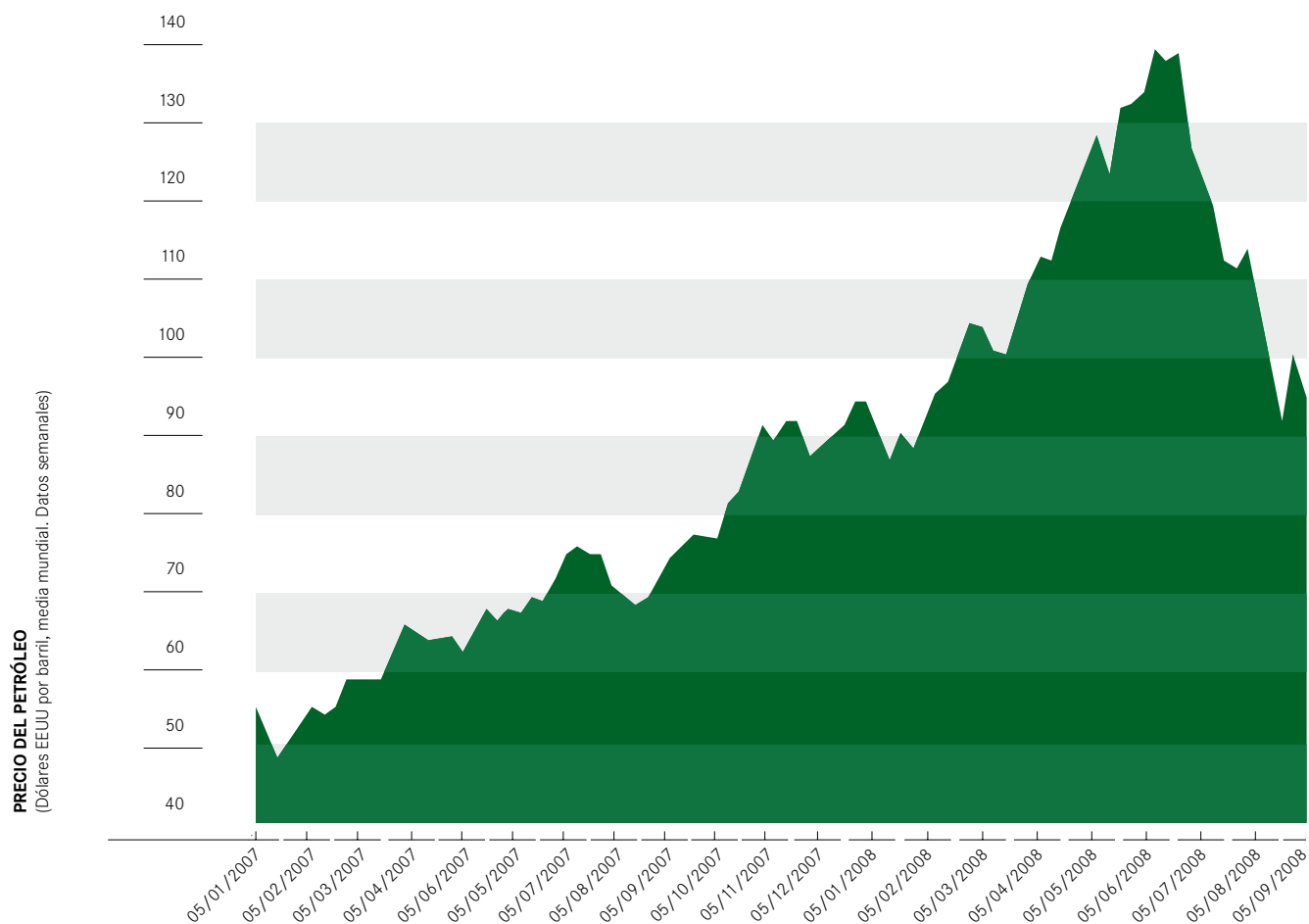
Sin ninguna duda, 2007 será recordado en lo económico por el estallido en los EEUU de la crisis de su mercado hipotecario *subprime* (hipotecas con riesgo elevado de impago), propiciado por el final de un *boom* inmobiliario que se había iniciado un lustro atrás con la reducción de tipos de interés implementada por la Reserva Federal en respuesta al derrumbe bursátil de las empresas conocidas como *punto com*. La titulización de las hipotecas de alto riesgo, la adquisición de esos activos por parte de bancos de todo el mundo y las complejidades de la ingeniería financiera que alimenta la innovación en los mercados de capitales, han provocado que la crisis de un mercado local se haya trasladado al resto de mercados financieros del mundo, fundamentalmente en forma de desconfianza y, por consiguiente, de escasez de crédito y liquidez.

Otros elementos han contribuido a oscurecer el panorama. Es el caso del comportamiento de los precios del petróleo, las materias primas y los alimentos (Recuadro 1). Pese a su descenso en los últimos meses, el precio del barril de crudo prácticamente se triplicó desde el inicio de 2007 hasta mediados del año 2008, y los precios de las materias primas de la alimentación aumentaron en un 60% en dicho periodo (Gráficos 1 y 2). Estos incrementos de precios se han debido, fundamentalmente, al empuje de la demanda de países emergentes.

Gráfico 1

Precio del petróleo

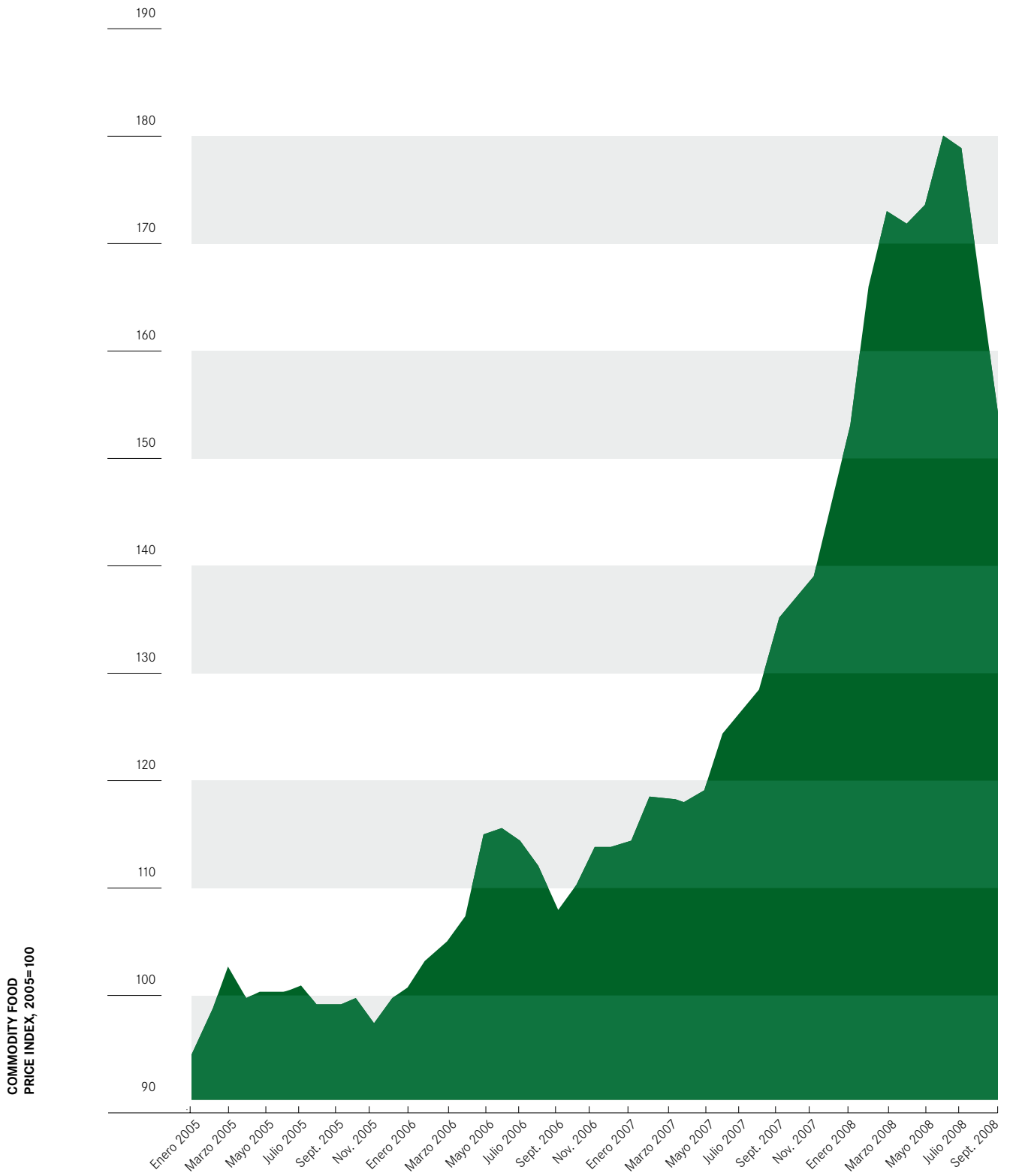
Fuente: EIA



Precios de los alimentos no elaborados

Gráfico 2

Fuente: FMI



En los últimos tiempos la volatilidad del petróleo, así como el de otras materias primas, ha aumentado de forma vertiginosa. En el transcurso de 2007, el precio del petróleo ha aumentado en torno al 54%, su mayor incremento desde 1999. Este incremento, y la preocupación por el cambio climático, han originado un debate en torno a la seguridad de suministro energético y la diversificación de fuentes energéticas y proveedores.

Entre las causas de este aumento de precios destaca el aumento de la demanda de los mercados emergentes, en especial de gigantes como China e India. Otros detonantes del alza son el deterioro de la situación geopolítica en Oriente Medio y algunas interrupciones de la producción relacionadas con las condiciones meteorológicas o la falta de capacidad de refino. Las políticas monetarias divergentes de la Reserva Federal de EEUU y del BCE también han contribuido al alza del precio del petróleo en dólares.

Sin embargo, esta escalada de precios no está afectando a todos por igual. Medida en euros y en DEG (derechos especiales de giro), el alza no ha sido tan brusca debido a la depreciación del dólar. Así, en Europa la fortaleza del euro, que desde principios de 2007 se ha apreciado notablemente respecto al dólar, beneficia las importaciones de petróleo, valoradas en dólares en el mercado internacional, si bien perjudica las exportaciones de productos europeos hacia países con monedas depreciadas.

Al aumento en los precios del petróleo hay que añadir el alza en los precios de otras *commodities* y materias primas. Estos aumentos pueden generar, y lo han hecho, problemas de seguridad alimentaria y especulación.

Estos incrementos de precios favorecen la acumulación de liquidez en los países productores que, a su vez, parecen estar sosteniendo en cierta medida la estabilidad global a través de sus inversiones. Sin embargo, también generan presiones inflacionistas. Así, la inflación global ha aumentado desde mediados de 2007 tanto en las economías más avanzadas como en las de mercados emergentes. La inflación básica también ha seguido una tendencia al alza.

A pesar de estas tensiones, la Reserva Federal estadounidense ha rebajado de forma notable las tasas de interés para hacer frente a los crecientes riesgos a la baja para la actividad económica, mientras que en la zona del euro y en Japón la política monetaria se ha mantenido expectante ante los riesgos inflacionistas. Por otra parte, los Bancos Centrales continúan endureciendo la política monetaria en muchos países emergentes, donde los alimentos y la energía representan una proporción mayor de la cesta de consumo y el recalentamiento económico suscita más preocupación.

La expansión de la economía global pierde velocidad ante la crisis financiera y el severo repunte de la inflación en todo el mundo. Las previsiones para 2008 son de desaceleración e incluso recesión en algunas economías. A pesar de ello, el PIB global medido en términos de paridad del poder adquisitivo ha crecido en 2007 cerca del 5%, concretamente un 4,9%, lo que sitúa el ritmo por encima de la tendencia por cuarto año consecutivo (FMI, 2008).

Tras un tercer trimestre más fuerte de lo esperado, la actividad económica sufrió una fuerte desaceleración en el último cuarto del año. La reducción del crecimiento ha sido mayor en los países desarrollados, particu-

larmente en los EEUU, donde la corrección del mercado inmobiliario sigue tensionando las condiciones financieras. Por su parte, las economías emergentes y en vías de desarrollo se han visto menos afectadas por las turbulencias financieras y han continuado creciendo a un buen ritmo, con China e India a la cabeza con tasas de crecimiento del 11,4% y 9,2% respectivamente. Este fuerte ritmo de crecimiento se explica sobre todo por los grandes avances de la productividad (Recuadro 2) derivados de la integración de estos países en la economía global. A pesar de su positiva evolución reciente, hay que señalar que algunos de estos países comienzan a dar síntomas de ralentización económica.

La productividad

Recuadro 2

La productividad refleja la eficiencia con la que se emplean los insumos -recursos humanos, capital, conocimientos, energía, etc.- para producir bienes y servicios con valor de mercado. Actualmente su importancia reside en la necesidad de los países de utilizar los recursos productivos eficiente y racionalmente para generar mayor valor y así adaptarse al nuevo contexto internacional, más globalizado y competitivo.

Sobre el nivel de productividad de una economía influye una larga serie de factores: la calidad del capital humano, el capital invertido por empleado, la innovación, la investigación y desarrollo científico-tecnológicos, las características de la maquinaria y equipo, la utilización de la capacidad instalada, o la producción y el uso de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC), entre otros muchos.

Para su cuantificación, la productividad se suele expresar como la relación entre recursos utilizados y el valor de mercado de los productos obtenidos. Existen muy distintas mediciones parciales, aunque la más utilizada es la productividad del trabajo, que relaciona la producción (aproximada normalmente por el PIB o por el valor añadido) y la cantidad de trabajo (personas empleadas u horas trabajadas) que se ha utilizado.

Desde 1993, y al contrario que en la década anterior, la productividad laboral de la Unión Europea ha crecido anualmente de forma más lenta que la de los Estados Unidos, cuyo crecimiento ha sido sostenido durante los dos últimos decenios. Es más, este diferencial se ha agrandado en los últimos años. De hecho, la productividad laboral estadounidense ha seguido creciendo, mientras que la europea se ha estancado, sobre todo por la escasa progresión de la productividad en Italia, España, Portugal y Holanda. Los principales motivos de este estancamiento son la escasa flexibilidad de los mercados de productos y factores y la tardía incorporación de las nuevas tecnologías de la información y comunicación al aparato productivo europeo.

España ha sido uno de los países desarrollados que mayor crecimiento del PIB ha experimentado recientemente, con un ritmo anual del 3,3% en la última década. Este crecimiento se ha fundamentado sobre todo en el incremento de la población activa, fruto de la incorporación de las mujeres y los inmigrantes a la fuerza de trabajo, y en el intenso ritmo de creación de empleo. Sin embargo, el crecimiento de la producción por hora trabajada se ha desacelerado con respecto a principios de los años noventa, lo que sitúa actualmente a España a la cola de Europa en términos de este indicador: la producción española por hora trabajada es un 24% menor que la de EEUU y un 12%

menor que la de la eurozona. Un dato desalentador pues, como señala el BCE, desde 1995 la tasa media de crecimiento de la productividad laboral de la zona euro se ha mantenido en torno al 1,3% anual.

Para el periodo que va de 1985 a 2006, la contribución de la productividad a la expansión del PIB español fue la menor de los países de la OCDE, con un incremento anual medio del 0,21 por ciento. Esa cifra se situó por debajo del 0,45% de Suiza, el 0,51% de Canadá, el 0,60% de Italia o el 0,63% de Nueva Zelanda, que eran los países con la más baja contribución de la productividad. La diferencia fue mucho mayor con la de aquellos miembros en los que la productividad contribuyó más a la progresión económica: Irlanda se situó de manera destacada en cabeza con el 3,21% de aumento anual, seguido de Finlandia (1,96%), Japón (1,61%), Bélgica (1,34%), Portugal (1,25%) y Francia (1,24%).

Destaca también la reducida contribución relativa de la productividad total de los factores o productividad multifactorial española. Esta medida de productividad recoge los incrementos en la capacidad productiva de la economía que no son atribuibles a la contribución directa de los factores capital y trabajo, sino a la manera en que ambos se organizan y utilizan.

Descomposición del crecimiento del PIB en función de factores de trabajo, capital (TIC y no TIC) y PTF (en %, 1995-2003)

Fuente: OCDE

	Francia	Alemania	Italia	España	Reino Unido	Japón	EEUU
<i>Factores de trabajo</i>	0,21	-0,24	0,74	2,16	0,49	-0,70	0,65
<i>Capital TIC</i>	0,36	0,38	0,46	0,52	0,65	0,57	0,80
<i>Capital no TIC</i>	0,43	0,43	0,61	0,78	0,36	0,57	0,29
<i>PTF</i>	1,35	0,64	0,07	0,14	1,23	0,56	1,50
<i>Crecimiento PIB</i>	2,35	1,22	1,88	3,60	2,73	1,00	3,24

En el ámbito regional, según datos de Eurostat, todas las comunidades autónomas, excepto Melilla (con un aumento del 8,3%) han estado cediendo terreno en productividad entre 1999 y 2005. Los descensos más sobresalientes corresponden a la Rioja, Madrid, Baleares, Valencia y Canarias. Los menos relevantes, a Galicia, País Vasco, Extremadura, Asturias, Navarra y Castilla y León.

Este comportamiento desfavorable de la productividad se manifiesta asimismo en el nivel de las grandes ramas de actividad, con las muy positivas excepciones de las telecomunicaciones y transportes, la intermediación financiera y la provisión de electricidad, gas y agua. La productividad española en 2007 sólo tuvo la contribución positiva del sector manufacturero, mientras que estuvo estancada en el comercio y experimentó caídas en el ámbito de la construcción.

Las causas del escaso crecimiento de la productividad laboral española pueden resumirse en las siguientes: ineficiente estructura de la economía española; escaso tamaño empresarial; reducida inversión en las TIC y en conocimiento; insuficiente calidad del capital humano; desajustes entre la oferta y la demanda de empleo; globalización y deslocalización; y existencia de barreras de entrada y salida al mercado.

Un factor relevante es el capital humano de los nuevos trabajadores llegados a España, relativamente bajo, cuyo impacto se ha amplificado por la escasa cualificación requerida en los puestos de trabajo que ocupan dichos trabajadores. De este modo, la incorporación de inmigrantes al mercado laboral español ha empujado el crecimiento económico, pero su empleo en sectores de menor cualificación no ha favorecido el crecimiento de la productividad.

Las posibles soluciones son de diferente naturaleza y deben implementarse de manera complementaria y sostenida en el tiempo. Son aquellas que se precisan para el cambio del patrón de especialización y del modelo competitivo de la economía española y entre las que destacan las siguientes: una mayor inversión en I+D+i, en las TIC y en la formación, tanto básica como superior y continua; la eliminación de las barreras de entrada y salida del mercado, el fomento de la competencia y el fomento del espíritu empresarial; la flexibilización del mercado laboral; y la necesaria adaptación al entorno cambiante, respetando siempre las exigencias europeas.

En todo caso, lo cierto es que las economías emergentes y en vías de desarrollo se están mostrando más resistentes a la crisis financiera y a sus consecuencias. Así, además de mantener elevados ritmos de crecimiento real, siguen registrando importantes incrementos de sus reservas internacionales y continúan recibiendo notables flujos de inversión directa, tal y como se explica en un epígrafe posterior. No sólo eso. Estos países siguen mostrando un gran dinamismo comercial, con aumentos relevantes de sus exportaciones e importaciones. El dato menos favorable se refiere a la inflación, que se ha acelerado en prácticamente todas las economías emergentes.

Dos factores parecen explicar la mayor parte de esta resistencia. En primer lugar, un crecimiento económico sólido, basado en ganancias de productividad asociadas a la integración de estos países en las corrientes económica, financiera y comercial globales. En segundo lugar, la adopción de marcos de política macroeconó-

mica favorables a la estabilidad. De este modo, estas economías desempeñan cada día un papel más destacado en un mundo crecientemente multipolar y menos dependiente de los Estados Unidos como locomotora económica. Esto tiene implicaciones sustanciales a la hora de analizar qué podemos esperar de la economía mundial en los próximos años y qué políticas deben aplicar las autoridades económicas. En opinión del FMI (2008), hay tres elementos especialmente interesantes: (1) el gran dinamismo de la demanda de estos países se ha convertido en el amortiguador de los *shocks* comerciales, al permitir el crecimiento de las exportaciones de EEUU en un momento en que la demanda en dicho país flaqueaba; (2) el incremento del ahorro de estos países como grupo ha contribuido a elevar la disponibilidad de fondos prestables en el mundo, conteniendo cualquier presión al alza sobre los tipos de interés reales; y (3) los procesos de ajuste de los desequilibrios externos y la coordinación de las políticas se han hecho más complejos y multifacéticos.

Crecimiento del PIB real (% anual)

Cuadro 1

Fuente: FMI, WEO (Octubre 2008)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Mundo</i>	4,99	3,91	3,03	4,21	4,78	4,80	4,71
<i>Economías desarrolladas</i>	2,63	1,51	0,47	2,01	2,89	2,77	2,52
<i>Economías emergentes y en desarrollo</i>	8,03	6,87	6,05	6,72	6,86	6,92	6,92
<i>G7</i>	2,17	1,23	0,14	1,74	2,74	2,54	2,21
<i>Unión Europea</i>	3,11	1,65	0,55	1,88	2,55	2,70	2,76

En esta situación, en la que algunos analistas sugieren incluso la posibilidad de un desacoplamiento de ciclo entre los países desarrollados y los emergentes, las previsiones no son muy halagüeñas. Así, en 2008 el crecimiento mundial caerá en más de un punto porcentual, hasta el 3,91%. Las previsiones apuntan a que las dificultades persistirán hasta 2009. 2010 será quizás el momento a partir del que las tasas de crecimiento comenzarán a recuperarse, siendo siempre los países en vías de desarrollo y los mercados emergentes los que lideren el crecimiento global (Cuadro 1).

La ralentización del crecimiento se verá acompañada por tensiones inflacionistas, más pronunciadas en los países que más crecen, esto es, las economías en vías de desarrollo y emergentes. Unas tensiones que no comenzarán a superarse hasta 2009 (Cuadro 2).

Cuadro 2

Inflación, precios de consumo (% anual)

Fuente: FMI, WEO (Octubre 2008)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Mundo</i>	3,97	6,18	4,62	3,84	3,60	3,46	3,39
<i>Economías desarrolladas</i>	2,15	3,65	2,02	1,82	1,99	2,00	2,02
<i>Economías emergentes y en desarrollo</i>	6,37	9,40	7,79	6,18	5,38	5,01	4,79
<i>G7</i>	2,15	3,48	1,73	1,67	1,91	1,92	1,93
<i>Unión Europea</i>	2,38	3,88	2,41	2,09	2,02	2,03	2,06

El comercio internacional

1.2

El comercio mundial sufrió en 2007 una reducción en su ritmo de crecimiento real, fruto del debilitamiento de la demanda en los países desarrollados. Según las estimaciones más recientes realizadas por la Organización Mundial del Comercio (OMC, 2008), el volumen real de exportaciones creció un 5,5% en 2007, frente al 8,5% registrado en 2006. Es posible, además, que el crecimiento sea menor aún en 2008 –en torno al 4,5%–, ya que la fuerte desaceleración económica que están experimentando países desarrollados importantes sólo se ve compensada en parte por la continuación de un vigoroso crecimiento en las economías emergentes¹ (Cuadro 3).

Como viene siendo habitual en los últimos años, el crecimiento del comercio de mercancías ha superado al crecimiento del PIB real. No obstante, ese cre-

cimiento ha sido muy dispar según regiones y países, consecuencia lógica de las importantes diferencias observadas en la actividad económica y en los términos del comercio (precios relativos de exportaciones e importaciones). Así, los países exportadores netos de minerales y petróleo –a los que puede añadirse el grupo de exportadores de alimentos– se han beneficiado de grandes ganancias en sus términos del comercio, lo que ha significado para ellos mayor crecimiento y más poder adquisitivo internacional. Esto ha conducido a esas economías a incrementar sustancialmente sus importaciones reales a la vez que sus exportaciones reales crecían menos que la media mundial. También ha tenido como efecto el crecimiento de los Fondos Soberanos de distintos países productores y exportadores de los bienes encarecidos (Recuadro 3).

PIB y comercio de mercancías (por región, 2005-07)

Cuadro 3

Fuente: OMC

Tasa de variación anual, precios constantes

	PIB			Exportaciones			Importaciones		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
<i>MUNDO</i>	3,3	3,7	3,4	6,5	8,5	5,5	6,5	8,0	5,5
<i>NORTEAMÉRICA</i>	3,1	3,0	2,3	6,0	8,5	5,5	6,5	6,0	2,5
<i>Estados Unidos</i>	3,1	2,9	2,2	7,0	10,5	7,0	5,5	5,5	1,0
<i>Sudamérica,</i>									
<i>Centroamérica y Caribe</i>	5,6	6,0	6,3	8,0	4,0	5,0	14,0	15,0	20,0
<i>EUROPA</i>	1,9	2,9	2,8	4,0	7,5	3,5	4,5	7,5	3,5
<i>Unión Europea-27</i>	1,8	3,0	2,7	4,5	7,5	3,0	4,0	7,0	3,0
<i>Comunidad de Estados</i>									
<i>Independientes</i>	6,7	7,5	8,4	3,5	6,0	6,0	18,0	21,5	18,0
<i>ÁFRICA Y ORIENTE PRÓXIMO</i>	5,6	5,5	5,5	4,5	1,5	0,5	14,5	6,5	12,5
<i>ASIA</i>	4,2	4,7	4,7	11,0	13,0	11,5	8,0	8,5	8,5
<i>China</i>	10,4	11,1	11,4	25,0	22,0	19,5	11,5	16,5	13,5
<i>Japón</i>	1,9	2,4	2,1	5,0	10,0	9,0	2,5	2,5	1,0
<i>India</i>	9,0	9,7	9,1	21,5	11,0	10,5	28,5	9,5	13,0
<i>Hong Kong, Corea,</i>									
<i>Singapur y Taiwan</i>	4,9	5,5	5,6	8,0	12,5	8,5	5,0	8,5	7,0

¹ Bajo el supuesto de un crecimiento real del PIB mundial de entre el 2,5% y el 3%, el comercio mundial de mercancías caería a ese ritmo de crecimiento del 4,5% en 2008, un punto por debajo de la tasa de 2007. Esta estimación es coherente con las previsiones que la OMC hace para el crecimiento de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios de la OCDE y según las cuales la tasa de variación anual será del 3%, punto y medio por debajo del ritmo de 2007.

Los Fondos Soberanos son vehículos inversores controlados por los Gobiernos y financiados por el superávit de las balanzas de pagos – especialmente de economías emergentes - cuyos activos se gestionan de forma distinta a las reservas oficiales en manos de las autoridades monetarias. Sus gestores presentan una mayor tolerancia al riesgo aunque, lógicamente, también esperan una mayor rentabilidad. Estos Fondos existen desde hace décadas, pero actualmente han adquirido mayor relevancia, entrando en el accionariado de importantes empresas occidentales.

Existen numerosas razones que explican esta fiebre inversora: el crecimiento y dinamismo de estas economías emergentes, la baja rentabilidad de los bonos del Tesoro en Estados Unidos, la mayor preparación de los gestores en Asia (convierten a la industria financiera en un blanco atractivo), la imposibilidad de invertir en sectores distintos al financiero (energético o armamentístico), el aumento de liquidez por el alza del precio del petróleo y de las exportaciones de países asiáticos, o el crecimiento de las empresas transnacionales.

No todos los Fondos son iguales. Podemos distinguir fundamentalmente dos tipos. Por un lado, aquellos basados en *commodities* (dos tercios del total) que obtienen sus recursos de la riqueza natural del país. Pueden tener dos objetivos: crear riqueza a largo plazo o estabilizar los ciclos de ingresos tratando de evitar el gasto indiscriminado e indebido de los ingresos extraordinarios obtenidos. El aumento del precio del petróleo en los últimos tiempos ha favorecido la creación y el aumento de tamaño de estos fondos. En segundo lugar, los fondos basados en la existencia de superávit de balanza de pagos no generado por ingresos provenientes de *commodities*. En este caso, los recursos proceden de las reservas internacionales acumuladas gracias a ingresos por exportaciones o por inversión directa extranjera.

Los Fondos Soberanos financian parte del abultado déficit exterior acumulado por los Estados Unidos y, en menor medida, por otras economías occidentales. Además, suponen un nuevo medio para que los países en desarrollo inviertan sus ganancias inesperadas en vistas de su uso futuro. De hecho, sus objetivos pueden ser muy variados, desde asegurar las pensiones de un país (como Noruega y Kuwait), hasta financiar proyectos de infraestructura o aislar los presupuestos muy volátiles de fluctuaciones. En este sentido, cabe destacar que el FMI tipifica los fondos soberanos según sus objetivos. Distingue, entre otros, fondos de estabilización, fondos de ahorro, fondos de desarrollo o fondos de pensiones.

Si bien la desaceleración en Estados Unidos, la crisis del sector financiero y la depreciación del dólar han reducido los desequilibrios globales, y así la macro-necesidad de financiación, los sistemas financieros de Europa y Estados Unidos se enfrentan hoy a la escasez de liquidez. Determinados países con superávit de Asia y Oriente Medio dirigen hacia las economías con problemas parte de su riqueza. Lo hacen en forma de Fondos Soberanos con el objetivo de buscar inversiones rentables a largo plazo (“*gan-gas*”), aumentando de paso la liquidez en el sistema. Así, por ejemplo, estos fondos han acudido al rescate de bancos de inversión (UBS, Merrill Lynch, Citigroup o Morgan Stanley), inmobiliarias, firmas de capital riesgo, gestores de infraestructuras e incluso clubes de fútbol que no encontraban otras vías de financiación.

Los Fondos Soberanos despiertan recelos en los países receptores ante la creencia de que la motivación de las inversiones realizadas puede ser más política que económica, lo que provoca el resurgimiento de presiones proteccionistas y nacionalismos. Sin embargo, en los tres últimos años no han constituido más de un 10-20% del total de la financiación del sector público de economías emergentes a las occidentales.

Exportaciones de servicios comerciales, por regiones y países, 2007

Cuadro 4

Fuente: OMC

Miles de millones de dólares EEUU y porcentajes

	Exportaciones					Importaciones				
	Valor		Tasa Variación Anual			Valor		Tasa Variación Anual		
	2007	2000-07	2005	2006	2007	2007	2000-07	2005	2006	2007
MUNDO	3.260	12	12	12	18	3.060	11	11	11	16
NORTEAMÉRICA	533	7	11	9	13	440	7	9	9	9
<i>Estados Unidos</i>	454	7	11	10	14	336	7	9	9	9
<i>Canadá</i>	61	7	11	7	6	80	9	11	11	11
<i>México</i>	17	4	15	2	6	24	5	9	7	9
SUDAMÉRICA	91	10	20	13	16	97	8	22	15	18
<i>Brasil</i>	23	14	28	21	25	34	12	39	21	24
EUROPA	1.662	13	10	10	19	1.434	12	9	9	17
<i>EU-27</i>	1.512	13	9	10	19	1.337	12	9	9	17
<i>Reino Unido</i>	263	12	6	10	17	193	10	10	7	13
<i>Alemania</i>	197	14	10	12	18	245	9	6	6	15
<i>Francia</i>	130	7	5	0	11	120	11	8	2	12
<i>Italia</i>	109	10	6	10	12	117	11	8	11	19
<i>España</i>	127	14	10	12	21	97	17	13	17	24
<i>Comunidad de Estados Independientes</i>	64	20	20	23	25	90	21	18	17	29
<i>Rusia</i>	38	22	21	24	25	57	20	18	15	30
ÁFRICA	84	15	13	19	21	97	15	21	14	19
<i>Egipto</i>	18	10	3	10	16	12	7	27	8	15
<i>Sudáfrica</i>	13	15	15	7	8	16	16	18	18	14
ORIENTE PRÓXIMO	79	13	17	16	15	125	14	20	19	17
<i>Israel</i>	21	5	9	10	10	18	6	7	9	24
ASIA	745	13	15	17	19	778	11	12	14	17
<i>Japón</i>	136	9	14	14	11	157	5	2	9	9
<i>China</i>	127	...	19	24	...	129	...	16	21	...
<i>India</i>	86	...	...	35	15	78	...	...	33	24
<i>Hong Kong, Corea, Singapur y Taiwan</i>	243	11	11	13	15	230	11	11	13	15

Llama la atención el comportamiento en 2007 del comercio internacional en Europa. La ligera desaceleración del crecimiento real se ha visto acompañada por una profunda ralentización del crecimiento de las exportaciones de mercancías. De este modo, se ha agudizado la tendencia por la que la expansión real del comercio en Europa queda claramente por detrás de la expansión mundial. Ahora bien, en el seno del viejo continente se producen también importantes diferencias. Un primer grupo, formado por Turquía y los países recién incorporados a la UE-27, ha visto crecer sus exportaciones reales a tasas de dos dígitos. Un segundo grupo, constituido por Alemania, Holanda, Austria, Bélgica y Suiza, ha incrementado sus ventas al exterior entorno al 5%. Finalmente, un tercer grupo, en el que se enmarca España junto con Francia e Irlanda, entre otros, apenas si ha variado su volumen de exportaciones.

Por lo que al comercio de servicios hace referencia, señalar que en 2007 se produjo un incremento del 18% de las exportaciones de servicios comerciales en términos de dólares corrientes. Se trata de una aceleración en ese ritmo de crecimiento, observable en todas las regiones y en las tres categorías de servicios comerciales –transportes, viajes y otros– (OMC, 2008) (Cuadro 4).

Una parte sustancial de ese mayor incremento se debe a los movimientos de los tipos de cambio. En concreto, la depreciación del dólar frente a las monedas europeas, con el euro a la cabeza, tiene un claro poder explicativo del fenómeno, pues Europa cuenta con una elevada cuota en las exportaciones mundiales de servicios (mayor de la que disfruta en el comercio de mercancías). En 2007, las exportaciones europeas de servicios crecieron a un ritmo que duplicó al registrado el año anterior.

1.3

La Inversión Extranjera Directa

A pesar de las consecuencias negativas de la escasez de crédito para la financiación de operaciones inversoras, como las fusiones y adquisiciones, las corrientes mundiales de IED siguieron aumentando el pasado año. De acuerdo con las estimaciones provisionales de la UNCTAD, las entradas netas mundiales de IED aumentaron casi el 18% en 2007. Esto significa que esos flujos alcanzaron un valor total de más de 1,5 billones de dólares estadounidenses, cifra récord de la historia. Además, el incremento se dio en todos los principales grupos de países (Cuadro 5).

Las entradas de IED en los países desarrollados durante 2007 crecieron un 17%, para sumar un total de 1 billón de dólares, cifra que, aun triplicando la de 2003, no supera el récord logrado en 2000. Una vez más, los EEUU fueron el principal receptor de esta inversión, si bien la Unión Europea atrajo más del 40% del total. Japón, tercer integrante de la Tríada, pasó de valores negativos a un saldo positivo de 29.000 millones.

Entre los países en vías de desarrollo, hay que destacar el excelente comportamiento de varios países africanos, que mantuvieron los niveles récord de entrada de IED de 2006 gracias al incremento de precios de los combustibles y minerales en que son ricos. La región de Asia y Oceanía continuó con su tendencia alcista, para recibir unas entradas de IED de 277.000 millones de dólares, aunque su participación en las entradas totales de IED en países en vías de desarrollo cayó en 6 puntos porcentuales. También Latinoamérica se recuperó de unos malos años, para retomar valores histó-

ricamente altos, sobre todo gracias al tirón de Brasil, Chile y México, que duplicaron sus entradas de IED. En este tan positivo avance fue decisivo el intenso crecimiento económico y los elevados beneficios empresariales resultantes del *boom* en los precios de materias primas y otros *commodities*.

Por último, en las economías en transición, las entradas de IED volvieron a crecer por séptimo año consecutivo, duplicándose en el caso de Rusia, principal economía de las que componen ese grupo.

En cuanto a las previsiones para el año en curso, la UNCTAD (2008) prevé que, incluso a pesar de las pesimistas proyecciones de crecimiento económico, la pujante demanda mundial de recursos naturales probablemente alimentará en el transcurso de 2008 la IED en las industrias extractivas, sector en el que despuntan importantes transnacionales procedentes de países emergentes (Recuadro 4). Ahora bien, los desequilibrios de balanza de pagos, las consiguientes fluctuaciones cambiarias y la volátil inflación, sobre todo por el comportamiento de determinados bienes, ponen en riesgo la continuidad de la expansión de los flujos de inversión directa. De hecho, la actividad transnacional en materia de fusiones y adquisiciones viene ralentizándose desde la segunda mitad de 2007.

Estamos entrando en una era en la que las multinacionales de países emergentes se encuentran presentes en las principales industrias, forzando a las empresas establecidas a mejorar sus estrategias competitivas. En su informe anual de la inversión directa en el mundo (*World Investment Report*), Naciones Unidas publica desde hace un lustro la lista de las 100 mayores transnacionales de países en vías de desarrollo. No es la única lista con este tipo de empresas. Un informe reciente de Boston Consulting Group recoge las 100 multinacionales emergentes que considera más interesantes. Estas multinacionales provienen de 14 países (17,3% del PIB global en 2006): Argentina, Brasil, Chile, China, Egipto, Hungría, India, Indonesia, Malasia, México, Polonia, Rusia, Tailandia y Turquía. Además, presentan una creciente cuota en el mercado global. Asia es base de la gran mayoría (66) seguida de América Latina (22). De hecho, en 2006 China superó a Estados Unidos como segundo exportador mundial, sólo por detrás de Alemania. Si sus exportaciones continúan creciendo a la misma tasa (27% en 2006) en 2008 podría convertirse en el primero. Además, estas economías han avanzado en el fortalecimiento de las relaciones que mantienen entre sí. Por ejemplo, el comercio entre China e India creció un 38% en 2006. Los bienes comercializados también han variado para incluir una cuota creciente de productos de alto valor añadido (telecomunicaciones, servicios de IT, etc.).

Estas multinacionales operan en un amplio abanico de sectores: industrial, extracción de recursos, bienes de consumo duradero, alimentación, bebidas y cosmética... Muchas de ellas están presentes en diversos sectores a la vez. Aunque actúan en países e industrias muy diferentes, todas comparten el deseo de convertirse en globales y se mueven en esa dirección con gran velocidad. Entre las razones para ello destacan el deseo de crecer y de acceder a mayores beneficios. Se han dado cuenta de que ser grandes en sus países no es suficiente para su viabilidad a largo plazo. Deben salir fuera para continuar creciendo y para alcanzar una escala que les permita competir con otros jugadores globales. Además, existen motivos complementarios como, por ejemplo, el desarrollo de nuevas capacidades, la adquisición de activos intangibles, la adopción de nuevos modelos de negocio o la garantía de acceso a largo plazo a recursos naturales.

En términos de la madurez en su proceso de globalización, Boston Consulting Group distingue en su informe tres grupos de transnacionales de países emergentes. Un pequeño grupo de 10 empresas pioneras en la globalización y que han alcanzado posiciones de liderazgo global en sus industrias (*the early movers*). Un segundo grupo formado por 46 empresas que están logrando notables progresos en su globalización (*the fast followers*). Y un último grupo compuesto por 44 empresas en un primer estadio del proceso de globalización o con ambiciones que hasta el momento han sido más regionales que globales (*the up-and-comers*).

El proceso de expansión se lleva a cabo básicamente a través de exportaciones y operaciones internacionales (sobre todo, joint venture). Las adquisiciones constituyen únicamente el 20%. El éxito del proceso depende de las ventajas competitivas. Entre estas ventajas destacan el acceso a recursos baratos, la existencia de plantas y equipos de producción modernos y eficientes o el acceso al talento. Por otro lado, los obstáculos con que se pueden enfrentar las multinacionales son la falta de relaciones profundas con los clientes extranjeros, la lenta tasa de innovación, la falta de marcas fuertes, la escasez de propiedad intelectual o la falta de canales de distribución. De hecho, estas empresas son conscientes de sus ventajas y saben cómo explotarlas, y trabajan para superar sus debilidades, recibiendo incluso ayuda de sus gobiernos, convirtiéndose en verdaderos desafíos para las empresas de países desarrollados².

² Fuente: The 2008 BCG 100. New Global Challengers. How top companies from rapidly developing economies are changing the world. Boston Consulting Group.

Cuadro 5

Entradas de IED por región y economía receptora, 2006-07

Fuente: UNCTAD

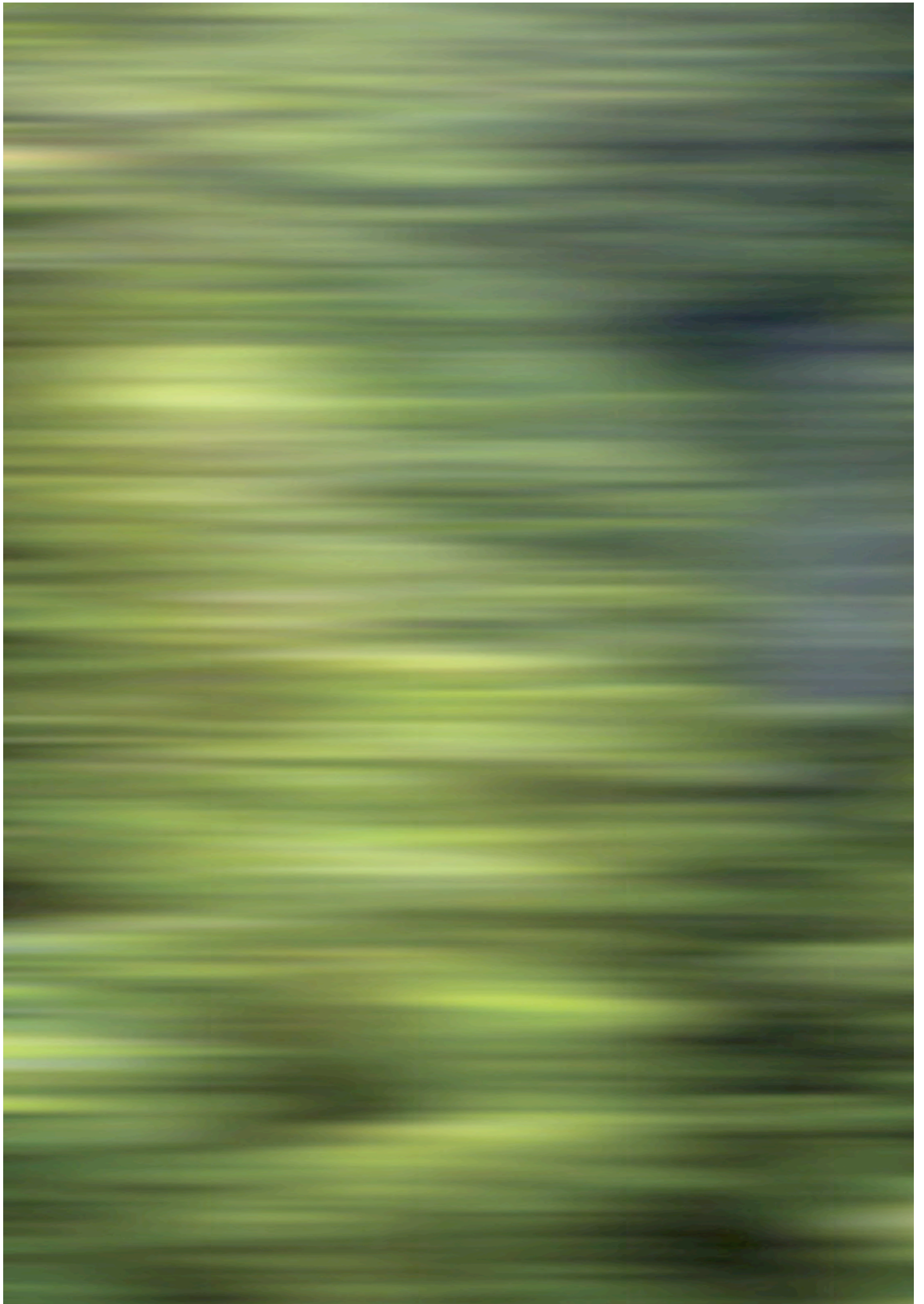
Miles de millones de dólares EEUU	2006	2007	Tasa de Variación (%)
<i>MUNDO</i>	1.305,9	1.537,9	17,8
<i>PAÍSES DESARROLLADOS</i>	857,5	1.001,9	16,8
<i>Europa</i>	566,4	651,0	14,9
<i>Unión Europea</i>	531,0	610,0	14,9
<i>UE-15</i>	492,1	572,0	16,2
<i>Francia</i>	81,1	123,3	52,1
<i>Alemania</i>	42,9	44,8	4,4
<i>Italia</i>	39,2	28,1	-28,1
<i>Holanda</i>	4,4	104,2	2.285,1
<i>Reino Unido</i>	139,5	171,1	22,6
<i>Nuevos miembros de la UE (10)</i>	38,9	38,0	-2,3
<i>Rep. Checa</i>	6,0	7,6	27,3
<i>Hungría</i>	6,1	-0,3	...
<i>Polonia</i>	13,9	18,1	30,3
<i>Estados Unidos</i>	175,4	192,9	10,0
<i>Japón</i>	6,5	28,8	...
<i>ECONOMÍAS EN DESARROLLO</i>	379,1	438,4	15,7
<i>África</i>	35,5	35,6	0,1
<i>Egipto</i>	10,0	10,2	1,6
<i>Marruecos</i>	2,9	5,2	78,6
<i>Sudáfrica</i>	-0,3	5,0	...
<i>Sudán</i>	3,5	2,2	-37,9
<i>Túnez</i>	3,3	1,0	-69,1
<i>Latinoamérica y el Caribe</i>	83,8	125,8	50,2
<i>Argentina</i>	4,8	2,9	-39,6
<i>Brasil</i>	18,8	37,4	99,3
<i>Chile</i>	8,0	15,3	92,2
<i>Colombia</i>	6,3	8,2	30,5
<i>México</i>	19,0	36,7	92,9
<i>Venezuela</i>	-0,5	0,4	...

(continuación)

Cuadro 5

Fuente: UNCTAD

Miles de millones de dólares EEUU	2006	2007	Tasa de Variación (%)
<i>Asia y Oceanía</i>	259,8	277,0	6,6
<i>Asia Occidental</i>	59,9	52,8	-11,9
<i>Líbano</i>	2,8	2,1	-25,5
<i>Turquía</i>	20,1	19,4	-3,7
<i>Sur, Este y Sudeste Asiático</i>	199,5	224,0	12,3
<i>China</i>	69,5	67,3	-3,1
<i>Hong Kong</i>	42,9	54,4	26,9
<i>India</i>	16,9	15,3	-9,4
<i>Indonesia</i>	5,6	5,9	6,3
<i>Malasia</i>	6,1	9,4	54,4
<i>Filipinas</i>	2,3	2,5	4,6
<i>Singapur</i>	24,2	36,9	52,6
<i>Tailandia</i>	9,8	10,0	2,3
<i>ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN</i>	69,3	97,6	40,8
<i>Kazakhstan</i>	6,1	8,3	34,4
<i>Rumanía</i>	11,4	9,0	-21,3
<i>Rusia</i>	28,7	48,9	70,3



2

La empresa española desde una perspectiva internacional

La globalización de la economía continúa ofreciendo a las empresas españolas oportunidades de captación de recursos, crecimiento y rentabilidad. No solamente las grandes empresas sino también otras muchas de tamaño intermedio operan en un entorno competitivo que trasciende a la dinámica del contexto español. En este capítulo se documenta y analiza desde una perspectiva internacional el grado de éxito de las empresas españolas durante el año 2007 y la percepción que de ellas tienen los agentes y decisores económico-financieros más importantes del mundo. Esas percepciones inciden directamente sobre la capacidad de las empresas españolas de captar recursos, crecer y competir en el mercado. Existen diversas consideraciones a tener en cuenta. En primer lugar, los **inversores internacionales** normalmente se mostrarán más inclinados a financiar el crecimiento de la empresa española en la medida en que su rendimiento financiero, las recomendaciones de los analistas de bolsa y su presencia en la prensa financiera internacional, relativos a otras empresas europeas o del mundo, sean favorables. En segundo lugar, una percepción o imagen positiva de las empresas españolas en Europa y en el mundo multiplica sus **oportunidades de negocio**. Finalmente, los **compradores presentes o potenciales** de los productos y servicios ofrecidos por las empresas españolas también pueden contagiarse de una percepción o imagen en ascenso.

Al igual que en el terreno macroeconómico y financiero, el año 2007 ha supuesto un cambio de tendencia en algunos aspectos relativos a la evolución de las empresas españolas comparadas con sus homólogas europeas y mundiales. Éste es el caso de los **rendimientos para el accionista**, que han acusado una caída sensible, si bien de manera heterogénea por sector de actividad. Sin embargo, otros indicadores de la pujanza internacional de las empresas españolas han proseguido durante 2007 la tendencia alcista de los últimos años, lo que sin duda supone motivo para la satisfacción y el optimismo de cara al futuro. Por ejemplo, los **bancos de inversión internacionales** continúan valorando positivamente a las empresas españolas. Por su parte, la **prensa financiera internacional** ha aumentado un año más su grado de cobertura. Comenzaremos analizando los rendimientos para el accionista en el contexto europeo y mundial, para pasar luego a estudiar la evolución de las recomendaciones de los bancos de inversión y la presencia de la empresa española en la prensa financiera internacional.

2.1 Los Rendimientos para el Accionista en el Contexto Europeo y Mundial

Cualquier análisis de los rendimientos para el accionista tiene que tener en cuenta no solamente las tasas de retorno absolutas sino también su magnitud relativa en comparación con otras empresas similares que se disputen la captación de recursos propios. Por este motivo los rendimientos para el accionista de las empresas españolas deben analizarse en el contexto europeo y mundial, de tal manera que se pueda determinar si nuestras empresas han ganado o cedido terreno. Dado que, en general, el año 2007 se ha caracterizado por un cambio de tendencia en los mercados financieros y bursátiles alrededor del mundo, este análisis comparado adquiere una relevancia aún mayor, pues resulta muy esclarecedor comprobar si la empresa española se ha visto afectada en mayor o en menor medida que las de otros países.

Los datos relativos al ejercicio de 2007 corroboran, en efecto, que se ha producido un notable descenso en los rendimientos para el accionista de la empresa espa-

ñola, si bien ciertos sectores manufactureros y de servicios continúan arrojando resultados excelentes tanto en términos absolutos como relativos a otras empresas de la Eurozona y del resto del mundo. Aunque la tendencia general no sea la deseable, la distribución sectorial y los mejores resultados relativos a las empresas de otros países suponen causas sobradas para el optimismo, sobre todo porque varias de las empresas que han despuntado durante 2007 en términos de rendimiento para el accionista operan en sectores intensivos en tecnología o conocimiento. Antes de presentar los datos con todo detalle, conviene precisar que el análisis comparado de los rendimientos para el accionista de las empresas españolas se ha realizado a través de un indicador muy completo que se denomina la **tasa de retorno total para el accionista**, que tiene en cuenta no solamente la evolución de la cotización de las acciones de la empresa en bolsa sino también el resto de los flujos de caja que se pueden producir a lo largo del año entre la empresa y sus accionistas (Recuadro 5).

Recuadro 5

La tasa de retorno total para el accionista

La tasa de retorno total para el accionista (TRTA) es un indicador empleado muy a menudo para evaluar el rendimiento que los propietarios de la empresa han recibido a lo largo de un año a cambio de aportar capital a la misma. Para medir la remuneración para el accionista hemos calculado una tasa anual expresada en porcentaje mediante la siguiente fórmula:

$$TRTA = \frac{\Delta V + D + R + \Delta AutoC - AC - CBC}{V_{t-1}} \times 100 \quad \text{donde:}$$

ΔV es el aumento en el valor total de mercado de las acciones de la empresa entre principios y finales de cada año,

D son los pagos por dividendos,

R son los pagos por reducciones en el valor nominal de las acciones,

$\Delta AutoC$ son los aumentos en la autocartera,

AC son los ingresos por ampliaciones de capital,

CBC son los ingresos por la conversión de bonos convertibles, y

V_{t-1} es el valor total de mercado de las acciones de la empresa al final del año anterior.

Para comparar la TRTA a través de distintos sectores de actividad se puede calcular una tasa estandarizada restando la media sectorial y dividiendo por la desviación típica dentro del sector.

La fuente de datos empleada es Datastream International. Los gestores de fondos internacionales y los analistas de bolsa consultan esta información y la examinan en detalle. Aunque algunas de las empresas no están clasificadas en el sector más adecuado (por ejemplo, Logista aparece bajo “tabacos”), dicha categorización sectorial tiene consecuencias a la hora de la toma de decisiones. Por tanto, los datos presentados en el Cuadro 10 se han calculado a partir de la información disponible directamente en Datastream International sin ningún tipo de corrección por nuestra parte, pues ello conllevaría tergiversar la información que emplean los gestores de fondos y los analistas de bolsa.

El Cuadro 6 presenta el ranking de las 25 empresas españolas cotizadas en bolsa con una mayor tasa de retorno para el accionista durante 2007. Para su confección se han considerado los rendimientos de las 120 empresas españolas cotizadas incluidas en Datastream International. El rubro más numeroso es el de las manufacturas, con doce empresas dedicadas a actividades que van desde las transformadoras de productos agropecuarios hasta la maquinaria eléctrica pasando por la metalurgia. Ocho empresas obtuvieron tasas de retorno para el accionista superiores al 50 por ciento y una, Construcción y Auxiliar de Ferrocarriles, superó el 100 por cien. Las empresas con las mayores tasas de retorno han sido CAF, Acciona, Gamesa, GAM, Grifols, Bolsas y Mercados Españoles, Técnicas Reunidas y Pescanova. Se trata de empresas que operan en sectores tan diversos como el material ferroviario, la construcción y gestión de infraestructuras, el alquiler de maquinaria, la biotecnología, los servicios financieros, las plantas de llave en mano y la pesca y su transformación. Son sectores intensivos en tecnología o en conocimiento, lo que supone otro motivo para el optimismo de cara al futuro. Además, varias de estas sociedades comenzaron a cotizar en bolsa recientemente. Las tasas de retorno de estas empresas, aunque elevadas, son sensiblemente inferiores a las obtenidas en 2006 por algunas empresas, que habían rozado el 400 por ciento.

Quizás el cambio más notable y esperado entre 2006 y 2007 ha sido la caída de los rendimientos de las constructoras e inmobiliarias. Mientras que en 2006, diez de las 25 empresas con las mayores tasas de retorno venían clasificadas por Datastream como constructoras, en 2007 solamente aparecen tres constructoras entre las empresas con mayores tasas de retorno. Una de ellas, Acciona, es una empresa muy diversificada, con ventas y beneficios en sectores como la gestión de infraestructuras o las energías alternativas que no

están tan sujetos a las mismas fluctuaciones del ciclo económico que la construcción. Por su parte, Técnicas Reunidas, aunque clasificada por Datastream bajo el rubro de la construcción, es en realidad un proveedor de plantas llave en mano.

Doce de las 25 empresas con los mejores rendimientos financieros para el accionista durante 2007 forman parte del IBEX-35, mientras que en 2006 eran solamente siete. El año 2007 se ha caracterizado, por tanto, por el ascenso de empresas con mayor capitalización bursátil. Dentro del IBEX-35, las empresas que obtuvieron las tasas de retorno total para el accionista más elevadas durante 2007 fueron las de sectores de servicios tales como la gestión de infraestructuras, las telecomunicaciones y la electricidad. Es importante recalcar nuevamente la pujanza de empresas manufactureras tales como Gamesa en el campo de los equipamientos de energía eólica y Grifols en biotecnología y farmacia (Cuadro 7). En 2007 el IBEX-35 tuvo un rendimiento medio para el accionista del 10,7 por ciento, muy por debajo del obtenido en 2006 (36,0%) y por debajo del DAX 30 alemán y del conjunto del Mercado Mundial. Las empresas con los peores rendimientos financieros para el accionista durante 2007 fueron las inmobiliarias, seguidas de las constructoras y los bancos. Estos últimos han sufrido considerablemente a raíz de la crisis crediticia iniciada durante el verano de 2007 (Cuadro A1).

Cuadro 6

Ranking de las 25 empresas españolas
con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007^a

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Sector	Tasa de retorno (%)	Capitalización bursátil (millones de Euros)
<i>Construcción y Auxiliar de Ferrocarril</i>	<i>Material de transporte</i>	105,5	941,3
<i>Acciona*</i>	<i>Construcción</i>	55,8	13.686,2
<i>Gamesa*</i>	<i>Maquinaria</i>	54,3	7.727,3
<i>General de Alquiler de Maquinaria</i>	<i>Maquinaria</i>	53,9	681,9
<i>Grifols</i>	<i>Biotecnología</i>	53,0	3.260,8
<i>Bolsas y Mercados Españoles*</i>	<i>Servicios de inversión</i>	52,8	3.869,7
<i>Técnicas Reunidas</i>	<i>Construcción</i>	52,3	2.430,3
<i>Pescanova</i>	<i>Agropecuaria</i>	51,2	522,4
<i>Ecnor</i>	<i>Electricidad</i>	49,3	1.769,8
<i>Telefónica*</i>	<i>Telecomunicaciones</i>	41,7	105.338,9
<i>Tubacex</i>	<i>Acero</i>	36,8	882,2
<i>Gas Natural*</i>	<i>Gas</i>	36,3	17.797,0
<i>Red Eléctrica de España</i>	<i>Electricidad</i>	36,1	5.808,9
<i>Iberdrola*</i>	<i>Electricidad</i>	28,5	51.578,4
<i>Altadis*</i>	<i>Tabaco</i>	27,8	12.462,5
<i>Unión Fenosa*</i>	<i>Electricidad</i>	25,9	13.976,5
<i>Uralita</i>	<i>Materiales de construcción</i>	23,7	1.176,9
<i>Vidrala</i>	<i>Contenedores y embalajes</i>	21,7	570,9
<i>Cepsa*</i>	<i>Petróleo y Gas</i>	21,3	18.867,4
<i>Compañía Vinícola del Norte de España</i>	<i>Vinos</i>	19,4	250,8
<i>Duro Felguera</i>	<i>Maquinaria</i>	19,1	880,4
<i>Acumulador Tudor</i>	<i>Baterías</i>	18,1	286,1
<i>Enagas*</i>	<i>Gas</i>	16,0	4.739,5
<i>Cleop^b</i>	<i>Construcción</i>	14,1	194,4
<i>Sos Cuétara</i>	<i>Alimentación</i>	12,1	1.911,0

NOTA: * Pertenece al IBEX-35 a 31 de diciembre de 2007.

^a Se han considerado en los cálculos un total de 120 sociedades que cotizaron durante todo el año 2007.^b Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas.

Los cambios de tendencias sectoriales producidos durante el año 2007 no han desdibujado las tendencias que se han venido observando desde mediados de los años noventa. De entre las grandes empresas cotizadas durante todo el período de trece años comprendido entre 1995 y 2007, las que arrojaron los mejores rendimientos para el accionista fueron, en orden decrecien-

te, ACS, Acciona, Indra, Unión Fenosa y Altadis (véase el Cuadro 8 y, en el anexo, el Cuadro A2). El IBEX-35 también ofreció durante este período un rendimiento mayor que los índices selectivos de los mercados de valores más importantes del mundo o que el conjunto del mercado bursátil mundial en su conjunto.

Ranking de las 10 empresas del IBEX-35
con mayor tasa de retorno total para el accionista según tasa 2007

Cuadro 7

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

(empresas e índices ordenados según la tasa del año 2007)

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Acciona</i>	-26,2	52,1	152,1	182,1	-19,2	-29,7	6,4	-3,0
<i>Gamesa</i>	...	...	...	...	...	...	-39,8	1,4
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Bolsas y Merc. Españoles</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Telefónica</i>	11,4	84,4	46,8	54,0	104,3	-29,0	-11,1	-41,0
<i>Gas Natural</i>	68,4	60,9	5,3	96,8	-25,7	-14,3	-2,5	-2,0
<i>Red Eléctrica</i>	...	...	...	...	...	70,0	7,5	-4,5
<i>Iberdrola</i>	44,2	72,6	12,2	35,7	-11,8	0,0	13,0	-5,6
<i>Altadis</i>	34,2	24,1	124,9	46,6	-33,0	19,4	19,4	16,5
<i>Unión Fenosa</i>	41,8	100,6	8,0	72,4	19,7	14,7	-5,3	-29,4
<i>DAX 30^a</i>	7,0	28,2	47,1	17,7	39,1	-7,5	-19,8	-43,9
<i>Mercado Mundial^a</i>	16,8	13,1	13,4	21,7	32,5	-15,3	-16,2	-16,8
<i>Ibex-35^a</i>	22,4	47,1	44,5	38,6	20,1	-20,5	-6,1	-26,5
<i>Dow Jones^a</i>	36,9	28,7	24,9	18,1	27,2	-4,8	-5,4	-15,0
<i>FTSE 100^a</i>	26,0	16,9	28,7	17,5	20,6	-8,2	-14,1	-22,2
<i>S&P 500^a</i>	37,6	23,0	33,4	28,6	21,0	-9,1	-11,9	-22,1
<i>CAC-40^a</i>	2,8	27,6	33,0	34,1	54,1	1,0	-20,3	-31,9
						Media ^b	Media ^b	
Empresa	2003	2004	2005	2006	2007	1995-2007	2003-2007	
<i>Acciona</i>	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6	
<i>Gamesa</i>	70,0	21,1	22,7	70,4	54,3	22,1	46,0	
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	53,0	53,0	53,0	
<i>Bolsas y Merc. Españoles</i>	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8	
<i>Telefónica</i>	46,6	22,7	-1,2	31,2	41,7	20,8	27,0	
<i>Gas Natural</i>	4,6	26,0	6,7	30,6	36,3	17,9	20,1	
<i>Red Eléctrica</i>	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0	
<i>Iberdrola</i>	21,7	23,5	27,5	47,8	28,5	21,8	29,5	
<i>Altadis</i>	6,4	53,9	16,4	5,9	27,8	23,6	20,8	
<i>Unión Fenosa</i>	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1	
<i>DAX 30^a</i>	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8	
<i>Mercado Mundial^a</i>	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3	
<i>Ibex-35^a</i>	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1	
<i>Dow Jones^a</i>	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2	
<i>FTSE 100^a</i>	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2	
<i>S&P 500^a</i>	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8	
<i>CAC-40^a</i>	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3	

NOTA: ^a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluídas en cada año.^b Calculada como una media geométrica.

Cuadro 8 Ranking de las 10 empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista según media 1995-2007

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

(empresas e índices ordenados según la media 1995-2007)

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Bolsas y Merc. Españoles</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>Red Eléctrica</i>	...	...	...	...	...	70,0	7,5	-4,5
<i>Enagas</i>	...	...	...	...	...	...	...	...
<i>ACS</i>	5,7	12,9	312,6	53,0	-28,0	7,7	10,6	13,5
<i>Acciona</i>	-26,2	52,1	152,1	182,1	-19,2	-29,7	6,4	-3,0
<i>Indra Sistemas</i>	-42,1	14,4	445,4	121,5	40,8	8,0	-4,8	-31,4
<i>Abengoa</i>	...	...	63,8	68,4	0,0	61,4	-17,7	-17,6
<i>Unión Fenosa</i>	41,8	100,6	8,0	72,4	19,7	14,7	-5,3	-29,4
<i>Altadis</i>	34,2	24,1	124,9	46,6	-33,0	19,4	19,4	16,5
<i>Ibex-35^a</i>	22,4	47,1	44,5	38,6	20,1	-20,5	-6,1	-26,5
<i>Dow Jones^a</i>	36,9	28,7	24,9	18,1	27,2	-4,8	-5,4	-15,0
<i>CAC-40^a</i>	2,8	27,6	33,0	34,1	54,1	1,0	-20,3	-31,9
<i>S&P 500^a</i>	37,6	23,0	33,4	28,6	21,0	-9,1	-11,9	-22,1
<i>DAX 30^a</i>	7,0	28,2	47,1	17,7	39,1	-7,5	-19,8	-43,9
<i>Mercado Mundial^a</i>	16,8	13,1	13,4	21,7	32,5	-15,3	-16,2	-16,8
<i>FTSE 100^a</i>	26,0	16,9	28,7	17,5	20,6	-8,2	-14,1	-22,2
						Media ^b	Media ^b	
Empresa	2003	2004	2005	2006	2007	1995-2007	2003-2007	
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	53,0	53,0	53,0	
<i>Bolsas y Merc. Españoles</i>	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8	
<i>Red Eléctrica</i>	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0	
<i>Enagas</i>	52,6	46,0	32,3	13,9	16,0	31,3	31,3	
<i>ACS</i>	28,4	32,5	64,5	59,6	-2,6	30,5	34,2	
<i>Acciona</i>	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6	
<i>Indra Sistemas</i>	58,4	25,3	35,3	15,2	3,3	28,3	26,1	
<i>Abengoa</i>	5,4	28,1	72,7	125,6	-12,7	27,0	35,6	
<i>Unión Fenosa</i>	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1	
<i>Altadis</i>	6,4	53,9	16,4	5,9	27,8	23,6	20,8	
<i>Ibex-35^a</i>	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1	
<i>Dow Jones^a</i>	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2	
<i>CAC-40^a</i>	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3	
<i>S&P 500^a</i>	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8	
<i>DAX 30^a</i>	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8	
<i>Mercado Mundial^a</i>	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3	
<i>FTSE 100^a</i>	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2	

NOTA: ^a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluidas en cada año.^b Calculada como una media geométrica.

En el Cuadro 9 se presenta el ranking teniendo en cuenta la tasa media de retorno para el accionista en los últimos cuatro años (2003 a 2007), que pudiera resultar relevante para inversores enfocados en el medio plazo. Durante este período Inmobiliaria Colonial (cuyas tasas de retorno son históricamente muy volátiles y que en 2007 registró una caída del 62,3 por ciento tras la subida del 390,3 durante 2006), Gamesa, Acciona y Red Eléctrica acapararon los cuatro primeros puestos. El conjunto del IBEX-35 rindió una tasa superior a la de los índices selectivos de los mercados de valores más im-

portantes del mundo. Es más, entre 2003 y 2007 todos los valores que ponderan en el selectivo español han rendido más que el FTSE 100, S&P 500 y Dow Jones, a excepción del Banco Popular Español (véase también el ranking completo para los 35 valores en el cuadro A3). El accionista de las sociedades cotizadas españolas, por tanto, tiene muchos motivos para congratularse, aunque durante 2007 los rendimientos se hayan deteriorado. En los últimos años la tasa de retorno total ha sido por lo general superior a la de las empresas de otros países.

Ranking de las 10 empresas del IBEX-35
con mayor tasa de retorno total para el accionista según media 2003-2007

Cuadro 9

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	(empresas e índices ordenados según la media 2003-2007)					Media ^b	Media ^b
	2003	2004	2005	2006	2007	1995-2007	2003-2007
<i>Inmobiliaria Colonial</i>	213,3	-1,4	67,5	390,3	-62,3	2,5	57,1
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	53	53,0	53,0
<i>Bolsas y Merc. Españoles</i>	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8
<i>Gamesa</i>	70,0	21,1	22,7	70,4	54,3	22,1	46,0
<i>Acciona</i>	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6
<i>Red Eléctrica</i>	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0
<i>Abengoa</i>	5,4	28,1	72,7	125,6	-12,7	27,0	35,6
<i>ACS</i>	28,4	32,5	64,5	59,6	-2,6	30,5	34,2
<i>Unión Fenosa</i>	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1
<i>Endesa</i>	43,0	17,8	33,0	74,7	5,1	15,9	32,7
<i>Ibex-35^a</i>	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1
<i>DAX 30^a</i>	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8
<i>Mercado Mundial^a</i>	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3
<i>CAC-40^a</i>	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3
<i>FTSE 100^a</i>	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2
<i>S&P 500^a</i>	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8
<i>Dow Jones^a</i>	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2

NOTA: ^a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluídas en cada año.

^b Calculada como una media geométrica.

Dado que los inversores desean diversificar sus carteras y con frecuencia lo hacen a través de distintos sectores de actividad, conviene analizar los rendimientos para el accionista dentro de cada sector y en comparación a los de otros países. El Cuadro 10 presenta el ranking de las diez sociedades cotizadas durante la totalidad del año 2007 según la tasa de retorno total para el accio-

nista comparada con la del conjunto de las empresas del mismo sector de actividad dentro de la Eurozona (el ranking completo aparece en el Cuadro A4). También se reflejan los datos comparados con las empresas del mismo sector en el mundo. En ambos casos se emplea una tasa estandarizada de retorno (Recuadro 5).

Cuadro 10

Ranking de las 10 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Tasa Absoluta		Tasa Estandarizada		Tasa Estandarizada	
	Puesto	%	Puesto	Eurozona	Puesto	Mundo
<i>Construcción y Aux. de Ferrocarril</i>	1	105,5	1	2,27	2	0,45
<i>Uralita</i>	17	23,7	2	1,79	14	0,11
<i>Iberia</i>	28	9,5	3	1,53	32	-0,11
<i>Telefónica</i>	10	41,7	4	1,44	21	0,03
<i>Grifols</i>	5	53,0	5	1,40	1	0,53
<i>Acumulador Tudor</i>	22	18,1	6	1,28	3	0,44
<i>Gas Natural</i>	12	36,3	7	1,23	20	0,04
<i>Bolsas y Mercados Españoles</i>	6	52,8	8	1,01	5	0,35
<i>Banco de Valencia</i>	26	9,8	9	0,94	13	0,11
<i>Acciona</i>	2	55,8	10	0,89	6	0,30

En 2007 solamente 40 de las 105 sociedades españolas cotizadas seguidas por Datastream obtuvieron una tasa de retorno para el accionista mayor que la media de las empresas de la Eurozona dentro de su respectivo sector. En 2006 el número ascendía a 59 de un total de 109, lo que significa que se ha producido un deterioro de los rendimientos en relación a las empresas de la Eurozona en el mismo sector. En 2007 Construcción y Auxiliar de Ferrocarriles fue la empresa cotizada española con una mayor tasa de retorno estandarizada con respecto a las empresas de su mismo sector en la Eurozona (2,27 desviaciones típicas por encima de la media). Durante 2007 hubo otras siete empresas españolas con una tasa estandarizada significativamente superior a la media de su sector en la Eurozona: Uralita, Iberia, Telefónica, Grifols, Tudor, Gas Natural, y Bolsas y Mercados Españoles. Estas estrellas en cuanto a la tasa de retorno relativa a sus competidores europeos operan en sectores de distinta naturaleza: material de transporte, material de construcción, líneas aéreas, telecomunicaciones, farmacia, baterías, gas y servicios financieros. Resulta destacado que ninguna inmobiliaria, constructora o banco se encuentra en la lista de empresas con tasas excepcionalmente elevadas en relación a las empresas de la Eurozona dentro del mismo sector.

La tasa estandarizada teniendo en cuenta las empresas del mismo sector no solamente en la Eurozona sino en todo el mundo arroja unos resultados distintos. Las di-

ferencias existentes se deben a que las tasas de retorno dentro de cada sector divergen en algunos casos según se trate de la Eurozona o del conjunto del mundo. Las mayores discrepancias se dan sobre todo en sectores como líneas aéreas, telecomunicaciones y gas (Cuadro A4). En general, las empresas españolas con mayores tasas de retorno relativas en la Eurozona no despuntan tanto en el contexto del mercado bursátil mundial debido a los buenos resultados de sus competidores procedentes de economías emergentes. Así, mientras que CAF, Uralita, Iberia, Telefónica, Grifols, Tudor, Gas Natural, y Bolsas y Mercados Españoles se situaron cuando menos una desviación típica por encima de las empresas de su sector en la Eurozona, en el contexto mundial solamente una de ellas, Grifols, sobrepasó la media desviación típica, y por un estrecho margen (0,53). En definitiva, la empresa española ha generado mejores resultados para el accionista en relación a la Eurozona que en relación al conjunto del mercado mundial.

Las variaciones sectoriales son muy pronunciadas. Las eléctricas (Iberdrola, Unión Fenosa, Red Eléctrica), biotecnológicas (Grifols), cristaleras (Vidrala) y las proveedoras de servicios a las empresas (Service Point, Prosegur), soluciones informáticas (Indra) y servicios financieros (Bolsas y Mercados Españoles) fueron las que en 2007 obtuvieron mejores resultados comparados con sus homólogas europeas, mientras que las de alimentación, construcción, inmobiliario y equipos de

telecomunicaciones fueron las que arrojaron peores resultados comparados (Cuadro A5). En el sector bancario, solamente cinco sociedades, incluyendo el BBVA y Santander, ofrecieron mejores resultados para el accionista que sus contrapartes europeos. En otros sectores solamente algunas empresas arrojaron tasas relativas de rendimiento muy atractivas, como en el caso de Gas Natural, CAF, Gamesa, Tubacex, Uralita o Inditex. Telefónica ofreció una tasa de retorno muy superior a la de sus competidores europeos, pero se situó en la media en el contexto de todas las empresas del sector en el mundo (Cuadro A5).

En definitiva, durante el año 2007 las empresas españolas cotizadas en bolsa ofrecieron en general rendimientos atractivos para sus accionistas, si bien por debajo de los máximos registrados en el ejercicio anterior. Desde un punto de vista sectorial, lo más notable del año ha sido la renovada pujanza de ciertas empresas en sectores intensivos en tecnología o en conocimiento tales como biotecnología, construcción mecánica, plantas llave en mano, servicios financieros o soluciones informáticas.

El creciente interés sobre la empresa española por parte de los bancos de inversión

2.2

Un segundo aspecto de la posición relativa de las empresas españolas en el marco de la economía global se refiere al grado de cobertura y las recomendaciones emitidas por parte de los bancos de inversión. Los analistas de bolsa que trabajan para estas entidades emiten durante el año recomendaciones sobre si comprar, mantener o vender las acciones de las sociedades co-

tizadas. Estas recomendaciones pueden y suelen tener un impacto sustancial sobre las perspectivas futuras de la empresa, pues crean un clima de opinión sobre si conviene o no incluir—o seguir incluyendo—una determinada sociedad cotizada en la cartera de los fondos de inversión (Recuadro 6).

Las recomendaciones de los analistas de bolsa

Recuadro 6

La fuente de los datos empleada para evaluar las recomendaciones de los analistas de bolsa es I/B/E/S (Institutional Brokers Estimates System), que incluye las recomendaciones de analistas en bancos de inversión sobre todo extranjeros, aunque también alguno español. Los datos aquí presentados reflejan el total de esas recomendaciones. Para cada año se tuvo en cuenta la primera y la última recomendación formulada por cada banco de inversión. Aunque cada banco de inversión emplea su propia clasificación, las categorías uniformes empleadas en la base de datos I/B/E/S son “strong buy,” “buy,” “hold,” “underperform,” y “sell.” Además, se ha calculado la recomendación media empleando una escala de 1 (“strong buy”) a 5 (“sell”), que también aparece recogida en I/B/E/S.

Es importante tener en cuenta que a partir de abril de 2003 un nuevo marco regulador en Estados Unidos dirigido a evitar conflictos de interés y escándalos financieros obligó a los analistas de bolsa a proporcionar más información sobre sus recomendaciones y otros aspectos de su actividad. El efecto ha sido el de reducir el número de recomendaciones positivas en relación a las negativas. Por tanto, los datos después de la entrada en vigor de este nuevo marco regulador no son estrictamente comparables con los datos anteriores a esa fecha.

Mientras que en el caso de las tasas de retorno para el accionista el año 2007 supuso una ruptura de varias de las tendencias de los ejercicios anteriores, las recomendaciones de los bancos de inversión han mantenido por lo general la misma tónica en cuanto a grado de cobertura y calidad de las recomendaciones, incluso

con una leve mejoría con respecto a 2006. El Cuadro 11 recoge las recomendaciones emitidas entre 1995 y 2007 sobre las empresas que en cada uno de esos años pertenecían al IBEX-35. Se observa que, si bien se producen ligeras fluctuaciones, a lo largo de los años ha crecido el número de bancos de inversión que reali-

zan un seguimiento y emiten recomendaciones sobre empresas españolas, lo que sin duda es un reflejo más de la creciente importancia y proyección internacional de nuestras empresas. Mientras que en 1995 solamente fueron 340 las recomendaciones emitidas sobre las distintas empresas del IBEX-35, en 2007 la cifra había aumentado hasta 586 desde las 572 del año anterior, si bien el máximo se produjo en 2004 con 647 recomendaciones. El Cuadro A6 refleja el número de recomendaciones recibidas por cada empresa española cotizada durante 2007. Telefónica con 40 ocupa el primer puesto, seguida de BBVA y Repsol con 35 cada una, Santander Central Hispano con 32, e Iberdrola con 30, lo que no resulta sorprendente dado que son las empresas de mayor capitalización bursátil las que suelen acaparar la mayor atención por parte de los analistas.

Lo más sobresaliente del año 2007 ha sido que las recomendaciones de los bancos de inversión sobre las empresas cotizadas españolas han mejorado perceptiblemente, pese al cambio de ciclo económico y a que los rendimientos para el accionista cayeron sensiblemente, lo que significa que los analistas estiman que las sociedades cotizadas españolas son una buena inversión de cara al futuro. Un 18,6 por ciento de las últimas recomendaciones emitidas en 2007 para cada empresa fueron “strong buy”, comparado con un 17,3 en 2006, y un 26,3 por ciento fueron “buy”, comparado con un 18,7 en 2006. El principal cambio entre 2006 y 2007 tuvo que ver con la caída de las recomendaciones negativas, es decir, “underperform” y “sell” (Cuadro 11).

Conviene poner en contexto temporal esta mejora de las recomendaciones. Hay que recordar que los bancos de inversión reaccionan a la coyuntura macroeconómica, financiera o competitiva variando sustancialmente sus recomendaciones, tal y como se puede constatar en el Cuadro 11. El período 1996-1998 supuso un deterioro progresivo de las recomendaciones relativas a las empresas españolas, que sin embargo mejoraron entre

1999 y 2001, lo que puede atribuirse a la buena marcha en general de la economía española tras haber aprobado el examen de entrada en la Unión Monetaria. El año 2002 supuso un empeoramiento de las recomendaciones a causa de la crisis argentina y sus repercusiones en el resto de América Latina, región en la que más de la mitad de las empresas del IBEX-35 tenían inversiones importantes. A partir de 2003 las recomendaciones mejoraron ligeramente, pero sin alcanzar los niveles de finales de los años noventa, lo que puede deberse a los cambios reguladores de la actividad de los analistas de bolsa tras los escándalos financieros en Estados Unidos (Recuadro 6). La ligera mejora de las recomendaciones durante 2007, por tanto, es una tendencia muy favorable puesto que, en un año repleto de dificultades económicas y financieras, los bancos de inversión evalúan positivamente las perspectivas futuras de las empresas españolas.

Al igual que en el caso de los retornos para el accionista, conviene poner las recomendaciones de los bancos de inversión en el contexto del sector de actividad en el que opera la empresa. El Cuadro 12 presenta el ranking de las 10 empresas cotizadas españolas con las mejores recomendaciones de analistas de bolsa durante 2007, estandarizando las mismas según el sector de actividad de la empresa en la Eurozona (la lista completa aparece en el Cuadro A6). La lógica es la misma que la del Cuadro 10, es decir, un potencial inversor querrá comparar las recomendaciones obtenidas por una empresa española con las obtenidas por las empresas de su mismo sector dentro de la misma zona monetaria. El Cuadro 12 también presenta las recomendaciones estandarizadas empleando datos de todas las empresas de cada sector en el mundo. Dado que la base de datos I/B/E/S da una puntuación de 1 a la mejor recomendación (“strong buy”) y de 5 a la peor (“sell”), las empresas mejor recomendadas son aquellas con una puntuación estandarizada menor y, por supuesto, negativa, pues estará por debajo de la media.

Recomendaciones de los analistas de bolsa
sobre las empresas del IBEX-35, 1995-2007

Cuadro 11

Fuente: I/B/E/S (Institutional Brokers Estimates System) a través de Wharton Research Data Services

(porcentajes verticales)

Recomendación	1995		1996		1997		1998		1999	
	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última
"Strong buy"	30,6	32,6	26,3	26,8	24,7	21,8	22,4	18,2	23,7	27,0
"Buy"	16,5	16,2	17,9	17,9	24,1	26,5	27,6	29,5	32,1	33,0
"Hold"	37,6	37,1	38,9	35,5	36,0	37,5	34,1	36,9	31,4	28,8
"Underperform"	7,4	7,6	7,4	9,5	9,0	8,1	10,8	9,7	9,5	8,8
"Sell"	7,9	6,5	9,5	10,3	6,1	6,1	5,1	5,7	3,3	2,4
Total IBEX-35	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número	340	340	380	380	344	344	352	352	452	452

Recomendación	2000		2001		2002		2003		2004	
	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última
"Strong buy"	22,6	23,4	18,9	20,4	16,3	17,1	14,9	17,8	15,3	16,7
"Buy"	39,7	38,3	34,5	32,6	34,4	29,9	30,8	23,5	27,4	24,1
"Hold"	28,6	29,2	33,0	34,2	34,4	36,1	34,5	39,3	32,8	34,6
"Underperform"	7,7	7,4	12,2	11,3	11,9	13,9	13,7	14,1	17,8	19,0
"Sell"	1,4	1,7	1,5	1,5	3,0	3,0	6,0	5,3	6,7	5,6
Total IBEX-35	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número	416	418	476	476	596	596	562	562	646	647

Recomendación	2005		2006		2007		TOTAL (1995-2007)
	Primera	Última	Primera	Última	Primera	Última	
"Strong buy"	14,1	16,3	17,7	17,3	16,6	18,6	21,6
"Buy"	26,2	21,5	26,4	18,7	23,9	26,3	26,7
"Hold"	32,3	32,0	33,2	35,0	33,6	32,8	34,6
"Underperform"	18,2	23,3	15,2	20,3	19,3	17,1	12,6
"Sell"	9,2	6,9	7,5	8,7	6,7	5,3	5,8
Total IBEX-35	100	100	100	100	100	100	100
Número	595	596	572	572	586	586	13.385

NOTA: Los datos anteriores a abril de 2003 no son comparables con los datos posteriores a esa fecha por motivo del cambio regulador en Estados Unidos dirigido a evitar los conflictos de interés entre bancos de inversión e intermediarios financieros.

Las cifras fueron calculadas teniendo en cuenta las empresas incluidas en el IBEX-35 en cada año.

Ranking de las 10 empresas españolas con una mejor recomendación media por parte de los analistas de bolsa durante 2007, relativa a las empresas del sector en la Eurozona

Cuadro 12

Fuente: I/B/E/S (Institutional Brokers Estimates System) a través de Wharton Research Data Services

La recomendación media de 1 es la mejor, y la de 5 la peor.

Empresa	Número de Recomendaciones			Recomendación Media		
	Absoluto	Estandariz. Eurozona	Estandariz. Mundo	Absoluto	Estandariz. Eurozona	Estandariz. Mundo
<i>Nicolás Correa</i>	1	-1,03	-0,80	1,00	-1,57	-1,42
<i>Grupo Catalana Occidente</i>	6	-0,87	-0,49	1,50	-1,50	-1,16
<i>ArcelorMittal</i>	1	-0,73	-0,71	1,00	-1,44	-1,28
<i>La Seda de Barcelona</i>	7	-0,47	0,05	1,43	-1,41	-0,90
<i>Unipapel</i>	2	-0,89	-0,60	1,00	-1,32	-1,31
<i>Pescanova</i>	5	-0,21	-0,02	1,20	-1,25	-1,28
<i>Prisa</i>	17	1,08	1,58	1,53	-1,07	-0,98
<i>Service Point</i>	3	-0,54	-0,45	1,33	-1,01	-1,03
<i>Almirall</i>	10	0,32	0,65	1,60	-1,01	-0,75
<i>Banco Santander</i>	32	1,58	2,63	1,72	-0,98	-0,88

NOTA: La recomendación media se calculó dando estos valores: "strong buy"=1, "buy"=2, "hold"=3, "underperform"=4, y "sell"=5. El coeficiente de correlación de Pearson entre la recomendación media estandarizada en la Eurozona y la recomendación media estandarizada en el mundo es del 97,0 por ciento.

Las empresas con una mejor recomendación media estandarizada por sector en la Eurozona durante 2007 fueron Nicolás Correa, Grupo Catalana Occidente, ArcelorMittal, La Seda de Barcelona, Unipapel, Pescanova, Prisa, Service Point, Almirall y Banco Santander. Estas empresas también obtuvieron recomendaciones sobresalientes comparadas con las empresas de su sector en el mundo. Un aspecto interesante es que los bancos de inversión no consideran que las empresas espa-

ñolas deban recibir recomendaciones peores que sus contrapartes en economías emergentes, aunque como apuntamos anteriormente las tasas de retorno para el accionista no son tan elevadas. En sus evaluaciones de las empresas cotizadas españolas, los bancos de inversión han reaccionado con prudencia, moderación y optimismo ante el cambio de coyuntura económica y financiera.

La creciente presencia de las empresas españolas en la prensa financiera internacional

2.3

El año 2007 se caracterizó por una creciente visibilidad y mejora de la imagen de la empresa española en la prensa financiera internacional, continuándose así la tendencia de los últimos años. La cantidad y calidad de la cobertura mediática son ambas variables de gran trascendencia puesto que los inversores, analistas, directivos y políticos de todo el mundo emplean publicaciones tales como *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Wall Street Journal Europe* y *The Economist* para obtener información y perspectivas sobre la evolución de la economía y las empresas. Las élites financieras, económicas y políticas internacionales leen estos medios y toman decisiones sobre la base de la información publicada en ellos. En otras palabras, la prensa financiera internacional contribuye a crear imagen e induce corrientes de opinión. En el **Recuadro 7** se describe la metodología empleada para medir la presencia de las empresas españolas en los cuatro medios impresos más importantes.

El **Gráfico 3** refleja el número de menciones a empresas españolas desde 1995. Se puede apreciar que la cobertura de la empresa española ha aumentado desde menos de 1.000 menciones al año con anterioridad a 1995 hasta una media en torno a las 2.000 menciones en los diez años entre 1997 y 2007. Se han producido tres máximos absolutos importantes durante la última década, en 1997, 2000 y 2006, cada uno de ellos asociado con ciertas operaciones importantes de algunas de las mayores empresas multinacionales españolas, asunto que analizamos en detalle más adelante. En el año 2007 se ha registrado el máximo histórico de cobertura mediática relativa, un 3,2 por ciento (exactamente 3.180 por cada 100.000 artículos publicados en los cuatro medios impresos). Para poner en perspectiva estas cifras, el PIB español representa algo menos del

2 por ciento de la economía global, lo que significa que las empresas españolas reciben una atención mediática de un 80 por ciento superior al peso de la economía española en el mundo.

El **Cuadro 13** muestra el ranking de las 25 empresas españolas que han sido mencionadas con mayor frecuencia entre 1995 y 2007. Como sería predecible, Telefónica, Santander, BBVA, Endesa y Repsol-YPF encabezan la clasificación en términos de cobertura mediática internacional durante este periodo. En 2006, sin embargo, Ferrovial y Gas Natural habían relegado a BBVA y Repsol-YPF a puestos inferiores.

En general, la atención mediática se centra en las empresas de mayor tamaño y de sectores más estratégicos, haciéndose reflejo bien de sus operaciones internacionales o de los movimientos ofensivos y defensivos en el caso de OPAs. El **Gráfico 4** muestra la evolución de la visibilidad en la prensa internacional de Telefónica, Santander, BBVA, Endesa y Repsol-YPF a lo largo del tiempo. Al principio del período reciente de expansión internacional, en 1997, Endesa, Santander y Telefónica recibieron una cobertura especial debido a sus operaciones en América Latina. En el año 2000 despuntaron Telefónica y BBVA, la primera en el contexto del auge mundial de las empresas de telecomunicaciones y la segunda por sus inversiones en América Latina. Finalmente, en 2004 el Santander fue la empresa española más mencionada a raíz de su pionera adquisición del Abbey National Bank en el Reino Unido, la primera gran consolidación transfronteriza en la banca europea, que además sirvió para mostrar el camino a otras empresas como Telefónica, Ferrovial e Iberdrola, que en años posteriores adquirieron O2, BAA y Scottish Power, respectivamente.

Metodología para la búsqueda de menciones de empresas en la prensa financiera internacional

Recuadro 7

Las menciones a empresas españolas en la prensa financiera internacional se han calculado siguiendo una metodología en tres pasos. En el primero se creó una lista de las casi 200 empresas que a priori pudieran aparecer al menos una vez en *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Wall Street Journal Europe* y *The Economist* entre 1995 y 2007. El segundo consistió en realizar búsquedas sistemáticas en estos cuatro medios impresos de artículos que mencionasen a alguna de las empresas, empleando la base de datos Factiva (Dow Jones). Por último, se llevó a cabo un rastreo sistemático de los resultados para comprobar la exactitud de los mismos. En caso de que una misma empresa apareciera mencionada más de una vez en un artículo, se contabilizó como una mención solamente.

La información contenida en el Cuadro 13, al igual que el Gráfico 4, permite explicar el pico de cobertura de 1997 (Gráfico 3), que se debió primordialmente a la atención que suscitaron las operaciones internacionales de Telefónica, Santander y Endesa, sobre todo en América Latina. El pico del año 2000 se produjo en plena burbuja tecnológica, año en el que Telefónica recibió 1.114 menciones. El BBVA también acaparó la atención ese año en parte por la fusión BBV-Argentaria anunciada a finales del año anterior y en parte por su expansión en América Latina.

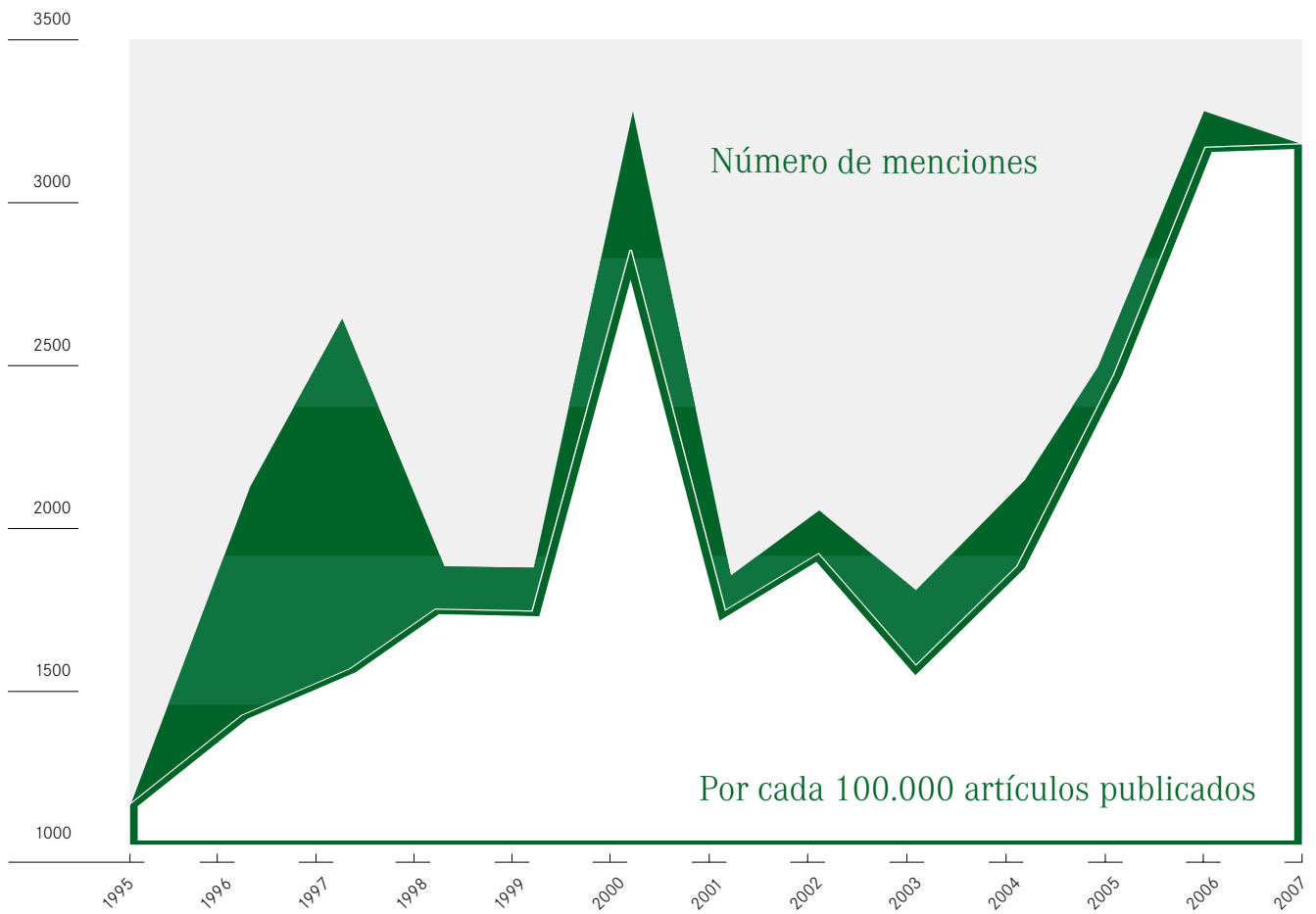
Durante 2007 se han producido varios cambios importantes en la cobertura de las distintas empresas. Santander, Iberia, Altadis, Acciona y Sacyr Vallehermoso han visto sus números de menciones aumentar considerablemente (Cuadro 13). En el caso del Santander

tuvo que ver con la audaz operación de compra del banco holandés ABN-Amro, en colaboración con Royal Bank of Scotland y Fortis. Iberia y Altadis fueron objeto de rumores de fusión con otros grupos, mientras que Acciona y Sacyr Vallehermoso se involucraron en movimientos corporativos en el sector energético. Se observa también que la prensa financiera internacional dedicó en 2007 menos atención a empresas como BBVA, Endesa, Repsol-YPF, Gas Natural, Ferrovial y Abertis que en 2006, año en el que habían participado en adquisiciones u otros movimientos corporativos importantes ya sea como compradores o como objetivo de compra. El año 2007 confirma por tanto que la atención de la prensa financiera internacional hacia las empresas españolas se debe fundamentalmente a su expansión internacional y a los movimientos corporativos de fusión.

Gráfico 3

Número de menciones de empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, 1995-2007

Fuente: Factiva

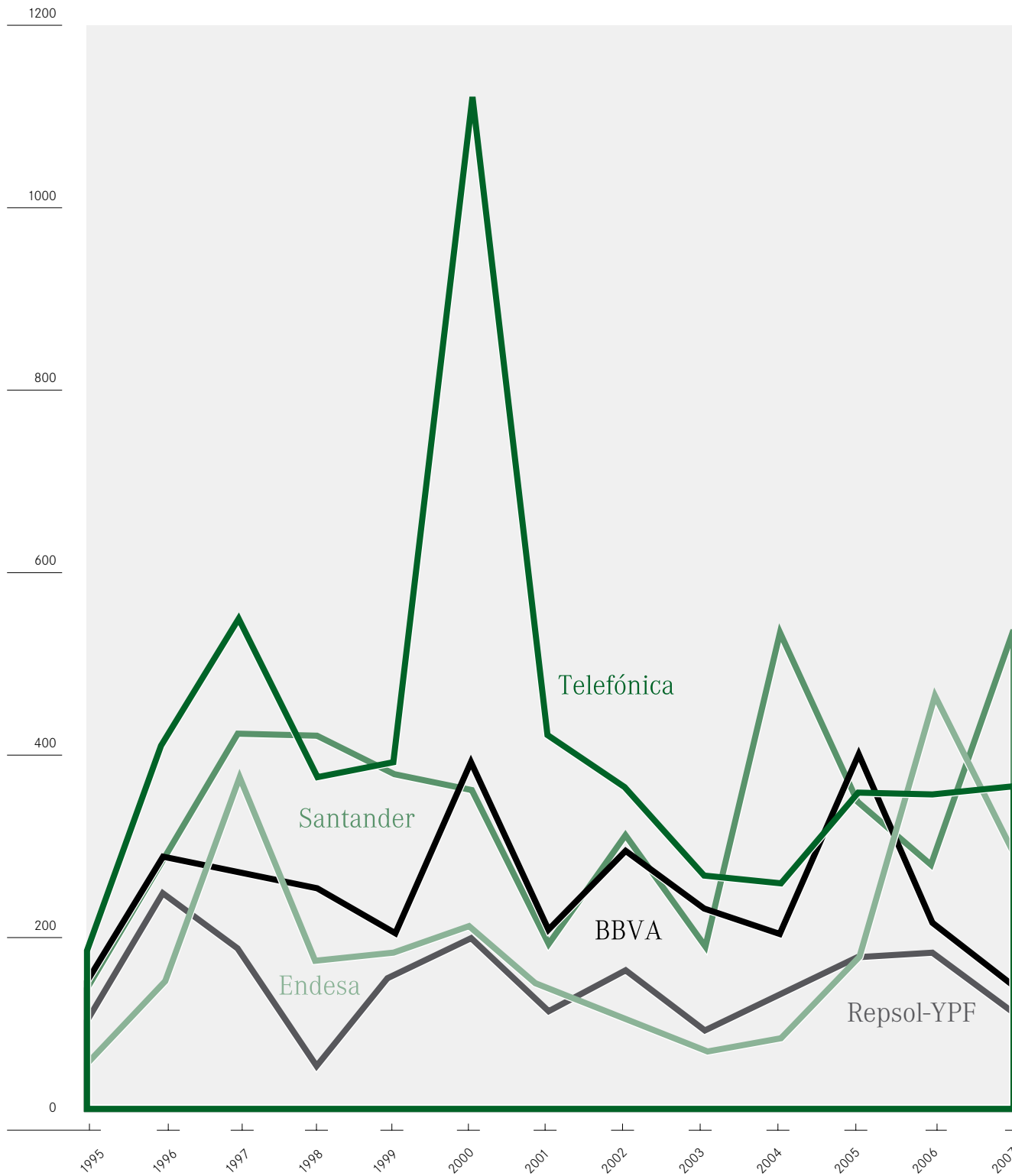


Nota: Los medios incluidos en el análisis son *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Wall Street Journal Europe* y *The Economist*. La correlación entre las dos series de datos es del 0,89.

Las 5 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2007

Gráfico 4

Fuente: Factiva



Nota: Los medios incluidos en el análisis son *Financial Times*, *Wall Street Journal*, *Wall Street Journal Europe* y *The Economist*.

Cuadro 13

Ranking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2007

Fuente: Factiva

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>Telefónica</i>	177	400	538	362	382	1114	413
<i>Santander Central Hispano</i> ^b	136	264	414	405	378	347	191
<i>BBVA</i> ^c	142	288	273	242	201	389	207
<i>ENDESA</i>	64	148	381	175	182	207	147
<i>Repsol</i>	106	251	185	65	160	193	124
<i>Iberia</i>	94	117	131	83	90	67	125
<i>Iberdrola</i>	23	43	45	56	33	145	110
<i>Gas Natural</i>	14	45	31	19	14	54	14
<i>Ferrovial</i>	2	4	1	6	15	11	8
<i>Inditex</i>	3	0	14	7	14	17	54
<i>La Caixa</i>	29	55	70	48	47	70	9
<i>Unión Fenosa</i>	7	21	35	34	23	94	46
<i>Banco Español de Crédito</i>	78	48	62	34	21	8	1
<i>Altadis</i> ^d	0	0	0	0	12	39	10
<i>Real Madrid</i>	50	41	56	41	20	15	21
<i>Telefónica Móviles</i>	0	0	6	1	3	101	81
<i>Banco Popular Español</i>	9	30	43	30	27	41	12
<i>Acciona</i>	0	0	0	8	7	9	7
<i>Caja de Ahorros de Madrid</i>	2	3	14	19	25	19	12
<i>Abertis Infraestructuras</i>	0	0	0	0	0	0	0
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	0	0	0	0	0	0	3
<i>PRISA</i>	2	16	36	9	16	24	8
<i>FCC</i>	3	9	8	22	8	8	16
<i>Sol Meliá</i>	5	27	40	19	18	25	8
<i>Sogecable</i>	0	18	20	4	10	25	2
<i>TOTAL de empresas españolas</i>	1.109	2.054	2.666	1.889	1.865	3.304	1.841
<i>TOTAL por cada 100.000</i> ^e	1.132	1.388	1.516	1.720	1.710	2.856	1.712

(continuación)

Cuadro 13

Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Absoluto 1995-2007	Relativo ^a 1995-2007
<i>Telefónica</i>	360	262	256	343	346	360	5.313	5.992
<i>Santander Central Hispano</i> ^b	295	186	520	349	261	532	4.278	1.297
<i>BBVA</i> ^c	291	227	195	399	202	139	3.195	969
<i>ENDESA</i>	112	84	92	174	482	298	2.546	7.352
<i>Repsol</i>	162	99	130	172	181	117	1.945	1.338
<i>Iberia</i>	77	65	118	81	58	92	1.198	3.545
<i>Iberdrola</i>	48	83	32	58	158	68	902	2.605
<i>Gas Natural</i>	37	69	34	120	237	113	801	551
<i>Ferrovial</i>	7	31	40	24	380	155	684	954
<i>Inditex</i>	39	60	73	110	92	116	599	2.182
<i>La Caixa</i>	25	32	36	39	40	45	545	165
<i>Unión Fenosa</i>	63	36	16	56	55	28	514	1.484
<i>Banco Español de Crédito</i>	53	27	55	24	30	29	470	142
<i>Altadis</i> ^d	24	50	30	47	40	186	438	2.182
<i>Real Madrid</i>	35	55	32	28	21	9	424	1.387
<i>Telefónica Móviles</i>	57	45	45	34	21	3	397	448
<i>Banco Popular Español</i>	45	30	31	22	10	19	349	106
<i>Acciona</i>	2	12	10	18	72	183	328	457
<i>Caja de Ahorros de Madrid</i>	12	21	29	26	21	59	262	79
<i>Abertis Infraestructuras</i>	0	1	17	28	144	58	248	7.916
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	4	12	6	21	52	98	196	273
<i>PRISA</i>	22	5	6	22	8	8	182	205
<i>FCC</i>	12	12	12	9	23	34	176	245
<i>Sol Meliá</i>	5	7	9	3	1	3	170	212
<i>Sogecable</i>	27	23	10	17	3	9	168	189
TOTAL de empres. españolas	2.044	1.801	2.091	2.552	3.304	3.161	29.681	
TOTAL por cada 100.000 ^e	1.890	1.536	1.837	2.406	3.167	3.590	1.962	

NOTA: Los medios incluidos en el análisis son Financial Times, Wall Street Journal, Wall Street Journal Europe y The Economist.

^a Por cada 100.000 artículos publicados sobre el sector en el que opera la empresa.

^b Antes de la fusión entre Santander y Central Hispano en 1999 se han sumado las menciones a las dos entidades.

^c Se incluyen las menciones a Argentaria, BBV y BBVA.

^d Se incluyen solamente las menciones a Altadis, sin incluir las referidas a Tabacalera.

^e Por cada 100.000 artículos publicados en los cuatro medios considerados.

Cuadro 14 Ranking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional en 2007, según el medio^a

Fuente: Factiva

Empresa	TOTAL	FT	WSJ	WSJE	The Economist
<i>Santander Central Hispano</i>	532	361	104	50	17
<i>Telefónica</i>	360	227	69	53	12
<i>Endesa</i>	298	174	60	52	12
<i>Altadis</i>	186	139	28	14	5
<i>Acciona</i>	183	103	39	34	7
<i>Ferrovial</i>	155	121	16	10	8
<i>BBVA</i>	139	77	40	15	7
<i>Repsol-YPF</i>	117	82	24	8	3
<i>Inditex</i>	116	49	42	22	3
<i>Gas Natural</i>	113	71	22	15	5
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	98	78	9	9	2
<i>Iberia</i>	92	62	15	12	3
<i>Iberdrola</i>	68	105	22	18	3
<i>Caja de Ahorros de Madrid</i>	59	35	14	7	3
<i>Abertis</i>	58	41	6	6	5
<i>La Caixa</i>	45	27	7	9	2
<i>Metrovacesa</i>	38	29	4	2	3
<i>FCC</i>	34	27	6	1	0
<i>ACS</i>	31	22	3	5	1
<i>Banco Español de Crédito</i>	29	10	11	7	1
<i>Unión Fenosa</i>	28	25	2	1	0
<i>Gamesa</i>	23	17	4	1	1
<i>Aguas de Barcelona</i>	20	15	2	3	0
<i>Banco Popular Español</i>	19	9	7	3	0
<i>Bankinter</i>	19	10	3	6	0
<i>TOTAL de empresas españolas</i>	3.161	2.099	624	403	113
<i>TOTAL por cada 100.000 ^a</i>	3.590	3.396	2.089	11.846	2.616

NOTA: FT (Financial Times), WSJ (Wall Street Journal), WSJE (Wall Street Journal Europe)

^a Por cada 100.000 artículos publicados sobre el sector en el que opera la empresa.

El periodo 1995-2007 también ha servido para corroborar que el Real Madrid es una de las entidades españolas con mayor proyección en la prensa financiera internacional, ocupando el puesto 15, con 424 menciones. Se trata sin duda de una de las marcas españolas con mayor visibilidad internacional (el Fútbol Club Barcelona recibió solamente 66 menciones).

La última columna del Cuadro 13 presenta el número de menciones en relación al número de artículos publicados en el conjunto de los cuatro medios impresos sobre el sector concreto de cada empresa entre 1995 y 2007. Empleando este indicador, se observa que Abertis fue la empresa española citada con mayor frecuencia relativa a su sector, seguida muy de cerca por Endesa. Abertis opera en un sector (infraestructuras de transporte) que recibe menos atención en los medios financieros impresos que la banca o el petróleo, motivo por el que Santander, BBVA o Repsol tienen un número de menciones relativo a su sector mucho más reducido.

Los cuatro medios impresos analizados han prestado una atención desigual a las empresas españolas durante 2007 (Cuadro 14). Se puede observar que el Santander fue la empresa que atrajo mayor atención en conjunto, aunque no en el *Wall Street Journal Europe*, donde fue superada por Telefónica y Endesa, pese a la histórica adquisición de ABN-Amro. Este medio es el que presta mayor atención en términos relativos a la em-

presa española, con 11.846 artículos por cada 100.000 publicados, seguido muy de lejos por *Financial Times* y *The Economist*. No resulta sorprendente que la edición principal del *Wall Street Journal*, publicada en Estados Unidos, sea la que realice una menor cobertura de las empresas españolas.

El año 2007 supone también la continuación de otras tendencias temporales según el medio impreso. En el Gráfico 5 se puede apreciar que el *Financial Times* supone más de la mitad de las menciones a empresas españolas en el conjunto de los cuatro medios. Resulta llamativo observar que desde 2002 el *Wall Street Journal* menciona con mayor frecuencia absoluta a empresas españolas que la edición europea del mismo medio, aunque justo lo contrario es cierto en términos relativos. Los altibajos de 1997, 2000 y 2003 se debieron fundamentalmente a la cobertura del *Financial Times* y, en menor medida, del *Wall Street Journal Europe*. Los otros dos medios considerados para el cálculo siguieron una pauta de cobertura más sostenida durante el tiempo.

El año 2007 supone por tanto otro más en la creciente presencia de la empresa española en la prensa financiera internacional. La imagen de la empresa española en el exterior, pese a no ser todavía ideal, sigue mejorando, lo que no debiera resultar extraño dados sus buenos resultados y su creciente presencia en la economía global (Recuadro 8).

Las empresas españolas en el Ranking Fortune Global 500

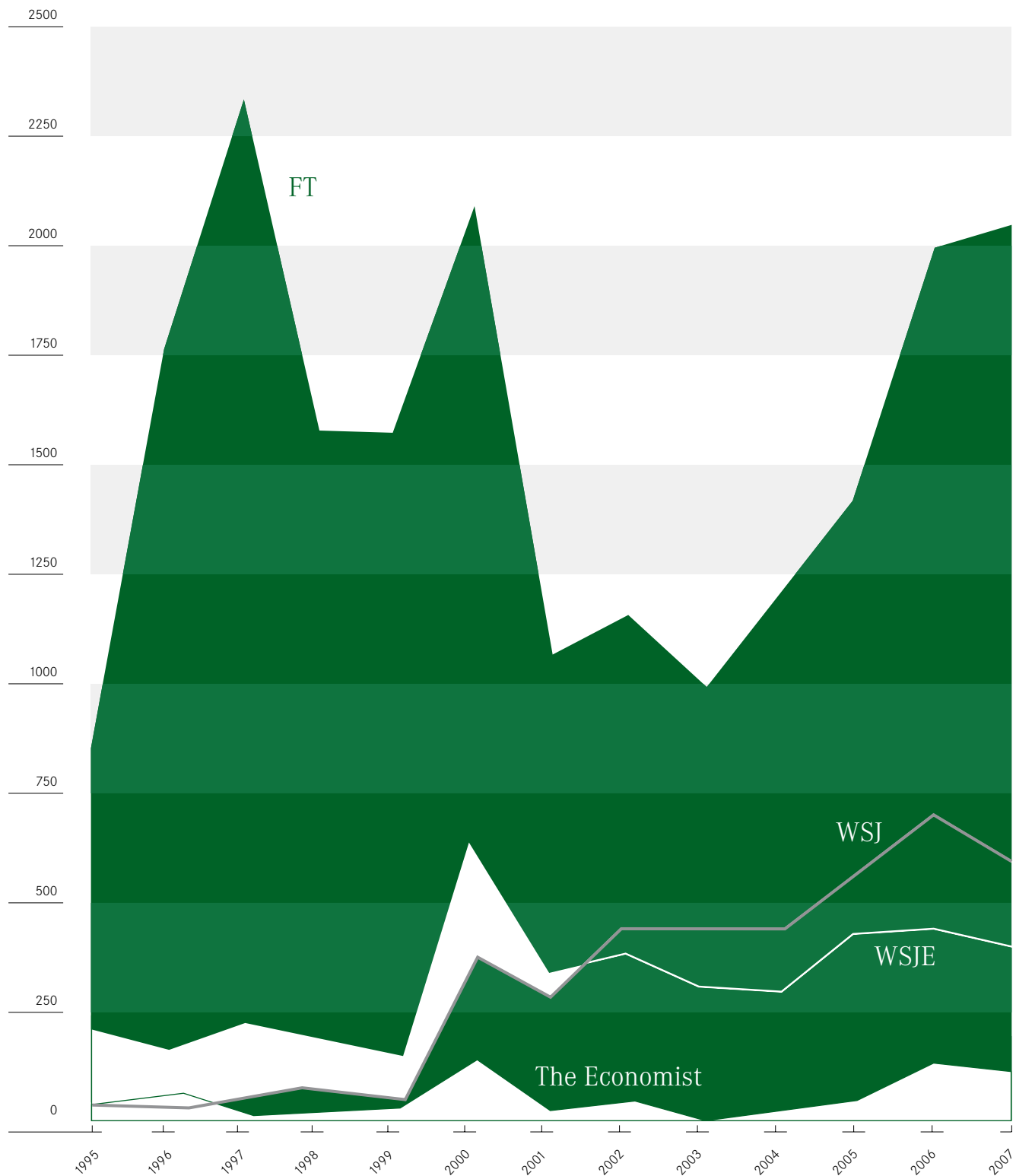
Recuadro 8

En el último ranking de la revista *Fortune* aparecen once empresas españolas que por su facturación durante el año 2007 se encuentran entre las 500 mayores del mundo: Santander (en el puesto 58), Telefónica (76), Repsol-YPF (92), BBVA (134), Endesa (258), ACS (270), Cepsa (313), Iberdrola (339), Grupo Ferrovial (424), FCC (440) y Mapfre (463). Las que más posiciones han escalado entre 2006 y 2007 son Santander (del 75 al 58), BBVA (del 163 al 134) y ACS (del 413 al 270). Iberdrola ha regresado al ranking gracias a la adquisición de ScottishPower y a su crecimiento orgánico, mientras que FCC y Mapfre se estrenan por primera vez. Altadis ha desaparecido del ranking tras ser adquirida por Imperial Tobacco. Cinco de las empresas se encuentran entre las diez mayores del mundo en facturación dentro de su respectivo sector de actividad: entre ellas, ACS (3), Telefónica (5), y Grupo Ferrovial (9). Santander es uno de los cinco mayores bancos del mundo por capitalización bursátil, aunque solamente el número 15 por facturación. España es el undécimo país del mundo con mayor número de empresas en el ranking, por detrás de Estados Unidos, Japón, Francia, Alemania, Reino Unido, China, Corea del Sur, Canadá, Suiza y Holanda, habiendo superado a Italia en este último año. Hay que destacar que no hay ninguna empresa manufacturera española en el ranking salvo Repsol-YPF y Cepsa.

Número de menciones a empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional según el medio, 1995-2007

Gráfico 5

Fuente: Factiva



Conclusión

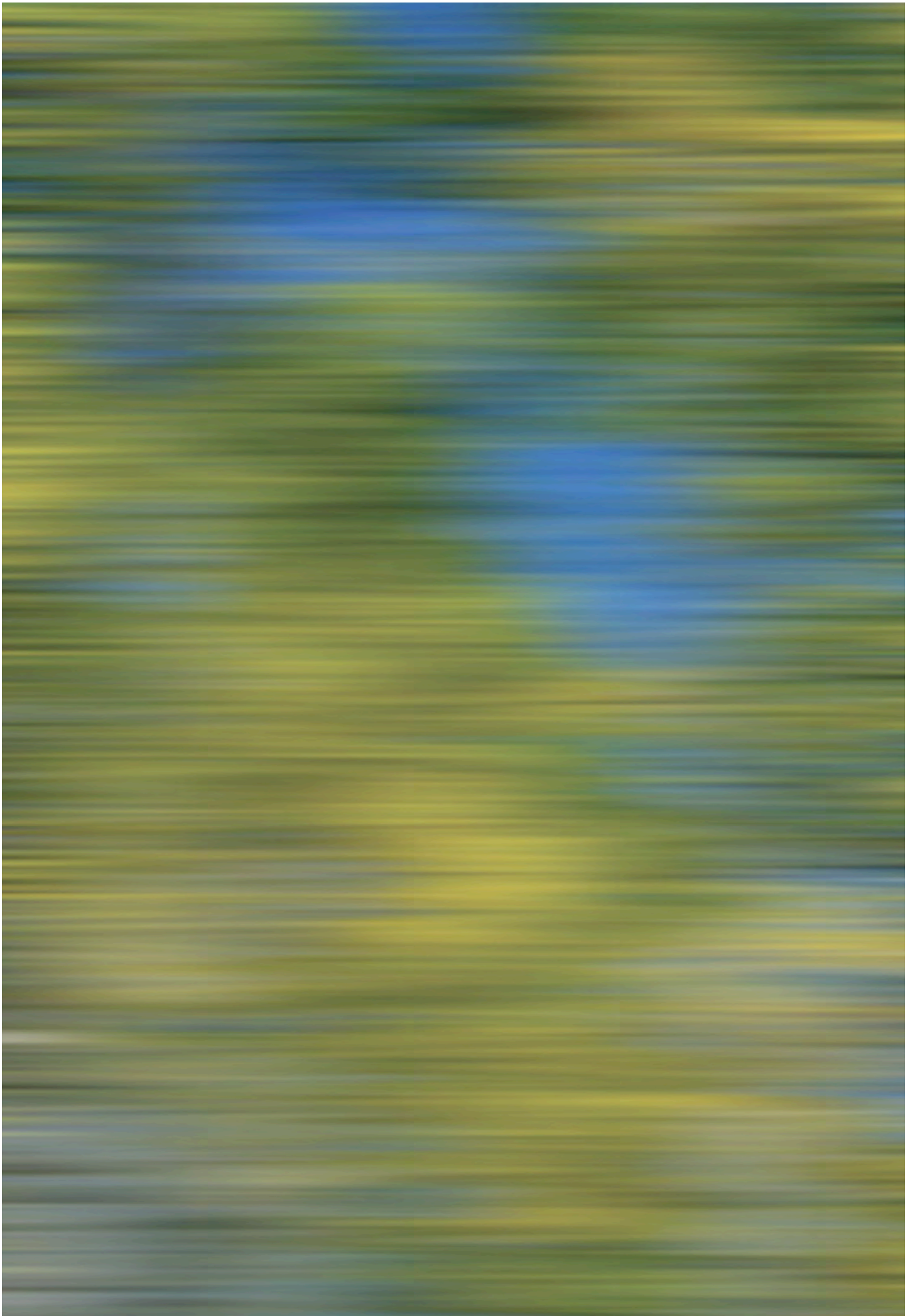
2.4

El año 2007 pasará a la historia por el cambio de ciclo económico y financiero. La nueva coyuntura se ha traducido en una caída de las tasas de retorno para los accionistas de las empresas españolas, si bien con unas pautas sectoriales muy marcadas. Las empresas en los sectores más cíclicos han experimentado un descenso acusado, mientras que numerosas empresas intensivas en tecnología o en conocimiento continúan ofreciendo tasas de retorno muy atractivas para el inversor. Hay por tanto motivos para el optimismo, dado que el empeoramiento se ha concentrado en unos sectores, mientras que otros continúan ofreciendo resultados favorables. Conviene recordar, sin embargo, que las tasas de retorno han sido más elevadas si se comparan las empresas españolas con las de la Eurozona que si se cotejan con las provenientes de las economías emergentes, lo que pone de manifiesto una debilidad no solamente de las empresas españolas sino de las europeas en su conjunto.

Mientras que en términos de tasas de retorno para el accionista el año 2007 se antoja como una situación de nubes y claros, el sol continúa brillando sobre las empresas españolas en lo que concierne a las recomen-

ciones de los bancos de inversión y la presencia en la prensa financiera internacional. En ambos casos, el año 2007 supone una continuación de las tendencias levemente alcistas del último quinquenio, lo que representa un alabonazo importante de cara al futuro, máxime en un ejercicio teñido por los acontecimientos negativos y la incertidumbre en el escenario económico y financiero mundial.

Un último aspecto alentador se refiere a que los datos presentados en este capítulo demuestran que las tendencias positivas no son atribuibles solamente a las actuaciones de las grandes empresas. Muchas otras de tamaño intermedio han obtenido rendimientos financieros y recomendaciones de bancos de inversión muy favorables, tanto en sectores manufactureros como de servicios. Además, el año 2007 ha confirmado el futuro prometedor de varias empresas intensivas en tecnología y conocimiento como Gamesa, Grífols, Service Point, Bolsas y Mercados Españoles o Indra. Estos datos y tendencias deben interpretarse como signos del dinamismo del tejido empresarial español, en el que existen numerosas empresas con la capacidad de sobreponerse a las dificultades que acechan a la economía global.



3

El año en cifras: las principales operaciones de 2007

El año 2007 ha visto la continuidad de fenómenos y tendencias ya registradas en 2006. Por un lado, ha sido un ejercicio colmado de importantes operaciones corporativas en el extranjero por parte de las compañías españolas. En posteriores epígrafes de este capítulo se explican brevemente cinco de las más destacadas de esas operaciones.

Fruto de ese dinamismo inversor, puede afirmarse que las empresas de nuestro país no sólo han incrementado su presencia en el exterior, sino que lo han hecho ampliando la diversificación geográfica de sus actividades. De este modo, 2007 ha marcado un nuevo récord en la cantidad de IED de España en el resto del mundo.

De otro lado, la creciente integración comercial y financiera de la economía española en los mercados mundiales, en combinación con su progresiva pérdida de competitividad, ha llevado las cifras del déficit exterior a nuevos máximos históricos, con un deterioro apreciable en las distintas partidas de la balanza por cuenta corriente.

3.1

La inversión extranjera directa en 2007

En 2007 los flujos de inversión extranjera total en participaciones en España se han incrementado ampliamente en términos brutos, un 163%, hasta 36.031 millones de euros. Se trata de la segunda cifra más alta desde 1993, después de los 38.404 millones que entraron en el año 2000. Aunque casi un 50% de esa cuantía corresponde a la importante compra de una empresa española cotizada del sector eléctrico, el año en general ha sido positivo para la inversión extranjera en España que se recupera de la baja cifra del año 2006, consiguiendo el mayor porcentaje de expansión histórico. En cifras netas los flujos se han multiplicado por un factor de 7,5.

Aproximadamente un 94% de esa inversión tuvo su origen en países de la Unión Europea (Gráfico 6), donde destaca el 62,9% procedente de Italia como consecuencia de la gran operación de compra de la empresa española del sector eléctrico (de hecho, hace un año sus inversiones en España apenas suponían el 1,6% del total de la inversión bruta e Italia no estaba entre los 10 primeros inversores de origen inmediato). Los Estados Unidos han perdido peso, pasando de 5,2 a 1,3%.

El sector primordial de destino es el de producción y distribución de energía eléctrica con una participación del 62,9%. Actividades inmobiliarias y servicios, intermediación financiera, construcción, otras manufacturas e industria química son los restantes sectores donde se ha recibido mayor volumen de inversión extranjera.

Por lo que se refiere a las inversiones españolas directas en participaciones en sociedades extranjeras, éstas han experimentado en 2007 una notable expansión, de un 44,2% sobre 2006, año que ya había mar-

cado un record histórico. La cifra de 90.995 millones de euros sobrepasa en más de 27.000 millones el pico absoluto del año 2006, en el que nuestro país se situó como tercer exportador de capital en inversiones directas del mundo después de EEUU y Francia. Aunque las desinversiones aumentan de 7.320 millones a 17.000 millones, la inversión neta se incrementa un 32,7%, alcanzando otro pico con la cifra de 74.000 millones.

Al igual que en el caso de la inversión extranjera en España existe una operación muy elevada de compra de una empresa extranjera en el sector financiero por parte de un banco español, que supone un 20% de la inversión bruta total y que coloca a nuestro país como líder en el mercado de las Fusiones y Adquisiciones a nivel mundial. Además, detrás de este comportamiento expansivo no sólo está la realización de grandes operaciones, sino el fenómeno de internacionalización de un número creciente de empresas españolas.

El destino más importante de nuestra inversión exterior fueron los Países Bajos, con un 28,6% del total, multiplicándose por diez los flujos de entradas en ese país respecto a 2006, básicamente por la adquisición del banco holandés ABN-AMRO. Le sigue el Reino Unido, con una participación del 23,9%. En su conjunto los países de la OCDE acapararon el 95,2% de la inversión bruta española y la UE-27 el 75,5% (Gráfico 6).

Correspondiendo a las dos operaciones de compra más cuantiosas del año, los principales sectores de destino son el de la banca y otros intermediarios (27,3%) y el sector de la producción y distribución de energía eléctrica (24,4%), a gran distancia de las telecomunicaciones, principal receptor de 2006.

Origen y Destino de la IED española (2007)

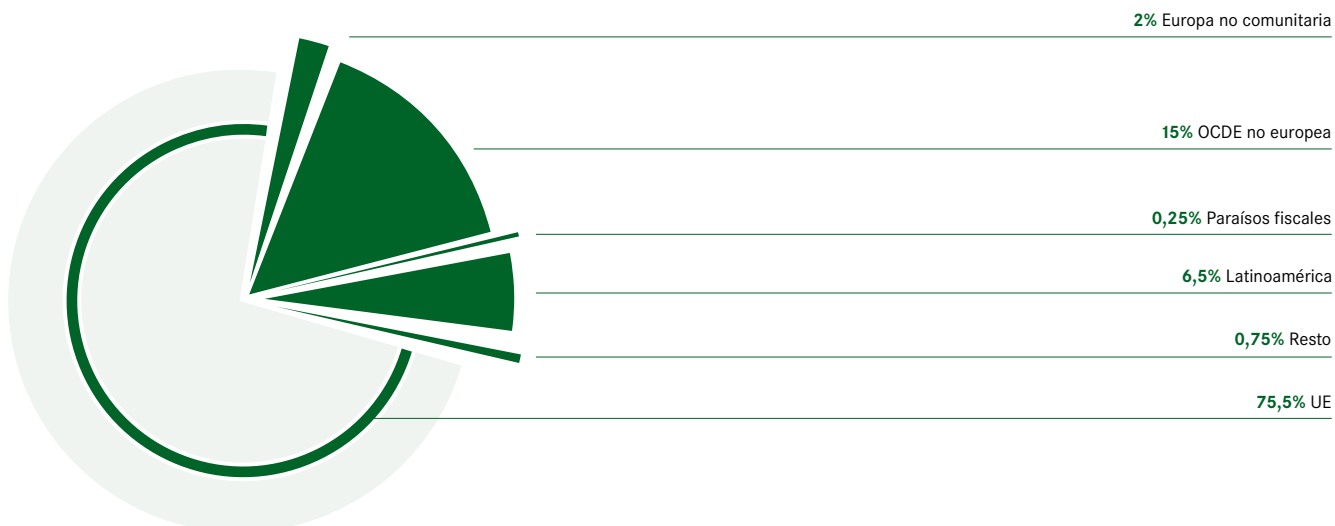
Gráfico 6

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio



Orígenes

Destinos



3.2

El comercio exterior en 2007

En 2007 continúan agravándose los desequilibrios de balanza de pagos en España. Así, y a pesar de la pérdida de dinamismo de la demanda interna y de la mejora de la aportación del sector exterior al crecimiento del PIB, la necesidad de financiación aumentó de nuevo, hasta alcanzar el 9,7% del PIB (frente al 8,3% de 2006), si bien el ritmo de ampliación ha sido menor que en años anteriores. De esta forma, el ahorro exterior continúa financiando la expansión de la formación bruta de capital, que ascendió al 31,1% del PIB en 2007, superando al ahorro nacional bruto (21,3% del PIB). Este incremento de la necesidad de financiación es fundamentalmente el reflejo del aumento del déficit por cuenta corriente, que alcanzó el 10,1% del PIB en 2007 (frente a 8,9% en 2006), y, en menor medida, de la reducción del superávit de la cuenta de capital en dos décimas del PIB, hasta el 0,4%.

Entre los componentes de la cuenta corriente que contribuyeron a este incremento del déficit hay que destacar la influencia del déficit presentado por la balanza de rentas y, en menor medida, de la rúbrica de turismo y viajes y del comercio de bienes.

El principal determinante de la ampliación del desequilibrio por cuenta corriente en 2007 fue el déficit de la sub-balanza de rentas, que aumentó su peso en el PIB en nueve décimas, hasta el 3%. El incremento se explica básicamente por el mayor endeudamiento de la economía española frente al exterior y, en menor medida, por la evolución del diferencial de rentabilidades de los activos financieros y pasivos de España frente al resto del mundo.

Por otro lado, el saldo positivo de la balanza de servicios, en términos nominales, se redujo en dos décimas de PIB, hasta el 2,1%. Esta disminución se debe fundamentalmente al descenso del superávit de la rúbrica de turismo y viajes, hasta el 2,6% del PIB, ya que el déficit de los servicios no turísticos mantuvo su peso en el PIB (-0,5%).

En 2007 el déficit comercial ascendió al 8,6% del PIB, una décima por encima del valor alcanzado el año anterior, registrando un aumento del 8%, muy inferior al de años anteriores (21,4% en 2006), en parte porque el crecimiento nominal de las exportaciones de mercancías (6,4% en el conjunto del año) se aproximó al de las importaciones (6,9%). En términos reales, si bien las

importaciones de bienes se ralentizaron, ante el menor dinamismo de la demanda interna y de la actividad industrial, y las exportaciones mostraron signos de una fortaleza relativa, las importaciones continuaron creciendo por encima de las exportaciones (un 6% frente al 4,7% de las exportaciones). Por su parte, las cuotas de exportación mostraron, en términos nominales cierta recuperación frente a la zona del euro y al resto del mundo. Sin embargo, en términos reales, las cuotas de exportación volvieron a disminuir frente a los países desarrollados, aunque a tasas más moderadas que en años anteriores. Al mismo tiempo, aumentó la penetración de las importaciones de bienes, reflejando, en parte, la elevada competencia vía precio que ejercen los productos procedentes de los países que se han incorporado recientemente al comercio internacional. Además, en lo que se refiere a los patrones de especialización sectorial y geográfica de nuestro comercio exterior, puede decirse que no ha habido cambios significativos (Cuadros 15 y 16).

Finalmente, el saldo de transferencias corrientes se mantuvo estabilizado en torno al 0,6% del PIB dada la favorable evolución de las transferencias netas con la UE, que prácticamente compensó el deterioro del saldo de las remesas de trabajadores y del resto de transferencias.

Por último, el superávit de la balanza de capital, que depende fundamentalmente de las transferencias de capital con la UE, retrocedió en dos décimas de PIB, hasta el 0,4% del PIB.

En el conjunto de 2007, la mayor parte de las entradas netas de capital se materializaron en inversión en cartera y, en menor medida, en otra inversión. Por el contrario, se produjeron salidas netas de fondos en forma de inversión extranjera directa y derivados financieros. Sin embargo, los resultados anuales no reflejan el cambio en las fuentes de financiación desde el pasado verano. La inestabilidad financiera en los mercados internacionales dificultó la obtención de financiación en los mercados mayoristas de deuda a largo y medio plazo, en especial, a través de la emisión de activos titulizados. Por ello, en la segunda parte del año las instituciones financieras españolas utilizaron la emisión de títulos a corto plazo y el recurso al mercado interbancario como canales alternativos para cubrir sus necesidades de liquidez.

Comercio exterior de mercancías, especialización por productos

Cuadro 15

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

Productos	2007	
	Exportaciones	Importaciones
(% sobre el total)		
<i>Alimentos</i>	13,69%	8,67%
<i>Productos energéticos</i>	4,63%	14,84%
<i>Materias primas</i>	2,02%	3,62%
<i>Semimanufacturas no químicas</i>	13,15%	9,56%
<i>Metales no ferrosos</i>	2,09%	1,90%
<i>Hierro y acero</i>	4,75%	4,02%
<i>Papel</i>	1,68%	1,41%
<i>Otras semimanufacturas</i>	4,63%	2,23%
<i>Productos químicos</i>	13,07%	11,68%
<i>Productos químicos orgánicos</i>	1,95%	2,41%
<i>Productos químicos inorgánicos</i>	0,36%	0,49%
<i>Plásticos</i>	3,87%	3,10%
<i>Medicamentos</i>	3,40%	2,93%
<i>Abonos</i>	0,17%	0,20%
<i>Colorantes y curtientes</i>	0,94%	0,50%
<i>Aceites esenciales y perfumados</i>	1,40%	0,88%
<i>Resto de productos químicos</i>	0,99%	1,16%
<i>Bienes de equipo</i>	21,55%	23,67%
<i>Maquinaria para la industria</i>	5,64%	6,59%
<i>Equipos de oficina y telecomunicaciones</i>	1,26%	5,96%
<i>Material transporte</i>	6,31%	3,65%
<i>Otros bienes de equipo</i>	8,34%	7,47%
<i>Sector automóvil</i>	18,23%	14,67%
<i>Automóviles y motos</i>	11,72%	8,03%
<i>Componentes del automóvil</i>	6,51%	6,64%
<i>Bienes de consumo duradero</i>	3,12%	3,17%
<i>Manufacturas de consumo</i>	8,55%	9,56%
<i>Textiles y confección</i>	4,45%	5,03%
<i>Calzado</i>	1,12%	0,66%
<i>Juguetes</i>	0,41%	0,79%
<i>Otras manufacturas de consumo</i>	2,58%	3,08%
<i>Otras mercancías</i>	1,98%	0,56%

Cuadro 16

Comercio exterior de mercancías, especialización geográfica

Fuente: Elaboración propia sobre datos del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

Regiones / Países	2007	
	Exportaciones	Importaciones
(% sobre el total)		
<i>UNIÓN EUROPEA</i>	70,06%	59,10%
<i>ZONA EURO</i>	56,71%	49,35%
<i>Francia</i>	18,62%	12,21%
<i>Alemania</i>	10,78%	15,16%
<i>Italia</i>	8,48%	8,67%
<i>Portugal</i>	8,63%	3,23%
<i>RESTO UE</i>	12,99%	9,61%
<i>Reino Unido</i>	7,54%	4,72%
<i>RESTO EUROPA</i>	4,46%	5,16%
<i>Rusia</i>	1,15%	2,81%
<i>AMÉRICA DEL NORTE</i>	4,58%	3,86%
<i>EEUU</i>	4,17%	3,54%
<i>AMÉRICA LATINA</i>	4,87%	4,62%
<i>México</i>	1,75%	1,02%
<i>Brasil</i>	0,72%	1,08%
<i>Argentina</i>	0,38%	0,69%
<i>RESTO DE AMÉRICA</i>	0,67%	0,61%
<i>ASIA</i>	6,25%	17,26%
<i>India</i>	0,41%	0,78%
<i>China</i>	1,14%	6,65%
<i>Japón</i>	0,73%	2,15%
<i>ÁFRICA</i>	4,51%	7,40%
<i>Marruecos</i>	1,79%	0,99%
<i>Argelia</i>	0,74%	1,57%
<i>OCEANÍA</i>	0,68%	0,44%
<i>Australia</i>	0,57%	0,29%
<i>TOTAL NO UE</i>	29,94%	40,90%
<i>TOTAL NO ZONA EURO</i>	43,55%	50,80%
<i>OCDE</i>	79,39%	70,45%
<i>NAFTA</i>	6,34%	4,88%
<i>MERCOSUR</i>	1,15%	1,84%
<i>OPEP</i>	2,89%	7,50%

Las principales operaciones empresariales de 2007

3.3

El año 2007, al igual que ocurriera en 2006 (Recuadro 9), resultó un ejercicio especialmente dinámico en términos de los movimientos corporativos en el resto del mundo por parte de las empresas españolas. Un tratamiento extenso y profundo de todos y cada uno de ellos es tarea muy compleja, que excede por completo los objetivos del presente anuario. De ahí que recojamos en las siguientes páginas aquellas cinco operaciones que, entre todas las perfeccionadas en 2007, los socios del Círculo de Empresarios han designado como las más relevantes de acuerdo con los siguientes criterios de evaluación:

- Apertura de nuevas oportunidades de negocio.
- Apertura de nuevos destinos geográficos para la empresa.
- Aumento significativo en la cuota de mercado mundial de la empresa.
- Esfuerzo tecnológico de innovación.
- Impacto en el país receptor.
- Volumen de la inversión en relación con el tamaño de la empresa y de su sector.
- Volumen de la inversión en términos absolutos.

El método para la selección de esas cinco operaciones ha sido el mismo que se utilizó en la pasada edición de este Anuario. En el primer trimestre de 2007 se envió un cuestionario a los socios del Círculo, en el que se proponía una lista de operaciones significativas. Cada socio debía señalar las tres que considerase más relevantes, pudiendo incluir operaciones distintas a las propuestas explícitamente.

Las operaciones elegidas fueron las cinco que a continuación se explican de forma muy esquemática. Aparecen en el texto clasificadas alfabéticamente por el nombre de la empresa española implicada, de manera que el orden no supone valoración alguna de la importancia relativa de cada una de ellas.

3.3.1 ACS se consolida como una de las mayores constructoras del mundo con la compra de Hochtief

El grupo ACS se convirtió en abril de 2007 en el principal accionista de Hochtief A. G., grupo alemán de construcción y concesiones. La operación supuso la compra de una participación del 25,1% del capital social de la compañía alemana, por un importe total de 1.264 millones de euros. Adicionalmente, el Grupo ha adquirido un 4,9% a través de derivados financieros.

Hochtief, cuya fundación data de 1875, es una de las constructoras más antiguas de Europa. Gracias a una estrategia basada en tres grandes pilares -distribución equilibrada de riesgos desarrollando los negocios en toda la cadena de valor, internacionalización para mitigar los riesgos y fluctuaciones del mercado regional y orientación a proyectos y negocios con flujos de caja estables y predecibles- se ha convertido en uno de los principales promotores privados de concesiones de infraestructuras y de edificaciones públicas del mundo.

Hochtief no sólo es el líder del negocio de la construcción en Alemania, sino que se sitúa entre las primeras constructoras del mundo en ventas con un volumen de negocio de 16.452 millones de euros en 2007 y un beneficio neto de 141 millones de euros. Es además uno de los diez primeros promotores de concesiones de infraestructuras. Participa, por ejemplo, en los aeropuertos de Atenas, Dusseldorf, Hamburgo y Sydney así como en las autopistas Viena NorthHighway, el túnel de San Cristóbal y la Vespucio Norte Express en Chile, el Túnel de Herren en Lübeck (Alemania), el North-South Bypass túnel en Australia y la North Luzon Expressway en Filipinas.

Su presencia en áreas geográficas de gran interés estratégico para el Grupo ACS, tales como Estados Unidos y Asia-Pacífico, hace que la inversión en Hochtief aporte al Grupo ACS un gran potencial de crecimiento y rentabilidad. De hecho, esta operación refuerza la posición de ACS para el desarrollo internacional de sus negocios, sobre todo en el sector de las concesiones de infraestructuras y en el de las grandes obras y edificación institucional, en las que se abordarán proyectos de forma conjunta.

3.3.2 BBVA se afianza en el Mercado Norteamericano con la Adquisición de Compass

En septiembre de 2007 BBVA consumó la mayor adquisición de su historia, la compra de Compass Bancshares por 6.672 millones de euros, cantidad abonada a los antiguos accionistas en efectivo y con acciones de BBVA de nueva emisión. Se trata de un banco minorista con una fuerte presencia en los estados del "sunbelt" norteamericano, en donde BBVA ya poseía cuatro pequeños bancos (Valley Bank, Laredo National Bank, Texas State Bank y State National Bank). De esta manera BBVA se posiciona a ambos lados del Río Grande, dado su control del segundo banco mexicano, Bancomer.

Con esta adquisición BBVA se convierte en uno de los 25 mayores bancos de Estados Unidos, con 650 oficinas, 14.000 empleados y 2,5 millones de clientes. Es el líder de mercado en la región de Arizona, Nuevo México, Texas y Alabama. La integración organizativa de los bancos que BBVA posee en Estados Unidos se extiende a los bancos adquiridos, BBVA Puerto Rico y las operaciones de Bancomer al Norte de la frontera, especialmente en California. Tras esta operación, Estados Unidos representa más del 10 por ciento de la inversión crediticia total de BBVA.

La operación de Compass convierte a BBVA en un banco verdaderamente global. Tras su expansión en América Latina durante los años noventa, BBVA ha desarrollado una estrategia de búsqueda de sinergias operativas y de exploración de oportunidades de crecimiento en otras partes del mundo. Su estrategia para el mercado norteamericano, aunque restringida a una zona geográfica concreta, le permite conocer el mercado y prepararse para otras operaciones. El aumento de su participación hasta casi el 15 por ciento en el banco chino CITIC se encuadra también en este contexto de exploración y expansión de oportunidades de mercado.

3.3.3 Iberdrola se convierte en Líder Mundial de Energías Renovables con la Compra de ScottishPower

En abril de 2007 Iberdrola cerró la compra amistosa de ScottishPower por 17.100 millones de euros. Se trata de una empresa de generación, transporte y distribución de electricidad con una fuerte presencia en el Reino Unido y algunas actividades en EEUU y Canadá. Cuenta con un total de 3,3 millones de clientes de electricidad y 1,9 de gas, sector en el que se encuentra presente en almacenamiento y distribución. La empresa gestiona 112.000 kilómetros de redes eléctricas y cuenta con centrales de gas, carbón e hidroeléctricas. ScottishPower es además un líder en energías renovables: el mayor promotor de parques eólicos del Reino Unido y el segundo mayor en Estados Unidos, uno de los mercados de mayor crecimiento. Con la integración de estos activos en Iberdrola Renovables, el grupo español se ha consolidado como la mayor empresa eólica del mundo por capacidad instalada, con una presencia en 19 países.

Los procesos de adquisición e integración de Scottish Power han sido excepcionalmente rápidos. Durante los ocho meses de 2007 tras la integración, ScottishPower aportó 1.350 millones de euros de beneficio a Iberdrola, un 24 por ciento del total. La prensa financiera y los

analistas de bolsa se han deshecho en elogios dadas las sinergias que ScottishPower aporta a Iberdrola tanto en términos de expansión horizontal en nuevos mercados como verticalmente en la integración de distintos tipos de negocios energéticos.

La compra de ScottishPower representa un paso de gigante para Iberdrola, quizás el más importante dado por la compañía en los últimos años para posicionarse como una de las grandes del sector energético en el mundo. Iberdrola ha aumentado su tamaño 4,5 veces en siete años y desarrolla ya dos tercios de su actividad fuera de España. Cuenta con 21 millones de clientes en Europa y las Américas y es un reconocido líder en energías alternativas y desarrollo sostenible.

3.3.4 El Santander participa en la Mayor Adquisición Bancaria de la Historia

El Grupo Santander tomó parte en 2007 en la mayor adquisición bancaria de la historia, en apta celebración de su 150 aniversario. Se trata de la compra del banco holandés ABN-AMRO por parte del consorcio formado por Fortis, Royal Bank of Scotland y Santander. La transacción ascendió a unos 71.100 millones de euros, de los que el banco español pagó 19.850 millones, la mayor parte en efectivo.

La operación pasará a la historia no solamente por su cuantía sino también por su complejidad. Los primeros rumores se produjeron en abril, mes en el que también se conoció la intención de Barclays Bank de hacerse con el banco holandés. El consorcio formalizó su propuesta a los accionistas de ABN-AMRO en julio. Para finales de octubre el 98,8 por ciento de los accionistas de ABN-AMRO habían acordado vender al consorcio, que ofrecía un precio por acción superior a Barclays y además primordialmente en efectivo. Antes de finales de año la operación ya se había concluido, tras haber obtenido el beneplácito de todas las autoridades reguladoras y supervisoras a ambos lados del Atlántico.

En virtud de esta operación, el Santander pasó a controlar Banco Real en Brasil y Banca Antonveneta en Italia, entre otros activos. La adquisición de Banco Real convierte al Santander en la tercera entidad bancaria de Brasil, una de las grandes economías emergentes de alto crecimiento económico. Además, a principios de 2008 Santander compró a Fortis las actividades de gestión de activos en Brasil que la entidad belga había adquirido como parte de la compra de ABN-AMRO. Brasil supone ya más del 10 por ciento de los beneficios mundiales del Santander.

Pese a que el Banco Santander había tenido una presencia prolongada en Italia en virtud de su participación en Intesa San Paolo (antes San Paolo-IMI), en mayo de 2008 vendió Antonveneta a la Banca Monte dei Paschi di Siena por 9.000 millones de euros, lo que supuso una plusvalía de 2.400 millones con respecto a la valoración del banco en el momento de la compra de ABN-AMRO. El Banco Santander prosigue de esta manera su triple estrategia de presencia bancaria en economías maduras como España, Portugal y el Reino Unido, liderazgo absoluto en América Latina y fuerte presencia en actividades de financiación al consumo por toda Europa. El año 2007 supuso además un nuevo récord de beneficio ordinario, sobrepasando los 8.100 millones de euros, en un año en el que los grandes bancos del mundo sufrieron pérdidas cuantiosas debido a la crisis de las hipotecas basura y la desconfianza en los mercados de crédito.

3.3.5 Técnicas Reunidas amplía su negocio en el Golfo Pérsico con la adjudicación de un contrato con Boruoge en Abu Dhabi

En abril de 2007 la compañía de plásticos Abu Dhabi Polymers Company Limited (Boruoge), adjudicó a Técnicas Reunidas, bajo la modalidad "open book" convertible a "llave en mano", un proyecto que incluye el suministro de todos los sistemas auxiliares e interconexiones de todos los paquetes de la ampliación de su complejo petroquímico en Ruwais, Abu Dhabi (Emiratos Árabes Unidos).

De acuerdo a las estimaciones del cliente, el valor total del proyecto podría ascender aproximadamente a los 1.234 millones de dólares (unos 915 millones de euros). La terminación está prevista para 2010.

Se trata de la ampliación de un complejo que triplicará su capacidad de producción anual de poliolefinas -un tipo de plástico- hasta los dos millones de toneladas. De esta manera, Borouge se posiciona para poder suministrar a sus clientes productos de elevadas prestaciones para un cada vez mayor rango de aplicaciones.

Boruoge es una Joint Venture entre Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC) y Borealis. ADNOC, fundada en 1971, se encuentra entre las diez mayores compañías petroleras y gasísticas del mundo, con una producción diaria que supera los dos millones y medio de barriles al día. Por su parte, Borealis es uno de los líderes europeos en la producción de poliolefinas. Pertenece en un 65% a International Petroleum Investment Company, IPIC, propiedad del Gobierno del Emirato de Abu Dhabi, y en un 35% a OMV, el grupo austriaco de petróleo y gas.

La adjudicación de este proyecto a Técnicas Reunidas, una de las principales empresas internacionales de ingeniería y construcción de proyectos de petróleo y gas, petroquímica y generación de electricidad, es especialmente significativa por el sensible retraso que las compañías españolas acumulan en el mercado del Golfo Pérsico con respecto a las grandes multinacionales de Estados Unidos, Francia o Reino Unido. En este sentido, conviene subrayar que los países de esa región del mundo ofrecen una oportunidad de diversificación geográfica muy atractiva, con clientes que muestran altos niveles de exigencia, pero que también disfrutan de la enorme liquidez de sus petrodólares.

Recuadro 9

Las principales operaciones mundiales en 2006

El ejercicio de 2006 fue especialmente intenso en la actividad transnacional de compras y fusiones corporativas. Las compañías españolas desempeñaron, además, un papel claramente protagonista en el escenario internacional. Tanto que dos empresas españolas aparecen como compradoras en sendas operaciones situadas entre las 10 fusiones y adquisiciones transnacionales más importantes de 2006. Así se desprende del ranking publicado al respecto por Naciones Unidas en su World Investment Report 2007.

En concreto, esa lista clasifica por importe de la operación todas las fusiones y adquisiciones transnacionales que superen los 1.000 millones de dólares estadounidenses. En 2006, fueron nada menos que 172 las operaciones de ese tipo que alcanzaron o superaron esos valores. Esta cifra supone un incremento notable con respecto a 2005, año en que el total de esas operaciones fue de 141.

Como se aprecia en la siguiente tabla, ocuparon los puestos 2º y 3º de esa clasificación mundial dos operaciones realizadas por grandes transnacionales españolas y premiadas por el Círculo de Empresarios el año pasado como dos de las más destacadas de 2006: la compra de O2 por Telefónica y la adquisición de BAA por Ferrovial. Sólo la absorción de Arcelor por parte de Mittal pudo arrebatar el primer lugar de la clasificación a ambas operaciones.

Las mayores fusiones y adquisiciones transnacionales del mundo 2006

Fuente: UNCTAD, WIR 2007

Importe de la Operación en Miles de Millones de dólares EEUU

Ranking	Importe	OBJETIVO Empresa / País / Sector	COMPRADOR Empresa / País
1	32,2	<i>Arcelor S.A.</i> (Luxemburgo) Acero	<i>Mittal Steel NV</i> (Holanda)
2	31,7	<i>O2 PLC</i> (Reino Unido) Telecom.	<i>Telefónica S.A.</i> (España)
3	21,8	<i>BAA PLC</i> (Reino Unido) Infraest. aeroport.	<i>Ferrovial S.A.</i> (España)
4	17,4	<i>Falconbridge Ltd.</i> (Canadá) Minería	<i>Xstrata PLC</i> (Suiza)
5	17,2	<i>Inco Ltd.</i> (Canadá) Minería	<i>Cia Vale do Rio Doce S.A.</i> (Brasil)
6	14,1	<i>BOC Group PLC</i> (Canadá) Gases Industriales	<i>Linde AG</i> (Alemania)
7	13,6	<i>Lucent Technologies Inc.</i> (EEUU) Tecnología de Telefonía	<i>Alcatel S.A.</i> (Francia)
8	10,6	<i>TDC A/S</i> (Dinamarca) Telefonía	<i>Nordic Telephone Co AsP</i> (EEUU)
9	10,0	<i>Winterthur Schweizerische</i> (Suiza) Seguros	<i>AXA S.A.</i> (Francia)
10	9,6	<i>VMU NV</i> (Holanda) Publicaciones	<i>Valcon Acquisition BV</i> (EEUU)

Esa gran actividad internacional de fusiones y adquisiciones continuó incrementándose a lo largo de 2007. Además, nuevamente las empresas españolas tuvieron un papel estelar. De acuerdo con los datos de Williamson (2008), que recoge todas las operaciones de este tipo realizadas en el mundo por valor superior a los 2.000 millones de dólares, independientemente de si implicaron o no a empresas de distintos países, la compra de ABN Amro por parte de un grupo de entidades financieras que incluía al Santander fue la más importante de las fusiones y adquisiciones de 2007.

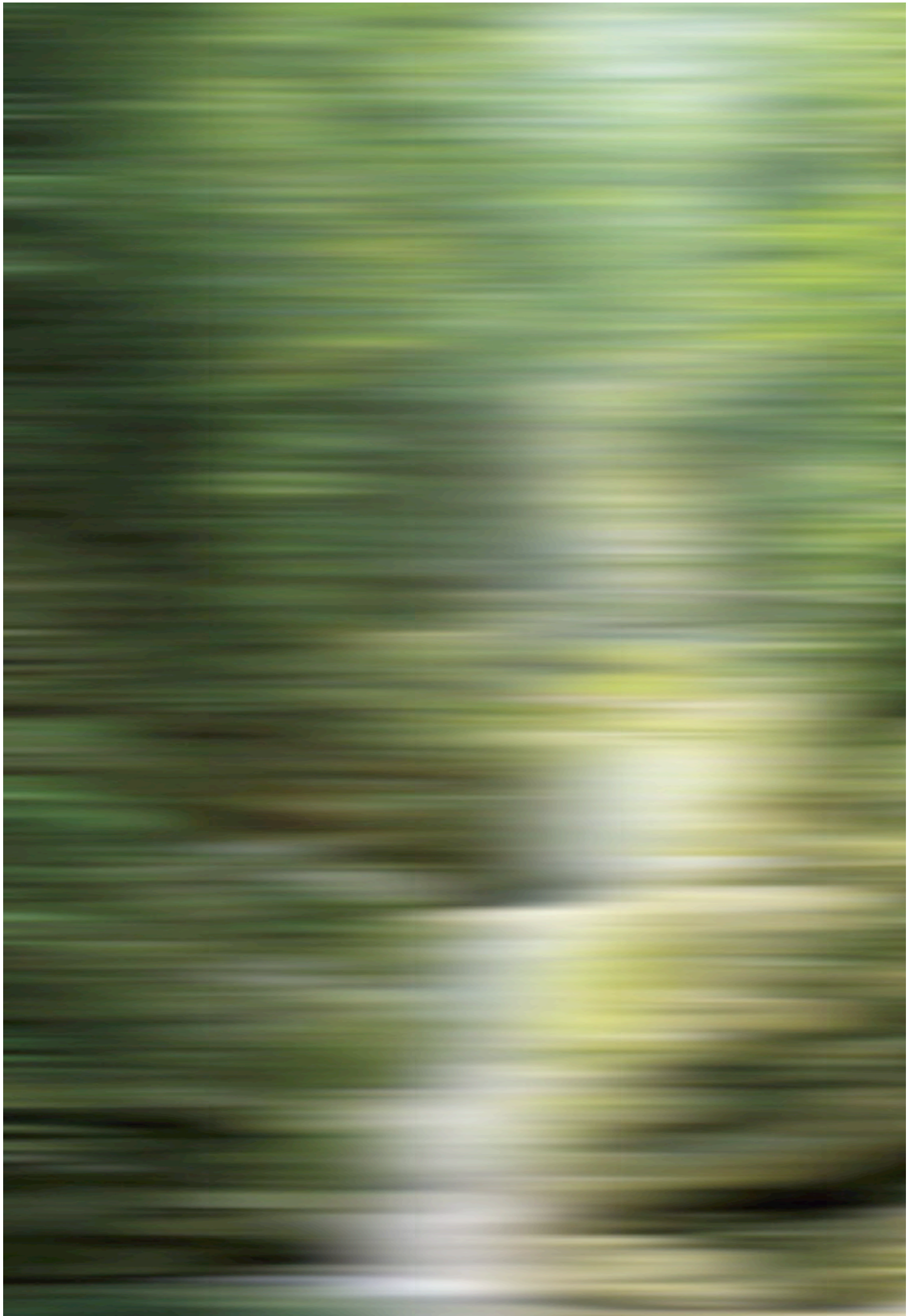
Mayores fusiones y adquisiciones en 2007 en el mundo

Fuente: Largest Mergers and Acquisitions by Corporation in 2007 (2008). Washington, DC: Congressional Research Service

Valor de la Operación en Miles de Millones de dólares EEUU

Comprador / Sector	Empresa Objetivo / Sector	Fecha anuncio	Fecha cierre	Valor
<i>Royal Bank of Scotland</i> <i>Santander Central Hispano S.A.</i> <i>Fortis S.A./NV</i> Financiero	<i>ABN Amro Holding NV</i> Financiero	25/04/07	10/10/07	95,5 ^C
<i>Transocean Inc.</i> Excavación petrolera en mar abierto	<i>GlobalSantaFe Corp.</i> Excavación petrolera en mar abierto	23/07/07	27/11/07	48,0 ^a
<i>Río Tinto Group PLC</i> Minería	<i>Alcan Inc.</i> Aluminio	12/07/07	14/11/07	38,1 ^C
<i>Enel SpA</i> <i>Acciona S.A.</i> Servicios Generales	<i>Endesa S.A.</i> Generación de electricidad	26/03/07	08/10/07	31,2 ^C
<i>UniCredit SpA</i> Financiero	<i>Capitalia SpA</i> Financiero	20/05/07	18/09/07	29,72 ^a
<i>Blackstone Group Inc.</i> Inversor	<i>Hilton Hotels Corporation</i> Hostelería	03/07/07	27/10/07	26,0 ^b
<i>Kohlberg Kravis Roberts & Co.</i> Inversor	<i>First Data Corp.</i> Procesador de tarjetas de crédito	02/04/07	24/09/07	25,6 ^C
<i>Goldman Sachs Group Inc.</i> <i>TPG Inc.</i> Inversor	<i>Alltel Corp.</i> Telecomunicaciones	21/05/07	16/11/07	24,7 ^C
<i>Stephano Pessina</i> Copresidente de Alliance-Boots <i>Kohlberg Kravis Roberts & Co.</i> Inversor	<i>Alliance Boots PLC</i> Farmacéutico	16/04/07	26/06/07	22,06 ^b
<i>Bank of America Corp.</i> Financiero	<i>LaSalle Bank (ABN Amro)</i> Financiero	23/04/07	01/10/07	21,0 ^a

^a Fuente: The Wall Street Journal ^b Fuente: The Financial Times ^c Fuente: Bloomberg.com



4

La gestión de personas en las multinacionales españolas

Francisco González
Presidente BBVA

4.1

Introducción

A lo largo de los años 90 la empresa española comenzó a dar sus primeros pasos hacia nuevos mercados. América Latina constituyó el primer trampolín a partir del cual las empresas españolas se convirtieron en multinacionales, para, posteriormente a mediados de la década de los 2000, iniciar la expansión hacia nuevos mercados tales como Europa del Este, los países asiáticos y los Estados Unidos.

En menos de diez años el perfil de muchas empresas españolas ha cambiado sustancialmente, consolidándose algunas de ellas como jugadores punteros a nivel global en sus respectivos sectores.

La eficiencia y capacidad competitiva de cualquier empresa depende, en gran medida, de la calidad de su factor humano. Son las personas las que aportan las habilidades, los conocimientos y la experiencia necesaria para el desarrollo de la organización; en definitiva, las que crean valor. Por ello, el talento, y especialmente el talento directivo, se ha convertido en una ventaja competitiva, en el factor que más diferencia a las empresas.

Sólo las empresas que tienen una cantera de talento directivo bien preparada son capaces de manejar las continuas presiones del día a día, eliminar ineficiencias operativas, ser buenos “ciudadanos corporativos” y lograr crecimientos elevados en un entorno de una intensa y creciente competencia.

Un factor clave en el aumento de la competencia es la globalización. Un fenómeno que, además, conlleva una

mayor complejidad de la gestión de las empresas, especialmente en el ámbito de las personas. Crear culturas corporativas y políticas de recursos humanos adaptadas a plantillas cada vez más diversas y atraer y retener a personas capaces de operar y dirigir un entorno transnacional es hoy en día un reto clave para un número creciente de empresas españolas.

En un mercado cada vez más complejo y globalizado, las compañías deben impulsar el talento a escala corporativa, trascendiendo las distintas funciones, líneas de negocio o áreas geográficas, y han de crear prácticas de gestión que sean consistentes en todo el mundo.

El objetivo de estas prácticas de gestión ha de ser doble: por una parte, asegurar un flujo constante de talento directivo, actuación que comienza por identificarlo en el seno de la propia compañía y trabajar en su desarrollo, como medio para retener a los mejores profesionales; por otra, hacer visible en el exterior a la empresa como un lugar atractivo en el que trabajar, con el fin de atraer el mejor talento disponible en el mercado.

En este artículo se repasan las principales exigencias y condicionantes de la gestión de las personas en el entorno multinacional actual, así como las líneas principales de una política de recursos humanos que dé respuesta a esos requerimientos. Por último, resume la estrategia de recursos humanos de BBVA.

4.2

El marco de referencia en la gestión del talento

El fenómeno que más claramente va a marcar el mercado de trabajo en los próximos años va a ser la competencia cada vez mayor por el capital humano, y especialmente por los recursos más cualificados.

Esta mayor competencia obedece a distintos factores. Probablemente, el más importante de todos ellos es que el avance tecnológico y la globalización incrementan el valor que puede generar el talento, puesto que éste puede aplicarse sobre una base mucho más amplia de recursos, procesos, clientes, mercados, etc...

A esto hay que sumar la evolución demográfica descendente de los países desarrollados –donde hasta ahora se generan la mayor parte de los recursos humanos altamente capacitados a nivel global–.

La misma tendencia demográfica, que va a suponer un envejecimiento gradual de la población (especialmente, pero no sólo, en los países más desarrollados), plantea otro reto adicional muy importante en la gestión de los recursos humanos. A la mayor diversidad geográfica y cultural de las personas que compondrán las plantillas de las empresas, se va a unir, gradualmente, la coexistencia de distintas generaciones, con culturas, valores y aspiraciones muy diferentes.

4.2.1 La oferta de trabajo. Envejecimiento de la fuerza laboral

La edad media de la población es actualmente muy distinta en unos países que en otros. En el [Gráfico 7](#), se

observan los extremos, ejemplificados por Europa (área con población altamente envejecida) y México (área con población muy joven). En medio, se sitúa China, donde la política restrictiva de natalidad de los últimos años ha dado lugar a una brusca disminución de las cohortes más jóvenes (hasta 14 años).

Ahora bien, el fenómeno del envejecimiento es global, aunque con diferencias apreciables de “timing” entre unas y otras áreas del mundo (Gráfico 8). En los países europeos, la transición demográfica –es decir, el paso del régimen “tradicional”, de altas tasas de natalidad y mortalidad, al régimen “moderno”, de bajas tasas de natalidad y mortalidad-, se produjo gradualmente, a lo largo de dos siglos, y ya está completo. En estas condiciones, el crecimiento de la población tiende a ser muy bajo o, incluso, negativo.

En la mayor parte de los países en vías de desarrollo, la transición demográfica es un proceso que se está desarrollando actualmente, y lo está haciendo de forma muy brusca. La tasa de mortalidad ha disminuido mucho y rápidamente, mientras que la tasa de natalidad lo ha ido haciendo de forma mucho más gradual. Esto da lugar a un período de fortísimo crecimiento de la población, que gradualmente tenderá a moderarse, al tiempo que la edad media de la población aumenta.

Como puede observarse en el Gráfico 9, todas las áreas del mundo experimentarán el envejecimiento en las próximas dos décadas. Sin embargo, las zonas más vulnerables son Europa (incluyendo Rusia) y Japón, que contrastan con la mejor evolución de África, amplias zonas de Asia (excluyendo a China) y Latinoamérica.

4.2.2 El trabajo altamente cualificado. Escasez creciente

Como se ha visto, la fuerza de trabajo, en términos generales, va a tender a ser más escasa; pero esa escasez va a ser todavía más acusada en lo que se refiere a las personas de alta cualificación. Y en esto intervienen tanto factores de demanda como factores de oferta.

El avance tecnológico y la tendencia rápidamente creciente de todos los sectores a hacerse más intensivos en capital llevan a que una mayor proporción de las demandas de trabajo se centren en este segmento. Un segmento que será capaz de generar cada vez más valor gracias al avance de las tecnologías de la información y de las comunicaciones y de la globalización económica.

Pirámides de población (2005)

Gráfico 7

Fuente: ONU, World Population Prospects

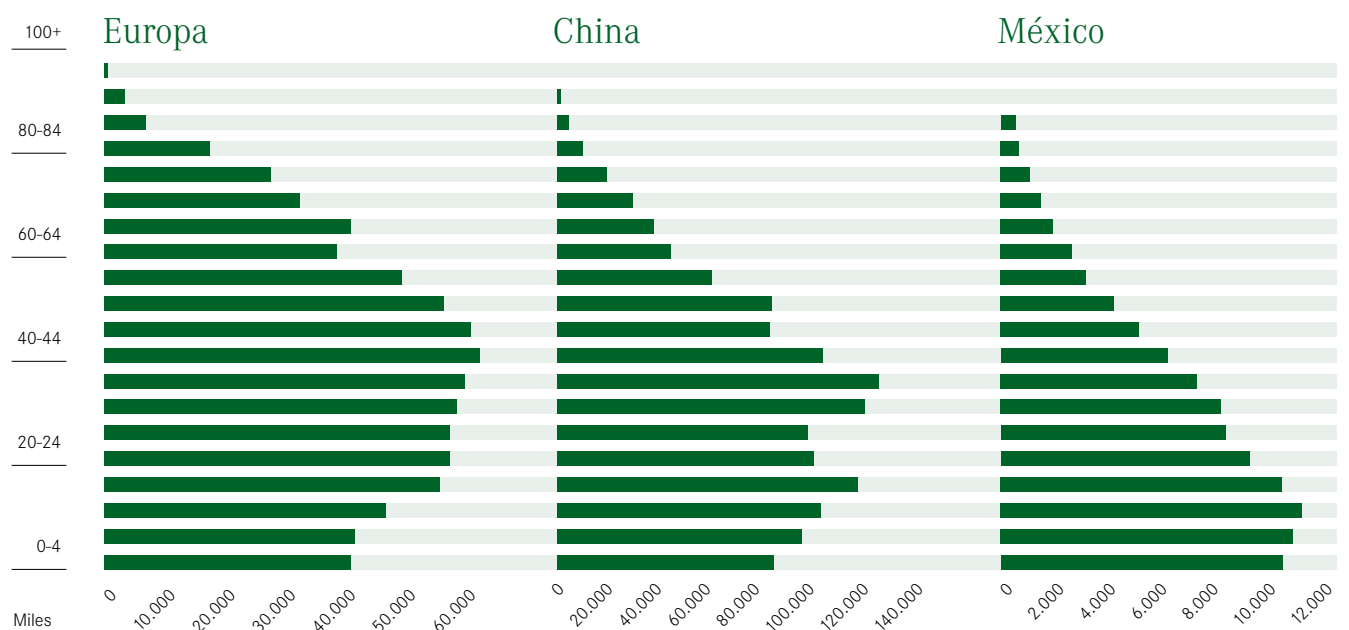


Gráfico 8

La transición demográfica

Fuente: ONU, World Population Prospects

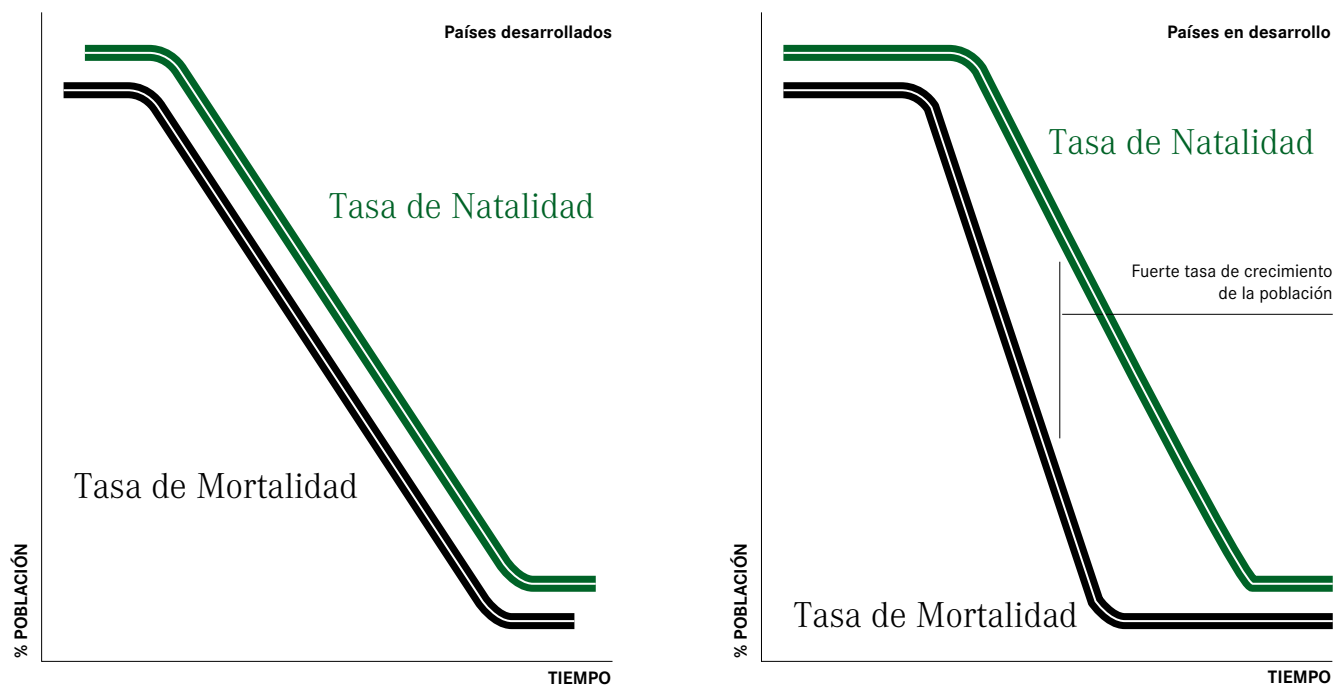
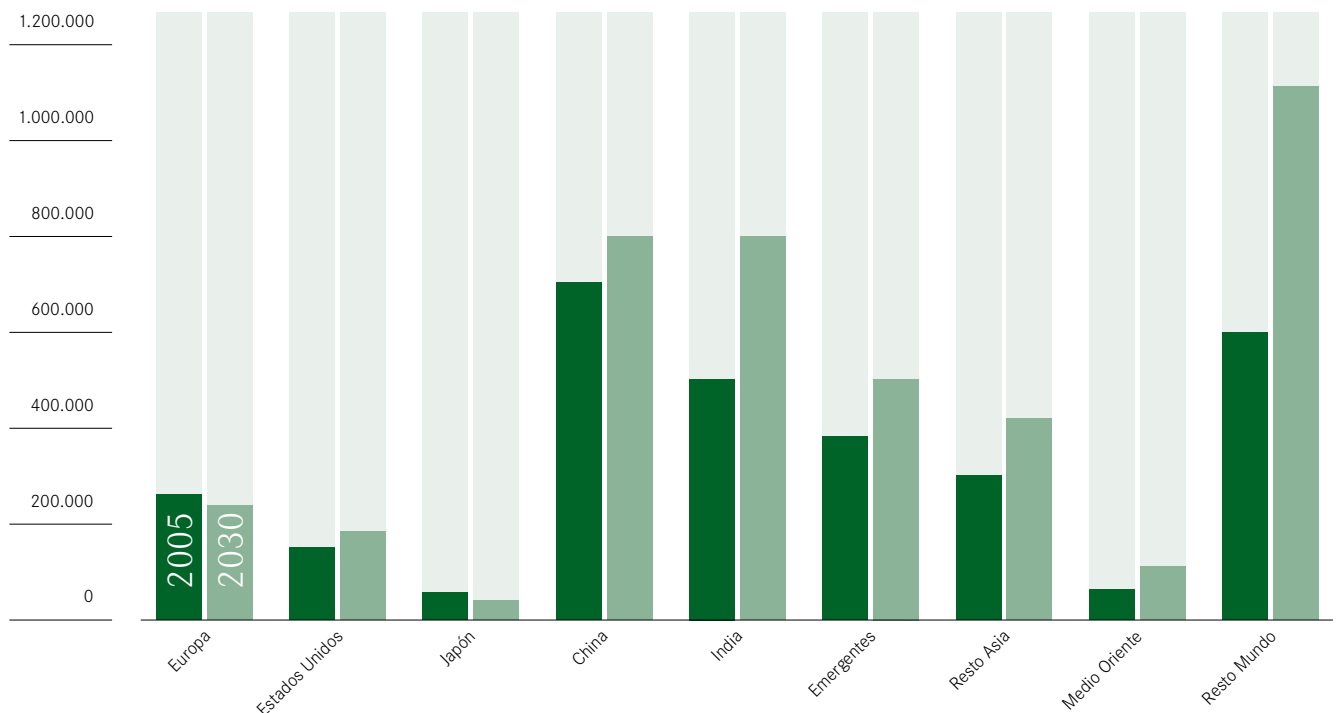


Gráfico 9

Distribución de la población en edad de trabajar en el mundo

Fuente: ONU, World Population Prospects



También intervienen en este caso factores de oferta. El envejecimiento de la población en los países desarrollados es seguramente el más importante. Se está iniciando la edad de jubilación de los baby-boomers, la generación nacida entre 1946 y 1961, y más populosa en los países desarrollados (en Estados Unidos son hoy el 46% de la fuerza de trabajo) mientras que las cohortes más jóvenes son más reducidas.

Hay elementos positivos que expandirán esta oferta: fundamentalmente la extensión y la mejora de la educación, sobre todo en los países emergentes, donde hay una tasa más alta de población joven. Pero la disponibilidad global de recursos humanos altamente capacitados dependerá de la rapidez con la que puedan desarrollarse los sistemas educativos de los países emergentes, tanto en cantidad como en calidad. Y si bien estos países están haciendo grandes esfuerzos –en gran parte porque de ello depende su capacidad de atracción de empresas y, en general, su desarrollo futuro–, ya se advierte escasez de la fuerza de trabajo más cualificada, incluso en estos países. En China, por ejemplo, un Informe de la Academia de Ciencias Sociales destaca que, en 2006, sólo el 32% de las empresas que operan en ese país alcanzó sus objetivos de contratación de trabajadores cualificados.

4.2.3 Escasez de talento: las respuestas

La escasez creciente de fuerza de trabajo –especialmente la más cualificada– es un hecho irreversible, en buena medida, fruto del crecimiento económico y de las mejoras en las condiciones de vida.

Sin embargo, hay medidas que pueden contribuir a paliarla y a que se sostenga una oferta suficiente para

mantener tasas elevadas de crecimiento económico a medio plazo.

La primera, como antes se ha señalado, es la mejora de la educación. Si no se puede aumentar la cantidad de la oferta laboral, sí se puede elevar la calidad para hacerla más flexible y productiva. Por eso, la inversión en educación –a todos los niveles y particularmente, en la educación superior– es, posiblemente, la medida más eficaz para elevar la tasa de crecimiento potencial a nivel global.

Complementariamente, parece claro que habrá que tender al alargamiento de la vida laboral –tendencia, por otra parte, plenamente coherente con el aumento de la esperanza de vida y la mejora de las condiciones de salud–. En países como España, el número de activos entre 55 y 64 años ya está aumentando suavemente desde el año 2000, frente a la tendencia al descenso que registró en el decenio anterior. En cambio, la tasa de actividad de las personas mayores de 65 años permanece estancada en niveles muy bajos.

Otra reserva muy importante de oferta laboral son las mujeres, cuya tasa de actividad, a nivel global, es muy inferior a la de los hombres. En los países desarrollados, ya se ha consumido gran parte de esta reserva, y la tasa de actividad de las mujeres ya está muy próxima a la de los hombres. En España, el crecimiento de la población activa de más de 5 millones entre 1987 y 2007, se explica, principalmente, por la incorporación de la mujer al mercado de trabajo. En el sector financiero, por ejemplo, las mujeres han pasado en ese período del 20% al 50% de las personas empleadas. Sin embargo, en los países emergentes, un alto porcentaje de mujeres se situaría todavía al margen del mercado laboral.

Los retos de la gestión de las personas en el s. xxi

4.3

Las empresas, por tanto, se enfrentan a un entorno laboral complejo: escasez de oferta de trabajo con una dificultad creciente para retener y atraer a las personas más cualificadas; y la necesidad de gestionar una fuerza de trabajo mucho más diversa, compuesta por personas de distintas generaciones, de distintos países y culturas.

Dar respuesta a estas exigencias requerirá contar con cinco elementos clave:

- Una Cultura Corporativa claramente definida y conocida por toda la organización.
- Un Modelo integral de RR.HH. que conjugue adecuadamente la globalidad inherente de la organización con la necesidad de operar y competir con éxito en cada mercado, negocio o país en los que se está presente.
- Un sólido equipo de profesionales identificados con la cultura y el modelo. En este sentido, conviene recordar que a las personas no las retienen o desarrollan estrategias o políticas, sino precisamente otras personas. Este hecho convierte al directivo en un elemento fundamental para gestionar el talento. Por ello, el estilo de liderazgo o de dirección que prevalece en la empresa es un factor determinante.

- Canales de comunicación interna adecuados.
- Y, por último, tratar apropiadamente los aspectos emocionales de la relación laboral. La gente tiene que sentir orgullo de pertenencia por la empresa en la que están trabajando. Para ello, es necesario contar con programas de responsabilidad social, de equilibrio entre la vida personal y laboral o que, simplemente, te hagan la vida más sencilla; en definitiva, programas encaminados a hacer de tu empresa “*el mejor lugar para trabajar*”.

4.3.1 La Cultura Corporativa como marco necesario de referencia

La cultura corporativa es un elemento esencial para mantener al equipo humano cohesionado, motivado e identificado con un objetivo común.

Esta cultura debe partir del cumplimiento de rigurosos criterios éticos, de integridad, de transparencia y de buenas prácticas de Gobierno Corporativo.

Pero tan importante como los valores concretos que tiene una empresa, es que los incorpore en su día a día y que los preserve a lo largo del tiempo. Es fundamental que exista coherencia entre la “cultura” que predicamos, las políticas y procesos de la compañía y los comportamientos que se trasladan a cada uno de los *stakeholders*.

Dado que las personas son la base sobre la que se asienta la cultura, es preciso ponerlas por encima de cualquier otra consideración, especialmente si queremos construir compañías que puedan perdurar y adaptarse a lo largo de varias generaciones de directivos y de múltiples ciclos de vida de producto.

En este sentido, resultan especialmente llamativos los resultados del estudio sobre reputación y atracción de talento llevado a cabo este año por la firma Hill & Knowlton: tres cuartas partes de los estudiantes de MBA entrevistados declaran que la reputación de una empresa cuenta con un papel extremadamente importante o muy importante a la hora de plantearse su lugar de trabajo. De hecho, únicamente el 4% afirmó que la reputación carecía de importancia.

4.3.2 La función de Recursos Humanos

Gestionar la heterogeneidad inherente a la internacionalización de la empresa conlleva que el papel de la función de Recursos Humanos adquiera una mayor relevancia estratégica.

La globalidad requiere un modelo de gestión de personas que permita el equilibrio necesario entre el desarrollo de un marco común y las especificidades locales de cada país. Desde la función de Recursos Humanos se definen los principios y los elementos que han de ser comunes en todas las geografías, a la vez que se facilitan las herramientas y los medios para que las unidades locales puedan actuar como verdaderos gestores de sus propios recursos, desarrollando unas políticas y unas prácticas adaptadas al entorno particular en el que desarrollan su actividad.

El modelo de gestión de los recursos humanos ha de estar en consonancia, por una parte, con el posicionamiento estratégico de la compañía, ya que para ser realmente efectivo ha de poder traducir la estrategia de negocio en un plan de personal factible, y, por otra, con la propia cultura corporativa.

Las políticas de Recursos Humanos han de ser un medio para alinear las prácticas de los recursos humanos con la estrategia de negocio, a la par que fomentan los valores y comportamientos por los que desea ser reconocida la organización.

El uso efectivo de las políticas y herramientas de RRHH en materia de selección, desarrollo y retribución debe conducir a poder identificar, segmentar y gestionar las personas claves de la organización, independientemente del entorno o país en el que éstas desarrollen su actividad.

Para garantizar la objetividad y la efectividad de este proceso es esencial, por una parte, disponer en cada unidad de las mismas herramientas de gestión y, por otra, que los sistemas se encuentren debidamente integrados para poder disponer de datos fiables sobre las capacidades y rendimiento de cada persona.

El talento es el recurso más crítico que poseen las empresas para seguir siendo competitivas; se trata de un activo estratégico que como tal debe gestionarse. El éxito en esta gestión comienza por ser capaces de identificar, en cualquier nivel o ámbito, este colectivo crítico, como paso previo necesario para definir planes de acción concretos que garanticen su retención.

Sin embargo, sería un error centrarnos únicamente en determinados colectivos y descuidar al resto de la plantilla, especialmente si tenemos en cuenta que el talento de “hoy” quizás no sirva para mañana. Por tanto, la compañía se debe centrar en desarrollar el talento en todos y cada uno de los niveles organizativos.

La **gestión por competencias** ha demostrado su utilidad para guiar el desarrollo de las personas y constituye una excelente herramienta para gestionar el talento de forma global.

En esencia, el propósito de cualquier modelo de gestión por competencias es mejorar el desempeño organizacional facilitando el marco, los medios y los instrumentos para la gestión del desempeño individual, alineado, obviamente, con las capacidades organizativas claves para el éxito del negocio.

Gran parte del éxito de la internacionalización de las empresas radica en la profesionalidad de sus empleados y, para ello, es preciso invertir en la **capacitación de la personas**, de manera que, paulatinamente, puedan ir adquiriendo las destrezas necesarias en el desarrollo de su función.

Por su parte, los **sistemas de recompensa** asociados a la consecución de resultados también sirven para reforzar los comportamientos deseados por la organización.

Junto a todo esto, la gestión moderna de los recursos humanos debe utilizar toda una serie de herramientas dirigidas a mejorar la satisfacción de los empleados y su visión de la empresa como un “buen lugar para trabajar”. La flexibilidad horaria, el teletrabajo, la conciliación de la vida familiar y laboral, la responsabilidad social son elementos imprescindibles para este objetivo.

Por último, me gustaría llamar la atención sobre un elemento importante cuando se opera en entornos multinacionales: **la gestión de la diversidad**.

No gestionar adecuadamente la diversidad supone para las empresas un coste de capital humano (pérdida de talento, absentismo...), un coste de eficacia (baja creatividad e innovación), un coste de recursos financieros (baja credibilidad entre accionistas e inversores), y un coste de pérdida de imagen corporativa ante clientes, proveedores y agentes políticos, sociales y económicos.

Las previsiones indican que para 2010 sólo un 30% de los trabajadores de la UE responderán al perfil de varón, de raza blanca, sin minusvalías y menor de 45 años. El reto para los líderes empresariales radica en ser ca-

paces de aprender en poco tiempo a dirigir realidades humanas mucho más heterogéneas, en las que se mezclan diferentes culturas, intereses y valores, pero que bien gestionadas pueden convertirse en una fuente de primer orden de innovación, desarrollo competencial, flexibilidad y, en definitiva, de ventajas competitivas.

4.3.3 El equipo directivo

El contexto mundial en que vivimos, con cambios continuos y a ritmo vertiginoso, acorta el periodo útil de conocimientos y obliga a una permanente actualización profesional.

La formación es un elemento fundamental para desarrollar las competencias profesionales de la persona, garantizando su empleabilidad, y, por tanto, debería formar parte del compromiso de toda empresa para con su gente.

En cualquier caso, la organización debe centrarse en ofrecer oportunidades de desarrollo a las personas y centrar sus esfuerzos de manera efectiva a través de elementos de formación adaptados, en la medida de lo posible, a las necesidades de cada individuo.

En este sentido, implantar itinerarios de desarrollo puede ser una metodología de aprendizaje de competencias adecuada que garantiza un nivel de desarrollo razonablemente homogéneo en las distintas áreas o países en los que se opera.

Posiblemente la mejor manera de transmitir valores y de fortalecer la identidad corporativa cuando se opera en numerosos entornos geográficos sea con el ejemplo. Este hecho hace del equipo directivo un elemento esencial en la difusión de la cultura corporativa y, por supuesto, de la estrategia de la compañía.

Trabajar en el desarrollo de un equipo directivo que refleje en su seno la diversidad existente en la organización, fomentar entre sus miembros un estilo de dirección común, promover una identificación con los valores y visión de la empresa, además de otros factores, contribuye al éxito en el proceso de internacionalización de la compañía.

Todo ello, sin embargo, requiere estructurar sistemas de gestión diferencial para sus componentes en distintos ámbitos y que abarcarían desde programas de formación a políticas de comunicación diferenciada, esquemas de retribución o valoración, por ejemplo.

4.3.4 La comunicación

Cualquier entidad que aspire a ser líder en su mercado requiere del compromiso y la involucración de su activo humano. No hay organizaciones sin personas. Por lo tanto, no hay organización sin sentimientos, sin emociones, sin pasiones... Un colectivo humano que puede y quiere sentirse pieza fundamental de los pilares que sustentan el proyecto empresarial de su organización.

Apostar por la **comunicación interna** es apostar por la cohesión, el compromiso, la ilusión y la eficiencia; en definitiva, es apostar por las personas. Personas que tienen mucho que recibir, y, lo más importante, también mucho que ofrecer.

Sin embargo, sería un error pensar que la comunicación interna es competencia de un departamento concreto. La comunicación es responsabilidad de todas y cada una de las personas de la organización, especialmente de todos aquellos que dirigen a otras personas.

Por otra parte, la aparición de Internet, la creación de una red mundial de fibra óptica, el rápido desarrollo de las tecnologías de la comunicación y el uso de las herramientas asociadas a la llamada web 2.0 ha abierto un abanico increíble de posibilidades para compartir información y conocimiento, tanto entre las personas de la organización como con los clientes y la sociedad en general.

4.4

Los recursos humanos en BBVA

BBVA es hoy en día un gran grupo financiero a nivel mundial, implantado en más de 30 países. Esta evolución se ha reflejado también en sus recursos humanos.

Hoy, BBVA está formado a nivel mundial por cerca de 112.000 profesionales, de los que siete de cada diez ya están fuera de España. La diversidad de orígenes y culturas constituye uno de nuestros rasgos de identidad y una ventaja competitiva irrenunciable para el Grupo (Gráficos 10 y 11).

Este proceso de internacionalización del Grupo y su gestión tienen su base en una estrategia asentada sobre tres pilares fundamentales: **principios, innovación y personas**.

- El primer gran pilar que guía a BBVA son los **principios éticos**, la integridad, la transparencia y buenas prácticas comerciales. Hablamos de crear relaciones a largo plazo con los clientes y con la sociedad, de una relación recíproca de creación de valor.

Además de unos sólidos cimientos éticos, BBVA desarrolla una ambiciosa política de Responsabilidad Corporativa, con el fin de aportar el máximo valor posible y equilibrado a sus grupos de interés directos –accionistas, clientes, empleados y proveedores– y al conjunto de las sociedades en las que opera.

- La **innovación y la transformación** conforman el segundo pilar de la estrategia de BBVA. La innovación al servicio del cliente con el objetivo de ofrecerle las mejores soluciones y entendiendo Internet como un nuevo espacio, una plataforma desde la que podemos desarrollar productos y servicios que hagan más fácil y cómoda la vida de nuestros clientes.

- Por último, el tercer pilar son las **personas**, lo que significa poder contar con los mejores equipos y talento.

La visión del Grupo es: “BBVA, trabajamos por un futuro mejor para las personas”.

En este enunciado no nos referimos a clientes, sino a personas. Este hecho tiene toda su intencionalidad por cuanto que no queremos ver a los clientes únicamente como tales, sino en un sentido mucho más amplio e integral: personas que, además de productos financieros, demandan otros tipos de servicios y productos para cubrir sus necesidades.

En BBVA consideramos que el valor diferencial de las organizaciones son las personas, ya que la competitividad de las empresas está directamente relacionada con su capacidad para atraer, desarrollar y retener talento.

En tal sentido, los más de 272.000 currículum recibidos durante el año 2007 ponen de manifiesto la capacidad de atracción del Grupo, que se ha visto reflejada con las cerca de 15.700 nuevas incorporaciones durante el citado ejercicio; gran parte de éstas corresponden, precisamente, a perfiles relacionados con el uso intensivo de las nuevas tecnologías o el análisis del comportamiento del consumidor, por ejemplo.

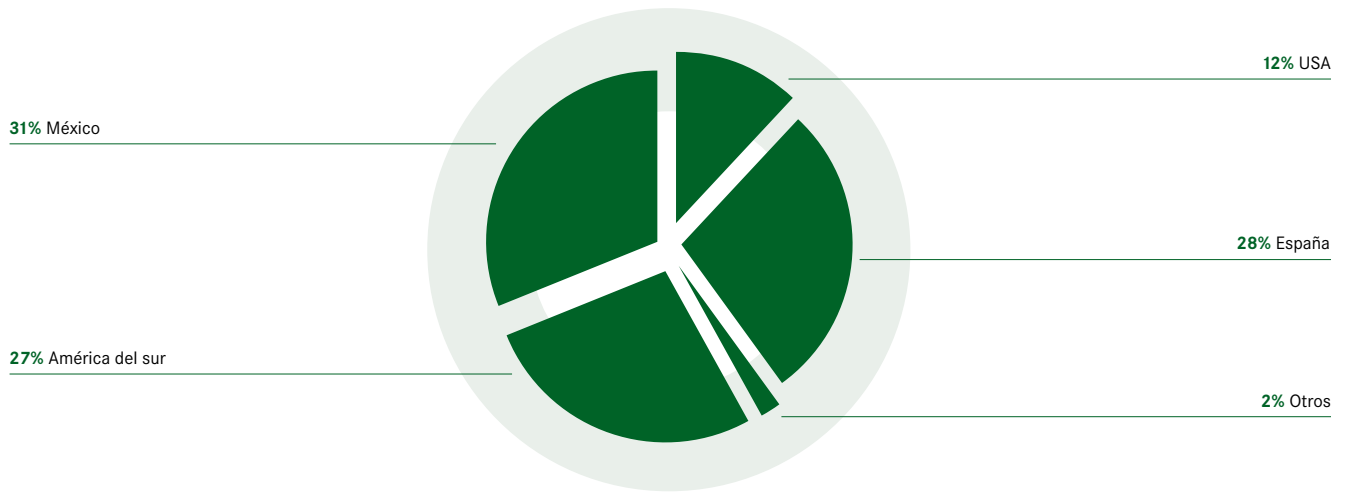
BBVA cuenta con un modelo global e integrado de gestión del capital humano cuyo principal objetivo es el desarrollo personal y profesional de nuestros equipos.

El proceso de expansión global seguido por el Grupo BBVA requiere unos **procesos de integración** rápidos y eficaces. En este sentido, la necesaria consolidación

Porcentajes de empleados por países (31/12/2007)

Gráfico 10

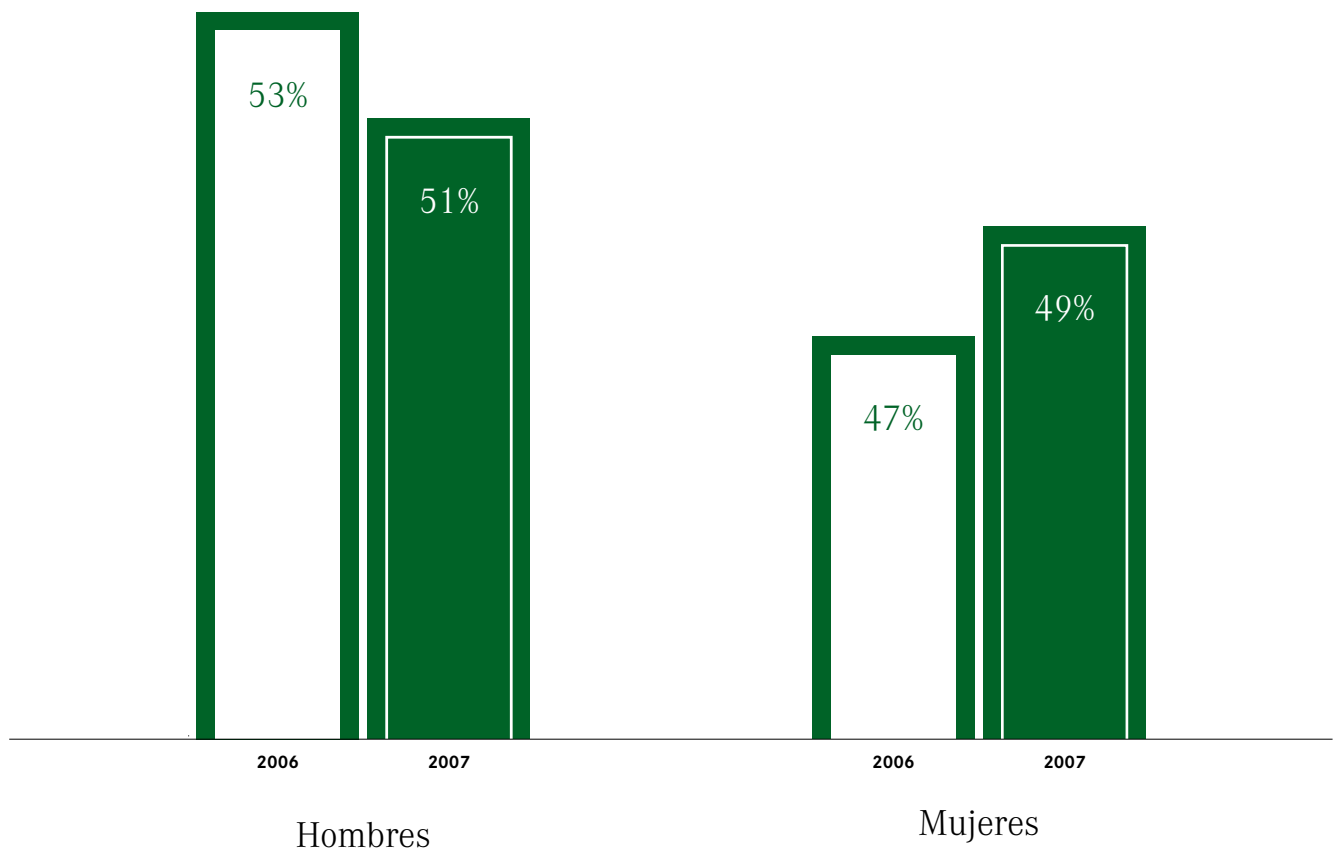
Fuente: BBVA



Porcentaje de distribución por género (31/12/2007)

Gráfico 11

Fuente: BBVA



de la cultura corporativa debe acompañarse de unos principios comunes de gestión aplicables en todas las Unidades de Negocio repartidas en el mundo. La multiculturalidad del Grupo exige saber combinar la globalidad con el respeto a las especificidades locales.

Para dar respuesta a este reto, el modelo de gestión de Recursos Humanos parte de un marco común para toda la organización, el “Manual de Políticas Corporativas” del Grupo BBVA, que ha sido diseñado con la flexibilidad necesaria que requiere su aplicación local. De esta forma se consigue que el Grupo actúe y sea percibido como una única entidad, al tiempo que se mejoran los resultados en cada uno de los países donde desarrolla su negocio.

Recursos Humanos facilita las herramientas y los medios para que sean las propias Unidades de Negocio las que utilicen directamente los distintos modelos de gestión de personas, permitiendo de este modo que actúen como verdaderos gestores de sus propios recursos.

Este modelo pivota en torno a la **gestión por competencias**, como elemento que busca favorecer el desarrollo profesional de las personas y que permite hacer énfasis en la creación de un estilo de dirección propio.

A tal efecto, cada unidad, conjuntamente con el área de Recursos Humanos, ha identificado los conocimientos y habilidades, en definitiva, las competencias, que se requieren para desempeñar con éxito cada uno de los **8.600 perfiles funcionales** existentes en el Grupo.

En BBVA el desarrollo profesional se concibe como una tarea compartida: por una parte, Recursos Humanos actúa como impulsor y soporte; por otra, cada responsable de equipo debe velar por el desarrollo de sus colaboradores; y, por último, se cuenta con la propia iniciativa de cada profesional, al que se le facilitan las herramientas oportunas para que pueda autodesarrollarse.

En tal sentido, cabe señalar que en el último proceso de valoración de competencias llevado a cabo en el Grupo se registraron más de **266.000 acciones individuales de desarrollo**.

En este sentido, conviene destacar el importante papel que juega la **formación** en una organización global como BBVA, al configurarse como un instrumento que favorece la integración de la diversidad de sus equipos.

La importancia que BBVA da a la formación queda patente en los más de 42 MM de euros que se van a invertir durante 2008. Por otra parte, la globalidad inherente

a la organización implica que la formación en **idiomas** sea un elemento esencial en nuestra Política de Formación, con una inversión que alcanza anualmente los 4 MM de euros. El modelo de gestión por competencias permite, entre otros, identificar los perfiles y los profesionales que requieren cursar este tipo de formación (**Gráfico 13**).

Todo lo anterior permite una gestión dinámica de carreras profesionales en el Grupo. En tal sentido, más de un 23% de la plantilla fue promocionada en 2007.

La **Política de Compensación** está definida dentro del marco de nuestra Cultura Corporativa, con una idea de flexibilidad y respetando la diversidad de entornos geográficos, teniendo en cuenta la especificidad de cada negocio y con cuatro objetivos claros:

- Un esquema de compensación basado en la generación de valor.
- Atraer y retener a los mejores profesionales.
- Estricto respeto a la Normativa vigente en cada país en los que estamos presentes.
- Compartir las mejores prácticas de Buen Gobierno.

La base de esta política principalmente busca un compromiso de todos los profesionales en la consecución de los objetivos fijados por el Grupo y su aplicación en la práctica se encuentra delegada a las propias Unidades.

BBVA no sería hoy lo que es sin la aportación de la gente que integra la organización, especialmente de su **Equipo Directivo**. Lo que caracteriza precisamente a un puesto como “directivo” no es la persona o su trayectoria, sino la importancia de la propia función.

Por su especial naturaleza se ha definido una política de gestión diferenciada de este colectivo en materia de:

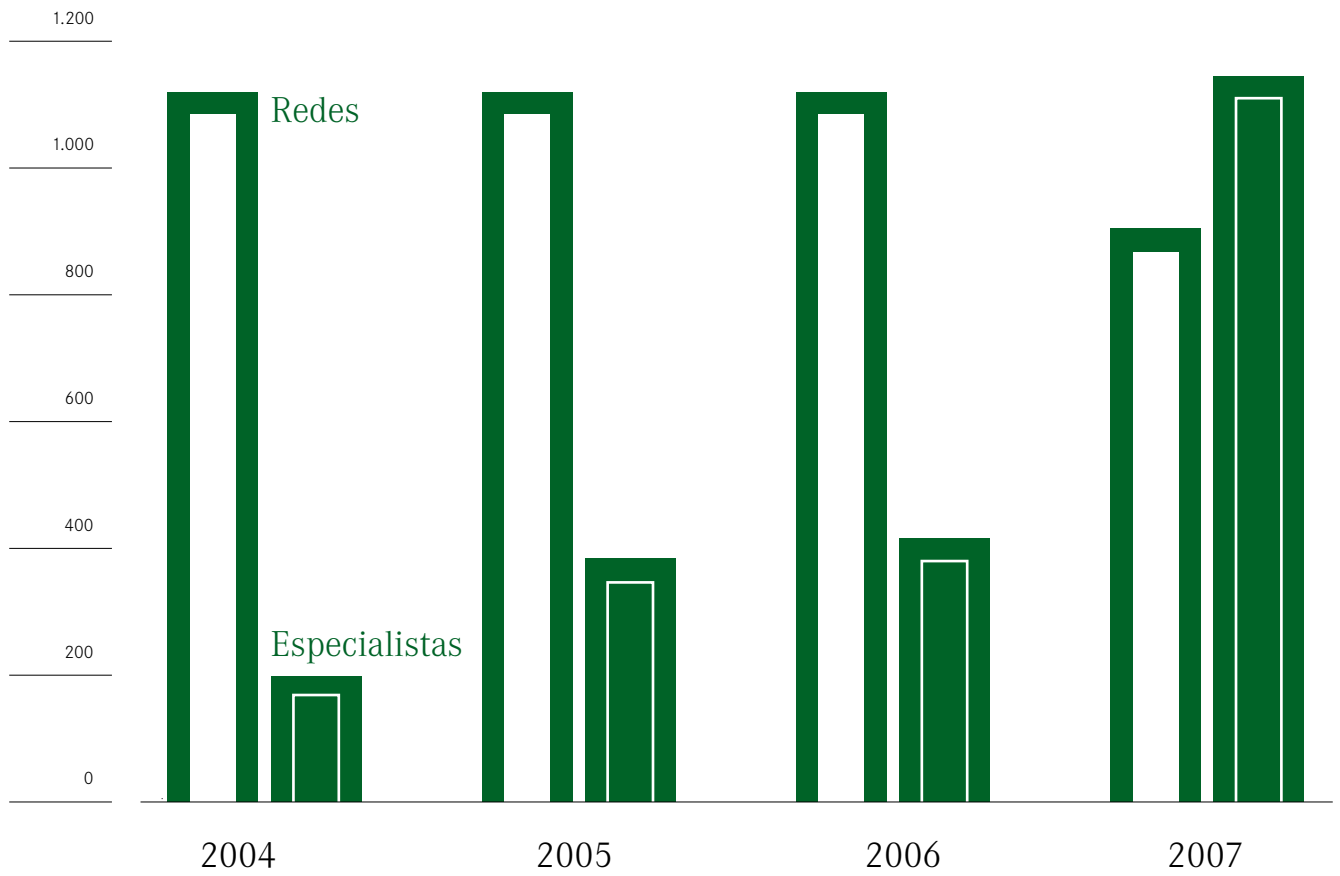
- Valoración de Competencias y Estilos Directivos
- Compensación
- Comunicación
- Formación

La actividad formativa del Equipo Directivo se desarrolla, básicamente, en la Escuela de Management, sita en Aranjuez (España), cuyo fin es imprimir en los directivos una visión global de la organización y una mejor comprensión del contexto competitivo. Con este objetivo, y en colaboración con Escuelas de Negocios punteras en los ranking internacionales, se imparten programas formativos de alto nivel.

Actividad de selección de España y Áreas Globales

Gráfico 12

Fuente: BBVA



Distribución de la inversión en formación 2008

Gráfico 13

Fuente: BBVA



Además, la Escuela de Management, permite conformar un **Estilo de Dirección** propio que nos identifica como equipo y nos hace diferentes de otras organizaciones.

En BBVA creemos en un entorno de trabajo que cree ilusión, y así hemos puesto en marcha **“Pasión por las personas”**.

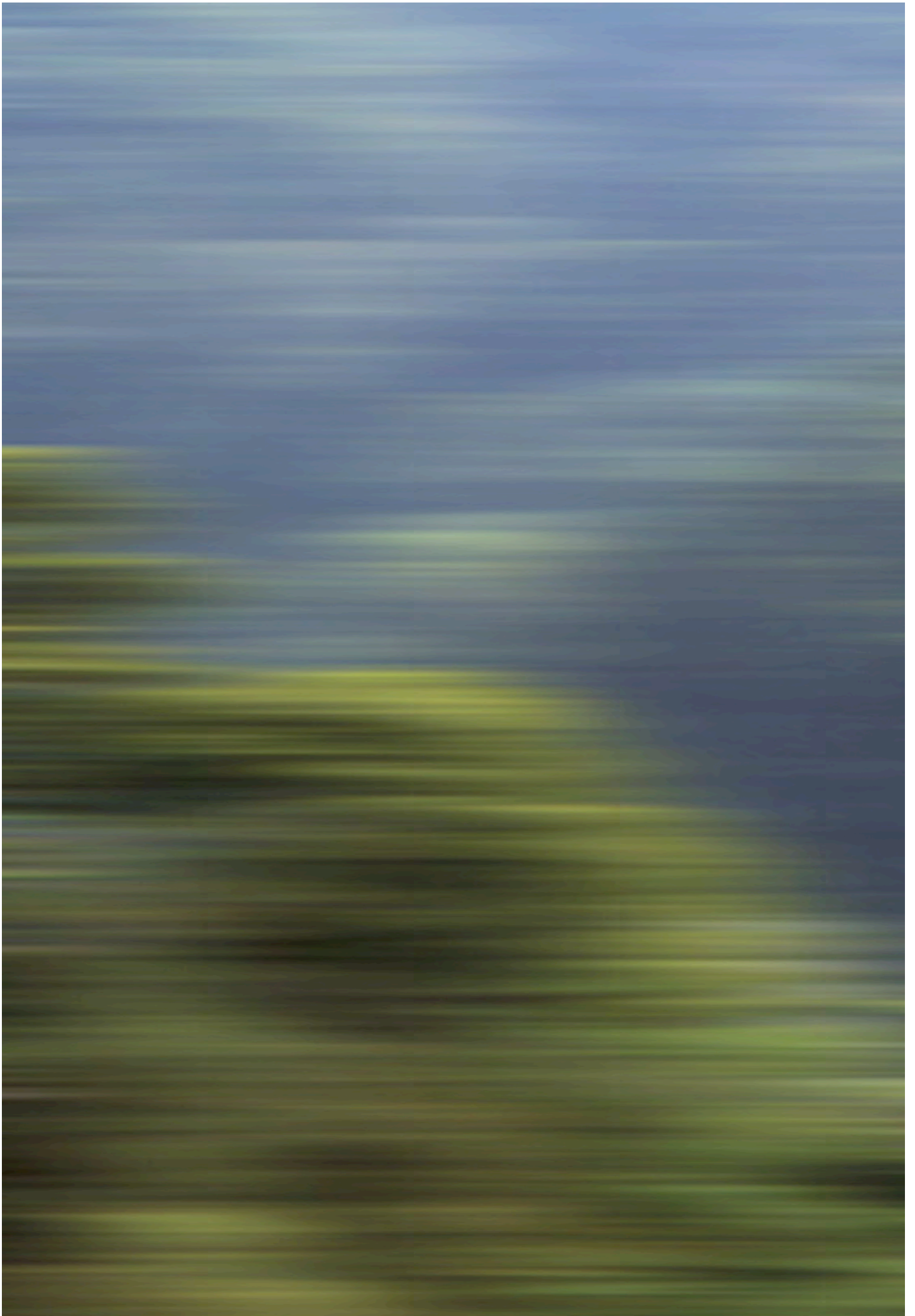
“Pasión por las Personas” es un elemento fundamental de la oferta de valor que el Grupo ofrece tanto a sus empleados actuales como a los potenciales, conjugando adecuadamente iniciativas racionales, normalmente de tipo económico, con otras de carácter emocional, más relacionadas con la satisfacción personal y el orgullo derivado de trabajar y ser parte de BBVA.

Dentro de este programa se encuadran, entre otros, proyectos tales como el sistema de retribución flexible, que ha sido definido y diseñado para **todos** los empleados del Grupo, independientemente de su nivel en la organi-

zación, las medidas de conciliación entre la vida laboral y profesional, las iniciativas de voluntariado social o el modelo de relación para el colectivo de prejubilados, jubilados y viudos/as de empleados del Banco, cuya cifra se aproxima en España a las 30.000 personas.

Para hacer realidad “Pasión por las Personas” se llevaron a cabo investigaciones exhaustivas sobre los deseos, inquietudes y demandas de los empleados. Para ello, se realizaron más de 3.280 entrevistas individuales y de 250 “*focus groups*”, en los que participaron 5.100 empleados.

En síntesis, en un mundo global, en BBVA creemos que las claves de la diferenciación, competitividad y sostenibilidad pasan por la excelencia en la gestión de las expectativas del capital humano, e intentamos, en la medida de lo posible, estar a la altura de las demandas de nuestra gente.



5

Anexo estadístico

Tasas de retorno total para el accionista en el IBEX-35
(empresas e índices ordenados para el año 2007)

Cuadro A.1

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media ^b Media ^b	
														1995-	2003-
														2007	2007
Acciona	-26,2	52,1	152,1	182,1	-19,2	-29,7	6,4	-3,0	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6
Gamesa	...	...	...	...	...	...	-39,8	1,4	70,0	21,1	22,7	70,4	54,3	22,1	46,0
Grifols	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	53,0	53,0	53,0
Bolsas y Merc. Esp.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8
Telefónica	11,4	84,4	46,8	54,0	104,3	-29	-11,1	-41,0	46,6	22,7	-1,2	31,2	41,7	20,8	27,0
Gas Natural	68,4	60,9	5,3	96,8	-25,7	-14,3	-2,5	-2,0	4,6	26,0	6,7	30,6	36,3	17,9	20,1
Red Eléctrica	...	...	...	...	...	70,0	7,5	-4,5	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0
Iberdrola	44,2	72,6	12,2	35,7	-11,8	0,0	13,0	-5,6	21,7	23,5	27,5	47,8	28,5	21,8	29,5
Altadis	34,2	24,1	124,9	46,6	-33,0	19,4	19,4	16,5	6,4	53,9	16,4	5,9	27,8	23,6	20,8
Unión Fenosa	41,8	100,6	8,0	72,4	19,7	14,7	-5,3	-29,4	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1
DAX 30 ^a	7,0	28,2	47,1	17,7	39,1	-7,5	-19,8	-43,9	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8
Enagas	...	...	...	...	...	...	...	...	52,6	46,0	32,3	13,9	16,0	31,3	31,3
Mercado Mundial ^a	16,8	13,1	13,4	21,7	32,5	-15,3	-16,2	-16,8	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3
IBEX 35 ^a	22,4	47,1	44,5	38,6	20,1	-20,5	-6,1	-26,5	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1
Iberia	...	...	...	...	...	...	...	27,9	66,3	13,1	-8,6	21,5	9,5	19,6	18,0
Dow Jones ^a	36,9	28,7	24,9	18,1	27,2	-4,8	-5,4	-15,0	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2
Banco Santander	25,9	41,4	88,0	14,2	34,1	3,3	-15,5	-28,2	48,6	0,3	26,0	30,8	8,1	17,9	21,6
FTSE 100 ^a	26,0	16,9	28,7	17,5	20,6	-8,2	-14,1	-22,2	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2
Bankinter	12,2	75,9	31,5	22,7	61,7	-26,4	-7,9	-26,3	41,8	23,6	22,4	29,7	7,3	17,0	24,5
S&P 500 ^a	37,6	23,0	33,4	28,6	21,0	-9,1	-11,9	-22,1	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8
Endesa	30,9	37,0	19,3	41,6	-11,2	-5,6	-0,4	-34,2	43,0	17,8	33,0	74,7	5,1	15,9	32,7
Abertis	52,1	41,3	23,1	24,1	-26,4	5,2	30,6	4,9	20,4	45,6	40,8	13,4	4,8	19,6	24,0
Inditex	...	...	...	...	...	...	...	5,7	-28,1	36,9	29,3	50,7	4,6	13,4	15,0
CAC-40 ^a	2,8	27,6	33,0	34,1	54,1	1,0	-20,3	-31,9	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3
Indra Sistemas	-42,1	14,4	445,4	121,5	40,8	8,0	-4,8	-31,4	58,4	25,3	35,3	15,2	3,3	28,3	26,1
Sogecable	...	...	...	...	...	-66,9	23,8	-67,1	223,5	18,1	4,6	-20,3	1,5	-9,9	26,5
Aguas de Barcelona	62,0	53,7	19,4	54,2	-22,2	-8,4	10,3	-29,5	27,3	34,0	20,7	58,5	0,6	17,7	26,8
ACS	5,7	12,9	312,6	53,0	-28,0	7,7	10,6	13,5	28,4	32,5	64,5	59,6	-2,6	30,5	34,2
Repsol YPF	14,6	29,1	33,5	18,8	54,7	-24,8	-1,6	-22,2	25,1	26,5	31,5	8,5	-4,9	12,2	16,5
BBVA	39,2	65,5	114,6	36,4	7,5	13,9	-10,6	-32,4	23,9	22,8	19,1	24,4	-5,3	20	16,4
Mapfre	27,4	18,8	3,9	-3,3	-27,9	27,9	-1,7	21,1	47,9	2,6	31,1	24,7	-9,7	10,7	17,5
Banco de Sabadell	...	...	...	...	...	...	...	-4,9	26,6	12,8	31,8	56,4	-10,3	16,6	21,4
Banco Popular Esp.	48,4	17,6	71,6	2,5	3,0	17,4	2,0	8,7	25,3	5,7	9,4	36,9	-12,6	16,3	11,6
Abengoa	...	...	63,8	68,4	0,0	61,4	-17,7	-17,6	5,4	28,1	72,7	125,6	-12,7	27,0	35,6
Cintra	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	21,7	37,3	-14,1	12,8	12,8
Telecinco	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	45,1	6,1	-14,8	9,5	9,5
Banco Esp. de Crédito	-9,2	19,6	49,3	24,7	40,2	-8,9	-3,6	-43,5	39,4	13,9	23,5	36,3	-17,9	9,1	17,0
Acerinox	0,2	57,3	22,4	-25,2	103,3	-15,9	20,5	-4,0	9,3	28,9	6,3	91,0	-25,6	14,9	16,3
Fomento	-27,2	31,4	93,3	82,7	-36,0	1,2	17,2	-6,3	39,5	24,9	39,1	65,3	-31,9	15,6	22,2
Grupo Ferrovial	...	...	...	...	...	-3,8	46,8	24,4	17,8	43,8	51,0	27,9	-34,1	18,1	16,6
Sacyr Vallehermoso	0,4	27,1	68,0	31,4	-42,3	-4,8	11,4	45,6	25,6	6,1	78,7	129,6	-40,1	17,6	26,8
Inmobiliaria Colonial	-52,6	-17,6	-44,7	14,6	-4,4	0,0	0,0	-39,3	213,3	-1,4	67,5	390,3	-62,3	2,5	57,1

NOTA: a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluidas en cada año.

b Calculada como una media geométrica.

Cuadro A.2 Tasas de retorno total para el accionista en el IBEX-35
(empresas e índices ordenados según la media 1995-2007)

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Media ^b	Media ^b
														1995-2007	2003-2007
Grifols	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	53,0	53,0	53,0
Bolsas y Merc. Esp.	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8
Red Eléctrica	...	...	...	...	...	70,0	7,5	-4,5	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0
Enagas	...	...	...	...	...	...	...	...	52,6	46,0	32,3	13,9	16,0	31,3	31,3
ACS	5,7	12,9	312,6	53,0	-28,0	7,7	10,6	13,5	28,4	32,5	64,5	59,6	-2,6	30,5	34,2
Acciona	-26,2	52,1	152,1	182,1	-19,2	-29,7	6,4	-3,0	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6
Indra Sistemas	-42,1	14,4	445,4	121,5	40,8	8,0	-4,8	-31,4	58,4	25,3	35,3	15,2	3,3	28,3	26,1
Abengoa	...	...	63,8	68,4	0,0	61,4	-17,7	-17,6	5,4	28,1	72,7	125,6	-12,7	27,0	35,6
Unión Fenosa	41,8	100,6	8,0	72,4	19,7	14,7	-5,3	-29,4	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1
Altadis	34,2	24,1	124,9	46,6	-33,0	19,4	19,4	16,5	6,4	53,9	16,4	5,9	27,8	23,6	20,8
Gamesa	...	...	...	...	...	...	-39,8	1,4	70,0	21,1	22,7	70,4	54,3	22,1	46,0
Iberdrola	44,2	72,6	12,2	35,7	-11,8	0,0	13,0	-5,6	21,7	23,5	27,5	47,8	28,5	21,8	29,5
Telefónica	11,4	84,4	46,8	54,0	104,3	-29	-11,1	-41,0	46,6	22,7	-1,2	31,2	41,7	20,8	27,0
BBVA	39,2	65,5	114,6	36,4	7,5	13,9	-10,6	-32,4	23,9	22,8	19,1	24,4	-5,3	20,0	16,4
Iberia	...	...	...	...	...	...	...	27,9	66,3	13,1	-8,6	21,5	9,5	19,6	18,0
Abertis	52,1	41,3	23,1	24,1	-26,4	5,2	30,6	4,9	20,4	45,6	40,8	13,4	4,8	19,6	24,0
Grupo Ferrovial	...	...	...	...	...	-3,8	46,8	24,4	17,8	43,8	51,0	27,9	-34,1	18,1	16,6
Gas Natural	68,4	60,9	5,3	96,8	-25,7	-14,3	-2,5	-2,0	4,6	26,0	6,7	30,6	36,3	17,9	20,1
Banco Santander	25,9	41,4	88,0	14,2	34,1	3,3	-15,5	-28,2	48,6	0,3	26,0	30,8	8,1	17,9	21,6
Aguas de Barcelona	62,0	53,7	19,4	54,2	-22,2	-8,4	10,3	-29,5	27,3	34,0	20,7	58,5	0,6	17,7	26,8
Sacyr Vallehermoso	0,4	27,1	68,0	31,4	-42,3	-4,8	11,4	45,6	25,6	6,1	78,7	129,6	-40,1	17,6	26,8
Bankinter	12,2	75,9	31,5	22,7	61,7	-26,4	-7,9	-26,3	41,8	23,6	22,4	29,7	7,3	17,0	24,5
Banco de Sabadell	...	...	...	...	...	...	...	-4,9	26,6	12,8	31,8	56,4	-10,3	16,6	21,4
Banco Popular Esp.	48,4	17,6	71,6	2,5	3,0	17,4	2,0	8,7	25,3	5,7	9,4	36,9	-12,6	16,3	11,6
IBEX 35^a	22,4	47,1	44,5	38,6	20,1	-20,5	-6,1	-26,5	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1
Endesa	30,9	37,0	19,3	41,6	-11,2	-5,6	-0,4	-34,2	43,0	17,8	33,0	74,7	5,1	15,9	32,7
Fomento	-27,2	31,4	93,3	82,7	-36,0	1,2	17,2	-6,3	39,5	24,9	39,1	65,3	-31,9	15,6	22,2
Acerinox	0,2	57,3	22,4	-25,2	103,3	-15,9	20,5	-4,0	9,3	28,9	6,3	91,0	-25,6	14,9	16,3
Inditex	...	...	...	...	...	...	...	5,7	-28,1	36,9	29,3	50,7	4,6	13,4	15,0
Cintra	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	21,7	37,3	-14,1	12,8	12,8
Dow Jones ^a	36,9	28,7	24,9	18,1	27,2	-4,8	-5,4	-15,0	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2
Repsol YPF	14,6	29,1	33,5	18,8	54,7	-24,8	-1,6	-22,2	25,1	26,5	31,5	8,5	-4,9	12,2	16,5
CAC-40^a	2,8	27,6	33,0	34,1	54,1	1,0	-20,3	-31,9	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3
S&P 500^a	37,6	23,0	33,4	28,6	21,0	-9,1	-11,9	-22,1	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8
DAX 30^a	7,0	28,2	47,1	17,7	39,1	-7,5	-19,8	-43,9	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8
Mercado Mundial^a	16,8	13,1	13,4	21,7	32,5	-15,3	-16,2	-16,8	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3
Mapfre	27,4	18,8	3,9	-3,3	-27,9	27,9	-1,7	21,1	47,9	2,6	31,1	24,7	-9,7	10,7	17,5
Telecinco	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	45,1	6,1	-14,8	9,5	9,5
FTSE 100^a	26,0	16,9	28,7	17,5	20,6	-8,2	-14,1	-22,2	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2
Banco Esp. de Crédito	-9,2	19,6	49,3	24,7	40,2	-8,9	-3,6	-43,5	39,4	13,9	23,5	36,3	-17,9	9,1	17,0
Inmobiliaria Colonial	-52,6	-17,6	-44,7	14,6	-4,4	0,0	0,0	-39,3	213,3	-1,4	67,5	390,3	-62,3	2,5	57,1
Sogecable	...	...	...	...	...	-66,9	23,8	-67,1	223,5	18,1	4,6	-20,3	1,5	-9,9	26,5

NOTA: a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluidas en cada año.
b Calculada como una media geométrica.

Tasas de retorno total para el accionista en el IBEX-35
(empresas e índices ordenados según la media 2003-2007)

Cuadro A.3

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	2003	2004	2005	2006	2007	Media ^b 1995- 2007	Media ^b 2003- 2007
<i>Inmobiliaria Colonial</i>	213,3	-1,4	67,5	390,3	-62,3	2,5	57,1
<i>Grífols</i>	...	...	...	...	53,0	53,0	53,0
<i>Bolsas y Merc. Esp.</i>	...	...	...	...	52,8	52,8	52,8
<i>Gamesa</i>	70,0	21,1	22,7	70,4	54,3	22,1	46,0
<i>Acciona</i>	26,0	38,1	48,0	52,0	55,8	29,4	43,6
<i>Red Eléctrica</i>	40,1	31,4	62,7	27,1	36,1	31,7	39,0
<i>Abengoa</i>	5,4	28,1	72,7	125,6	-12,7	27,0	35,6
<i>ACS</i>	28,4	32,5	64,5	59,6	-2,6	30,5	34,2
<i>Unión Fenosa</i>	22,5	33,8	66,2	21,9	25,9	26,1	33,1
<i>Endesa</i>	43,0	17,8	33,0	74,7	5,1	15,9	32,7
<i>Enagas</i>	52,6	46,0	32,3	13,9	16,0	31,3	31,3
<i>Iberdrola</i>	21,7	23,5	27,5	47,8	28,5	21,8	29,5
<i>Telefónica</i>	46,6	22,7	-1,2	31,2	41,7	20,8	27,0
<i>Aguas de Barcelona</i>	27,3	34,0	20,7	58,5	0,6	17,7	26,8
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	25,6	6,1	78,7	129,6	-40,1	17,6	26,8
<i>Sogecable</i>	223,5	18,1	4,6	-20,3	1,5	-9,9	26,5
<i>Indra Sistemas</i>	58,4	25,3	35,3	15,2	3,3	28,3	26,1
<i>Bankinter</i>	41,8	23,6	22,4	29,7	7,3	17,0	24,5
IBEX 35^a	32,2	21,1	22,0	36,0	10,7	16,1	24,1
<i>Abertis</i>	20,4	45,6	40,8	13,4	4,8	19,6	24,0
DAX 30^a	37,1	7,3	27,1	22,0	22,3	10,9	22,8
<i>Fomento</i>	39,5	24,9	39,1	65,3	-31,9	15,6	22,2
<i>Banco Santander</i>	48,6	0,3	26,0	30,8	8,1	17,9	21,6
<i>Banco de Sabadell</i>	26,6	12,8	31,8	56,4	-10,3	16,6	21,4
Mercado Mundial^a	37,8	17,9	13,6	23,8	15,1	10,7	21,3
<i>Altadis</i>	6,4	53,9	16,4	5,9	27,8	23,6	20,8
<i>Gas Natural</i>	4,6	26,0	6,7	30,6	36,3	17,9	20,1
<i>Iberia</i>	66,3	13,1	-8,6	21,5	9,5	19,6	18,0
<i>Mapfre</i>	47,9	2,6	31,1	24,7	-9,7	10,7	17,5
<i>Banco Esp. de Crédito</i>	39,4	13,9	23,5	36,3	-17,9	9,1	17,0
<i>Grupo Ferrovial</i>	17,8	43,8	51,0	27,9	-34,1	18,1	16,6
<i>Repsol YPF</i>	25,1	26,5	31,5	8,5	-4,9	12,2	16,5
<i>BBVA</i>	23,9	22,8	19,1	24,4	-5,3	20,0	16,4
<i>Acerinox</i>	9,3	28,9	6,3	91,0	-25,6	14,9	16,3
CAC-40^a	19,9	11,4	26,6	20,9	4,2	11,7	16,3
<i>Inditex</i>	-28,1	36,9	29,3	50,7	4,6	13,4	15,0
FTSE 100^a	17,9	11,2	20,8	14,4	7,4	9,4	14,2
<i>Cintra</i>	...	...	21,7	37,3	-14,1	12,8	12,8
S&P 500^a	28,7	10,9	4,9	15,8	5,5	11,3	12,8
Dow Jones^a	28,3	5,3	1,7	19,0	8,9	12,3	12,2
<i>Banco Popular Esp.</i>	25,3	5,7	9,4	36,9	-12,6	16,3	11,6
<i>Telecinco</i>	...	...	45,1	6,1	-14,8	9,5	9,5

NOTA: a Los índices de mercado fueron calculados teniendo en cuenta las empresas incluidas en cada año.

b Calculada como una media geométrica.

Ranking de las empresas españolas
con la mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007,
relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Cuadro A.4

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Tasa Absoluta		Tasa Estandarizada		Tasa Estandarizada	
	Puesto	%	Puesto	Eurozona	Puesto	Mundo
<i>Construcción y Auxiliar de Ferrocarril</i>	1	105,5	1	2,27	2	0,45
<i>Uralita</i>	17	23,7	2	1,79	14	0,11
<i>Iberia</i>	28	9,5	3	1,53	32	-0,11
<i>Telefónica</i>	10	41,7	4	1,44	21	0,03
<i>Grifols</i>	5	53,0	5	1,40	1	0,53
<i>Acumulador Tudor</i>	22	18,1	6	1,28	3	0,44
<i>Gas Natural</i>	12	36,3	7	1,23	20	0,04
<i>Bolsas y Mercados Españoles</i>	6	52,8	8	1,01	5	0,35
<i>Banco de Valencia</i>	26	9,8	9	0,94	13	0,11
<i>Acciona</i>	2	55,8	10	0,89	6	0,30
<i>Elecnor</i>	9	49,3	11	0,86	4	0,35
<i>Banco Santander</i>	30	8,1	12	0,86	16	0,07
<i>Vidrala</i>	18	21,7	13	0,82	17	0,06
<i>Bankinter</i>	31	7,3	14	0,81	18	0,05
<i>Papeles y Cartones de Europa</i>	46	-0,1	15	0,81	23	-0,03
<i>Técnicas Reunidas</i>	7	52,3	16	0,81	10	0,24
<i>Tubacex</i>	11	36,8	17	0,74	41	-0,27
<i>Altadis</i>	15	27,8	18	0,71	15	0,10
<i>Iberpapel Gestión</i>	49	-2,4	19	0,67	28	-0,10
<i>Red Eléctrica de España</i>	13	36,1	20	0,39	12	0,11
<i>Pescanova</i>	8	51,2	21	0,39	24	-0,05
<i>Sogecable</i>	41	1,5	22	0,29	27	-0,09
<i>Enagas</i>	23	16,0	23	0,27	35	-0,16
<i>Grupo Catalana Occidente</i>	70	-15,6	24	0,26	60	-0,45
<i>Inditex</i>	36	4,6	25	0,22	9	0,27
<i>Gamesa Corporación Tecnológica</i>	3	54,3	26	0,20	7	0,29
<i>Sotogrande</i>	37	4,0	27	0,20	29	-0,11
<i>General de Alquiler de Maquinaria</i>	4	53,9	28	0,20	8	0,28
<i>BBVA</i>	54	-5,3	29	0,18	39	-0,23
<i>Zeltia</i>	27	9,6	30	0,17	19	0,04
<i>Service Point Solutions</i>	43	1,0	31	0,17	38	-0,22
<i>Prosegur</i>	44	0,6	32	0,16	40	-0,23
<i>SOS Cuétara</i>	25	12,1	33	0,14	30	-0,11
<i>Indra Sistemas</i>	38	3,3	34	0,13	11	0,18
<i>Iberdrola</i>	14	28,5	35	0,13	22	-0,02
<i>Compañía Vinícola del Norte de España</i>	20	19,4	36	0,10	26	-0,09
<i>Banco Guipuzcoano</i>	57	-7,3	37	0,07	43	-0,28
<i>Grupo Empresarial Ence</i>	61	-12,2	38	0,06	55	-0,38
<i>Unión Fenosa</i>	16	25,9	39	0,03	25	-0,06
<i>Cepsa</i>	19	21,3	40	0,01	46	-0,31
<i>Amper</i>	40	1,5	41	-0,01	31	-0,11
<i>Cleop</i>	24	14,1	42	-0,01	48	-0,34
<i>PRISA</i>	48	-2,0	43	-0,06	34	-0,13
<i>Banco de Sabadell</i>	59	-10,3	44	-0,08	49	-0,35
<i>Viscofan</i>	39	3,1	45	-0,11	36	-0,16
<i>Barón de Ley</i>	32	7,1	46	-0,13	50	-0,36
<i>Parquesol Inmobiliaria</i>	64	-13,3	47	-0,14	52	-0,37
<i>Vocento</i>	52	-4,9	48	-0,14	37	-0,21
<i>Banco Popular Español</i>	62	-12,6	49	-0,19	56	-0,40
<i>Prim</i>	65	-13,4	50	-0,21	71	-0,61
<i>Duro Felguera</i>	21	19,1	51	-0,21	33	-0,13
<i>Tubos Reunidos</i>	29	8,1	52	-0,22	62	-0,50
<i>Dinamía Capital Privado</i>	56	-6,7	53	-0,26	45	-0,29
<i>Telecinco</i>	68	-14,8	54	-0,28	69	-0,61
<i>Abertis</i>	35	4,8	55	-0,33	58	-0,42

(continuación)

Cuadro A.4

Empresa	Tasa Absoluta		Tasa Estandarizada		Tasa Estandarizada	
	Puesto	%	Puesto	Eurozona	Puesto	Mundo
<i>Obrascón Huarte Laín</i>	47	-0,9	56	-0,33	66	0,57
<i>Corporación Mapfre</i>	58	-9,7	57	-0,35	42	-0,27
<i>ACS</i>	50	-2,6	58	-0,37	68	-0,60
<i>Corporación Financiera Alba</i>	73	-18,0	59	-0,43	51	-0,36
<i>Cie Automotive</i>	42	1,1	60	-0,43	44	-0,28
<i>Banco Español de Crédito</i>	72	-17,9	61	-0,46	64	-0,53
<i>Metrovacesa</i>	87	-31,2	62	-0,49	73	-0,63
<i>Zardoya Otis</i>	55	-5,3	63	-0,50	57	-0,41
<i>Itinere Infraestructuras</i>	51	-4,0	64	-0,50	70	-0,61
<i>Repsol YPF</i>	53	-4,9	65	-0,53	91	-0,96
<i>Mecalux</i>	60	-10,7	66	-0,56	61	-0,48
<i>Abengoa</i>	63	-12,7	67	-0,59	79	-0,75
<i>Cementos Portland Valderribas</i>	76	-23,0	68	-0,63	65	-0,55
<i>Tecnocom</i>	84	-28,9	69	-0,65	89	-0,89
<i>Banco de Vasconia</i>	75	-22,3	70	-0,68	72	-0,63
<i>Cintra</i>	67	-14,1	71	-0,69	87	-0,83
<i>Logista</i>	33	5,7	72	-0,71	67	-0,60
<i>Endesa</i>	34	5,1	73	-0,71	59	-0,43
<i>Aguas de Barcelona</i>	45	0,6	74	-0,72	76	-0,67
<i>Testa Inmuebles en Renta</i>	98	-44,3	75	-0,75	88	-0,83
<i>NH Hoteles</i>	71	-17,9	76	-0,80	74	-0,65
<i>Faes Farma</i>	74	-22,2	77	-0,81	83	-0,77
<i>Natra</i>	77	-23,9	78	-0,85	47	-0,32
<i>Banco de Castilla</i>	79	-25,6	79	-0,85	77	-0,70
<i>Banco Pastor</i>	81	-26,8	80	-0,91	78	-0,73
<i>Avanzit</i>	96	-41,9	81	-0,92	101	-1,22
<i>Renta Corporación Real Estate</i>	100	-54,7	82	-0,95	92	-0,99
<i>La Seda de Barcelona</i>	80	-26,2	83	-0,95	82	-0,76
<i>Banco de Galicia</i>	82	-27,9	84	-0,97	80	-0,75
<i>Banco de Andalucía</i>	83	-28,1	85	-0,98	81	-0,76
<i>Adolfo Domínguez</i>	99	-47,4	86	-0,99	102	-1,35
<i>FCC</i>	88	-31,9	87	-1,00	93	-1,05
<i>Befesa Medio Ambiente</i>	90	-32,4	88	-1,05	105	-1,70
<i>Grupo Ferrovial</i>	92	-34,1	89	-1,05	96	-1,08
<i>Campofrío Alimentación</i>	89	-32,2	90	-1,08	53	-0,37
<i>Inmobiliaria Colonial</i>	103	-62,3	91	-1,10	97	-1,10
<i>Banco de Crédito Balear</i>	86	-30,6	92	-1,11	86	-0,82
<i>Ebro Puleva</i>	91	-33,4	93	-1,11	54	-0,38
<i>Antena 3</i>	94	-38,4	94	-1,12	103	-1,36
<i>Corporación Dermoestética</i>	69	-15,5	95	-1,13	90	-0,93
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	95	-40,1	96	-1,18	100	-1,17
<i>Unipapel</i>	66	-13,8	97	-1,33	75	-0,66
<i>Acerinox</i>	78	-25,6	98	-1,34	84	-0,77
<i>Miquel y Costas</i>	93	-35,9	99	-1,43	95	-1,07
<i>Astroc Mediterráneo</i>	105	-87,4	100	-1,59	104	-1,48
<i>Sol Meliá</i>	85	-30,1	101	-1,64	85	-0,79
<i>Natraceutical</i>	101	-56,0	102	-1,73	63	-0,52
<i>Tavex Algodonera</i>	97	-44,1	103	-1,81	98	-1,16
<i>Ercros</i>	102	-58,3	104	-1,91	94	-1,07
<i>Vueling Airlines</i>	104	-72,6	105	-2,41	99	-1,17

NOTA: El coeficiente de correlación de Pearson entre la tasa estandarizada en la Eurozona y la tasa estandarizada en el mundo es del 84,2 por ciento

Ranking por sector de las empresas españolas
con la mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2007,
relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Cuadro A.5

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Sector	Tasa Absoluta	Tasa Estandarizada	
			Eurozona	Mundo
<i>Tubacex</i>	<i>Acero</i>	36,8	0,74	-0,27
<i>Tubos Reunidos</i>	<i>Acero</i>	8,1	-0,22	-0,50
<i>Acerinox</i>	<i>Acero</i>	-25,6	-1,34	-0,77
<i>Aguas de Barcelona</i>	<i>Agua</i>	0,6	-0,72	-0,67
<i>SOS Cuétara</i>	<i>Alimentación</i>	12,1	0,14	-0,11
<i>Viscofán</i>	<i>Alimentación</i>	3,1	-0,11	-0,16
<i>Natra</i>	<i>Alimentación</i>	-23,9	-0,85	-0,32
<i>Campofrío Alimentación</i>	<i>Alimentación</i>	-32,2	-1,08	-0,37
<i>Ebro Puleva</i>	<i>Alimentación</i>	-33,4	-1,11	-0,38
<i>Natraceutical</i>	<i>Alimentación</i>	-56,0	-1,73	-0,52
<i>Banco de Valencia</i>	<i>Banca</i>	9,8	0,94	0,11
<i>Banco Santander</i>	<i>Banca</i>	8,1	0,86	0,07
<i>Bankinter</i>	<i>Banca</i>	7,3	0,81	0,05
<i>BBVA</i>	<i>Banca</i>	-5,3	0,18	-0,23
<i>Banco Guipuzcoano</i>	<i>Banca</i>	-7,3	0,07	-0,28
<i>Banco de Sabadell</i>	<i>Banca</i>	-10,3	-0,08	-0,35
<i>Banco Popular Español</i>	<i>Banca</i>	-12,6	-0,19	-0,40
<i>Banco Español de Crédito</i>	<i>Banca</i>	-17,9	-0,46	-0,53
<i>Banco de Vasconia</i>	<i>Banca</i>	-22,3	-0,68	-0,63
<i>Banco de Castilla</i>	<i>Banca</i>	-25,6	-0,85	-0,70
<i>Banco Pastor</i>	<i>Banca</i>	-26,8	-0,91	-0,73
<i>Banco de Galicia</i>	<i>Banca</i>	-27,9	-0,97	-0,75
<i>Banco de Andalucía</i>	<i>Banca</i>	-28,1	-0,98	-0,76
<i>Banco de Crédito Balear</i>	<i>Banca</i>	-30,6	-1,11	-0,82
<i>Grifols</i>	<i>Biotecnología</i>	53,0	1,40	0,53
<i>Cie Automotive</i>	<i>Componentes de automóvil</i>	1,1	-0,43	-0,28
<i>Inditex</i>	<i>Confeción y moda</i>	4,6	0,22	0,27
<i>Adolfo Domínguez</i>	<i>Confeción y moda</i>	-47,4	-0,99	-1,35
<i>Acciona</i>	<i>Construcción</i>	55,8	0,89	0,30
<i>Técnicas Reunidas</i>	<i>Construcción</i>	52,3	0,81	0,24
<i>Cleop</i>	<i>Construcción</i>	14,1	-0,01	-0,34
<i>Obrascón Huarte Lain</i>	<i>Construcción</i>	-0,9	-0,33	-0,57
<i>ACS</i>	<i>Construcción</i>	-2,6	-0,37	-0,60
<i>Abengoa</i>	<i>Construcción</i>	-12,7	-0,59	-0,75
<i>FCC</i>	<i>Construcción</i>	-31,9	-1,00	-1,05
<i>Grupo Ferrovial</i>	<i>Construcción</i>	-34,1	-1,05	-1,08
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	<i>Construcción</i>	-40,1	-1,18	-1,17
<i>Vidrala</i>	<i>Contenedores</i>	21,7	0,82	0,06
<i>Elecnor</i>	<i>Electricidad^a</i>	49,3	0,86	0,35
<i>Red Eléctrica de España</i>	<i>Electricidad</i>	36,1	0,39	0,11
<i>Iberdrola</i>	<i>Electricidad</i>	28,5	0,13	-0,02
<i>Unión Fenosa</i>	<i>Electricidad</i>	25,9	0,03	-0,06
<i>Endesa</i>	<i>Electricidad</i>	5,1	-0,71	-0,43
<i>Amper</i>	<i>Equipos de telecomunicaciones</i>	1,5	-0,01	-0,11
<i>Tecnocom</i>	<i>Equipos de telecomunicaciones</i>	-28,9	-0,65	-0,89
<i>Avanzit</i>	<i>Equipos de telecomunicaciones</i>	-41,9	-0,92	-1,22
<i>Prim</i>	<i>Equipos médicos</i>	-13,4	-0,21	-0,61
<i>Zeltia</i>	<i>Farmacia</i>	9,6	0,17	0,04
<i>Faes Farma</i>	<i>Farmacia</i>	-22,2	-0,81	-0,77
<i>Gas Natural</i>	<i>Gas</i>	36,3	1,23	0,04
<i>Enagas</i>	<i>Gas</i>	16,0	0,27	-0,16
<i>NH Hoteles</i>	<i>Hoteles</i>	-17,9	-0,80	-0,65
<i>Sol Meliá</i>	<i>Hoteles</i>	-30,1	-1,64	-0,79
<i>Sotogrande</i>	<i>Inmobiliario</i>	4,0	0,20	-0,11

(continuación)

Cuadro A.5

Empresa	Sector	Tasa Absoluta	Tasa Estandarizada	
			Eurozona	Mundo
Parquesol Inmobilia	Inmobiliario	-13,3	-0,14	-0,37
Metrovacesa	Inmobiliario	-31,2	-0,49	-0,63
Testa Inmuebles en Renta	Inmobiliario	-44,3	-0,75	-0,83
Renta Corporación Real Estate	Inmobiliario	-54,7	-0,95	-0,99
Inmobiliaria Colonial	Inmobiliario	-62,3	-1,10	-1,10
Astroc Mediterráneo	Inmobiliario	-87,4	-1,59	-1,48
Iberia	Líneas Aéreas	9,5	1,53	-0,11
Vueling Airlines	Líneas Aéreas	-72,6	-2,41	-1,17
Gamesa	Maquinaria	54,3	0,20	0,29
General de Alquiler de Maquinaria	Maquinaria ^a	53,9	0,20	0,28
Duro Felguera	Maquinaria	19,1	-0,21	-0,13
Zardoya Otis	Maquinaria	-5,3	-0,50	-0,41
Mecalux	Maquinaria	-10,7	-0,56	-0,48
Uralita	Material de construcción	23,7	1,79	0,11
Cementos Portland Valderribas	Material de construcción	-23,0	-0,63	-0,55
Construcción y Auxiliar de Ferrocarril	Material de transporte	105,5	2,27	0,45
Sogecable	Medios	1,5	0,29	-0,09
Telecinco	Medios	-14,8	-0,28	-0,61
Antena 3	Medios	-38,4	-1,12	-1,36
Papeles y Cartones de Europa	Papel	-0,1	0,81	-0,03
Iberpapel Gestión	Papel	-2,4	0,67	-0,10
Grupo Empresarial Ence	Papel	-12,2	0,06	-0,38
Miquel y Costas	Papel	-35,9	-1,43	-1,07
Pescanova	Pesca	51,2	0,39	-0,05
Cepsa	Petróleo	21,3	0,01	-0,31
Repsol YPF	Petróleo	-4,9	-0,53	-0,96
Acumulador Tudor	Productos del hogar ^a	18,1	1,28	0,44
Unipapel	Productos del hogar	-13,8	-1,33	-0,66
PRISA	Publicaciones y medios	-2,0	-0,06	-0,13
Vocento	Publicaciones y medios	-4,9	-0,14	-0,21
Ercros	Química especial	-58,3	-1,91	-1,07
Grupo Catalana Occidente	Seguros de accidentes	-15,6	0,26	-0,45
Corporación Mapfre	Seguros en general	-9,7	-0,35	-0,27
Service Point Solutions	Servicios a las empresas	1,0	0,17	-0,22
Prosegur	Servicios a las empresas	0,6	0,16	-0,23
Indra Sistemas	Servicios de información	3,3	0,13	0,18
Bolsas y Mercados Españoles	Servicios de inversión	52,8	1,01	0,35
Corporación Dermoeológica	Servicios de salud	-15,5	-1,13	-0,93
Abertis	Servicios de transporte ^a	4,8	-0,33	-0,42
Itinere Infraestructuras	Servicios de transporte ^a	-4,0	-0,50	-0,61
Cintra	Servicios de transporte ^a	-14,1	-0,69	-0,83
Dinamia Capital Privado	Servicios financieros	-6,7	-0,26	-0,29
Corporación Financiera Alba	Servicios financieros	-18,0	-0,43	-0,36
Altadis	Tabacos	27,8	0,71	0,10
Logista	Tabacos	5,7	-0,71	-0,60
Telefónica	Telecomunicaciones	41,7	1,44	0,03
La Seda de Barcelona	Textil	-26,2	-0,95	-0,76
Tavex Algodonera	Textil	-44,1	-1,81	-1,16
Befesa Medio Ambiente	Tratamiento de residuos	-32,4	-1,05	-1,70
CVNE	Vinos	19,4	0,10	-0,09
Barón de Ley	Vinos	7,1	-0,13	-0,36

NOTA: ^a La clasificación sectorial es la empleada por Datastream International. En el caso de estas empresas no se corresponde con la actividad exacta de las mismas, pero hemos preferido no corregirla puesto que los inversores internacionales consultan esta base de datos y toman decisiones de acuerdo con las clasificaciones contenidas en ella.

Ranking de las empresas españolas con mejor recomendación media*
por parte de los analistas de bolsa durante 2007,
relativa a las empresas del sector en la Eurozona.

Cuadro A.6

Fuente: I/B/E/S (Institutional Brokers Estimates System) a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Número de Recomendaciones			Recomendación Media		
	Absoluto	Estandarizado	Estandarizado	Absoluto	Estandarizado	Estandarizado
		Eurozona	Mundo		Eurozona	Mundo
<i>Nicolás Correa</i>	1	-1,03	-0,80	1,00	-1,57	-1,42
<i>Grupo Catalana Occidente</i>	6	-0,87	-0,49	1,50	-1,50	-1,16
<i>Arcelormittal</i>	1	-0,73	-0,71	1,00	-1,44	-1,28
<i>La Seda de Barcelona</i>	7	-0,47	0,05	1,43	-1,41	-0,90
<i>Unipapel</i>	2	-0,89	-0,60	1,00	-1,32	-1,31
<i>Pescanova</i>	5	-0,21	-0,02	1,20	-1,25	-1,28
<i>PRISA</i>	17	1,08	1,58	1,53	-1,07	-0,98
<i>Service Point</i>	3	-0,54	-0,45	1,33	-1,01	-1,03
<i>Almirall</i>	10	0,32	0,65	1,60	-1,01	-0,75
<i>Banco Santander</i>	32	1,58	2,63	1,72	-0,98	-0,88
<i>Construcción y Auxiliar de Ferrocarril</i>	2	-0,66	-0,61	1,50	-0,83	-0,84
<i>BBVA</i>	35	1,85	2,96	1,86	-0,79	-0,70
<i>ACS</i>	20	1,69	2,55	1,55	-0,79	-0,69
<i>Cintra</i>	21	1,14	2,20	1,86	-0,67	-0,62
<i>Campofrío</i>	9	0,31	0,68	1,67	-0,66	-0,71
<i>Ferrovial</i>	19	1,54	2,38	1,63	-0,66	-0,59
<i>Cie Automotive</i>	3	-0,47	-0,37	1,67	-0,62	-0,52
<i>Tubacex</i>	13	0,68	1,15	1,69	-0,62	-0,61
<i>Natra</i>	7	0,05	0,33	1,71	-0,61	-0,66
<i>Técnicas Reunidas</i>	12	0,49	1,16	1,67	-0,59	-0,54
<i>Amper</i>	5	-0,57	-0,43	1,80	-0,56	-0,59
<i>FCC</i>	20	1,69	2,55	1,70	-0,55	-0,50
<i>Clínica Baviera</i>	8	0,05	0,34	2,00	-0,50	-0,22
<i>Ebro Puleva</i>	15	1,11	1,75	1,80	-0,50	-0,55
<i>Viscofan</i>	10	0,45	0,86	1,80	-0,50	-0,55
<i>Renta Corporación</i>	7	0,45	0,42	1,86	-0,49	-0,30
<i>Corporación Financiera Alba</i>	10	0,95	1,26	1,80	-0,46	-0,41
<i>Telefónica</i>	40	2,36	3,41	1,93	-0,39	-0,43
<i>Enagas</i>	25	1,28	2,45	2,04	-0,39	-0,21
<i>Papeles y Cartones</i>	8	0,23	0,73	2,00	-0,39	-0,23
<i>OHL</i>	11	0,34	0,98	1,82	-0,35	-0,36
<i>Abertis Infraestructuras</i>	24	2,02	2,91	1,96	-0,33	-0,30
<i>Sol Meliá</i>	19	2,14	2,63	1,89	-0,33	-0,25
<i>Vidrala</i>	8	0,29	0,79	1,88	-0,22	-0,28
<i>Mecalux</i>	8	1,50	1,12	1,75	-0,21	-0,18
<i>Realía Business</i>	12	1,54	1,49	2,08	-0,20	-0,02
<i>Grífols</i>	11	0,45	0,81	2,27	-0,16	0,14
<i>General de Alquiler de Maquinaria</i>	10	0,96	1,45	1,80	-0,14	-0,33
<i>Barón de Ley</i>	11	0,41	0,49	2,45	-0,12	-0,06
<i>Corporación Dermoeástica</i>	13	0,72	1,13	2,31	-0,10	0,19
<i>Bolsas y Mercados</i>	13	1,62	1,65	2,08	-0,03	-0,18
<i>Inditex</i>	26	2,43	3,93	2,38	-0,02	0,19
<i>Red Eléctrica</i>	24	1,19	2,32	2,42	0,03	0,22
<i>Iberia</i>	20	1,19	1,72	2,60	0,05	0,15
<i>Ence</i>	12	0,98	1,63	2,58	0,16	0,39
<i>Azkoyen</i>	6	-0,34	0,14	2,33	0,19	0,27
<i>Altadis</i>	15	0,90	1,07	2,80	0,19	0,36
<i>Logista</i>	13	0,79	1,33	2,62	0,23	0,51
<i>Solaria Energía</i>	6	-0,36	-0,12	2,50	0,23	0,29
<i>Sogecable</i>	25	2,08	2,85	2,44	0,24	0,22
<i>Gamesa</i>	24	1,64	2,54	2,71	0,25	0,67
<i>Tecnocom</i>	2	-0,66	-0,61	2,50	0,25	0,33
<i>Vocento</i>	12	1,33	1,92	2,17	0,32	0,13
<i>Grupo Duro Felguera</i>	4	-0,72	-0,32	2,50	0,34	0,21
<i>Tavex Algodonera</i>	3	-0,58	-0,36	2,67	0,34	0,54
<i>Reyal Urbis</i>	2	-0,64	-0,65	2,50	0,37	0,51
<i>Dinamia</i>	4	-0,07	0,02	2,25	0,39	0,04

(continuación)

Cuadro A.6

Empresa	Número de Recomendaciones			Recomendación Media		
	Absoluto	Estandarizado	Estandarizado	Absoluto	Estandarizado	Estandarizado
		Eurozona	Mundo		Eurozona	Mundo
<i>Cementos Portland</i>	9	0,64	0,70	2,56	0,41	0,43
<i>Iberdrola</i>	30	1,54	3,24	2,63	0,44	0,41
<i>Banco Pastor</i>	17	0,23	0,94	2,82	0,50	0,61
<i>Unión Fenosa</i>	26	1,18	2,69	2,73	0,57	0,51
<i>Telecinco</i>	29	2,57	3,48	2,69	0,60	0,55
<i>Banco Español</i>	21	0,59	1,39	2,90	0,61	0,71
<i>Tubos Reunidos</i>	4	-0,33	-0,20	2,75	0,70	0,71
<i>Indra Sistemas</i>	21	0,71	3,40	2,14	0,71	-0,13
<i>Zeltia</i>	11	0,43	0,91	3,00	0,71	0,96
<i>Adolfo Dominguez</i>	4	-0,45	-0,18	3,00	0,74	0,94
<i>Uralita</i>	11	1,32	1,27	2,82	0,80	0,91
<i>Endesa</i>	25	1,10	2,55	2,92	0,82	0,71
<i>Banco Popular</i>	28	1,22	2,18	3,07	0,84	0,94
<i>Repsol YPF</i>	35	2,21	3,81	3,17	0,85	1,05
<i>Aguas de Barcelona</i>	17	1,33	2,06	3,24	0,88	1,29
<i>Miquel y Costas</i>	5	-0,33	0,07	3,40	0,92	1,27
<i>Mapfre</i>	12	-0,37	0,13	3,00	0,93	0,79
<i>Acciona</i>	16	2,41	2,34	2,94	0,97	1,06
<i>Abengoa</i>	15	0,90	1,82	2,93	0,99	1,03
<i>NH Hoteles</i>	19	2,60	3,19	2,89	1,01	0,88
<i>Parquesol Inmobiliaria</i>	1	-0,86	-0,87	3,00	1,05	1,14
<i>Prosegur</i>	15	1,18	1,04	2,27	1,15	0,41
<i>Unión Europea de Inversiones</i>	1	-0,81	-0,77	3,00	1,16	0,94
<i>CVNE</i>	1	-0,83	-0,94	4,00	1,27	1,80
<i>Banco de Sabadell</i>	26	1,04	1,95	3,42	1,31	1,42
<i>Gas Natural</i>	25	1,10	2,55	3,32	1,35	1,12
<i>Acerinox</i>	21	1,90	2,69	3,29	1,36	1,32
<i>Vueling Airlines</i>	7	-0,42	-0,22	3,71	1,39	1,52
<i>Antena 3</i>	27	1,27	1,98	3,37	1,39	1,33
<i>Natraceutical</i>	7	0,12	0,43	3,57	1,45	1,52
<i>Bankinter</i>	24	0,86	1,73	3,58	1,52	1,63
<i>Metrovacesa</i>	15	2,19	2,13	3,40	1,59	1,64
<i>Sacyr Vallehermoso</i>	17	2,63	2,56	3,41	1,60	1,65
<i>Zardoya Otis</i>	11	0,58	0,99	3,55	1,68	1,61
<i>Ercros</i>	3	-0,55	-0,42	4,00	1,77	2,18
<i>Fadesa Inmobiliaria</i>	5	0,05	0,29	3,40	1,87	1,63
<i>Faes</i>	5	-0,31	-0,09	4,20	1,98	2,42
<i>Cepsa</i>	9	-0,19	0,29	4,33	2,12	2,35
<i>Bodegas Riojanas</i>	1	-0,83	-0,94	5,00	2,17	3,00
<i>Paternina</i>	1	-0,83	-0,94	5,00	2,17	3,00
<i>Sos Cuétara</i>	10	0,45	0,86	4,00	2,28	2,09
<i>Inmobiliaria Colonial</i>	5	-0,31	-0,09	4,60	2,40	2,90
<i>Iberpapel</i>	1	-1,07	-0,83	5,00	2,42	3,00
<i>Jazztel</i>	12	0,01	0,34	4,25	2,48	2,41
<i>Avanzit</i>	2	-0,69	-0,49	5,00	2,59	3,37
<i>Europistas</i>	1	-0,83	-0,83	5,00	2,73	3,52
<i>Banco Valencia</i>	2	-1,12	-0,75	4,50	2,76	2,88
<i>Dogi Internacional</i>	3	-0,58	-0,36	4,67	2,77	2,96
<i>Fersa</i>	1	-0,93	-0,79	5,00	2,86	3,10
<i>Puleva Biotech</i>	1	-0,79	-0,77	5,00	2,95	3,24
<i>Prim</i>	1	-0,79	-0,77	5,00	2,95	3,24
<i>Sniace</i>	1	-0,79	-0,77	5,00	2,95	3,24
<i>Banco Guipuzcoano</i>	1	-1,21	-0,86	5,00	3,44	3,56

NOTA: La recomendación media se calculó dando estos valores: "strong buy"=1, "buy"=2, "hold"=3, "underperform"=4, y "sell"=5.

El coeficiente de correlación de Pearson entre la recomendación media estandarizada en la Eurozona y la recomendación media estandarizada en el mundo es del 98,0 %.

La recomendación media de 1 es la mejor, y la de 5 la peor.

6. Bibliografía

Banco de España (2008) *Balanza de pagos y posición de inversión internacional de España, 2007*.

Banco Mundial (2008) *Perspectivas económicas mundiales 2008*.

Bastida Domínguez M. (2007) *El capital humano internacional como fuente de ventaja competitiva*. Boletín Económico de ICE nº 2917.

Boston Consulting Group (2008) *The 2008 BCG 100. New Global Challengers. How top companies from rapidly developing economies are changing the world*.

Canals C. y Noguer M. (2007) *La Inversión Extranjera Directa en España: ¿qué podemos aprender del tigre celta?*. Documentos de economía La Caixa nº 07 (Julio 2007).

Chislett William (2008) *Spain, Going Places: Economic, Political, and Social Progress, 1975-2008*. Madrid: Telefónica.

Dirección General de Comercio e Inversiones (2008) *Flujos de Inversiones exteriores directas 2007*.

FMI (2008): *World Economic Outlook, Housing and the Business Cycle*. WEO April 2008. IMF, Washington.

FMI (2007) *El alza del petróleo es un reto para las autoridades económicas*. Boletín FMI vol. 36, nº 14.

Goldman Sachs. Jim O'Neill, Erik F. Nielsen y Saleem Bakaj (2008) *In defence of Sovereign Wealth Funds*. Global Economics Paper No: 167.

Guillén, M. F. (2006) *El auge de la empresa multinacional española*. Marcial Pons.

Guillén, M.F. (2004) *La internacionalización de las empresas españolas*. Información Comercial Española, 810, pp. 211-224.

Martín Arnaiz J. L. (2006) *La conexión entre el capital humano y la competitividad en los países de la OCDE*. Boletín Económico de ICE nº 2901, págs 25-31.

Ministerio de Industria, Turismo y Comercio (2008) *España y sus empresas en el mundo*.

OCDE (2008) *OECD Compendium of Productivity Indicators 2008* del OECD Statistics Directorate y el OECD Directorate for Science, Technology and Industry.

OMC (2008): *World Trade Report, 2008*. Trade in a Globalizing World. World Trade Organization, Geneva.

Proudfoot Consulting (2007) *2007 Productivity Report: An international study of company-level productivity. A search for hidden value in large corporations.*

Quer Ramón D., Claver Cortés E. y Rienda garcía L. (2007) *Multinacionales chinas. El reto del escenario global.* Boletín Económico de ICE nº 2925, pags 11-24 (noviembre 2007).

The Economist (2008) *The challengers.* The Economist, 10 de enero de 2008.
Disponibile en “http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=10496684”.

The Economist (2008) *Wind of change.* The Economist, 10 de enero de 2008.
Disponibile en “http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=10498492&fsrc=rss”.

The Economist (2007) *They're behind you.* The Economist, 6 de diciembre de 2007.
Disponibile en “http://www.economist.com/business/displaystory.cfm?story_id=10264076”.

UNCTAD (2008): *FDI surged to record levels in 2007.* UNCTAD Investment Brief, nº 1-2008.

UNCTAD (2007) *World Investment Report 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development.*

World Economic Forum (2008) *Global Risks 2008. A Global Risk Report.*
Global Risk Network of the WEF.

Williamson, J. (2008). *Largest mergers and acquisitions by corporations, 2007.* (RL34375). Washington, DC: Congressional Research Service.

Zozaya González N. (2007) *La productividad empresarial en España.* Dirección General de Política de la PYME.

7. Publicaciones recientes del Círculo de Empresarios

Documentos Círculo de Empresarios, *PGE-09: credibilidad escasa y austeridad insuficiente*, septiembre/octubre 2008.

Documentos Círculo de Empresarios, *Próxima estación: la Economía del Conocimiento*, agosto/septiembre 2008.

Libro Marrón 2008, *1989-2007 Una reflexión de la política de defensa de la competencia*, septiembre 2008.

Documentos Círculo de Empresarios, *La calidad institucional, elemento básico para garantizar la competitividad: sistema judicial y organismos reguladores*, junio/julio 2008.

Documentos Círculo de Empresarios, *Reflexiones y propuestas para la próxima legislatura*, enero/febrero 2008.

Documentos Círculo de Empresarios, *Una Universidad al servicio de la sociedad*, noviembre/diciembre 2007.

Monografía 15, *La empresa española en NAFTA*, diciembre 2007.

Anuario 2007 Internacionalización de la empresa española, Wharton School y Círculo de Empresarios, noviembre 2007.

Documentos Círculo de Empresarios, *PGE-08: unos presupuestos ajenos a la incertidumbre*, septiembre/octubre 2007.

Documentos Círculo de Empresarios, *Un nuevo modelo para los Ayuntamientos españoles*, julio/septiembre 2007.

XI Premio Círculo de Empresarios, *La prolongación de la actividad laboral: un reto para la empresa española*, julio 2007.

Finalista XI Premio Círculo de Empresarios, *Haciendo de la necesidad virtud: cómo aprovechar la experiencia directiva*, julio 2007.

Conferencias del Círculo 6, *Tradición ciudadana versus tradición cortesana: sociedad civil y política en la España de hoy*, junio 2007.

Documentos Círculo de Empresarios, *El agua en España. Un mayor énfasis en la política de demanda*, mayo/junio 2007.

Libro Marrón 2007, *La Administración Pública que España necesita*, mayo 2006.



Círculo de Empresarios
Paseo de la Castellana 15, 6º - 28046 Madrid
Tel. 91 578 14 72 - Fax 91 577 48 71
www.circulodeempresarios.org