ANUARIO 2010

INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Círculo de Empresarios

Círculo de Empresarios

Wharton
University of Pennsylvania

© 2010, Círculo de Empresarios
Paseo de la Castellana, 15, 6ª Planta, 28046 Madrid

Autores:
María 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:
Diseño: Tres Tipos Gráficos
Imprime: Artes Gráficas Palermo, S.L.

ANUARIO 2010

INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Índice General

Presentación 13

Prólogo 15

1. La economía mundial en 2009-2010 19
- 1.1 El entorno macroeconómico global 20
  - Perspectivas 2010-2011 20
  - Comportamiento de los precios de las materias primas 23
  - Las fluctuaciones cambiarias 26
  - Medidas adoptadas frente a la crisis 27
- 1.2 El comercio internacional 29
  - Cifras del comercio en 2009 32
  - Perspectivas del comercio para 2010 35
- 1.3 La inversión extranjera directa 36
  - Perspectivas para la IED 40

2. La economía española en 2009-2010 43
- 2.1 El sector exterior español: análisis de la Balanza de Pagos (balanza por cuenta corriente y de capital) 45
- 2.2 El sector exterior español: cambios en los flujos de capitales 51
- 2.3 El sector exterior español: una posición deudora creciente 55
- 2.4 Otros indicadores sobre la presencia internacional de las empresas españolas 56

3. La empresa española desde una perspectiva internacional 61
- 3.1 Los Rendimientos para el Accionista en el Contexto Europeo y Mundial 62
- 3.2 Los analistas de los bancos de inversión y la empresa española 69
- 3.3 La visibilidad de las empresas españolas en la prensa financiera internacional 73
- 3.4 Conclusión 79

4. Premios a las principales operaciones empresariales de internacionalización en 2009 81
- 4.1 Premios a las operaciones de internacionalización de la empresa española en 2009 82
  - 4.1.1 Abengoa resulta adjudicataria de la construcción de una planta de cogeneración en México 82
  - 4.1.2 El BBVA eleva su participación en el banco China Citic Bank 82
  - 4.1.3 Gamesa alcanza un acuerdo con China Huadian New Energy Development Co. para suministrar aerogeneradores en Mongolia 83
  - 4.1.4 Iberdrola y Elecnor se adjudican la construcción de una central de ciclo combinado en Venezuela 83
  - 4.1.5 El Grupo OHL lidera el consorcio adjudicatario de la mayor obra pública de la historia del Departamento de Transportes de Florida en Miami 84
  - 4.1.6 Sacyr Vallehermoso lidera el consorcio adjudicatario de la construcción de la ampliación del Canal de Panamá 84
- 4.2 Sectores económicos y áreas geográficas/países atractivos para los próximos años según los socios del Círculo 85

5. Inversión en infraestructuras: Nada será como antes (Autor: Rafael del Pino) 87
5.1 El impacto real de la inversión en infraestructuras en la Economía 88
5.1.1 Impacto en el corto plazo: incremento del empleo y la producción 88
5.1.2 Impacto en el largo plazo: mejora de la competitividad 88
5.2 La innovación, motor de la competitividad 89
5.2.1 Infraestructuras inteligentes en la era de la Información 89
5.2.2 Interrelación de infraestructuras: la gestión en "red" 89
5.2.3 *Smart Cities*: la tecnología aplicada a la sostenibilidad 90
5.3 "*Gap*" de infraestructuras en el mundo 91
5.3.1 La situación en países desarrollados 92
5.3.2 Países emergentes y en vías de desarrollo 92
5.4 Inversión en infraestructuras y crisis económica 92
5.4.1 El dilema déficit público / inversión en infraestructuras: estado actual de la situación 92
5.4.2 La necesidad de invertir en infraestructuras como fórmula de superación de la crisis 93
5.5 Infraestructuras de transporte y agua, el reto de las próximas tres décadas 93
5.5.1 La alta velocidad ferroviaria en España 95
5.6 El reto de la colaboración público-privada 96
5.6.1 Modelos PPP: coyuntura actual 96
5.6.2 Hacia un nuevo modelo de promoción de Infraestructuras 98
5.6.3 El ejemplo de Texas 99
5.7 Conclusión 100

6. Anexo estadístico 103

7. Bibliografía 114

8. Publicaciones recientes del Círculo de Empresarios 116

Índice de Cuadros

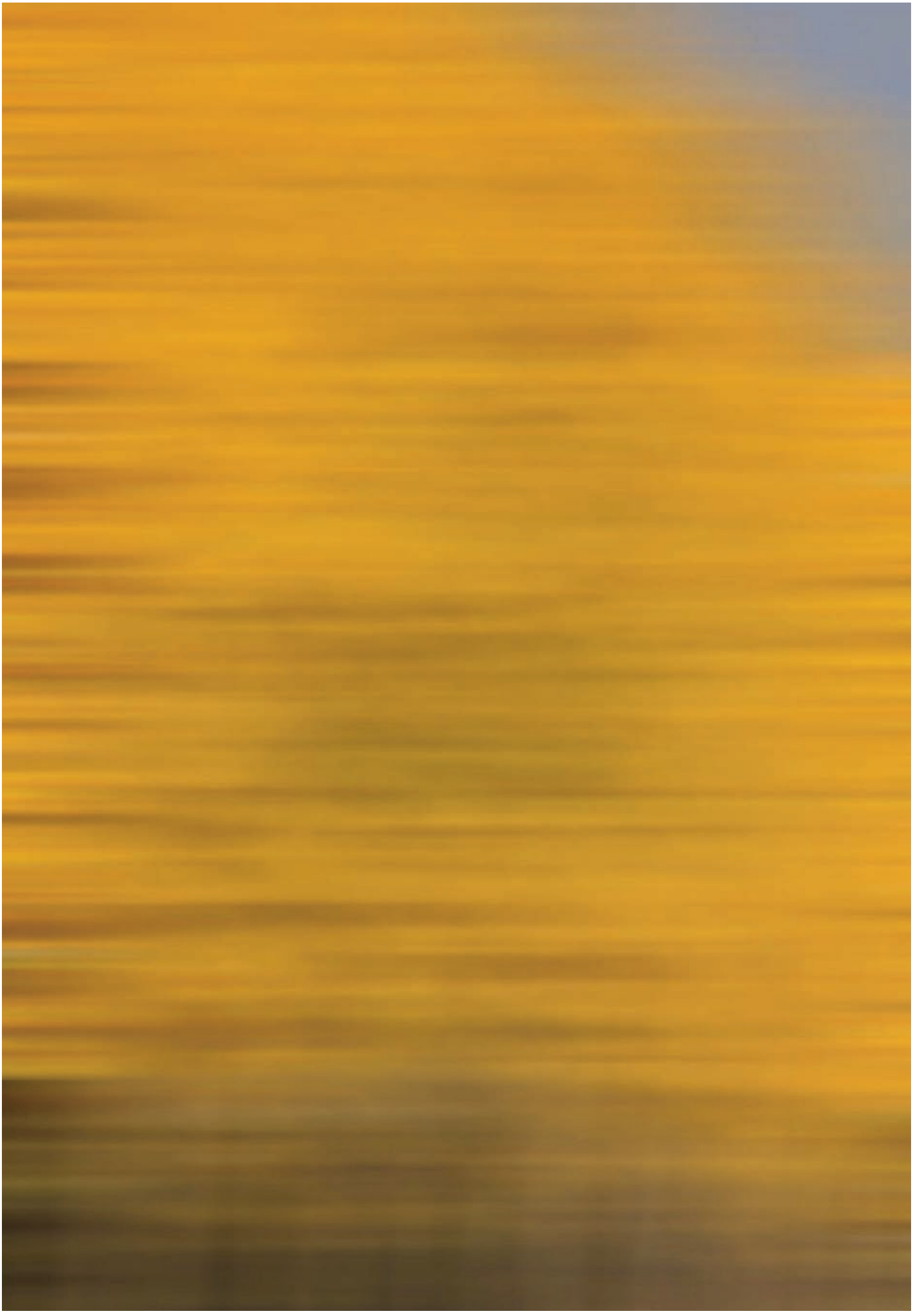
Cuadro 1.1: Previsiones del FMI sobre el crecimiento del PIB 21
Cuadro 1.2: Evolución del precio real de las materias primas 25
Cuadro 1.3: Enabling Trade Index 2010 31
Cuadro 1.4: Enabling Trade Index, 2010 (España) 32
Cuadro 1.5: El PIB y el comercio de mercancías por regiones, 2007-2009 33
Cuadro 1.6: Principales exportadores de mercancías, 2009 34
Cuadro 1.7: Principales importadores de mercancías, 2009 35
Cuadro 1.8: Flujos de IDE y fusiones y adquisiciones transfronterizas 38
Cuadro 2.1: Multinacionales no financieras españolas entre las primeras a nivel mundial en cuanto a su presencia internacional 44
Cuadro 2.2: Balanza de pagos: saldos 45
Cuadro 2.3: Crecimiento comparativo del comercio exterior en 2009 46
Cuadro 2.4: Comercio exterior de mercancías, especialización por productos 47
Cuadro 2.5: Comercio exterior de mercancías, especialización geográfica 48
Cuadro 2.6: Evolución del comercio exterior de España por áreas geográficas 49
Cuadro 2.7: Distribución geográfica de los pagos de remesas en 2008 y 2009 51
Cuadro 2.8: Transacciones de Inversión Exterior Directa en 2008 y 2009. Detalle por sector de actividad económica 52
Cuadro 2.9: Transacciones de Inversión Exterior Directa en 2008 y 2009. Distribución por áreas geográficas 53
Cuadro 2.10: Posición de inversión internacional. Desglose por sectores (% PIB) 55
Cuadro 2.11: Posición de inversión internacional. Desglose por instrumentos (% sobre el total) 56
Cuadro 2.12: Facturación exterior sobre total de ventas de las empresas del IBEX-35, 2009 57
Cuadro 3.1: Ránking de las 25 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009 64
Cuadro 3.2: Ránking de las 10 empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenados según la tasa de 2009) 65
Cuadro 3.3: Ránking de las 10 empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenadas según la media 1995-2009) 66
Cuadro 3.4: Ránking de las 10 empresas del IBEX-35 con mayor tasa de retorno total para el accionista (empresas e índices ordenadas según la media 2007-2009) 67
Cuadro 3.5: Ránking de las 10 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona 68
Cuadro 3.6: Recomendaciones de analistas de bolsa sobre las empresas del IBEX-35, 1996-2009 70
Cuadro 3.7: Ránking de las 10 empresas españolas con una mejor recomendación media por parte de analistas de bolsa durante 2009, relativa a las empresas del sector en la Eurozona 72
Cuadro 3.8: Ránking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2009 75
Cuadro 3.9: Ránking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional en 2009, según el medio 77
Cuadro 5.1: Estimación de inversión en infraestructuras hasta 2030 por sectores 93

Índice de Gráficos

Gráfico 1.1: Índice de precios de los productos primarios 24
Gráfico 1.2: Precio del petróleo 26
Gráfico 1.3: Evolución de la deuda pública bruta como porcentaje del PIB 28
Gráfico 1.4: Tipos de interés BCE y Fed 28
Gráfico 1.5: Crecimiento real del PIB y el comercio en los países de la OCDE, 2009-2010 29
Gráfico 1.6: Exportaciones mundiales por regiones 33
Gráfico 1.7: Entrada de IDE 1980-2009 37
Gráfico 2.1: Inversiones directas, 2009 54
Gráfico 3.1: Número de menciones de empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, 1995-2009 74
Gráfico 3.2: Las cinco empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2009 76
Gráfico 3.3: Número de menciones a empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, según el medio, 1995-2009 78
Gráfico 4.1: Países que presentan mayores oportunidades para la inversión según los socios del Círculo de Empresarios 85
Gráfico 4.2: Sectores económicos con mayores oportunidades para los socios del Círculo de Empresarios 85
Gráfico 5.1: Infraestructuras Inteligentes 90
Gráfico 5.2: Inversión anual de miles de millones $EEUU comprometidos en infraestructuras en la década 2010-2020 91
Gráfico 5.3: Huella hídrica. Los mayores consumidores de agua del planeta (litros anuales per cápita) 94
Gráfico 5.4: Inversión internacional en Alta Velocidad ferroviaria 95
Gráfico 5.5: Evolución de proyectos con participación privada en miles de millones $EEUU por país 96
Gráfico 5.6: Evolución de proyectos con participación privada en miles de millones $EEUU por sector 97
Gráfico 5.7: Modelo de funcionamiento actual en organismos multilaterales 98
Gráfico 5.8: Propuesta de nuevo modelo de funcionamiento en organismos multilaterales 99

Índice de Recuadros

Recuadro 1.1: El creciente protagonismo de los *Credit Default Swaps (CDS)* 22
Recuadro 1.2: La amenaza del proteccionismo 30
Recuadro 1.3: Las principales operaciones mundiales en 2008 y 2009 39
Recuadro 3.1: La tasa de retorno total para el accionista 62
Recuadro 3.2: Las recomendaciones de los analistas de bolsa 69
Recuadro 3.3: Metodología para la búsqueda de menciones de empresas en la prensa financiera internacional 74



Presentación

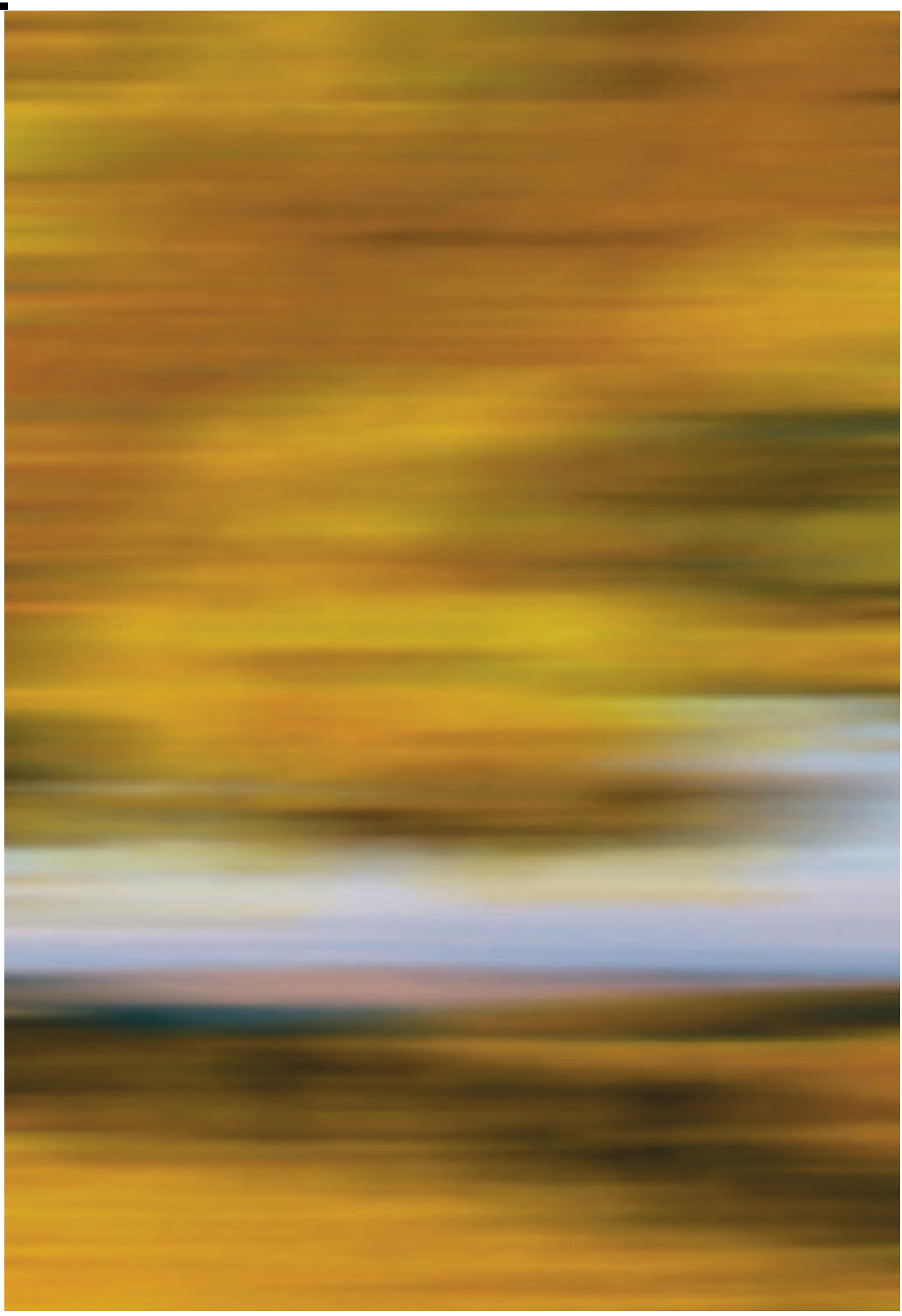
Con la de 2010 el Anuario de la Internacionalización de la Empresa Española alcanza su cuarta edición. En su elaboración, el Círculo de Empresarios tiene la suerte de contar con el apoyo de la prestigiosa Wharton School, de la Universidad de Pennsylvania; fruto de este esfuerzo conjunto, esta publicación se ha consolidado como un eficaz observatorio de la evolución de nuestras empresas más allá de nuestras fronteras. Desde sus inicios, el Anuario Círculo-Wharton se fijó el doble objetivo de tomar el pulso a la actividad de las empresas españolas en el extranjero y, al mismo tiempo, contribuir a que aquellas que aún puedan tener sus dudas, o que aún se lo están planteando, den ese paso decisivo de salir al exterior, esencial para su desarrollo y supervivencia.

La crisis económica que venimos atravesando desde hace casi tres años está ya remitiendo en algunos países aunque en otros, como es el caso del nuestro, la salida de esta situación se prevé más lenta y dolorosa. Todo ello ha tenido, sin duda, una especial incidencia en el ritmo de internacionalización de nuestras empresas. Quienes lo han mantenido, e incluso incrementado, no dejándose influir negativamente por las circunstancias, pueden tener la seguridad de que han tomado la decisión correcta. La búsqueda de nuevos mercados y la ampliación de la presencia en el exterior son, en una economía fuertemente globalizada, las apuestas estratégicas más aconsejables.

La edición 2010 de nuestro Anuario ofrece claros ejemplos de compañías que han sabido ver la importancia de la actividad fuera de nuestras fronteras para seguir creciendo y desarrollándose. En este sentido quiero dar la enhorabuena a los responsables de todas las compañías españolas que han sabido mirar hacia el exterior con ánimo y confianza. Y, en especial, resaltar el esfuerzo de aquellas que han sido distinguidas, mediante una encuesta entre los socios del Círculo, con los premios a las operaciones internacionales más relevantes que recoge esta edición del Anuario.

Un año más deseo agradecer la colaboración de Wharton School, uno de los centros académicos de mayor prestigio a nivel mundial en todo lo relacionado con el mundo de la empresa; sin su participación, el éxito continuado de esta publicación no sería posible. También quiero dar las gracias a todas las personas, tanto de Wharton como del Círculo de Empresarios, que han participado en su elaboración. Y un agradecimiento muy especial al presidente de Ferrovial y socio del Círculo, Rafael del Pino Calvo Sotelo, por haber contribuido en esta edición con sus interesantes reflexiones sobre la inversión en infraestructuras, que analiza aspectos como el impacto real de estas inversiones en la economía, la innovación y los retos de las próximas décadas. Gracias a todos y, por supuesto, gracias a esos fieles lectores cuyo interés da sentido a este Anuario.

Claudio Boada
Presidente del Círculo de Empresarios



Prólogo

Una vez superados los peores momentos de la crisis, en 2009 se dieron los primeros pasos hacia la recuperación de la economía mundial. Las economías emergentes, fundamentalmente las asiáticas, son las que abanderaron -de hecho continúan haciéndolo- este proceso de salida de la crisis. Este repunte se debe en gran medida a los resultados obtenidos tras la implementación de actuaciones de política económica por parte de prácticamente todos los países, de forma tanto individual como conjunta. Parece que en 2010 la recuperación continúa afianzándose, con más fuerza en unos países que en otros, si bien persisten numerosas incertidumbres que ensombrecen el éxito alcanzado. En concreto, se mantiene la inestabilidad en los mercados financieros y los gobiernos se encuentran con un muy limitado margen de maniobra para acometer nuevas actuaciones. Por un lado, esto está derivando en guerras de depreciación de las monedas, que pueden desembocar en un conflicto comercial que frene la recuperación; por otro, la excesiva expansión fiscal ha deteriorado hasta tal punto las cuentas públicas nacionales que en muchos casos se teme por la solvencia de los países con elevados niveles de deuda.

En el ámbito comercial, la caída de la demanda mundial ocasionó en 2009 el desplome de los flujos de comercio, aunque actualmente se registra un notable repunte de los mismos. En cuanto a los flujos de inversión y las operaciones de fusión y adquisición a nivel internacional, se mantiene la tónica descendente iniciada el año pasado, cayendo ambos conceptos, respecto a 2008, un 39% y un 65%, respectivamente. Sin embargo, la UNCTAD, en su *World Investment Report 2010*, espera una estabilización de los flujos este año y su crecimiento en 2011.

Por su parte, la economía española sufrió en 2009 su peor recesión desde 1960, experimentando su PIB una caída del 3,6% respecto a 2008. Además, las perspectivas no son muy halagüeñas, pues España se mantendría a la cola de la recuperación, registrando una tasa negativa de crecimiento del -0,3% en 2010, según las últimas previsiones del FMI publicadas en octubre. El desempleo y el rápido crecimiento de la deuda pública son algunos de los elementos que conducen a estas proyecciones poco optimistas.

En este contexto, la tendencia de las últimas décadas, en las que la globalización ha impulsado de forma notable la internacionalización tanto de la economía como de las empresas españolas, se ha debilitado. Las actuaciones de muchas empresas españolas en el exterior se han paralizado a la espera de la mejora del panorama internacional o de la obtención de mejores resultados a nivel interno. A pesar de ello, existen todavía numerosos agentes que siguen impulsando la internacionalización en nuestro país, con empresas que continúan invirtiendo y operando en el exterior. Así, pese a que la diferencia entre lo invertido y lo recibido es cada vez menor, España mantiene la condición de inversor neto en el exterior en términos de inversión directa.

La cuarta edición del **Anuario de la Internacionalización de la empresa española** recoge estos y otros fenómenos. Con esta publicación, un año más el Círculo de Empresarios desea ofrecer al público un instrumento para conocer mejor la actividad exterior de las empresas españolas y los retos más significativos a los que éstas se enfrentan de cara al futuro. Como en ediciones anteriores, el Anuario se estructura en **dos grandes bloques**:

- El **primero** de ellos, compuesto por cuatro capítulos, analiza el contexto económico, tanto nacional como internacional, en el que se desenvuelve la actividad de las empresas españolas, así como sus logros y sus retos.

En el primer capítulo se ofrece una breve descripción del marco macroeconómico global, y un análisis de los principales rasgos del comercio internacional y la inversión extranjera directa en el periodo 2009-2010.

En el segundo, se repasan los acontecimientos más significativos de 2009 en el comportamiento del sector exterior de la economía española, tanto en su vertiente comercial como en la financiera. Asimismo, en estos dos primeros capítulos, se comenta brevemente las perspectivas para el próximo año tanto del comercio exterior como de la inversión extranjera directa.

El tercer capítulo documenta y analiza, desde un enfoque internacional, la evolución de las empresas españolas en términos de los retornos para el accionista, las recomendaciones de los analistas de bolsa y su presencia en la prensa financiera internacional. Si el año 2008 pasó a la historia por la caída en picado de los resultados de las empresas españolas tras el cambio de ciclo económico y financiero en 2007, el ejercicio de 2009 supuso la recuperación de los rendimientos bursátiles, aunque vino acompañado de la caída de los otros dos indicadores analizados. En cuanto a las recomendaciones de los analistas de bancos de inversión, pese a haber empeorado, destaca, sobre todo para una publicación dedicada a fomentar la internacionalización, la apuesta por empresas cotizadas españolas de tamaño intermedio caracterizadas por su orientación y presencia internacionales. La crisis también ha reducido la cobertura de nuestras empresas en la prensa financiera internacional. Sin embargo, si bien la cobertura de algunos sectores, como el inmobiliario o la construcción, ha tendido a ser crítica, el tratamiento recibido por la banca ha sido generalmente positivo, más allá de que la situación de las cajas de ahorro y las dificultades de liquidez han empañado ligeramente el tono de dicha cobertura.

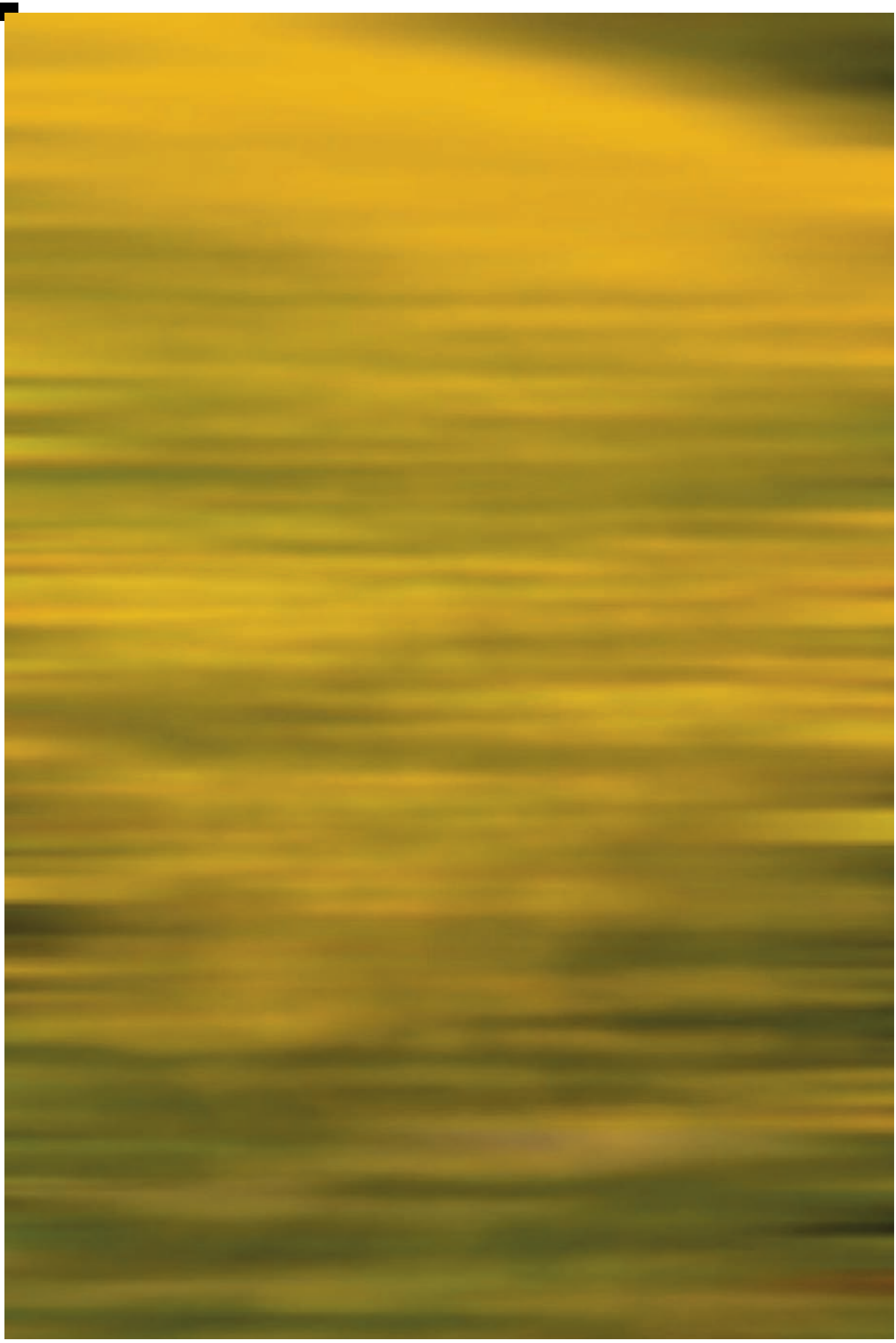
El bloque se cierra con el capítulo cuatro, dedicado a analizar en detalle algunas de las operaciones empresariales de sociedades españolas en el extranjero que, según los socios del Círculo de Empresarios, resultan especialmente relevantes. Como novedad, estas consideraciones se incluyen en un capítulo independiente, en el que también tiene cabida la opinión de los socios sobre las áreas geográficas y los sectores económicos más atractivos para la inversión en el exterior en los próximos años.

- El **segundo bloque** incluye un único capítulo, el quinto, que se centra en el análisis de la inversión en infraestructuras realizado por Rafael del Pino, Presidente de Ferrovial y socio del Círculo de Empresarios.

A lo largo de este capítulo se trata el impacto real que la inversión en infraestructuras tiene sobre la economía y el papel que la misma puede desempeñar en la salida de la crisis, dada su capacidad de generar empleo y riqueza, aportando productividad y competitividad a la economía.

Asimismo, se subraya la relevancia de la colaboración entre el sector público y el privado como elemento imprescindible para mantener e impulsar la inversión en infraestructuras en la actual situación, en la que el empuje de la innovación es esencial para generar mayor competitividad. La clave en este sentido reside en la aplicación de la inteligencia a las infraestructuras para aumentar su eficiencia, accesibilidad y sostenibilidad, tanto ambiental como económica.

Belén Romana
Secretaria General del Círculo de Empresarios



1 La economía mundial en 2009-2010

En el año 2009, tras tocar fondo en la recesión, se dieron los **primeros pasos hacia la recuperación mundial**, aunque prácticamente todas las áreas geográficas presentaron tasas de crecimiento negativas. Las economías emergentes, fundamentalmente las asiáticas, son las que abanderan este proceso de salida de la crisis. En 2010 la recuperación continúa afianzándose, aunque a distintos ritmos según las regiones: débil en muchas economías avanzadas y vigoroso en la mayoría de economías emergentes y en desarrollo. Además, se espera que las economías que despegaron con fuerza continúen a la vanguardia, mientras que el deterioro de los sectores financieros y de los balances de los hogares frene el crecimiento en aquéllas con mayores desequilibrios.

Las **actuaciones de política económica** implementadas por los gobiernos, de manera individual o conjunta, han contribuido de manera decisiva a esta recuperación. La **política monetaria**, a través de sucesivas inyecciones de liquidez, la bajada de los tipos de interés a mínimos históricos y la compra de activos de riesgo, ha logrado estabilizar el sistema financiero. Sin embargo, el crédito continúa siendo muy escaso en algunas economías, lo que está frenando su recuperación. La **política fiscal**, por su parte, también ha sido fuertemente expansiva tanto a través de la actuación de los estabilizadores automáticos, que han moderado la caída del consumo mediante el gasto social y de la protección del desempleo, como con programas de gasto e inversión pública. Esta expansión ha ocasionado, no obstante, un fuerte incremento de los déficit públicos, encendiendo las primeras alarmas sobre la financiación y reconducción de los mismos, además de sobre los peligros de la inflación futura.

Asimismo, aunque a medida que la recuperación ha cobrado impulso los riesgos de la inestabilidad financiera mundial se han moderado, **persisten notables incertidumbres**. Se mantienen la escasez de capital, el riesgo de deterioro de los activos y una rentabilidad deficiente. Pese a ello, las perspectivas favorables de crecimiento en muchas economías emergentes y las bajas tasas de interés en las principales economías, han llevado a una reanudación positiva de los flujos de capital hacia algunas economías emergentes que, sin embargo, conllevan el riesgo de generar presiones inflacionistas y burbujas de activos.

Así, más allá del vigor de la recuperación en algunas regiones, **las perspectivas que rodean la actividad siguen siendo inciertas y los riesgos a la baja vinculados con las fragilidades fiscales comentadas han pasado a primer plano**. El rápido incremento de la deuda pública y el deterioro de los balances fiscales podrían retransmitirse a los sistemas bancarios o entre países, socavando los avances en la estabilidad financiera y ampliando la crisis. En este contexto, la principal inquietud es que el margen de maniobra de la política económica se encuentra agotado o muy limitado en gran parte de las naciones avanzadas. Parece, además, que ante esa falta de margen de acción se está recurriendo a una peligrosa guerra de depreciación de las monedas, en búsqueda de unas ventajas que, en realidad, pueden convertirse en un enfrentamiento comercial que dañe la recuperación.

Ante esta coyuntura, **para sustentar la recuperación de la economía mundial y del sistema financiero es esencial adoptar medidas de política económica** destinadas, entre otros objetivos, a reducir las vulnerabilidades soberanas, apuntalar la estabilidad financiera o atajar los desequilibrios globales a través del reequilibrio de la demanda mundial. De hecho, en la mayoría de economías avanzadas las políticas fiscales y monetarias deben seguir siendo el puntal para sustentar el crecimiento y el empleo. Pero, al mismo tiempo, muchas de ellas deben adoptar estrategias creíbles de consolidación fiscal a medio plazo para contener la deuda pública y, más adelante reducirla a niveles más prudentes.

En este complicado escenario, surgen varios **puntos principales de debate sobre la respuesta de las economías ante la retirada de los estímulos fiscales y monetarios o sobre la sostenibilidad y fuerza de la recuperación**.

1.1 El entorno macroeconómico global

En el año 2009 la situación económica internacional experimentó una continua mejora. Si bien la tasa de crecimiento mundial, según datos del Fondo Monetario Internacional (Cuadro 1.1), fue del -0,6%, al desplomarse el comercio mundial y congelarse el crédito, los datos trimestrales muestran ya indicios de recuperación desde el segundo trimestre del año en algunas economías. La caída del 3,2% para el conjunto de las economías desarrolladas se compensó en parte por el crecimiento positivo de la mayoría de economías emergentes, fundamentalmente China e India, y en desarrollo. **En 2010 se prevé un crecimiento mundial de 4,8%**, apoyado también en el crecimiento de las economías emergentes.

El comportamiento de la tasa de crecimiento mundial ha sido muy desigual a lo largo del año. En el primer trimestre se intensificó la caída de la actividad, repitiéndose los escenarios de pánico bursátil de la última parte de 2008, pero a partir del segundo trimestre se desaceleraron las tasas de contracción del PIB de manera generalizada, alcanzando algunas de las principales economías –Japón, Francia, Alemania- tasas intertrimestrales positivas, dejando la recesión atrás. Los Estados Unidos registraron tasas de crecimiento positivas en el tercer y cuarto trimestre. Este escenario vino acompañado de la recuperación de los índices de confianza de consumidores y empresarios, desde mínimos históricos, y un alza continuada de las cotizaciones en los mercados bursátiles. Ya en 2010 se afianzó el crecimiento mundial en el primer semestre, con una tasa anual de entorno al 5,25%.

Por regiones, entre las economías avanzadas, Estados Unidos está repuntando con más fuerza que Europa. Entre las economías emergentes y en desarrollo, las economías emergentes de Asia se encuentran en la vanguardia de la recuperación, pero el crecimiento continúa rezagado en muchas economías emergentes de Europa y algunas economías de la Comunidad de Estados Independientes (CEI).

Perspectivas 2010-2011

La recuperación económica parece estar perdiendo fuerza en el tercer trimestre de 2010, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Aunque la confianza ha vuelto a los mercados financieros, la elevada volatilidad y especialmente el riesgo soberano, la financiación bancaria y la reforma regulatoria pendiente siguen siendo motivos de preocupación. Existen otras fuerzas que también están debilitando la recuperación, como es el caso de la debilidad de los mercados inmobiliarios, la disminución de los estímulos fiscales o el elevado nivel de desempleo. Sin embargo, cabe esperar que esta ralentización de la recuperación sea un fenómeno únicamente de corto plazo, y que la economía se reactive durante 2011.

Previsiones del FMI sobre el crecimiento del PIB

Cuadro 1.1

Tasas de variación

Fuente: FMI (WEO, octubre 2010)

	2008	2009	2010*	2011*
Mundo	2,8	-0,6	4,8	4,2
Economías avanzadas	0,2	-3,2	2,7	2,2
Estados Unidos	0,0	-2,6	2,6	2,3
Unión Europea	0,8	-4,1	1,7	1,7
Zona Euro	0,5	-4,1	1,7	1,5
Alemania	1,0	-4,7	3,3	2,0
Francia	0,1	-2,5	1,6	1,6
Italia	-1,3	-5,0	1,0	1,0
España	0,9	-3,7	-0,3	0,7
Japón	-1,2	-5,2	2,8	1,5
Reino Unido	-0,1	-4,9	1,7	2,0
Canadá	0,5	-2,5	3,1	2,7
Otras economías avanzadas	1,7	-1,2	5,4	3,7
Economías asiáticas recientemente industrializadas	1,8	-0,9	7,8	4,5
Economías emergentes y en desarrollo	6,0	2,5	7,1	6,4
África sub-sahariana	5,5	2,6	5,0	5,5
Europa Central y Oriental	3,0	-3,6	3,7	3,1
Comunidad de Estados Independientes	5,3	-6,5	4,3	4,6
Rusia	5,2	-7,9	4,0	4,3
Excluyendo Rusia	5,4	-3,2	5,3	5,2
Países en desarrollo de Asia	7,7	6,9	9,4	8,4
China	9,6	9,1	10,5	9,6
India	6,4	5,7	9,7	8,4
ASEAN 5 **	4,7	1,7	6,6	5,4
Oriente Medio y Norte de África	5,0	2,0	4,1	5,1
América Latina y Caribe	4,3	-1,7	5,7	4,0
Brasil	5,1	-0,2	7,5	4,1
México	1,5	-6,5	5,0	3,9

Notas: * Previsiones

** ASEAN 5: Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam

Recuadro 1.1 El creciente protagonismo de los Credit Default Swaps (CDS)

Los CDS son un producto financiero derivado que actúa como seguro frente a la posibilidad de impago o quiebra de un tercero, ya sea una empresa, institución financiera o Estado. Estas operaciones se formalizan mediante contrato privado por el que el comprador del CDS paga una prima a cambio de recibir protección por parte del vendedor en caso de producirse dicho impago o quiebra. Su precio (spread) varía en función de cómo valora el mercado la calidad crediticia del tercero.

Este tipo de derivados surgieron en los años 90 como un aseguramiento para las grandes corporaciones petroleras tras el derrame del Exxon Valdez (1989). Sin embargo, en sus inicios permanecieron prácticamente desconocidos, no alcanzando el volumen de operaciones los 200.000 millones de dólares anuales. A partir de 2003 comenzaron a despegar, alcanzando en 2007 los 45,5 billones de dólares. Con la crisis han alcanzado todavía mayor protagonismo. En 2008 registraron un montante de 65 billones de dólares, 1,35 veces la producción mundial.

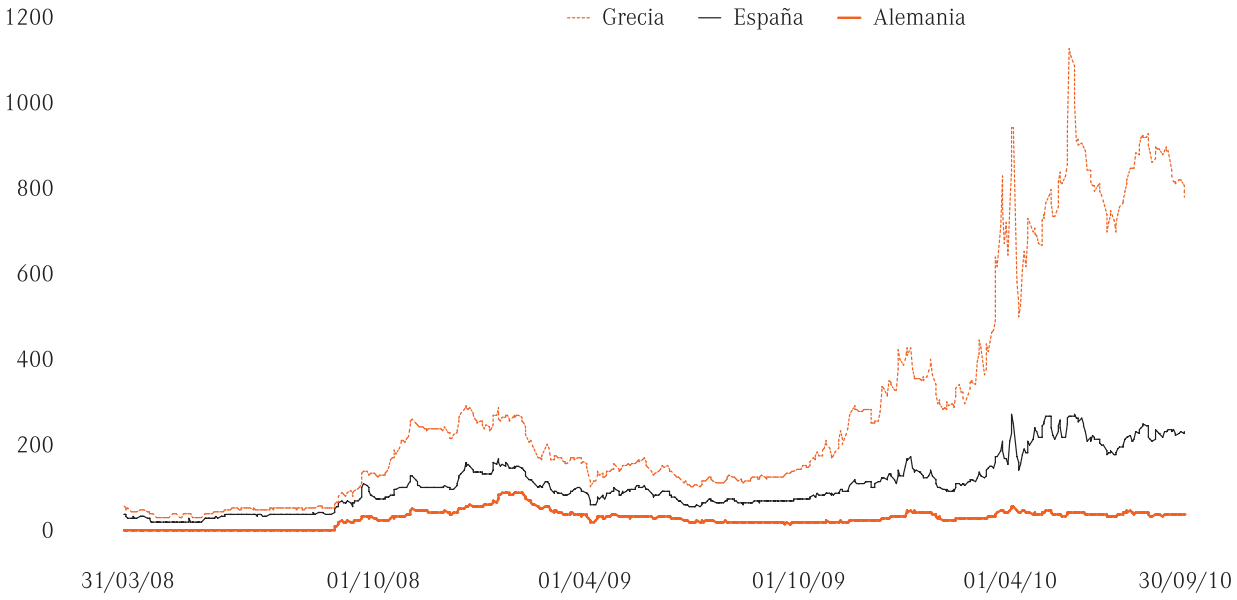
La contratación de estos derivados fuera de los mercados organizados (*over the counter* – OTC) y las tentativas de especulación sobre ellos plantean serios problemas. Los CDS están altamente expuestos a fenómenos especulativos. Hay que distinguir las operaciones regulares de compra-venta en el mercado de los movimientos especulativos. En términos generales, los compradores naturales de este derivado son los bancos comerciales, que los utilizan como cobertura en la gestión de riesgos crediticios. Los vendedores son los bancos de inversión o empresas aseguradoras. En estas operaciones existe una exposición real de impago de la que protegerse. Sin embargo, existen multitud de inversores, como los hedge funds, que lo que buscan es obtener mayor rentabilidad, apostando a favor o en contra del aumento del riesgo de impago de una entidad, no existiendo una exposición real de impago de la que protegerse. Se trata de actividad especulativa en la que se gana por la vía normal (el pago de intereses) y también por la vía de impago (el cobro del CDS, o seguro de incumplimiento). El problema surge cuando, debido a la fuerte especulación, el volumen de contratación de CDS de una determinada entidad supera su volumen de deuda. O cuando el asegurador de CDS quiebra teniendo en su balance importantes posiciones vivas en estos productos. Ante una recesión de la economía global, la probabilidad de impagos aumenta y el pago esperado del stock de CDS puede crecer rápidamente, creándose un importante problema de riesgo sistémico. También el riesgo de contraparte es riesgo sistémico. Si un participante importante en el mercado incumple sus obligaciones con varios socios comerciales, el sistema financiero puede verse afectado. Asimismo, gran parte de los incrementos en los rendimientos de deuda soberana son producto de la especulación en CDS.

En los últimos meses los países en los que existen mayores incertidumbres a cerca de su solvencia los *spreads* de los CDS se han disparado de forma notable. Sólo tenemos que observar el caso de Grecia y, aunque a menor escala, el de España (ver gráfico).

Muchos culpan a los CDS de la desaceleración económica por apostar a profundizar la crisis tras el estallido de la crisis subprime de julio de 2007. Por ello, muchas autoridades exigen su regulación. Así, los organismos reguladores del sistema financiero internacional reclaman medidas para asegurar el correcto funcionamiento y eficiencia de este mercado. Algunos expertos han propuesto incluso prohibir la compra de CDS cuando responde a motivos especulativos, si bien esta medida restaría liquidez al mercado e incrementaría el coste de transacción, reduciendo además la transparencia para los mercados financieros. Por ello, más que prohibir la especulación sobre productos derivados, se deberían establecer mecanismos de regulación eficaces que proporcionen transparencia y estabilidad al sistema financiero. Una propuesta alternativa es crear cámaras de compensación y liquidación que eliminarían la exposición directa y permitirían aislar a las contrapartes, reduciendo el riesgo sistémico, ya que impide el contagio de quiebra de un participante importante en el mercado al resto del sistema financiero.

Credit Default Swaps 2008-2010

Fuente: Datastream International a través de CEMEX



De hecho, el Fondo Monetario Internacional espera, según sus últimas previsiones, un crecimiento mundial del 4,8% en 2010 y 4,2% en 2011. Este pronóstico implicaría la no materialización de los riesgos a la baja existentes en la actualidad. La incertidumbre sobre la demanda no frenaría la recuperación de la inversión, el empleo y el consumo de los hogares, lo que compensaría en gran medida la reducción del estímulo fiscal que, como hemos señalado, debe producirse.

Según esta institución, las economías emergentes y en desarrollo registrarán tasas de crecimiento del 7,1% y del 6,4% en 2010 y 2011, respectivamente. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas son menores, del 2,7% para 2010 y del 2,2% para 2011, respectivamente, con la notable desaceleración de algunas economías en el segundo semestre de 2010 y en el primero de 2011.

Comportamiento de los precios de las materias primas

Como en cualquier análisis de la coyuntura mundial, es interesante analizar la evolución de los **precios de las materias primas** y el impacto económico de la misma. Si en la anterior edición del Anuario se destacaba el fuerte desplome de estos precios, en la actual hay que resaltar que, tras alcanzar mínimos en febrero de 2009, éstos se han ido recuperando de forma sostenida. Su volatilidad parece que se normaliza al mejorar la situación económica y financiera mundial.

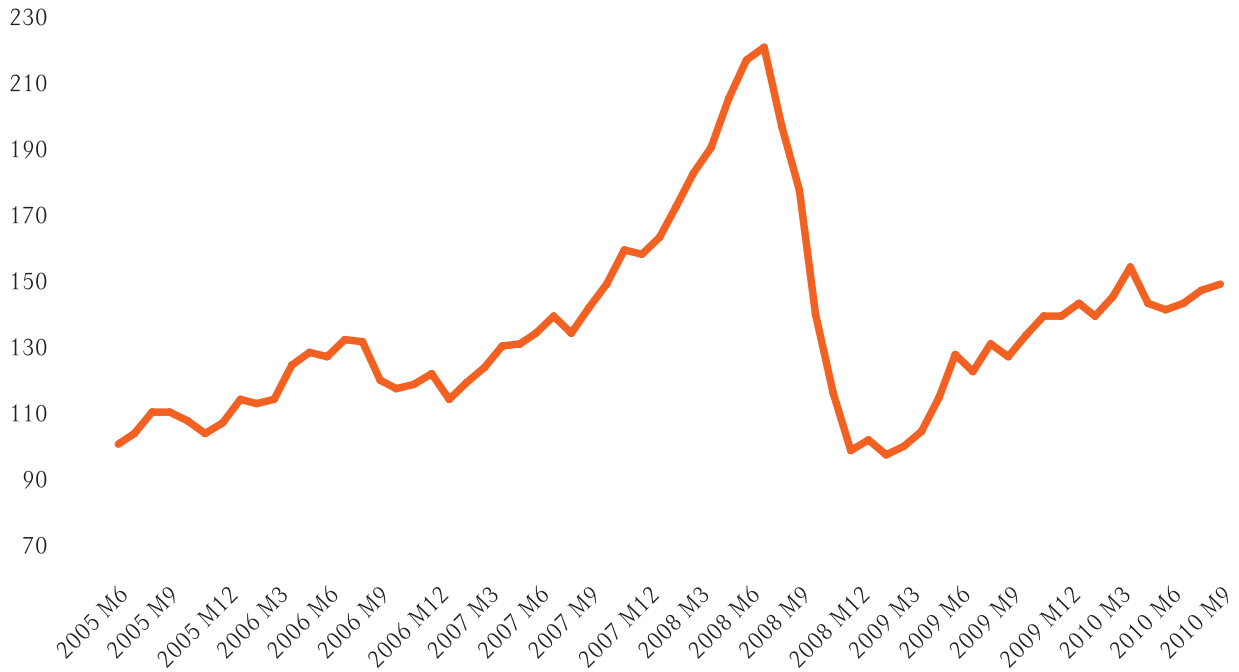
Así, a finales de 2009 el índice de materias primas del Fondo Monetario Internacional (FMI) superaba el nivel mínimo en más del 40% (sobre todo por el incremento del precio del petróleo – más del 70%- y de los metales – en torno al 60%). Sin embargo, en términos reales aún se mantenía un 25% por debajo del nivel máximo alcanzado en julio de 2008 (Gráfico 1.1 y Cuadro 1.2).

Por otro lado, el comportamiento observado en los precios de las materias primas en el último año y medio es diferente al registrado en anteriores desaceleraciones y recuperaciones económicas. En esta ocasión se observa un repunte más rápido y extendido. Varios factores explican este comportamiento: una recuperación mundial más firme de lo esperado, el nuevo protagonismo en el mercado de materias primas adquirido por las economías emergentes y en desarrollo, el aumento del excedente de existencias de algunas materias primas respecto a la ratio stock-utilización, la depreciación del dólar o el bajo nivel de los tipos de interés reales (frente a los elevados tipos de interés y apreciaciones ocurridos en anteriores ocasiones).

Desde el punto de vista financiero, en 2009 aumentaron las inversiones en activos vinculados a materias primas. A finales de ese año estos activos alcanzaron la cifra de 257.000 millones de dólares, nivel similar al máximo registrado en 2008.

Gráfico 1.1 Índice de precios de los productos primarios (2005=100)

Fuente: FMI



Evolución del precio real de las materias primas

Cuadro 1.2

(Mensual, promedio 1990-99=100)

Fuente: Fondo Monetario Internacional

	dic-09	Nivel máximo julio 2008	Nivel mínimo febrero 2009	Promedio 2000-09
Índice de precios de materias primas	**172,1**	**230,6**	**123,2**	**133,6**
Productos no combustibles	106,2	131,4	85,2	89,0
Alimentos	97,4	122,7	88,9	82,6
Bebidas	120,1	110,7	99,6	77,6
Insumos industriales	114,2	143,7	79,4	97,6
Materias primas agrícolas	73,8	77,7	58,9	75,2
Metales	162,3	222,3	103,9	124,3
Combustibles	271,9	380,9	180,7	201,1
Petróleo	283,5	392,6	161,5	203,3

Volatilidad real del precio de las materias primas (porcentaje)*

	2009	2008	2000-09	1991-99
Índice de precios de materias primas	**5,2**	**10,0**	**5,2**	**4,0**
Productos no combustibles	2,7	6,0	2,8	1,7
Alimentos	3,8	6,2	3,2	2,2
Bebidas	3,0	7,0	4,6	6,0
Insumos industriales	4,1	6,4	3,7	2,2
Materias primas agrícolas	4,1	4,4	3,1	2,7
Metales	5,2	8,1	4,9	3,7
Combustibles	7,2	12,5	7,5	5,5
Petróleo	8,5	13,9	8,8	9,2

* La volatilidad se calcula utilizando la desviación estándar de la variación mensual del índice de precios reales de las materias primas (deflactado por el índice de precios al consumo de EEUU)

En cuanto a las perspectivas de evolución del precio de las materias primas, en el corto plazo, su comportamiento dependerá del ritmo y firmeza de la recuperación mundial. La presión alcista sobre el precio ejercida por la mayor demanda mundial continúa al acelerarse el crecimiento mundial. Sin embargo, es probable que la alta capacidad ociosa y la respuesta de la oferta ante la recuperación del precio moderen dicha presión. Además, hay grandes probabilidades de que la normalización de las tasas de interés de la política monetaria aumente el coste de la tenencia de existencias, lo que reduciría el incentivo a conservarlas.

Por otra parte, la información extraída del precio de opciones y futuros de materias primas indica que los inversores y quienes mantienen posiciones de cobertura prevén moderados aumentos en los precios y consideran aún poco probable que ocurra otro repunte.

En el medio plazo se prevé que el precio de las materias primas se mantendrá alto en relación con el pasado. Al arraigarse la recuperación mundial, se espera que la demanda de materias primas vuelva a crecer rápidamente, mientras que la capacidad ociosa y las existencias reguladoras es probable que disminuyan con el tiempo.

En cuanto a la evolución del **precio del petróleo**, a lo largo de 2009 éste ha seguido una trayectoria ascendente, pasando de mínimos cercanos a 40$/barril a comienzos de año hasta máximos de 78,7 $/barril de diciembre. Pese a ello, el precio medio del petróleo ha caído en 2009 un 36,7% respecto a 2008, si bien desde mediados de 2009 se mantuvo en gran medida dentro de sus márgenes, entre $70 y $80 por barril (Gráfico 1.2).

Las fluctuaciones limitadas en el precio del petróleo denotaron los efectos opuestos del ajuste de la demanda y la oferta de petróleo a la normalización de la situación económica y financiera mundial, respectivamente. En el límite inferior de la banda el precio se mantuvo por la reactivación del consumo mundial de petróleo al recuperarse la actividad mundial. En el límite superior de la banda, la presión alcista sobre los precios se contuvo por la recuperación de la producción mundial de petróleo.

El panorama de corto plazo depende en gran medida de la interacción entre la presión alcista por el incremento de la demanda y la respuesta de la oferta. Si en 2010 la demanda estimada de petróleo aumenta como se prevé, la dinámica del precio dependerá de cómo los productores exploten su capacidad ociosa.

En el medio plazo, el comportamiento del precio del petróleo depende también de la posibilidad de mantener un equilibrio sostenible entre oferta y demanda. En cuanto a la oferta, el descubrimiento de yacimientos es prometedor. En el primer trimestre de 2009 se hallaron depósitos que representan unos 10.000 millones de barriles, la mayor cifra registrada desde finales de los noventa. Aunque los descubrimientos no resuelven todas las inquietudes en cuanto a la oferta. En los últimos años, el cuello de botella fue el lento desarrollo de los nuevos yacimientos y la conservación de los actuales.

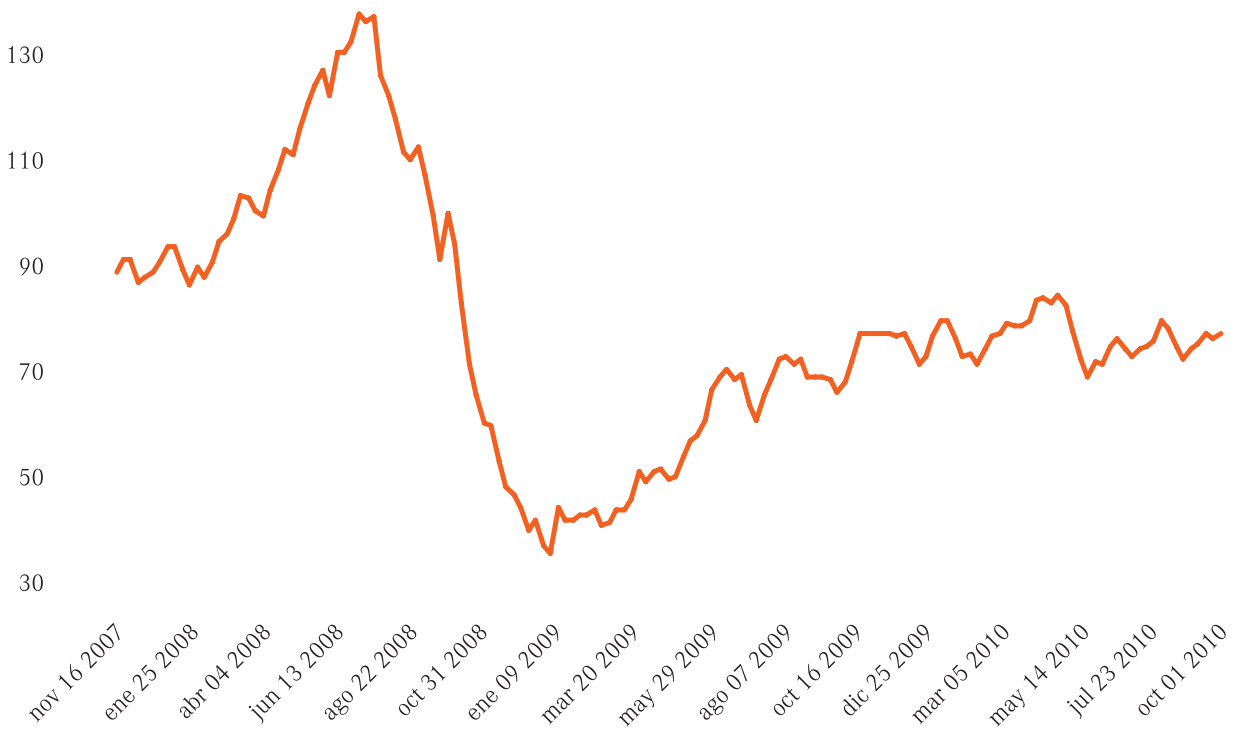
Las fluctuaciones cambiarias

En los mercados de divisas también se han vivido oscilaciones relevantes de los tipos de cambio. Es el caso de la cotización euro/dólar estadounidense. La divisa norteamericana comenzaba el año 2009 en valores cercanos a 0,72 euros por dólar. Poco antes de finalizar ese año, alcanzaba mínimos de 0,66 euros/dólar. A partir de ese momento, iniciaba una escalada que le llevó a máximos de 0,83 euros por dólar a mediados de 2010, en una apreciación que favorecía al sector exterior europeo. En el momento de redactar estas líneas, en la primera mitad del mes de

Gráfico 1.2 Precio del petróleo

Dólares EEUU por barril, media mundial. Datos semanales

Fuente: EIA



octubre, el dólar vuelve a experimentar depreciaciones que le han situado en los 1,4 dólares por euro.

Por otro lado, las autoridades chinas anunciaban el pasado mes de junio un cambio de su política monetaria, que podría suponer la apreciación de la divisa del gigante asiático. Se trata de un movimiento potencialmente muy significativo para algunos de los grandes desequilibrios mundiales de balanza de pagos. A lo largo de los últimos años, el gobierno chino ha mantenido su moneda artificialmente infravalorada frente a las monedas de sus principales socios comerciales, sobre todo frente al dólar, tal como se deduce de la brutal acumulación de reservas internacionales por parte de su banco central. Con esta política, China ha seguido generando enormes superávits comerciales, haciendo descansar su crecimiento sobre la demanda exterior a la vez que financiando el déficit exterior de los EEUU.

Un yuan más cercano en su valor a los fundamentos del mercado podría suponer un balón de oxígeno para las economías desarrolladas, necesitadas de mayor demanda de sus bienes y servicios. Sin embargo, la levísima apreciación del yuan desde el momento del anuncio (apenas un 2%) parece indicar que el anuncio chino no responde a una voluntad inequívoca de introducir con rapidez mayor flexibilidad en la fluctuación del yuan.

Medidas adoptadas frente a la crisis

Las políticas expansivas implementadas por los gobiernos, en ocasiones de manera coordinada, han sido fundamentales para poner en marcha la recuperación. Las garantías y las inyecciones de capital del Estado en beneficio de las instituciones financieras proporcionaron también un respaldo indispensable al sistema. Las consecuencias de estas medidas han generado, sin embargo, una serie de riesgos para la sostenibilidad de dicha recuperación que es preciso atajar cuanto antes.

La **política fiscal** expansiva llevada a cabo en la mayoría de países proporcionó un firme respaldo frente a la desaceleración, especialmente en las economías avanzadas. Pero, al mismo tiempo, la acción de los estabilizadores automáticos, impulsada por la contracción de la actividad, y, en menor grado, las medidas de estímulo discrecionales alimentaron los déficits fiscales de las economías avanzadas, empujándolos hasta alrededor del 9% del PIB. Asimismo, en muchas de estas economías se dispararon los niveles de deuda pública (Gráfico 1.3), aunque ese aumento responde principalmente a la caída del producto y a la disminución de la recaudación impositiva por la bajada de los precios de los activos y de la actividad del sector financiero. El estímulo fiscal discrecional y el respaldo directo al sector financiero motivados por la crisis originaron menos de una quinta parte del aumento de la deuda. Se prevé que las relaciones deuda/PIB superen el 100% del PIB en 2014 con las políticas vigentes (un 35% más que antes de la crisis).

La **política monetaria** también fue sumamente expansiva y estuvo respaldada por importantes y poco convencionales inyecciones de liquidez.

Los tipos de interés de referencia de la política monetaria se redujeron a mínimos históricos, retrocediendo en muchas economías avanzadas casi a cero (Gráfico 1.4). Entre otras medidas excepcionales destacan los compromisos públicos de mantener las tasas de interés a niveles bajos durante un periodo prolongado, las compras directas de bonos públicos a largo plazo para empujar a la baja los rendimientos a más largo plazo, y el apoyo a mercados disfuncionales (como por ejemplo los valores respaldados por activos). También muchos bancos centrales de economías emergentes crearon mecanismos especiales de liquidez o de crédito.

Gráfico 1.3 Evolución de la deuda pública bruta como porcentaje del PIB

Fuente: Eurostat

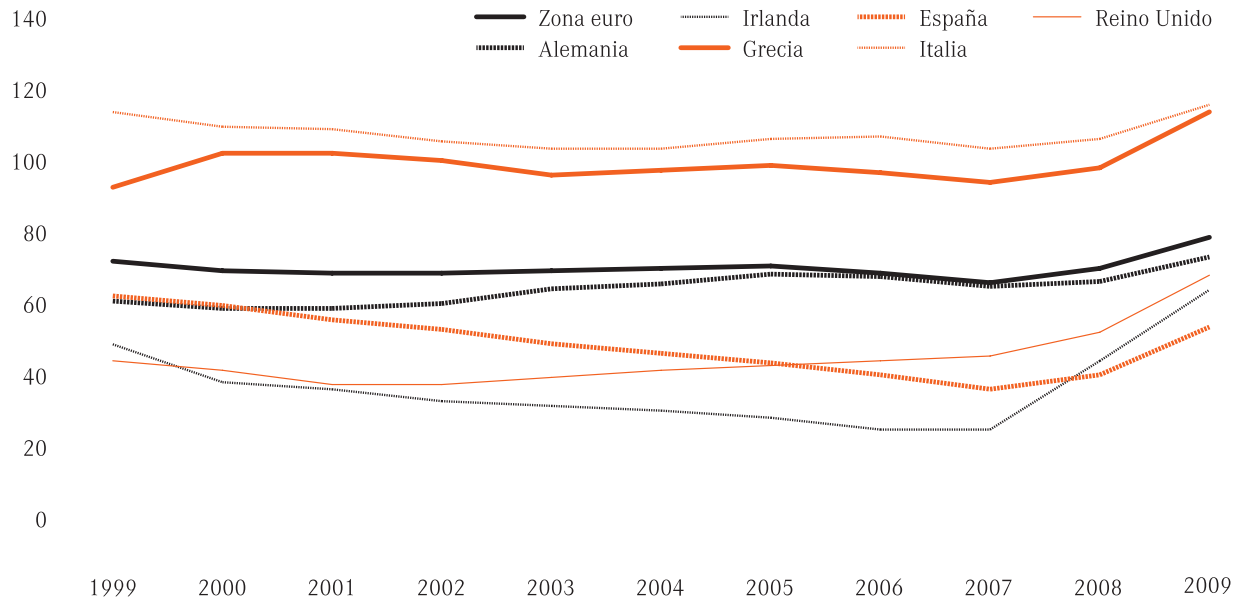
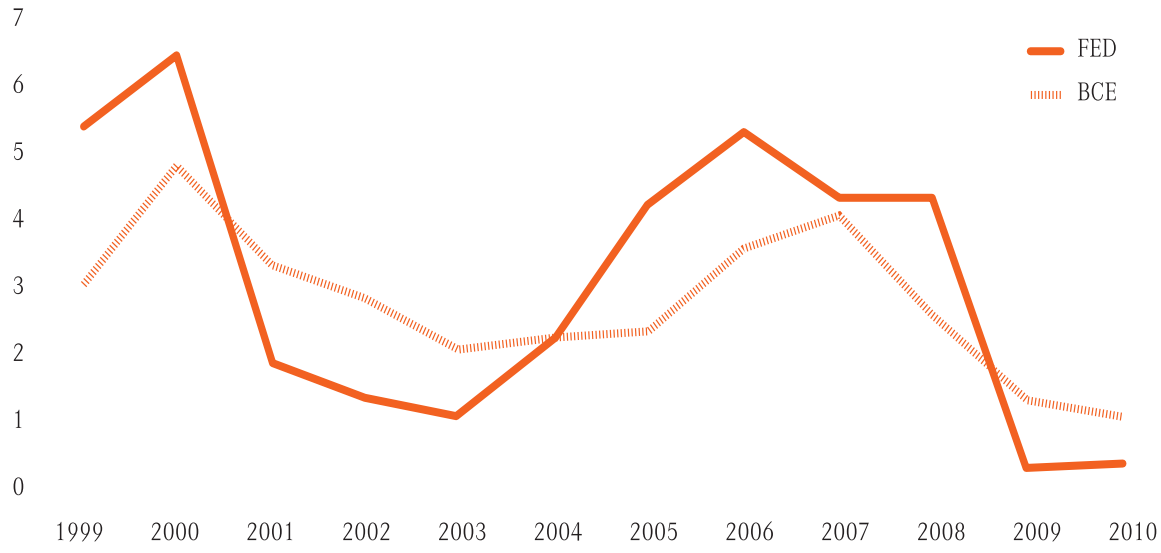


Gráfico 1.4 Tipos de interés BCE y Fed

Fuente: BCE y Fed



El comercio internacional 1.2

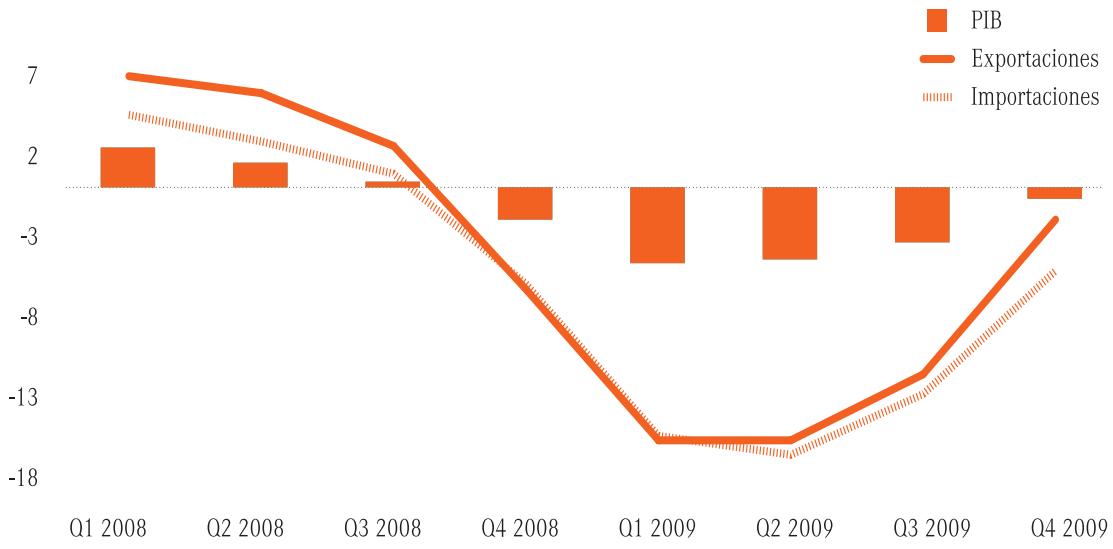
El comercio mundial se desplomó, según se recoge en el World Trade Report de la Organización Mundial de Comercio, un 12,2% en 2009 en términos reales, una contracción sin precedentes en la historia reciente (OMC, julio 2010). Desde 1965 el comercio mundial sólo había caído en tres ocasiones, y ninguno de los retrocesos fue de la magnitud de este último, pues en 1975 cayó un 7%, en 1982 un 2% y en 2001 un 0,2%. En términos nominales (dólares corrientes) el descenso fue todavía mayor, un 23%, caída en parte explicada por la disminución de los precios del petróleo y de otros productos básicos. Como resultado de esta tremenda contracción, en la mayor parte de regiones la crisis económica y financiera ha supuesto una más que notable reducción de la ratio exportaciones/PIB (Boletín Económico del Banco de España, marzo 2010).

Por su parte, las exportaciones de servicios comerciales disminuyeron un 13%, su primera caída interanual desde 1983. La mayor caída por categorías de servicios correspondió a los servicios de transporte (por su estrecho vínculo con el comercio de mercancías), seguidos de los de viajes y otros servicios comerciales.

Los economistas han propuesto varias **razones para explicar esta abrupta caída**. La principal causa sería la súbita contracción de la demanda mundial, sobre la que han actuado diversos factores como multiplicadores: la distribución por productos del descenso de la demanda (ha caído más la demanda de los productos más importantes en el comercio internacional, como los bienes duraderos y de inversión); la presencia de cadenas de suministro mundiales (con enorme peso de las cadenas de especialización vertical, en las que el valor añadido de los procesos es bajo con respecto al valor de las exportaciones); y, en tercer lugar, el hecho de que la caída del comercio fuera simultánea en los distintos países y regiones. La debilidad de la demanda del sector privado estuvo ligada a la recesión mundial. Por otro lado, la escasa disponibilidad de financiación para el comercio y su alto coste coadyuvaron en la caída del comercio. Por último, hay que considerar la imposición de algunas medidas proteccionistas como causa de esta caída, aunque probablemente habrían tenido un efecto residual (Recuadro 1.2).

Crecimiento real del PIB y el comercio en los países de la OCDE, 2009-2010 Gráfico 1.5

Variación porcentual anual Fuente: OCDE



Recuadro 1.2 La amenaza del proteccionismo

Las recesiones y sus efectos son caldos de cultivo para el proteccionismo. Cuando el producto económico disminuye y el desempleo aumenta, surge la tentación de culpar al comercio internacional y exportar el desempleo bloqueando las importaciones y subsidiando la industria nacional, aunque éstas sean políticas contraproducentes. En la Gran Depresión de los años treinta se aplicaron medidas proteccionistas que exacerbaron y dilataron los efectos de la crisis en el mundo entero. Pero en esta ocasión, aprendida la lección, los gobernantes se han comprometido a no adoptar medidas proteccionistas. De hecho, el colapso del comercio no parece ser el resultado de un despliegue sustancial de proteccionismo, sino más bien de una disminución mundial de la demanda. Así, la OMC estima que menos de un 1% del comercio mundial se ha visto afectado por nuevas medidas proteccionistas. Asimismo, un estudio de expertos del FMI concluye que las medidas de protección de la producción nacional distorsionaron el comercio global en sólo un 0,25%, ya que la mayoría de países se han resistido a acudir a medidas proteccionistas. Estas medidas sí afectaron duramente a los productos sobre los que se aplicaron.

Pese a que por ahora no se ha producido la escalada de proteccionismo, existen amenazas para que ésta se desate en un futuro, como el elevado desempleo que registran las economías avanzadas, las diferencias de crecimiento entre países o el creciente gasto público de los gobiernos. Otras razones de preocupación son: la posibilidad de un aumento del proteccionismo cuando las importaciones alcancen cuotas de mercado pre-crisis, sobre todo en mercados con un desempleo elevado y sectores con una débil recuperación; la eventual ampliación de los déficits por cuenta corriente multilateral o bilateral; la retirada de estímulos en el sector fiscal, monetario y financiero; el encarecimiento de las materias primas; o la apreciación de la moneda como consecuencia de las entradas de capital en algunos mercados emergentes, que puede crear tensiones para la competitividad de exportadores y sectores nacionales que compiten con las importaciones.

Por todo ello, aunque el comercio se está recuperando, la perdurabilidad de esa mejora aún no está asegurada. Mantener la apertura de los mercados será especialmente importante para sustentar el comercio y propiciar una reanimación económica generalizada. Para ello es necesario seguir controlando las medidas restrictivas que se implementan, e incluso mejor, llegar a acuerdos que faciliten la conclusión de la Ronda de Doha de la OMC. Asimismo, es requisito imprescindible huir de la tentación de políticas de depreciación de las monedas (políticas de empobrecimiento del vecino), cuyas consecuencias son siempre negativas para el comercio.

A parte de las políticas comerciales, el comercio se puede favorecer por otros factores, algunos de los cuales se recogen en el indicador elaborado por el *World Economic Forum* cada año, el ***Enabling Trade Index***, que nos da una idea de las condiciones para el comercio internacional en una determinada economía. En la edición de 2010 se evalúan, para 125 países, las facilidades de acceso al mercado, la gestión de las fronteras, las infraestructuras de transportes y comunicaciones y el entorno comercial para cada una de las economías consideradas. Un valor más alto significa condiciones más favorables para el comercio exterior. El Cuadro 1.3 recoge el ranking en su última edición, publicada a mediados de 2010.

Se observa cierta mejoría en el valor medio del índice respecto a 2009. 21 países se encuentran en esta edición por encima del 5, similar al nivel de 2008 (frente a 17 en 2009), lo que puede ser síntoma de una mejora de las condiciones de los mercados favorecida por la recuperación económica iniciada en 2009.

Enabling Trade Index 2010

Cuadro 1.3

Sobre 125 países

Fuente: WEF

	Índice total		Subíndices (rankings)			
	Ranking	Índice*	Acceso al mercado	Administración de fronteras	Infraestructuras de transporte y comunicaciones	Entorno para los negocios
Singapur	1	6,06	1	1	7	2
Hong Kong SAR	2	5,70	16	6	5	5
Dinamarca	3	5,41	95	3	8	3
Suecia	4	5,41	96	2	9	10
Suiza	5	5,37	58	10	10	8
Nueva Zelanda	6	5,33	37	5	26	11
Noruega	7	5,32	33	18	21	7
Canadá	8	5,29	25	17	20	18
Luxemburgo	9	5,28	73	20	3	4
Holanda	10	5,26	85	4	6	17
Islandia	11	5,26	14	22	27	12
Finlandia	12	5,25	90	8	18	1
Alemania	13	5,20	101	15	1	15
Austria	14	5,17	94	9	12	13
Australia	15	5,13	63	14	19	19
Emiratos Árabes	16	5,12	81	12	22	9
Reino Unido	17	5,06	91	13	2	32
Chile	18	5,06	2	23	42	26
Estados Unidos	19	5,03	62	19	11	37
Francia	20	5,02	97	21	4	27
Irlanda	21	5,00	109	7	23	16
Bahrein	22	4,95	29	26	33	25
Estonia	23	4,90	83	11	31	23
Bélgica	24	4,89	99	30	13	22
Japón	25	4,80	121	16	14	34
Israel	26	4,76	43	25	30	53
Rep. Corea	27	4,72	111	24	15	44
Taiwan	28	4,72	106	33	16	31
Omán	29	4,71	34	47	47	14
Malasia	30	4,71	31	44	24	51
Chipre	31	4,70	86	29	37	20
España	**32**	**4,70**	**102**	**28**	**17**	**46**
Mauricio	33	4,69	8	39	58	36
Qatar	34	4,68	72	35	46	6
Eslovenia	35	4,68	88	27	29	29
Portugal	36	4,65	77	36	25	30
Georgia	37	4,59	5	37	74	45
Túnez	38	4,57	35	50	56	24
Jordania	39	4,55	51	45	52	21
Arabia Saudí	40	4,54	54	31	45	39
Lituania	41	4,48	70	38	34	52
República Checa	42	4,47	105	32	36	43
Montenegro	43	4,47	24	55	55	33
Costa Rica	44	4,45	7	46	78	59
Croacia	45	4,45	28	60	38	63
Letonia	46	4,39	80	40	39	50
Eslovaquia	47	4,36	103	49	32	56
China	48	4,32	79	48	43	41
Hungría	49	4,30	108	34	41	54
Uruguay	50	4,29	36	54	73	40

Nota: * Escala entre 1 y 7

En esta edición España ha perdido de nuevo cinco puestos, pasando del 27 al 32. Nuestra economía ha perdido ya diez posiciones desde 2008, quedando muy rezagado respecto a las principales economías de la Unión Europea. El deterioro se produce fundamentalmente en las condiciones de acceso al mercado (apartado en el que se desciende de la posición 72 a la 102). Además, el índice para 2010 muestra un empeoramiento en el entorno para los negocios, principalmente en la seguridad física, apartado en el que España ha descendido nueve puestos (del 45 a 54), al deteriorarse el indicador del coste que tiene el terrorismo para los negocios hasta situar a nuestro país en el puesto 112 de 125 (Cuadro 1.4).

Cuadro 1.4 Enabling Trade Index, 2010 (España)

Sobre 125 países

Fuente: WEF

	Posición	Puntuación*
Índice 2010	32	4,7
Acceso al mercado	102	3,7
Administración de fronteras	28	5,1
Eficiencia de la administración de aduanas	22	5,4
Eficiencia en procedimientos de importación-exportación	45	5,1
Transparencia en la administración de fronteras	32	4,8
Infraestructuras de transporte y comunicaciones	17	5,3
Disponibilidad y calidad de las infraestructuras de transporte	10	6,0
Disponibilidad y calidad de los servicios de transporte	14	5,1
Disponibilidad y uso de las TICs	26	4,9
Entorno para los negocios	46	4,6
Entorno regulatorio	44	4,2
Seguridad física	54	5,1

Nota: * Escala entre 1 y 7

Cifras del comercio en 2009

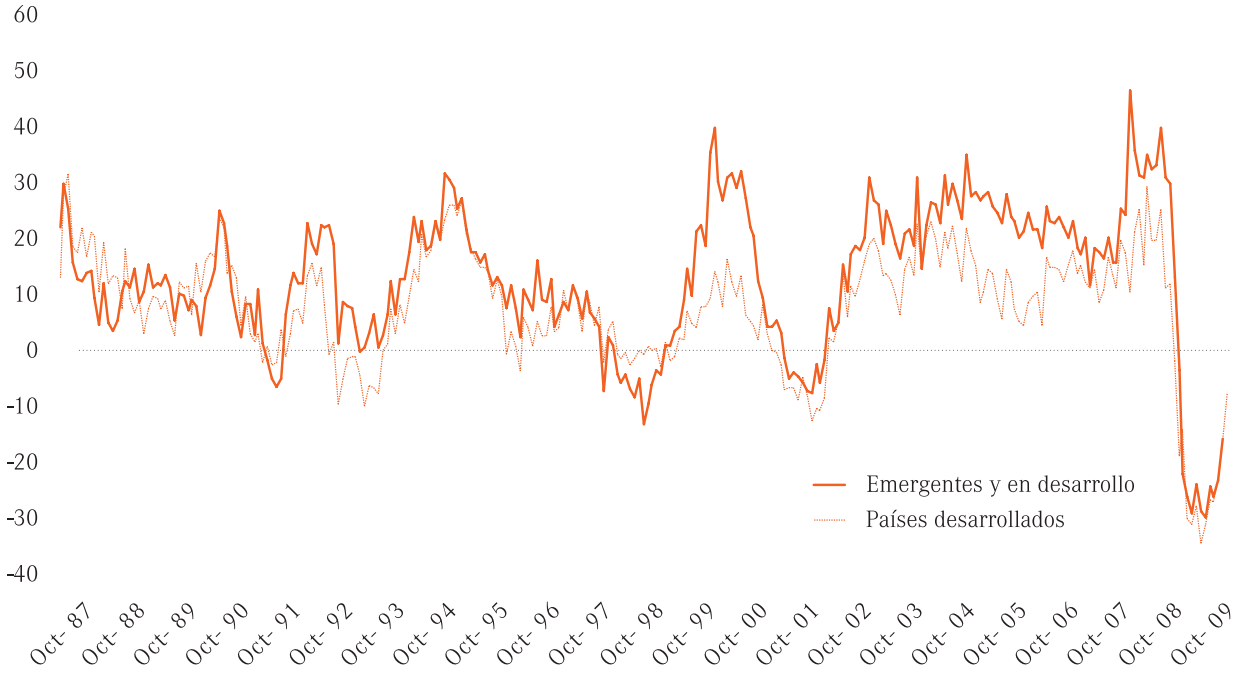
Según datos de la OMC, en 2009 el volumen de las **exportaciones** de mercancías (términos reales) descendió en todos los países y regiones. En los EEUU (-13,9%), la UE27 (-14,8%) y Japón (-24,9%) el descenso fue mayor que el promedio mundial, mientras que los descensos menos pronunciados se registraron en las regiones exportadoras de petróleo de Oriente Medio (-4,9%), África (-5,6%) y América Central y del Sur (-5,7%). Las exportaciones también disminuyeron en Asia (-11,1%) y China (-10,5%), aunque algo menos que el promedio mundial (Cuadro 1.5).

Aunque en 2009 los descensos en los volúmenes de exportación de las regiones productoras de petróleo fueron menores que el promedio mundial, la disminución en valor tendió a ser superior. Por ejemplo, el valor en dólares de las exportaciones de Oriente Medio, África y la Comunidad de Estados Independientes disminuyó un 33%, un 32% y un 36%, respectivamente, frente a un promedio mundial de 23%. Esto se debe al abrupto descenso de los precios del petróleo entre 2008 y 2009. El petróleo es con frecuencia la principal de las mercancías exportadas por los productores de crudo, por lo que debe tenerse presente que la evolución del comercio en 2009 puede variar sustancialmente en los distintos países según se mida por su valor o por su volumen.

En el caso de las **importaciones** sucedió lo contrario, que disminuyeron más en las regiones exportadoras de petróleo: la Comunidad de Estados Independientes (CEI) (-20,1%) y América Central y del Sur (-16,5%). Entre los demás países, el descenso fue mayor que el promedio mundial en los Estados Unidos (-16,5%) y la Unión Europea (-14,5%), mientras que en Japón (-12,8%) fue casi igual (Cuadro1.5).

Exportaciones mundiales por regiones (tasa interanual) Gráfico 1.6

Fuente: FMI a través de Wharton Research Data Services Global Insight



El PIB y el comercio de mercancías por regiones, 2007-2009 Cuadro 1.5

Variación porcentual anual a precios constantes

Fuente: Secretaría de la OMC

	PIB			Exportaciones			Importaciones		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Todo el mundo	3,8	1,6	-2,3	6,4	2,1	-12,2	6,1	2,2	-12,9
América del Norte	2,2	0,5	-2,7	4,8	2,1	-14,4	2,0	-2,4	-16,3
EEUU	2,1	0,4	-2,4	6,7	5,8	-13,9	1,1	-3,7	-16,5
América Central y del Sur[a]	6,4	5,0	-0,8	3,3	0,8	-5,7	17,6	13,3	-16,3
Europa	2,9	0,8	-4,0	4,2	0,0	-14,4	4,4	-0,6	-14,5
Unión Europea (27)	2,8	0,7	-4,2	4,0	-0,1	-14,8	4,1	-0,8	-14,5
Comunidad de Estados Independientes	8,3	5,3	-7,1	7,5	2,2	-9,5	19,9	16,3	-20,2
África	5,8	4,7	1,6	4,8	0,7	-5,6	13,8	14,1	-5,6
Oriente medio	5,5	5,4	1,0	4,5	2,3	-4,9	14,6	14,6	-10,6
Asia	6,0	2,7	0,1	11,7	5,5	-11,1	8,2	4,7	-7,9
China	13,0	9,0	8,5	19,8	8,6	-10,5	13,8	3,8	2,8
Japón	2,3	-1,2	-5,0	9,4	2,3	-24,9	1,3	-1,3	-12,8
India	9,4	7,3	5,4	14,4	14,4	-6,2	18,7	17,3	-4,4
Economías de reciente industrialización[b]	5,6	1,6	-0,8	9,0	4,9	-5,9	5,3	3,5	-11,4

Notas: [a] Incluye la región del Caribe
[b] Hong Kong, Rep. de Corea, Singapur y Taipei Chino

Por otro lado, China ha sobrepasado ya a Alemania como primer exportador mundial de mercancías, con alrededor del 10% de las exportaciones mundiales, y, en cuanto a las importaciones, ocupa el segundo lugar tras los EEUU. La participación de los EEUU en las importaciones mundiales de mercancías fue del 13%, frente al 8% de China (Cuadros 1.6 y 1.7).

Cuadro 1.6 Principales exportadores de mercancías, 2009

Miles de millones de dólares y en porcentajes

Fuente: OMC

	Orden	Valor	Porcentaje s/total mundial	Variación porcentual anual
China	1	1.202	9,6	-16
Alemania	2	1.121	9,0	-22
Estados Unidos	3	1.057	8,5	-18
Japón	4	581	4,7	-26
Países Bajos	5	499	4,0	-22
Francia	6	475	3,8	-21
Italia	7	405	3,2	-25
Bélgica	8	370	3,0	-22
Rep. Corea	9	364	2,9	-14
Reino Unido	10	351	2,8	-24
Hong Kong, China	11	330	2,6	-11
- Exportaciones nacionales		15	0,1	-9
- Reexportaciones		314	2,5	-11
Canadá	12	316	2,5	-31
Rusia	13	304	2,4	-36
Singapur	14	270	2,2	-20
- Exportaciones nacionales		138	1,1	-21
- Reexportaciones		132	1,1	-19
México	15	230	1,8	-21
España	**16**	**218**	**1,7**	**-23**
Taipei Chino	17	204	1,6	-20
Arabia Saudita	18	189	1,5	-40
Emiratos Árabes Unidos	19	175	1,4	-27
Suiza	20	173	1,4	-14

Principales importadores de mercancías, 2009

Cuadro 1.7

Miles de millones de dólares y en porcentajes

Fuente: OMC

	Orden	Valor	Porcentaje s/total mundial	Variación porcentual anual
Estados Unidos	1	1.604	12,7	-26
China	2	1.006	8,0	-11
Alemania	3	931	7,4	-21
Francia	4	551	4,4	-22
Japón	5	551	4,4	-28
Reino Unido	6	480	3,8	-24
Países Bajos	7	446	3,5	-23
Italia	8	410	3,2	-26
Hong Kong, China	9	353	2,8	-10
- Importaciones - reexportaciones		91	0,7	-8
Bélgica	10	351	2,8	-25
Canadá	11	330	2,6	-21
Rep. Corea	12	323	2,6	-26
España	13	290	2,3	-31
Singapur	14	246	1,9	-23
- Importaciones - reexportaciones		114	0,9	-28
India	15	244	1,9	-24
México	16	242	1,9	-24
Rusia	17	192	1,5	-34
Taipei Chino	18	175	1,4	-27
Australia	19	165	1,3	-17
Suiza	20	156	1,2	-15

Perspectivas del comercio para 2010

El comercio y la producción mundiales se encuentran actualmente en fase de recuperación. Si la economía mundial no sufre nuevas conmociones, el comercio mundial de mercancías debería retomar su normal trayectoria ascendente a finales de 2010. De hecho, según los datos publicados en octubre por el Fondo Monetario Internacional en su *World Economic Outlook*, durante el primer semestre de 2010 la producción industrial mundial creció a tasas cercanas al 15% y el comercio mundial repuntó a tasas superiores al 40%. Este fuerte incremento responde básicamente al aumento de las existencias y, en los últimos meses, de la inversión fija.

La Secretaría de la OMC estima que las exportaciones mundiales aumentarán un 9,5% en volumen este año, con un incremento del 7,5% en las economías desarrolladas y del 11% en el resto del mundo. Esta proyección presupone que el PIB mundial reanude su crecimiento conforme a la estimación más común (2,9% a los tipos de cambio de mercado), así como la estabilidad de los precios del petróleo y los tipos de cambio.

1.3 La inversión extranjera directa

En 2009, según las estimaciones de la Conferencia de Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), continuó el desplome de los flujos de la Inversión Extranjera Directa (IED), que cayeron en términos interanuales un 37% (tras la contracción del 16% en 2008). La inversión extranjera mundial se redujo a la mitad entre 2007 y 2009, de dos billones de dólares a uno. La caída se extendió además a prácticamente todas las economías, incluso a los países en desarrollo y a las economías en transición, cuyas entradas de IED habían crecido el año anterior.

Entre las **principales causas de este desplome** cabe destacar: la desfavorable coyuntura económica y el consiguiente clima de incertidumbre; la caída de los beneficios empresariales, que a su vez reduce el capital disponible por parte de las empresas para acometer nuevas inversiones en el extranjero; la reducción de operaciones de fusión y adquisición (principal vehículo de estos flujos en los países desarrollados) debido a la escasez de financiación, la cual afecta tanto a grandes como a pequeñas operaciones; y la crisis y el deterioro del atractivo de los mercados, lo que provoca que las empresas retrasen sus planes de inversión en el exterior.

Ante esta situación la mayor parte de las economías han optado por adoptar **políticas tendentes a liberalizar y favorecer la entrada de IED**. Ya se exponía el año pasado en el *Investment Policy Developments in G-20 Countries* de la UNCTAD que una amplia mayoría de los países del G-20 se abstenían, en respuesta a la crisis, de poner en marcha medidas de política restrictivas para las entradas o salidas de IDE. Además, en un contexto como el actual, de crisis económica con flujos de inversión decrecientes, se hace más necesaria la implementación de reformas para reforzar la competitividad exterior de la economía, el impulso de políticas proactivas para captar inversiones de elevado valor añadido, y la mejora de la imagen-país exterior.

A lo largo de 2009, tras la fuerte caída de la IED en el primer trimestre, ésta se recupera en el segundo para mantenerse relativamente estable en el tercero y el cuarto. Según el informe de la UNCTAD, "*Global Investment Trends Monitor*" (abril 2010), los flujos globales de IED mostraron un comportamiento estable en el último trimestre de 2009 respecto al período anterior, manteniendo así la recuperación iniciada en el segundo trimestre de ese mismo año. Concretamente, se produjo un aumento de la IED producida a partir de la reinversión de beneficios de las empresas multinacionales, lo que refleja un repunte en los beneficios de las mismas, acercándose ya a niveles precrisis.

Uno de los fenómenos más marcados de los últimos años es el **desvío de los flujos de IED hacia las economías en desarrollo y en transición** (Gráfico 1.7). Así, la cuota de mercado de los países más desarrollados ha pasado del 69% en 2007 al 51% en 2009. Las economías en desarrollo se han apropiado de esa cuota, alcanzando un 49% en 2009.

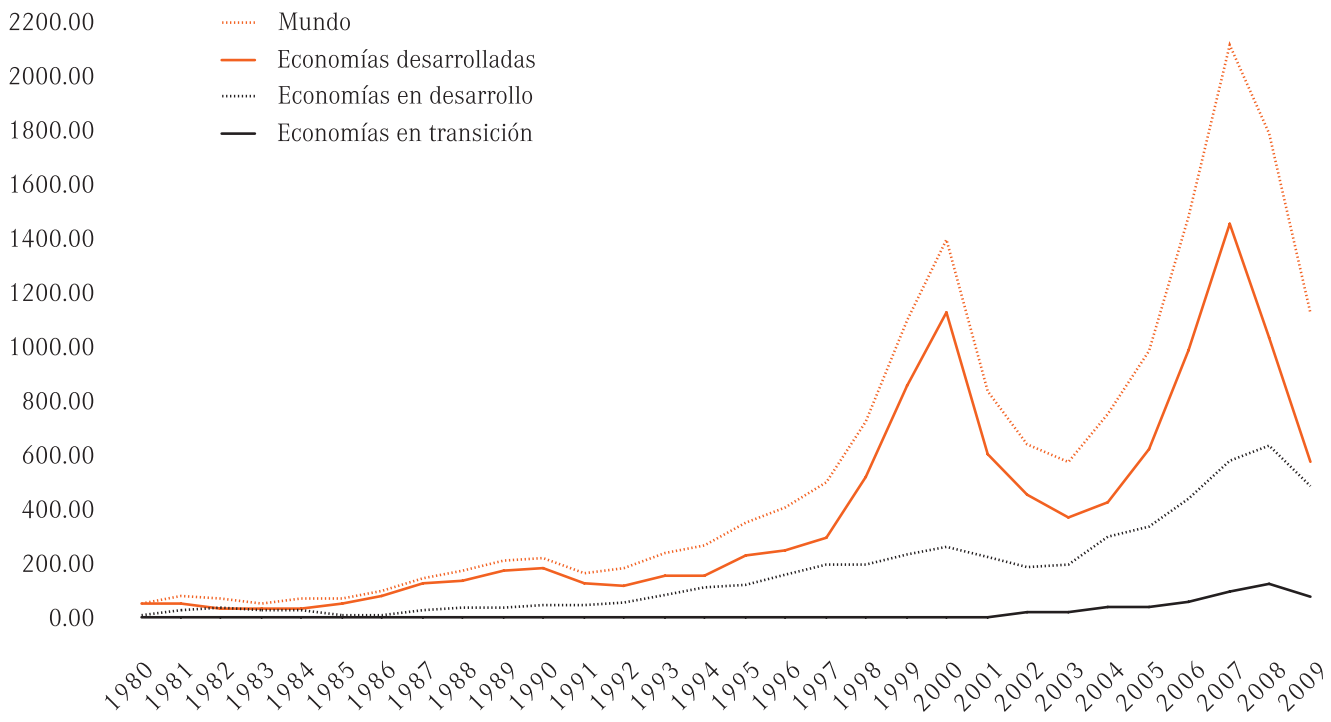
De acuerdo con los datos de la UNCTAD (Cuadro 1.8) los flujos de IED hacia los países desarrollados cayeron en 2009 un 44,4% respecto a 2008. La caída fue fuerte en EEUU (60%, sobre todo por la disminución de las fusiones y adquisiciones), Reino Unido (-50,1%), España (-79,5%) y Suecia (-67,8%). Por otro lado, la pérdida de beneficios y la recanalización de préstamos desde las filiales en el extranjero hacia la matriz, contribuyeron a la reducción de la IED en la UE en un 32,6%, que no obstante no es tan importante como la caída de 2008 (-40%). En Japón, la caída (51,1%) se atribuye en parte a la venta de una gran filial extranjera, *Nikko Cordial Securities*, a compañías locales. Pese a la fuerte caída en EEUU, este país continúa siendo el primero en términos de flujos de IED recibidos, seguido de China.

Las entradas de IDE en los países en desarrollo cayeron un 24,1% en 2009, tras seis años de crecimiento ininterrumpido. La caída de los beneficios empresariales y de los precios bursátiles ha reducido el valor de las fusiones y adquisiciones transfronterizas globalmente. La menor reducción de la inversión en estos países está relacionada con la mayor pujanza de sus mercados y especialmente con la búsqueda de mayor eficiencia. En aras a este objetivo, un número importante de multinacionales han deslocalizado parte de su producción en países emergentes.

Por lo que se refiere a la inversión por sectores, la crisis ha tenido un impacto negativo en casi todos los sectores; los que no han resultado afectados son los

Entrada de IDE 1980 - 2009 Gráfico 1.7

Billones de EEUU $ Fuente: UNCTAD



que tradicionalmente reciben volúmenes poco importantes de inversión.

Atendiendo a los **distintos componentes de la IED** hay que tener presente que todos ellos se han visto afectados por la caída, principalmente la inversión en capital social, directamente relacionada con las inversiones estratégicas de las multinacionales. La reinversión de beneficios se ha visto muy dañada por la reducción de los beneficios empresariales de las multinacionales, sobre todo a finales de 2008 y principios de 2009.

En cuanto a la **tipología de la IED**, los proyectos *greenfield* se han visto afectados por la crisis internacional de una manera menos severa que las operaciones de fusión y adquisición. Así, se ha visto en los dos últimos años que el crecimiento interno (a través de *greenfield* o reinversiones) ha sido preferido por parte de las empresas en su estrategia internacional de IED frente al crecimiento externo (fusiones y adquisiciones). El diferente ritmo de caída en los dos instrumentos obedece principalmente a que los proyectos *greenfield* requieren menor inversión en capital, y a que la IED en el sector energético, en el que predominan este tipo de operaciones sobre las fusiones y adquisiciones, ha experimentado un crecimiento notable en 2008. Así, las fusiones y adquisiciones cayeron casi un 65% (en valor) en 2009 respecto a 2008 (año en que cayeron un 35%). Los *greenfield projects*, tras aumentar en 2008, también cayeron, aunque en menor medida, un 23%. Además, en los proyectos *greenfield* y la reinversión, en el ámbito empresarial, las multinacionales de los países desarrollados continúan copando los primeros lugares en inversión internacional, a pesar del mayor protagonismo de las economías emergentes como emisoras de IED en los últimos años. Entre 2008 y 2009 destaca la pérdida de protagonismo como emisoras de IED de las multinacionales de EEUU y la entrada de Inditex como número dos mundial con 63 proyectos *greenfield* en 2009.

En cualquier caso, y a pesar del impacto evidente de la crisis, se han llevado a cabo importantes operaciones corporativas en todo el mundo, como las recogidas por la UNCTAD en su ranking de las principales fusiones y adquisiciones realizadas a nivel mundial (Recuadro 1.3)

Cuadro 1.8 Flujos de IDE y fusiones y adquisiciones transfronterizas

Por región y principales economías, 2008-2009
Millones de dólares

Fuente: UNCTAD (WIR 2010)

	Entradas de IDE			Salidas de IDE			Fusiones y adquisiciones*		
	2008	2009	Tasa de variación	2008	2009	Tasa de variación	2008	2009	Tasa de variación
MUNDO	1.771	1.114	-37,1	1.929	1.101	-42,9	706,5	249,7	-64,7
ECONOMÍAS DESARROLLADAS	1.018	566	-44,4	1.572	821	-47,8	581,4	203,5	-65,0
Europa	551	378	-31,3	992	440	-55,7	273,3	133,9	-51,0
Unión Europea	537	362	-32,6	916	389	-57,6	251,2	116,2	-53,7
Austria	11	7	-37,4	29	4	-87,2	1,3	1,8	35,4
Bélgica	110	34	-69,3	130	-15	-111,6	2,5	12,1	385,3
Bulgaria	10	4	-54,4	1	0	-119,2	0,2	0,2	-33,5
Chipre	4	6	44,4	4	5	31,3	-0,9	0,1	-105,7
Rep. Checa	6	3	-57,8	4	1	-69,0	5,2	2,7	-48,4
Dinamarca	3	8	187,1	14	16	13,9	6,1	1,7	-72,9
Estonia	2	2	-2,7	1	2	38,7	0,1	0,0	-74,5
Finlandia	-2	3	229,2	8	3	-65,9	1,2	0,5	-55,9
Francia	62	60	-4,2	161	147	-8,6	4,6	0,7	-84,2
Alemania	24	36	45,7	135	63	-53,4	31,9	12,8	-59,9
Grecia	4	3	-25,4	2	2	-24,0	6,9	0,5	-93,1
Hungría	62	-6	-109,0	60	-7	-111,5	1,6	1,9	18,9
Irlanda	-20	25	224,7	14	21	53,7	2,9	1,7	-40,8
Italia	17	31	79,3	44	44	0,2	-2,4	1,1	-146,7
Letonia	1	0	-94,3	0	0	-109,5	0,2	0,1	-44,1
Lituania	2	0	-80,9	0	0	-35,4	0,1	0,0	-79,6
Luxemburgo	9	27	193,6	17	15	-9,8	-3,6	0,4	-112,4
Malta	1	1	-4,8	0	0	-62,0		0,0	
Países Bajos	-8	27	453,6	20	18	-11,4	-8,2	18,0	-320,5
Polonia	15	11	-22,4	3	3	-2,4	1,0	0,8	-19,7
Portugal	5	3	-38,5	3	1	-52,8	-1,3	0,5	-139,4
Rumanía	14	6	-54,5	0	0	-20,4	1,0	0,3	-68,4
Eslovaquia	3	0	-101,5	0	0	67,4	0,1	0,0	-90,4
Eslovenia	2	0	-103,5	1	1	-36,5	0,4		-100,0
España	73	15	-79,5	75	16	-78,2	33,7	32,2	-4,6
Suecia	34	11	-67,8	28	30	8,9	18,8	1,1	-94,2
Reino Unido	91	46	-50,1	161	18	-88,5	147,7	25,2	-83,0
Estados Unidos	325	130	-60,0	330	248	-24,9	227,4	40,1	-82,4
Japón	24	12	-51,1	128	75	-41,7	9,3	-5,8	-162,4
ECONOMÍAS EN DESARROLLO	630	478	-24,1	296	229	-22,7	104,8	39,1	-62,7
África	72	59	-18,9	10	5	-50,1	21,2	5,1	-75,7
Sudáfrica	9	6	-36,8	-3	2	150,5	6,7	4,2	-36,9
América Latina y Caribe	183	117	-36,4	82	47	-42,2	15,5	-4,4	-128,2
Brasil	45	26	-42,4	20	-10	-149,3	7,6	-1,4	-118,1
Asia y Oceanía	375	303	-19,1	204	177	-13,5	68,2	38,3	-43,8
Asia Occidental	90	68	-24,3	38	23	-38,5	16,3	3,5	-78,2
Turquía	18	8	-58,1	3	2	-38,7	13,2	2,8	-78,5
Sur, Este y Sudeste asiáticos	282	233	-17,5	166	153	-7,7	52,6	34,7	-34,0
China	108	95	-12,3	52	48	-8,0	5,4	10,9	102,8
Hong Kong, China	60	48	-18,7	51	52	3,3	8,7	3,0	-65,2
India	40	35	-14,4	18	15	-19,5	10,4	6,0	-42,0
Singapur	11	17	54,0	-8	6	170,5	14,2	9,7	-31,9
ECONOMÍAS EN TRANSICIÓN	123	70	-42,9	61	51	-15,6	20,3	7,1	-65,0
Rusia	75	39	-48,7	56	46	-17,9	13,5	5,1	-62,4

Nota: * El valor de las Fusiones y Adquisiciones se corresponde con el de las ventas, teniendo en cuenta el país del vendedor

Las principales operaciones mundiales en 2008 y 2009

Recuadro 1.3

Como hemos señalado en 2008 y 2009 caen fuertemente las operaciones de fusión y adquisición llevadas a cabo en el ámbito internacional. Sin embargo, en ambos años continuaron realizándose operaciones de importes considerables, como se puede observar en los siguientes cuadros que recogen los rankings elaborados por la UNCTAD. Entre las mismas encontramos incluso operaciones en las que intervinieron empresas españolas como es el caso de Altadis, Endesa e Itínere Infraestructuras.

Las mayores fusiones y adquisiciones transnacionales del mundo en 2008

Miles de millones de dólares de EEUU

Fuente: UNCTAD, WIR 2010

Ranking	Importe	Objetivo Empresa/ país /sector	Comprador Empresa/ país
1	52,2	*Anheuser-Busch Cos Inc* (EEUU) Bebidas	*InBev NV* *(Bélgica)*
2	23,1	*Fortis Bank Nederland (Holding) NV* (Bélgica) Banca	*Government of the Netherlands* *(Países Bajos)*
3	17,9	*Altadis S.A.* (España) Tabacalera	*Imperial Tobacco Overseas Holdings Ltd* *(Reino Unido)*
4	17,6	*Reuters Group PLC* (Reino Unido) Medios comunicación	*Thomson Corp* *(EEUU)*
5	16,3	*Imperial Chemival Industries PLC* (Reino Unido) Químico	*Azco Nobel NC* *(Países Bajos)*
6	16,0	*Intelsat Ltd* (Bermudas) Servicios de comunicaciones	*Serafina Holdings Ltd* *(Reino Unido)*
7	15,0	*OCI Cement Group* (Egipto) Materiales de construcción	*Lafarge SA* *(Francia)*
8	14,9	*Scottish & Newcastle PLC* (Reino Unido) Bebidas	*Sunrise Acquisitions Ltd* *(Jersey)*
9	14,3	*Endesa Italia* (Italia) Energía	*E.ON AG* *(Alemania)*
10	14,3	*Rio Tinto PLC* (Reino Unido) Minería	*Shining Prospect Pte Ltd* *(Singapur)*

Las mayores fusiones y adquisiciones transnacionales del mundo en 2009

Miles de millones de dólares de EEUU

Fuente: UNCTAD, WIR 2010

Ranking	Importe	Objetivo Empresa/ país /sector	Comprador Empresa/ país
1	46,7	*Genentech Inc*	*Roche Holding AG*
		(EEUU) Productos biológicos	*(Suiza)*
2	16,9	*British Energy Group PLC*	*Lake Acquisitions Ltd*
		(Reino Unido) Energía	*(Reino Unido)*
3	13,5	*Endesa SA*	*Enel SpA*
		(España) Energía	*(Italia)*
4	13,3	*Barclays Global Investors Ltd*	*BlackRock Inc*
		(EEUU) Asesoría financiera	*(EEUU)*
5	12,8	*Fortis Bank SA/NV*	*BNP Paribas SA*
		(Bélgica) Banca	*(Francia)*
6	10,4	*Essent NV*	*Rheinisch-Westfaelisches Elektrizitaetswerk*
		(Holanda) Energía	*(Alemania)*
7	9,6	*Volkswagen AG*	*Qatar Investment Authority*
		(Alemania) Automoción	*(Qatar)*
8	7,9	*Itinere Infraestructuras SA*	*Pear Acquisition Corporation SL*
		(España) Infraestructuras	*(España)*
9	7,2	*Addax Petroleum Corp*	*Mirror Lake Oil & Gas Co Ltd*
		(Suiza) Petróleo y gas natural	*(Canadá)*
10	6,7	*Puget Energy Inc*	*Padua Holdings LLC*
		(EEUU) Energía	*(EEUU)*

Perspectivas para la IED

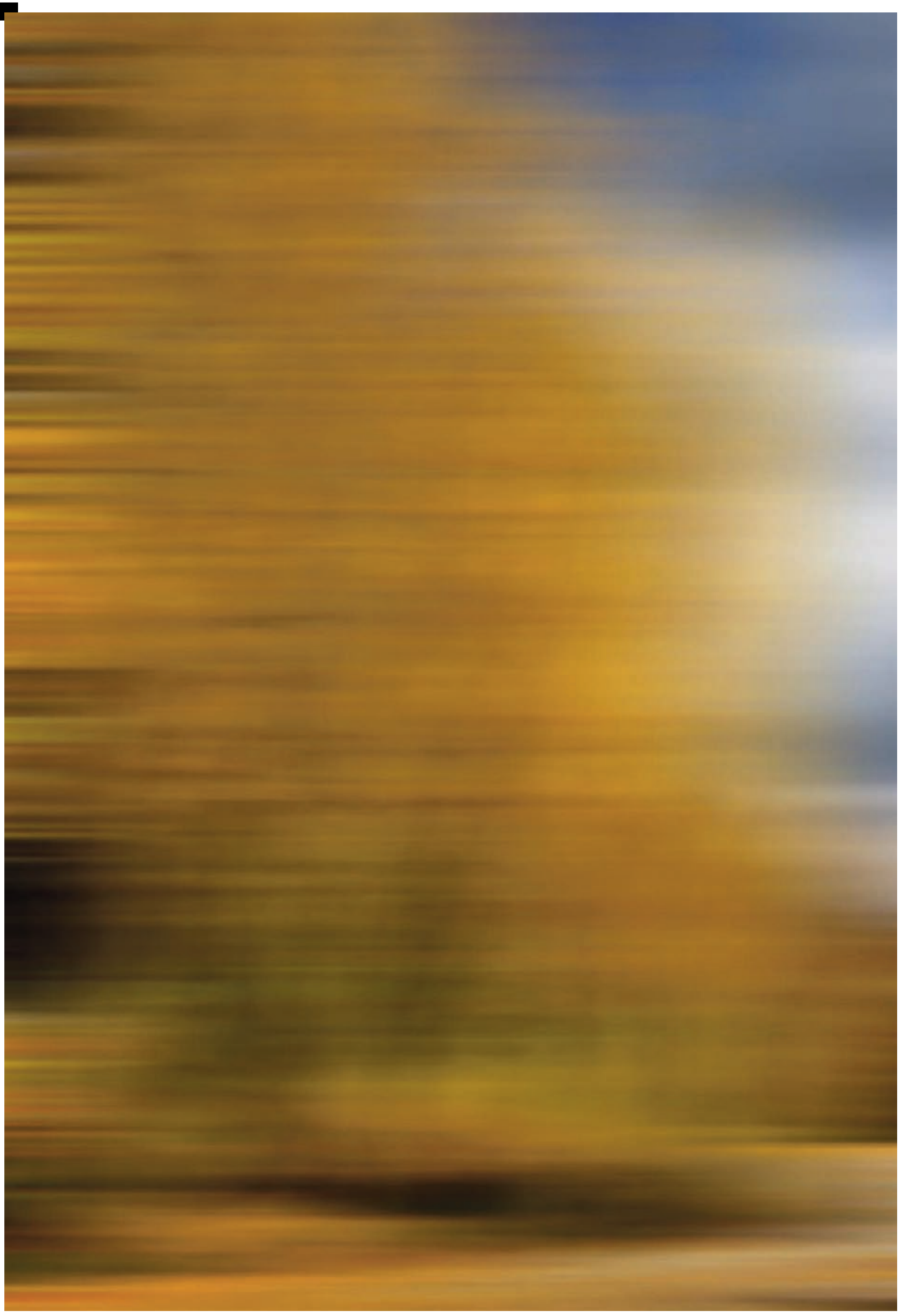
A pesar de la tendencia a la baja, la UNCTAD espera una estabilización de los flujos en 2010 y su crecimiento a partir de 2011, pues considera que el crecimiento en la IED sigue el repunte económico con un retraso de seis meses. En este sentido la senda del crecimiento de las economías a nivel mundial se retomó a mediados de 2009. Como consecuencia de ello, las multinacionales están optando por una estrategia más agresiva en su acción internacional, lo que ya ha tenido su reflejo en el primer trimestre de 2010 en las operaciones de fusión y adquisición.

La UNCTAD prevé que las entradas mundiales de IED superarán los 1,2 billones de dólares en 2010, para luego seguir aumentando hasta los 1,3-1,5 billones de dólares en 2011 y alcanzar los 1,6-2 billones de

dólares en 2012. Sin embargo, estas perspectivas están expuestas a diversos riesgos e incertidumbres, en particular la fragilidad de la recuperación económica mundial.

Según los datos del *World Investment Prospects Survey 2009-2011*, mientras que sólo un 10% de los directivos encuestados se muestran optimistas acerca del clima de negocios global en 2010 (0% en 2009), dicha cifra aumenta hasta el 45% en 2011. En cuanto a las previsiones de inversión, mientras que la mayoría de directivos esperan que éstas sean menores en 2009 que en 2008, más de la mitad de las empresas manifiestan la intención de invertir en 2011 más que en 2010 (33% en 2009 mostraban esta intención).

Por su parte, el *Economist Intelligence Unit* (*EIU*) prevé que la recesión de la IED será mucho más prolongada, de forma que los flujos globales de inversión en 2011 seguirán muy por debajo de los registrados en 2008.



2 La economía española en 2009-2010

Tras crecer a una media de 3,5% durante más de una década (por encima de su crecimiento potencial), la economía española se vio duramente afectada por el colapso de la burbuja inmobiliaria y la crisis financiera global. **En 2009 España sufrió la peor recesión desde 1960, registrando su PIB una tasa de descenso interanual del 3,6%**, tras haber crecido un 0,9% en 2008. En la historia reciente, la economía española únicamente había experimentado crecimientos negativos anuales en dos ocasiones: 1981 y 1993, con unas tasas de, respectivamente, el -0,2% y el -1,2%. A pesar de la magnitud de la caída de 2009, ésta fue menor que la sufrida en la zona euro (-4,0%) y en el conjunto de la UE-27 (-4,1%).

Detrás de este desplome del crecimiento se encuentra fundamentalmente la aportación negativa (6 puntos porcentuales) de la **demanda nacional** sobre el mismo (frente a los 0,5 puntos que restó en 2008). La **demanda externa**, sin embargo, mostró una contribución positiva de 2,4 puntos, 1 punto más que en 2008. Desde la óptica de la oferta, todos los sectores mostraron una evolución negativa.

En este contexto, y aunque España había iniciado la crisis con una posición saneada de las finanzas públicas y con un nivel de deuda muy bajo e inferior en más de 20 puntos a la media de las grandes economías europeas, **tanto el déficit público como la deuda han aumentado de forma significativa**, generando incertidumbre en los mercados de deuda.

Por otro lado, y en lo que respecta a los desequilibrios exteriores de la economía española, **la caída de la demanda ha favorecido la reducción de los déficits de la balanza comercial y por cuenta corriente**.

Según las estadísticas de la Organización Mundial de Comercio (OMC), recogidas en el *World Trade Report 2010*, **España fue en 2009 el 16º exportador y 13º importador de mercancías del mundo** (con una cuota sobre el total mundial del 1,7 y del 2,3% respectivamente). Con respecto al comercio de servicios, **España fue el 7º país en términos de exportaciones** (3,7%) **y el 10º en importaciones** (2,8%).

Por otro lado, y según los datos publicados en el *World Investment Report 2010* de la UNCTAD (WIR), España continuó siendo en 2009 inversor neto en el exterior, pero con un margen entre inversión directa emitida y recibida cada vez menor, en concreto 1.300 millones de dólares, frente a los 1.500 millones de 2008 y los casi 72.800 de 2007. En 2009 **España cayó 14 posiciones en términos de flujos de inversión extranjera directa (IED) recibida**, pasando del 6º puesto en 2008 al 20º en 2009 (con una cuota sobre el total de flujos de entrada de IED mundial del 1,35%). **También perdió peso en lo referente a los flujos de salida** de este tipo de inversión. Actualmente ocupa la posición 17ª (con una cuota del 1,48% sobre el total mundial), frente al 8º puesto que ocupaba en 2008. **En cuanto a la IED acumulada, España mantiene una posición relativa más estable.** Así, España continúa siendo el 7º país en términos de stock recibido (tras EEUU, Francia, Reino Unido, Hong Kong, Bélgica y Alemania), un 3,78% del total acumulado mundial. Y ha bajado un puesto, hasta situarse en el 10º lugar, en cuanto al stock de IED española en el exterior (tras EEUU, Francia, Reino Unido, Alemania, Países Bajos, Hong Kong, Suiza, Japón y Bélgica), con un 3,4% del total mundial.

En términos del PIB español, la IED recibida acumulada en España supone un porcentaje del 45,9%. La IED española acumulada en el exterior tiene un peso del 44,2% en el producto nacional.

A pesar de la recesión económica, algunas empresas españolas han decidido iniciar o continuar sus procesos de internacionalización, de los que son un claro exponente las operaciones comentadas y premiadas en el capítulo 4 de este Anuario. Este comportamiento es consistente con el papel que la economía española desempeña en el concierto internacional. Así, el peso relativo de la economía española sobre el PIB mundial, según datos del FMI, era del 2,5% en 2009 en precios corrientes y dólares estadounidenses (en términos de paridad del poder adquisitivo era algo menor, con un 1,95% del producto mundial). En otras esferas de la economía internacional, la presencia española sigue siendo incluso mayor, como veíamos anteriormente.

Además, los ***rankings*** sobre **las principales multinacionales recogidos en el *WIR 2010*** avalan esta afirmación. Así, en la lista de las **50 principales empresas financieras continúan apareciendo dos bancos españoles, el Banco Santander y el BBVA**, que, de hecho, han escalado dos puestos cada una, ocupando en 2009 las posiciones 18ª y 32ª, respectivamente. Entre las 100 **principales multinacionales no financieras** hay cuatro españolas: **Telefónica** (en el puesto 18), **Iberdrola** (24), el **Grupo Ferrovial** (35) y **Repsol** (64) –Cuadro 2.1-. Otros rankings bien conocidos, como el de Fortune –véase el apartado final de este capítulo- refuerzan esta impresión.

Cuadro 2.1

Multinacionales no financieras españolas entre las primeras a nivel mundial en cuanto a su presencia internacional

Millones de dólares y número de empleados

Fuente: WIR 2010, UNCTAD

	Activos			Ventas			Empleados		
	En exterior	Total	% sobre total	En exterior	Total	% sobre total	En exterior	Total	% sobre total
Telefónica S.A.	95.446	139.034	68,6	54.124	84.778	63,8	197.096	251.775	78,3
Iberdrola S.A.	73.576	119.467	61,6	19.785	36.863	53,7	17.778	32.993	53,9
Grupo Ferrovial S.A.	54.322	67.088	81,0	13.156	20.667	63,7	64.309	106.596	60,3
Repsol YPF S.A.	32.720	68.795	47,6	43.970	84.477	52,0	18.403	36.302	50,7

El sector exterior español: análisis de la Balanza de Pagos (balanza por cuenta corriente y de capital) 2.1

La ralentización de la actividad económica y de la demanda agregada en España, resultante de la crisis mundial y de los propios problemas de la economía española, continúa atenuando en 2009 y 2010 los desequilibrios de la Balanza de Pagos española. El informe de la Balanza de Pagos, publicado por el Banco de España en 2010, refleja que **la necesidad de financiación de la economía española frente al exterior,** medida como el saldo conjunto de la cuenta por cuenta corriente y la de capital, se ha reducido nuevamente en 2009, mostrando una variación del -47,2% hasta -53.066 millones de euros (frente a -100.499 millones en 2008). En porcentaje sobre el PIB, la necesidad de financiación de la inversión española con recursos externos disminuye del 9,2% en 2008 al 5,1% en 2009 (Cuadro 2.2). Dicha disminución refleja la fuerte caída de la inversión, hasta el 24,4% del PIB, y el históricamente elevado nivel del ahorro nacional bruto, en torno al 20% del PIB.

Balanza de pagos: saldos — Cuadro 2.2

% del PIB — Fuente: Banco de España

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CAPACIDAD (+) / NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN	-3,1	-3,1	-2,2	-2,5	-4,2	-6,5	-8,4	-9,6	-9,2	**-5,1**
Cuenta corriente	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-9,0	-10,0	-9,7	**-5,4**
Mercancías	-6,4	-5,7	-5,0	-5,1	-6,4	-7,5	-8,5	-8,7	-8,0	**-4,3**
Servicios	3,3	3,4	3,1	3,0	2,6	2,4	2,3	2,2	2,4	**2,4**
Turismo y viajes	4,1	4,0	3,5	3,5	3,2	2,9	2,8	2,6	2,6	**2,5**
Otros servicios	-0,8	-0,6	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	**0,0**
Rentas	-1,2	-1,8	-1,7	-1,3	-1,4	-1,9	-2,1	-2,9	-3,3	**-2,8**
de las que: beneficios reinvertidos	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	0,5	0,5	0,4	**-2,8**
Transferencias corrientes	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	**-0,8**
Cuenta de capital	0,8	0,8	1,1	1,0	1,0	0,9	0,6	0,4	0,5	**0,4**
CUENTA FINANCIERA [a]	3,1	3,2	2,1	2,3	4,1	6,7	8,7	9,6	8,7	**5,5**
Excluido el Banco de España	4,1	0,6	1,6	2,1	5,8	6,9	11,3	8,3	5,9	**4,5**
Inversiones exteriores directas	-3,2	-0,8	0,9	-0,3	-3,4	-1,5	-6,0	-4,8	-0,7	**-0,1**
Inversiones de cartera	-0,2	-2,8	0,6	-3,4	10,2	6,5	20,3	10,0	0,4	**4,2**
Otras inversiones	7,2	4,2	0,7	6,2	-1,0	1,9	-3,2	3,5	7,0	**0,9**
Derivados financieros	0,3	-0,1	-0,7	-0,4	0,0	0,0	0,2	-0,4	-0,7	**-0,5**
Banco de España [b]	-1,0	2,6	0,5	0,2	-1,7	-0,2	-2,6	1,4	2,8	**1,0**
ERRORES Y OMISIONES	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	-0,2	-0,4	0,0	0,4	**—**

[a] Variación de pasivos menos variación de activos
[b] Un signo negativo (positivo) supone un aumento (dismimución) de los activos netos del Banco de España frente al exterior

El déficit por cuenta corriente ha retrocedido un 46,1% en 2009, hasta el 5,4% del PIB, alcanzando su menor valor desde 2004. Este descenso ha sido consecuencia de los menores déficits en la balanza comercial, de rentas y de transferencias corrientes, que han caído, respectivamente, hasta un 4,3%, un 2,8% y un 0,8% del PIB. Por lo que se refiere a la cuenta de capital, su superávit se ha reducido un 25,7% respecto a 2008, retrocediendo hasta el 0,4% del PIB.

La caída del déficit por cuenta corriente se explica fundamentalmente por la reducción, en un 48% en términos nominales, del déficit de la **balanza comercial**. La fuerte caída de las **importaciones** (-26,5%), por la debilidad de la demanda nacional, explica esta mejoría. Las **exportaciones**, aunque en menor medida, también disminuyeron (-16,7%), afectadas por la caída del comercio mundial. La tasa de cobertura anual (exportaciones sobre importaciones) ha sido del 75,9%, porcentaje superior en 9,2 puntos al de 2008.

La disminución de las exportaciones españolas es menos acusada que la observada en los principales socios comerciales. Las exportaciones de los países de la zona euro han caído un 18,1%, con caídas del 17,7% en Francia, del 18,4% en Alemania y del 20,7% en Italia. Igualmente, las ventas exteriores de Estados Unidos y Japón han sufrido notables reducciones en 2009, -17,9% y -25,1%, respectivamente.

Sin embargo, el retroceso de las importaciones españolas en 2009 (26,2%) sí se ha situado por encima de las caídas observadas en las importaciones de la zona euro (20,2%) y en las de nuestros principales socios en la UE: Alemania (17,2%), Francia (18,3%) e Italia (22,0%). Finalmente, las importaciones de Estados Unidos se han reducido un 25,9% y las de Japón un 27,1% respecto a los valores observados en 2008 (Cuadro 2.3).

En términos reales, las exportaciones experimentaron una caída del 9,8% (según datos de Aduanas), al descender su precio un 6,7%. Por su parte, el precio de las importaciones cayó un 10,6%. Como consecuencia, el descenso real de las mismas en 2009 fue del 17,4%.

Cuadro 2.3 Crecimiento comparativo del comercio exterior en 2009

Tasas de variación interanual

Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y Banco de España

	Exportaciones	Importaciones
España	-16,7	-26,5
Francia	-17,7	-18,3
Alemania	-18,4	-17,2
Italia	-20,7	-22,0
*Zona euro**	-18,1	-20,2
EEUU	-17,9	-25,9
Japón	-25,1	-27,1

* Incluye ventas extra-zona euro y ventas entre países de la zona euro

Comercio exterior de mercancías, especialización por productos

Cuadro 2.4

% sobre el total

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

Productos	2009	
	EXPORTACIONES	IMPORTACIONES
Alimentos	16,0%	11,2%
Productos energéticos	4,5%	16,5%
Materias primas	2,0%	3,0%
Semimanufacturas no químicas	11,4%	7,0%
Metales no ferrosos	1,8%	1,1%
Hierro y acero	3,6%	2,5%
Papel	1,7%	1,5%
Productos cerámicos y similares	1,5%	0,3%
Otras semimanufacturas	2,8%	1,7%
Productos químicos	14,4%	16,1%
Productos químicos orgánicos	1,7%	2,6%
Productos químicos inorgánicos	0,4%	0,7%
Plásticos	3,5%	3,2%
Medicamentos	4,9%	5,9%
Abonos	0,2%	0,2%
Colorantes y curtientes	0,9%	0,6%
Aceites esenciales y perfumados	1,7%	1,2%
Resto de productos químicos	1,1%	1,7%
Bienes de equipo	20,4%	20,7%
Maquinaria para la industria	5,7%	5,3%
Equipos de oficina y telecomunicaciones	1,7%	5,3%
Material de transporte	4,8%	1,8%
Otros bienes de equipo	8,3%	8,3%
Sector del automóvil	17,1%	11,0%
Automóviles y motos	12,1%	4,9%
Componentes del automóvil	5,1%	6,1%
Bienes de consumo duradero	2,1%	3,2%
Manufacturas de consumo	9,3%	11,0%
Textiles y confección	5,1%	6,1%
Calzado	1,2%	0,9%
Juguetes	0,4%	0,8%
Otras manufacturas de consumo	2,6%	3,2%
Otras mercancías	2,8%	0,4%

Por productos (Cuadro 2.4), el descenso de las ventas al exterior se extendió a todos los tipos de bienes. En 2009, entre los principales sectores exportadores destacaron el de bienes de equipo (20,4% del total anual) y el del automóvil (17,1%), si bien sus exportaciones cayeron un 16,2 y un 15,1%, respectivamente. Por lo que se refiere a las importaciones, las de productos energéticos (16,5% del total en 2009) retrocedieron un 40,2% respecto a 2008. Por rúbricas, descendieron las compras de petróleo y derivados (-42,4%), así como las de gas (-31,7%). Las importaciones de productos no energéticos (83,5% del total) se redujeron un 22,6% en 2009 y las de bienes de equipo (20,7% del total anual) mostraron un descenso del 31,2%.

Cuadro 2.5 Comercio exterior de mercancías, especialización geográfica

% sobre el total

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

	2009	
Regiones / Países	**EXPORTACIONES**	**IMPORTACIONES**
UNIÓN EUROPEA	69,1%	58,0%
ZONA EURO	57,0%	47,4%
Francia	19,3%	11,7%
Alemania	11,1%	13,4%
Italia	8,2%	7,2%
Portugal	9,2%	3,6%
RESTO UE	12,1%	10,6%
Reino Unido	6,3%	4,8%
RESTO EUROPA	6,4%	6,2%
Rusia	0,9%	2,2%
AMÉRICA DEL NORTE	4,0%	4,5%
EEUU	3,6%	4,1%
AMÉRICA LATINA	4,7%	4,7%
México	1,5%	1,0%
Brasil	0,8%	1,1%
Argentina	0,4%	0,7%
RESTO DE AMÉRICA	0,2%	0,4%
ASIA	7,0%	17,7%
India	0,5%	0,9%
China	1,2%	7,0%
Japón	0,8%	1,5%
ÁFRICA	5,8%	8,1%
Marruecos	1,9%	1,2%
Argelia	1,3%	1,8%
OCEANÍA	0,6%	0,3%
Australia	0,5%	0,2%
TOTAL NO UE	30,9%	42,0%
TOTAL NO ZONA EURO	43,0%	52,6%
OCDE	79,0%	68,8%
NAFTA	5,6%	5,5%
MERCOSUR	1,3%	1,9%
OPEP	3,7%	8,7%

Geográficamente (Cuadros 2.5 y 2.6), en 2009 disminuyeron notablemente las exportaciones españolas hacia el Reino Unido, Estados Unidos, CEI (Comunidad de Estados Independientes) y otros países del centro y este de Europa. Las ventas dirigidas a la zona euro (57% del total) experimentaron una caída menos acusada, especialmente las dirigidas a Alemania y Francia. Como resultado, el peso relativo de las exportaciones dirigidas a la zona euro se incrementó en 2009. Otro aspecto destacable respecto a las exportaciones es su diversificación hacia países emergentes, como es el caso de China o India, que se están recuperando más rápida y sólidamente que las economías desarrolladas. En cuanto a las importaciones, en términos nominales, su descenso en 2009 fue generalizado e intenso. Destacaron las menores com-

Evolución del comercio exterior de España por áreas geográficas

Cuadro 2.6

Tasas de variación nominal

Fuente: Banco de España. Informe de Balanza de Pagos

	Total		
	2000-07	2008 [a]	2009 [a]
Exportaciones			
Total	7,4	3,7	-15,9
OCDE	7,1	1,7	-15,7
UE 27	6,7	1,9	-15,9
Reino Unido	6,3	-3,4	-24,5
Zona del euro (UEM 16)	6,0	1,5	-13,7
Alemania	4,7	1,7	-11,7
Francia	6,9	1,2	-11,7
Italia	7,2	-2,0	-14,1
Estados Unidos	6,2	1,6	-24,6
OPEP	10,0	24,4	-9,5
CEI y otros países del este y centro de Europa [b]	5,1	27,0	-37,9
NIC [c]	4,2	1,7	10,7
Resto del mundo	7,3	4,9	-11,8
Importaciones			
Total	9,4	0,6	-26,2
OCDE	7,9	-5,8	-22,8
UE 27	7,6	-6,5	-21,5
Reino Unido	3,9	-3,2	-23,9
Zona del euro (UEM 16)	7,6	-7,4	-22,6
Alemania	9,0	-6,0	-25,1
Francia	4,4	-11,4	-17,4
Italia	8,4	-11,9	-30,5
Estados Unidos	3,4	12,5	-23,9
OPEP	14,7	32,6	-35,2
CEI y otros países del este y centro de Europa [b]	15,7	21,2	-43,4
NIC [c]	8,4	-16,3	-31,8
Resto del mundo [d]	15,5	9,2	-28,3

[a] Datos provisionales Departamento de Aduanas.
[b] Comprende Rusia, Ucrania, Bielorrusia, Moldavia, Georgia, Armenia, Azerbaiyán, Kazajistán, Turkmenistán, Uzbekistán, Tayikista´n, Kirguistán, Rumanía, Bulgaria, Albania, Croacia, Bosnia-Herzegovina, Serbia y Montenegro.
[c] Comprende Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur.
[d] No incluye las partidas sin asignación geográfica

pras a la OPEP y a la CEI y otros países del centro y este de Europa, básicamente debido a la menor demanda y el abaratamiento del petróleo. El descenso de las importaciones procedentes de la zona euro fue más suave, sobre todo a final de año, por la recuperación de las compras a Francia, Holanda y Portugal.

En lo que a los **servicios** se refiere, su superávit se ha mantenido estable en 2009 (2,4% del PIB). La corrección del déficit de los servicios no turísticos (hasta valores muy próximos al equilibrio) compensó la reducción del 6,6% del superávit de Turismo y viajes hasta el 2,5% del PIB.

Los ingresos por servicios en 2009 han disminuido, en términos nominales, un 9,6% respecto a 2008. Particularmente, los ingresos por turismo han descendido un 9%, y los del resto de servicios un 10,1%. Por su parte, los pagos se han reducido un 12,5% respecto a los valores observados en 2008, en términos nominales. Los pagos por servicios no turísticos han caído un 12,2%, mientras que los pagos por servicios turísticos han situado su descenso en el 13,8%.

Por otro lado, la **balanza de rentas** redujo su déficit un 17%, hasta alcanzar un 2,8% del PIB (frente a 3,3% en 2008). Los ingresos, es decir, el rendimiento de las inversiones españolas en el exterior, crecieron el 24,9%. En cuanto a los pagos, intereses y dividendos de la inversión extranjera en España, disminuyeron el 21,8%.

En el caso de España, la evolución del saldo de esta balanza responde básicamente al comportamiento de las rentas netas de inversión, ya que las rentas del trabajo son poco significativas. El déficit de rentas de inversión se redujo, fundamentalmente por la mejoría de los saldos negativos de las instituciones financieras monetarias (IFM) y los otros sectores residentes (OSR) con el exterior, superior al deterioro del déficit de las AAPP. El superávit de rentas del Banco de España se mantuvo prácticamente estable.

Por tipos de inversión, disminuyeron los déficits generados por saldos exteriores en instrumentos financieros materializados en forma de otra inversión (-38%) (fundamentalmente préstamos, depósitos y repos) y en inversión de cartera (-16%), que contrarrestaron el descenso del superávit de rentas de inversión directa (-54%). En el caso de los pagos netos por intereses, la reducción, más intensa en los pagos que en los ingresos, refleja las bajadas de los tipos de interés.

En cuanto a la **balanza de transferencias corrientes**, su déficit se redujo en 2009 un 15%, hasta el 0,8% del PIB, una décima menos que el año anterior. Esta caída del déficit se explica tanto por el incremento de los ingresos (4,6%) como por el descenso de los pagos (–2,2%). Esta evolución, frente al deterioro del déficit de las AAPP, se debió al notable incremento del superávit del sector privado, fundamentalmente explicado por el avance de los cobros vinculados al FEAGA y, en menor medida, la reducción del saldo negativo asociado a las remesas de trabajadores (-9,6%), manteniéndose en el 0,2% del PIB. El descenso de las remesas enviadas por los inmigrantes a su país de origen es un claro reflejo de la desfavorable situación económica. En España, el fuerte aumento de la tasa de paro de los extranjeros y la contención de los flujos de entradas de inmigrantes en relación con años anteriores explicaría el descenso de los pagos realizados al exterior en forma de remesas. La desagregación geográfica de los pagos de remesas continúa presentando una concentración significativa de las destinadas a países pertenecientes a Latinoamérica (Cuadro 2.7).

Por último, la **cuenta de capital** mostró en 2009 un saldo positivo, aunque un 26% menor que en 2008, retomándose así la tendencia negativa sólo interrumpida por el crecimiento del 21% en 2008. Esta evolución fue el resultado del avance de los pagos (+43%) y de la caída de los ingresos (-11%). En porcentaje del PIB, el superávit disminuyó una décima, hasta el 0,4%.

Por sectores, disminuyen tanto el superávit de las AAPP como el del sector privado, aunque la reducción del primero es la que explica fundamentalmente la evolución negativa de la cuenta de capital. La disminución del superávit de las AAPP se concentró principalmente en las transferencias procedentes de la UE, que cayeron un 18,6%, debido al comportamiento de los fondos de carácter agrario (FEOGA-Orientación y FEADER) y al retroceso de los fondos vinculados al FEDER (destinados, junto con los Fondos de Cohesión, a reducir los desequilibrios interregionales en el seno de la UE). El moderado aumento de los ingresos vinculados a los Fondos de Cohesión fue insuficiente para contrarrestar la evolución del resto de fondos.

Distribución geográfica de los pagos de remesas en 2008 y 2009 [a] Cuadro 2.7

Principales países destinatarios. Porcentaje sobre el total Fuente: Banco de España

	2008	2009
Colombia	18,0	18,2
Ecuador	13,4	13,5
Bolivia	9,2	9,3
Rumanía	5,1	5,1
Marruecos	4,9	4,2
Paraguay	3,9	4,2
Rep. Dominicana	3,7	4,1
Perú	2,6	3,6
Brasil	4,9	3,5
Senegal	2,3	1,8
Pakistán	1,7	1,7
Filipinas	1,2	1,3

[a] La desagregación geográfica se obtiene a partir de la información comunicada al Banco de España por los establecimientos de cambio de moneda

El sector exterior español: cambios en los flujos de capitales 2.2

En 2009, las transacciones financieras de la economía española con el resto del mundo se vieron condicionadas por la inestabilidad de los mercados financieros y por la recesión económica global y doméstica. Ambos fenómenos alteraron la cuantía y la naturaleza de los flujos financieros entre España y el resto del mundo. Sin embargo, en 2009 se produjo también cierta normalización de los mercados financieros internacionales, propiciada por la contundencia y la rapidez de las actuaciones de política económica a escala global, que permitió la reapertura de los mercados mayoristas de financiación –a excepción de los de titulización–. En los primeros meses de 2010 la evolución de los mercados financieros se vio alterada nuevamente por la agudización de la crisis de las finanzas públicas griegas y su posible contagio a otras economías europeas, que han provocado una elevada volatilidad de las bolsas europeas, la significativa depreciación del euro frente al dólar y la ampliación de los diferenciales de rentabilidad de la deuda pública a largo plazo de varios países europeos frente a la alemana.

Según los datos de la Balanza de Pagos del Banco de España (2010), la necesidad de financiación de la economía española se redujo considerablemente en 2009, hasta alcanzar el 5,1% del PIB (53.086 millones de euros), frente a 9,2% del PIB en 2008. Esta disminución se explica fundamentalmente por la fuerte caída de la inversión y por el aumento del ahorro del sector privado. En cuanto a las transacciones financieras entre España y el resto del mundo, excluido el Banco de España, generaron en 2009 entradas netas de fondos por valor de 47.149 millones de euros (4,5% del PIB, 2,1 pp menos que en 2008). Como la necesidad de financiación de la nación fue superior a estas entradas, los activos netos del Banco de España frente al resto del mundo se redujeron en 10.464 millones de euros. A pesar de la progresiva normalización de los mercados, en 2009 disminuyeron notablemente los flujos netos de entrada de capitales y, aunque a un ritmo más moderado que en 2008, los de salida. Así, las inversiones en activos financieros realizadas en España por los no residentes cayeron un 41% en 2009,

hasta 70.705 millones de euros, mientras que las inversiones en el exterior realizadas por los españoles descendieron un 51%, hasta 19.237 millones de euros.

Dentro de las rúbricas que conforman la balanza financiera, es la **Inversión Extranjera Directa (IED)** la que merece un mayor interés por el enfoque y objeto de estudio de este Anuario. En 2009 y en términos de este tipo de inversión, **la economía española siguió siendo un inversor neto** por una cuantía de 939 millones de euros, cifra que supuso el 0,1% del PIB y que resulta alrededor del 12% inferior a la del año anterior, si bien disminuyeron sustancialmente tanto las inversiones directas de España en el exterior como las del exterior en España.

La inversión directa del exterior en España disminuyó en 2009 un 78%, hasta 10.820 millones de euros (1% del PIB, 3,6 pp menos que en 2008 y por debajo de la media del período 2000-2009).

El desglose por instrumentos muestra que la financiación entre empresas relacionadas captó la mayor parte de la IED recibida por la economía española (alrededor del 52% del total), seguida por los inmuebles (34%). Por otra parte, la IED del exterior tuvo un comportamiento muy heterogéneo entre las distintas ramas de actividad (Cuadro 2.8), con elevadas inversiones y desinversiones. Entre las primeras, destacaron, las efectuadas en la «Industria manufacturera»

Cuadro 2.8 Transacciones de Inversión Exterior Directa en 2008 y 2009

Detalle por sector de actividad económica

Fuente: Banco de España

Millones de euros

	Inversión Directa de España en el exterior			Inversión Directa del exterior en España		
	2008	2009	% s/total IDE 2009	2008	2009	% s/total IDE 2009
TOTAL	51.102	11.758		50.036	10.820	
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	51	5	0,04	11	30	0,28
Industrias extractivas	2.286	917	7,80	-873	724	6,69
Industria manufacturera	14.359	-261	-2,22	27.095	4.548	42,03
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	6.806	-174	-1,48	11.366	7.770	71,81
Construcción	-696	-1.674	-14,24	449	-903	-8,35
Comercio y reparaciones	4.202	2.415	20,54	-1.425	-7.334	-67,78
Hostelería	1.240	178	1,51	1.239	221	2,04
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	-1.549	-1.155	-9,82	-1.232	-608	-5,62
Intermediación financiera	15.295	6.877	58,49	-845	-461	-4,26
Actividades inmobiliarias servicios empresariales	4.982	2.206	18,76	5.426	428	3,96
De las que: ETVE	-157	-66	-0,56	347	56	0,52
Otros servicios	968	606	5,15	1.031	272	2,51
Sin clasificar	3.159	1.816	15,44	7.795	6.133	56,68
Inmuebles	1.726	956	8,13	5.392	3.659	33,82
Otros servicios	1.433	861	7,32	2.404	2.474	22,87

(42%) y en la «Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua» (71,81%) y, entre las segundas, las realizadas en «Comercio y reparaciones» (-67,78).

En 2009, el primer inversor directo en España (excluyendo ETVE) fue la UEM, con más del 80% del total, destacando Italia y Holanda. Por el contrario, los residentes en Reino Unido realizaron desinversiones significativas, en contraste con las elevadas inversiones del año anterior. Fuera de la UE, sobresalió Suiza, cuyas inversiones representaron cerca del 16% del total. Por su parte, EEUU, tal y como se observa en el Gráfico 2.1, registra fuertes desinversiones en España.

En línea con la procedencia tradicional de los flujos, el stock de las inversiones directas de no residentes en España corresponde mayoritariamente a la UEM. Reino Unido y Estados Unidos suponen una fracción más modesta, aunque no irrelevante (Cuadro 2.9).

Transacciones de Inversión Exterior Directa en 2008 y 2009 [a]

Cuadro 2.9

Detalle por áreas geográficas

Fuente: Banco de España

Millones de euros

	Inversión Directa de España en el exterior					Inversión Directa del exterior en España				
	2008		2009			2008		2009		
	Total	ETVE	Total	% s/total IDE 2009	ETVE	Total	ETVE	Total	% s/total IDE 2009	ETVE
TOTAL MUNDIAL	51.102	-157	11.758	—	-66	50.036	347	10.820	—	56
UNIÓN EUROPEA 27	20.137	-422	4.121	35,05	614	45.449	241	5.561	51,40	1.739
Área del euro	9.341	-573	811	6,90	574	26.697	433	8.818	81,50	1.275
Alemania	1.702	—	792	6,74	—	13.193	—	1.027	9,49	97
Francia	-252	—	-1.278	-10,87	—	4.299	—	-2.883	-26,65	—
Holanda	1.232	-128	-187	-1,59	—	15.792	63	6.857	63,37	406
Italia	1.351	51	—	—	—	653	—	7.077	65,41	—
Luxemburgo	-119	-320	112	0,95	534	-9.735	-216	-54	-0,50	763
Portugal	2.049	—	873	7,42	—	1.133	—	-782	-7,23	—
Reino Unido	6.395	122	2.665	22,67	—	18.069	-245	-1.345	-12,43	501
Países de nueva incorporación a la UE [b]	4.000	—	737	6,27	—	152	—	158	1,46	—
SUIZA	3.686	-273	1.096	9,32	-99	185	-306	1.711	15,81	—
ESTADOS UNIDOS	8.945	80	1.234	10,49	-1.347	-903	-513	-1.676	-15,49	-1.419
LATINOAMÉRICA	13.578	293	3.169	26,95	718	2.195	—	771	7,13	—
Argentina	2.758	123	200	1,70	90	—	—	101	0,93	—
Brasil	2.850	88	1.240	10,55	—	—	—	—	—	—
Chile	1.048	—	-471	-4,01	—	50	—	—	—	—
México	4.018	63	3.853	32,77	62	176	—	461	4,26	—
MARRUECOS	718	—	69	0,59	—	—	—	—	—	—
JAPÓN	130	—	—	—	—	—	—	—	—	—
AUSTRALIA	85	—	-268	-2,28	—	112	—	—	—	—
OCDE	37.805	-513	10.705	91,04	-760	44.743	-560	6.381	58,97	—

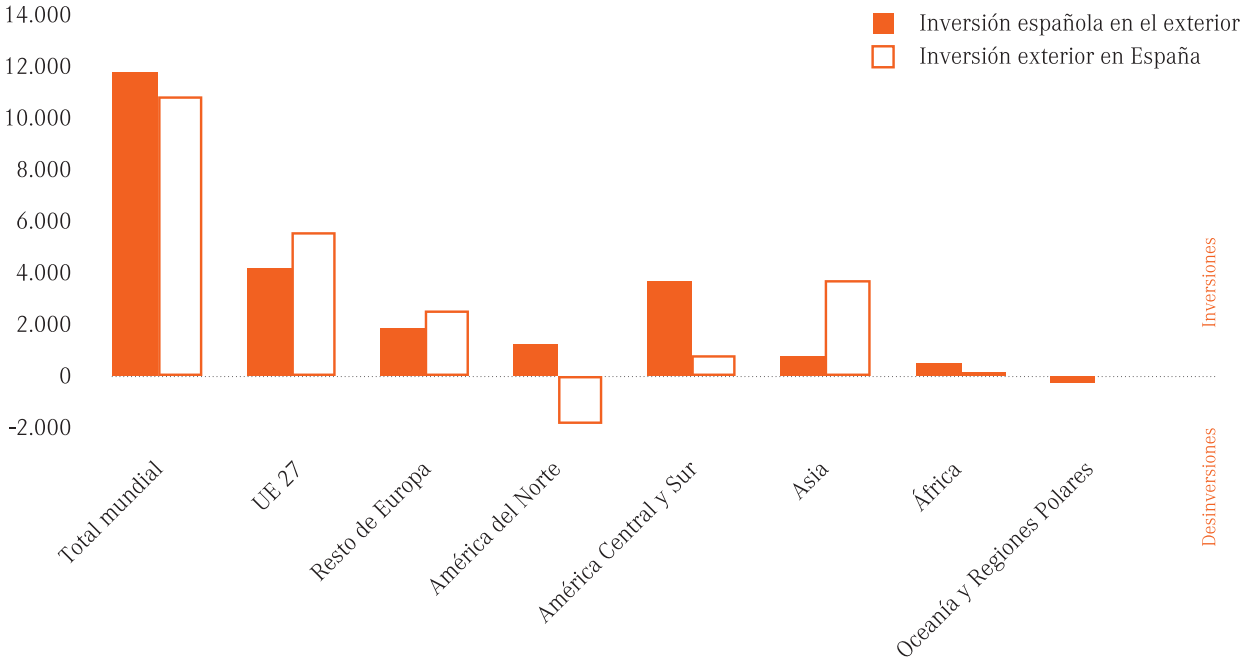
[a] (—): cantidad inferior en valor absoluto a 50 millones de euros

[b] República Checa, Estonia, Hungría, Lituania, Letonia, Polonia, Bulgaria y Rumanía

Gráfico 2.1 Inversiones directas, 2009

Millones de euros

Fuente: Banco de España



Las transacciones de inversión directa de España en el exterior se situaron en 2009 en 11.758 millones de euros, cifra que supone una reducción del 77% respecto al año anterior. En términos del PIB, la IED en el exterior representó el 1,1% (3,6 puntos menos que el año anterior, y muy por debajo de la media del periodo 2000-2009). Ello, unido al impacto positivo de las revalorizaciones, permitió que el stock de IED de España en el exterior ascendiera al 42,7% del PIB en 2009, casi 3,4 puntos más que a finales de 2008. Por instrumentos, destacaron las otras participaciones en el capital y la financiación entre empresas relacionadas, que en conjunto supusieron el 72% del total.

Gran parte de las inversiones directas de España en el exterior se concentró en la rama de actividad de «Intermediación financiera» (concretamente, el 58%, porcentaje muy superior al registrado en 2008). Por el contrario, la «Industria manufacturera», que en los últimos años había llevado a cabo una parte significativa de la inversión directa de España en el exterior, realizó desinversiones netas de cuantía moderada. En la misma dirección, y en línea con la caída de beneficios de las empresas y, en general, el ajuste que afronta el sector de la construcción, continuaron registrándose desinversiones netas de esta rama en el exterior.

Por lo que se refiere a la distribución geográfica de los flujos de IED de España en el exterior (excluidas las operaciones de las empresas ETVE), destaca, en contra de la tónica habitual, la escasa relevancia de las inversiones en la UEM (6,9% del total). También disminuyó la participación de la IED realizada en los nuevos miembros de la UE. En sentido contrario, en 2009 aumentaron las inversiones dirigidas a Reino Unido y Latinoamérica, que suponen, en cada uno de los casos, más del 20% del total de la IED emitida. Esta evolución apenas alteró la composición geográfica del stock de activos exteriores de IED, con la UEM y Lati-

noamérica como destinos principales. Reino Unido y Estados Unidos también tienen una participación significativa.

En 2009, todos los sectores institucionales captaron financiación del exterior, con la excepción de los OSR. Las AAPP lideraron la captación de fondos del exterior (69.372 millones de euros, un 6,6% del PIB), seguidas, a gran distancia, por las IFM (4.516 millones de euros, el 0,4% del PIB). En sentido contrario, y a diferencia de lo ocurrido el ejercicio precedente, las transacciones financieras realizadas por los OSR generaron salidas netas de capital, que ascendieron a 26.738 millones de euros (un 2,5% del PIB).

Actualmente operan en nuestro país alrededor de 128.000 empresas extranjeras que dan empleo a más de 1,3 millones de personas. Asimismo, la entrada de inversión permite financiar alrededor de 50% del déficit de nuestra balanza comercial.

El sector exterior español: una posición deudora creciente 2.3

En 2009 la Posición de Inversión Internacional de España (PII), que mide los pasivos netos de la economía española frente al exterior, continuó aumentando su carácter deudor, hasta situarse en 983.000 millones de euros, el 93,6% del PIB (12,6 puntos por encima del año anterior). Este incremento se debió a la captación de fondos del exterior y, además, a la evolución de los precios de los instrumentos financieros (el denominado efecto valoración), que también contribuyó significativamente a dicho incremento. Este efecto valoración reflejó principalmente el impacto al alza de la recuperación bursátil sobre la posición deudora neta española en títulos de renta variable, que fue mayor por el lado de los pasivos que por el de los activos, mientras que la incidencia de las variaciones en los tipos de cambio fue reducida.

La PII deudora neta de las AAPP se amplió en 7,9 puntos del PIB, hasta situarse en el 25,6%. También fue relevante la ampliación de la posición deudora neta de las IFM –de 6,4 puntos del PIB–, hasta alcanzar el 44,4%. En sentido contrario, el saldo deudor de los OSR se corrigió en 2,2 puntos del PIB, descendiendo al 27,7%, debido a la disminución de las posiciones deudoras de inversión de cartera en renta fija y variable (2 puntos y 0,8 puntos del PIB, respectivamente), que compensaron el deterioro de los saldos en el resto de instrumentos. Por último, la autoridad monetaria redujo su posición acreedora (Cuadro 2.10).

Por tipos de inversión, la ampliación de la PII deudora neta reflejó mayoritariamente el incremento del saldo deudor en inversión de cartera y, en menor medida, en otra inversión e inversión exterior directa. Ambas rúbricas compensaron ampliamente la reducción de los saldos deudores de la inversión directa de los derivados financieros. En este contexto, la inversión en cartera aumentó su peso relativo tanto en el total de los activos como de los pasivos exteriores, en detrimento de la otra inversión (Cuadro 2.11).

Posición de inversión internacional — Cuadro 2.10

Desglose por sectores, % del PIB — Fuente: Banco de España

	Autoridad Monetaria			IFM			AAPP			OSR		
	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo	Neto	Activo	Pasivo
Media 2004-2006	9,3	9,3	0,0	-36,8	38,7	75,5	-22,7	2,3	25,0	-12,8	74,5	87,3
2007	7,5	7,8	0,3	-39,9	44,9	84,8	-15,6	3,3	18,9	-29,7	71,8	101,4
2008	4,7	7,9	3,2	-38,0	48,8	86,9	-17,8	3,7	21,5	-29,9	64,9	94,7
2009	4,2	8,1	3,9	-44,4	47,7	92,1	-25,6	2,8	28,4	-27,7	71,3	99,0

Cuadro 2.11 Posición de inversión internacional

Desglose por instrumentos[a], % sobre el total

Fuente: Banco de España

	Inversión exterior directa		Inversión en cartera		Otra inversión		Derivados financieros	
	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Media 2004-2006	26,7	20,2	42,6	46,7	27,3	30,4	3,3	2,6
2007	31,6	18,4	34,8	50,3	30,0	28,3	3,5	2,9
2008	33,5	20,3	27,8	43,4	30,2	31,2	8,4	5,2
2009	35,0	20,2	30,1	46,3	28,9	30,1	6,0	3,4

[a] Excluido el Banco de España

2.4 Otros indicadores sobre la presencia internacional de las empresas españolas

Son muchos los indicadores disponibles que ofrecen información relevante acerca del peso y notoriedad alcanzados por las empresas españolas en el mundo, o de la atención que estas empresas prestan a los mercados internacionales. Un buen ejemplo es el del carácter internacional de las principales empresas de nuestro país, incluidas en el IBEX 35. Estas empresas acumulan una mayor facturación en el exterior (51,7%) que en España (48,3%). Sus ventas exteriores se han dirigido en 2009 hacia los mercados latinoamericano (24,2% de las ventas totales de las empresas), de la UE (18,7%) y de otros países de la OCDE (9,9%).

Otros ejemplos los encontramos en los **ránkings** elaborados por revistas internacionales especializadas, como Forbes o Fortune. Los efectos de la crisis han debilitado la posición de las grandes empresas españolas en el ranking que todos los años confecciona la **revista Fortune**. Mientras que en 2008 eran doce las empresas españolas entre las 500 mayores del mundo por cifra de facturación, en 2009 solamente son diez las que figuran. Acciona y Ferrovial son las dos empresas que desaparecen de la lista, debido a las ventas de activos. El debilitamiento del euro también ha contribuido a que las mayores empresas españolas hayan descendido puestos en el ránking, a excepción de Gas Natural con su fusión con Fenosa. En el ránking figuran, por orden de tamaño: Santander (en el puesto 37), Telefónica (68), Repsol (114), BBVA (149), Iberdrola (217), Cepsa (324), ACS (346), Mapfre (357), Gas Natural Fenosa (425) y FCC (480). España vuelve a ser el décimo país por número de empresas, empatado con Corea del Sur, por detrás de EEUU (139), Japón (71), China (46), Francia (39), Alemania (37), Reino Unido (29), Suiza (15), Holanda (13) y Canadá (11). Como en ejercicios anteriores, hay que destacar que ninguna de las diez grandes empresas españolas se encuadra en el sector manufacturero. Predominan los servicios financieros, la energía y las infraestructuras.

Por su parte en la lista **Global 2000** que elabora la revista estadounidense Forbes a partir de datos de ventas, beneficios, activos y valor de mercado, aparecen 29 empresas españolas en el ranking de 2010, siendo las más destacadas por la posición que ocupan Banco

Santander (6), Telefónica (32), BBVA (48) e Iberdrola (88), todas ellas entre las 100 primeras del mundo. En la lista del año anterior, el número total de empresas fue de 32, lo que confirma la tendencia observada en el ranking de Fortune.

Las empresas españolas obtienen asimismo posiciones destacadas en rankings sectoriales y regionales. Por ejemplo, en la clasificación elaborada por la **revista estadounidense *Public Works Financing***, Ferrovial ocupa, por volumen de inversión, la primera posición en el ránking mundial de empresas gestoras de in-

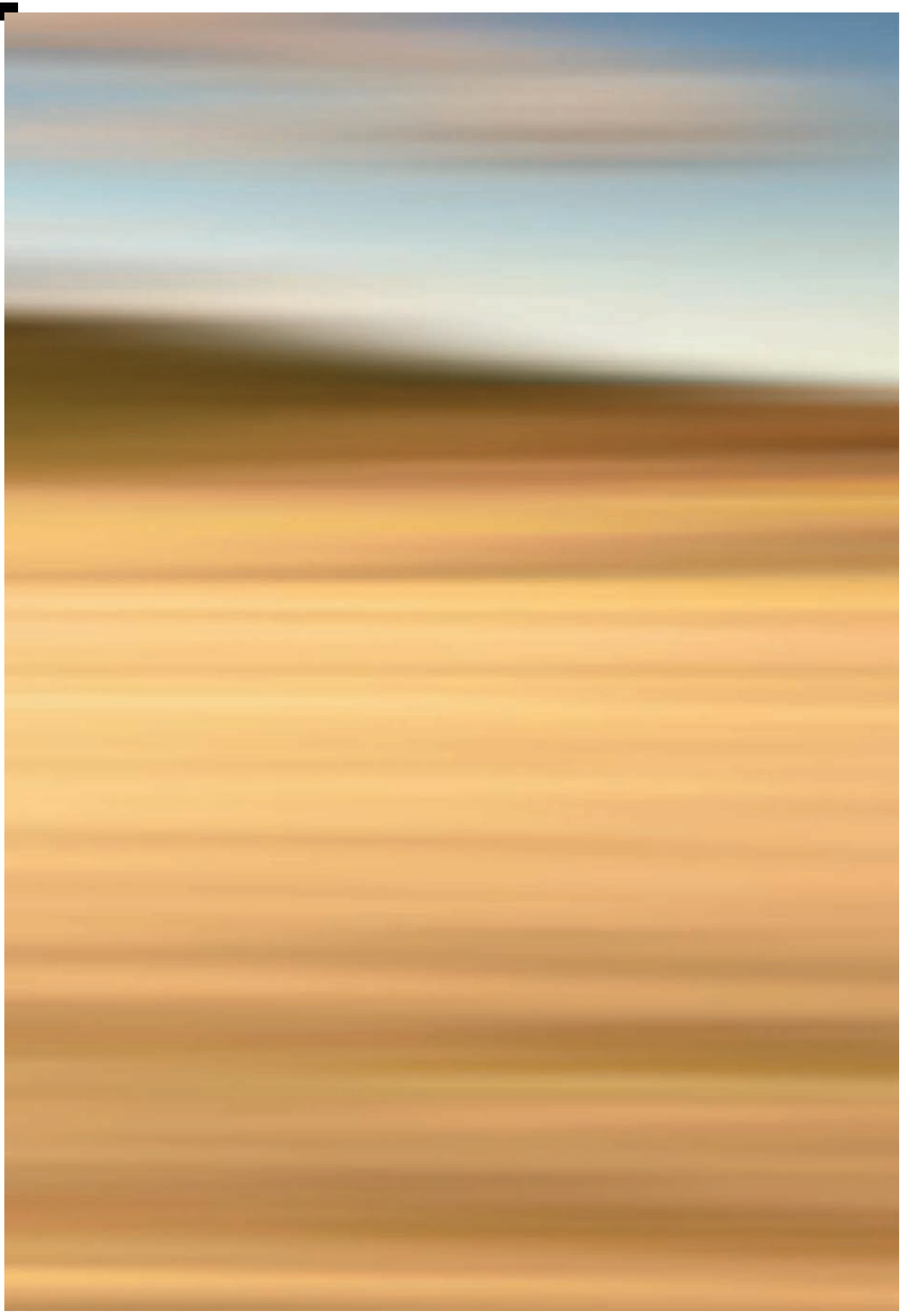
Facturación exterior sobre total de ventas de las empresas del IBEX 35, 2009 Cuadro 2.12

%

Fuente: Afi e ICEX, 2010

Empresas	España	Exterior			
		Total	del que en:		
			UE	OCDE	Resto
Abengoa S.A.	31,3	68,7	14,4	19,0	35,3
Abertis	50,2	49,8	42,6	0,4	6,7
Acerinox S.A.	11,4	88,6	29,5	32,6	26,5
ACS Activid. de Constru S.A.	73,7	26,3	7,8	8,3	10,2
ArcelorMittal S.A.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Banco Español Crédito (Banesto)	98,0	2,0	0,0	2,0	0,0
Banco Popular Español	92,2	7,8	6,5	1,3	0,0
Banco Sabadell	97,5	2,5	0,8	1,1	0,6
Banco Santander S.A.	28,1	71,9	26,3	12,5	33,2
Bankinter S.A.	99,5	0,5	0,5	0,0	0,0
BBVA (Banco Bilbao)	47,2	52,8	4,6	30,1	18,1
Bolsas y Mercados Españoles S.A.	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Criteria CaixaCorp S.A.	99,9	0,1	0,1	0,0	0,0
Ebro Puleva S.A.	25,0	75,0	42,1	30,5	2,4
Enagas	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endesa (Empresa Nacional)	60,0	40,0	7,3	0,0	32,7
Ferrovial S.A.	35,0	65,0	55,3	7,2	2,5
Fomento Const. y Contr. (FCC)	55,7	44,3	35,5	3,6	5,2
Gamesa Corp. Tecnológica S.A.	31,1	68,9	32,8	17,8	18,3
Gas Natural SDG S.A.	63,0	37,0	5,0	8,2	23,7
Gestevisión Telecinco	96,3	3,7	3,5	0,2	0,0
Grifols S.A.	24,7	75,3	21,8	39,0	14,5
Grupo Acciona	75,7	24,3	14,5	7,3	2,5
Iberdrola Renovables S.A.	41,9	58,1	17,5	39,9	0,7
Iberdola S.A.	41,4	58,6	32,0	21,6	4,9
Iberia	36,6	63,4	16,7	11,5	35,2
Inditex	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Indra Sistemas S.A.	64,2	35,8	17,1	4,7	14,1
Mapfre SA	54,6	45,4	4,8	15,3	25,3
Obrascon Huarte Lain	40,9	59,1	12,3	15,9	30,9
Red Eléctrica Corp. S.A.	97,7	2,3	0,0	0,0	2,3
Repsol	51,2	48,8	9,4	4,8	34,6
Sacyr Y Vallehermoso	78,9	21,1	15,4	0,3	5,5
Técnicas Reunidas S.A.	21,7	78,3	20,1	2,3	55,9
Telefónica	35,1	64,9	23,9	3,2	37,7
TOTAL	48,3	51,7	18,2	9,7	23,8

fraestructuras de transporte. Entre las once mayores empresas del sector, seis son españolas –Ferrovial Cintra(1º), Abertis (sexto puesto), OHL (8º), la sociedad de FCC -Caja Madrid Global Vía (9º) y Sacyr (11º), mientras que una, la alemana Hochtief, está participada por ACS en un 29,9%. Otro ranking, el elaborado por la **revista especializada ENR** (*Engineering News Record*), coloca en primer lugar a Técnicas Reunidas en la lista de principales empresas de ingeniería de Oriente Medio.



3 La empresa española desde una perspectiva internacional

Durante el año 2009 el impacto de la crisis económica y financiera internacional continuó acusándose con fuerza en la economía española. Las empresas reaccionaron ante las peores expectativas desacelerando o reduciendo sus planes de inversión y ajustando plantillas. Al contrario que en 2008, sin embargo, la renta variable tuvo un buen año, evolucionando de manera opuesta a variables económicas reales tales como la tasa de crecimiento del producto interior bruto o el desempleo. El Ibex 35 aumentó un 27 por ciento y la tasa de retorno total para el accionista –incluyendo ganancias de capital, dividendos y otros tipos de remuneración– fue del +38 por ciento, comparada con un -36 por ciento durante 2008. El Ibex 35 ofreció retornos al accionista superiores a los de las bolsas europeas y de EEUU, solamente unas décimas por debajo de la media para el mercado mundial. Esta evolución favorable de la bolsa prosiguió durante los primeros meses de 2010 hasta que la crisis griega, la recalificación a la baja de la deuda española y la continua subida del desempleo desencadenaron una corrección en el mercado de valores, que durante el primer semestre llegó a casi borrar las ganancias de 2009. Mirando hacia atrás, resulta sorprendente constatar la euforia de los mercados de renta variable durante 2009 y principios de 2010 dada la crisis de la deuda soberana en la periferia de la Unión Europea que comenzó a desencadenarse en marzo de 2010.

En este capítulo se documenta y analiza desde una perspectiva internacional la evolución de las empresas españolas en términos de los retornos para el accionista, las recomendaciones de los analistas de bolsa y su presencia en la prensa financiera internacional. Como en ediciones anteriores, presentamos los datos para el año 2009 mostrando su evolución en el tiempo y comparando con las medias de otros países de la eurozona y con el total mundial. La perspectiva comparada es muy relevante tanto en tiempos de bonanza como de crisis. En particular, los mercados, los analistas y la prensa financiera internacional toman el pulso de la empresa, incidiendo directamente sobre su capacidad de captar recursos, crecer y competir en el mercado global. 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.

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**. Si bien los **retornos para el accionista** crecieron de forma notable, la presencia de la empresa española en la prensa financiera internacional continuó con la trayectoria descendente iniciada en 2008. Asimismo, las recomendaciones de los analistas de los **bancos de inversión** no fueron tan halagüeñas como en el ejercicio anterior, si bien primaron a aquellas empresas de tamaño intermedio y con una mayor orientación internacional.
Mientras que en 2008 el **ránking de las 25 empresas españolas cotizadas en bolsa con una mayor tasa de retorno para el accionista** estaba conformado básicamente por empresas cuyas cotizaciones no habían caído tanto como las del resto de empresas,

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

Como viene siendo costumbre en ediciones anteriores, nuestro análisis de los rendimientos para el accionista tiene en cuenta no solamente las tasas de retorno absolutas sino también su magnitud relativa en comparación con empresas similares en cuanto a su enfoque de actividad de otros países que se disputen la captación de recursos propios. Por este motivo analizaremos los rendimientos para el accionista de las empresas españolas en el contexto europeo y mundial, de tal manera que se pueda determinar si nuestras empresas han obtenido resultados favorables en términos comparados.

El año 2009 pasará a la historia como uno de los mejores de la bolsa española a pesar del deterioro de la economía real, un año en el que los mercados de renta variable no anticiparon la crisis de confianza que se desató entre los inversores en deuda soberana a partir de marzo de 2010, llevando a la bolsa a perder en el primer semestre la rentabilidad generada durante 2009. Mientras que el PIB cayó un 3,6 por ciento, el desempleo aumentó hasta rozar el 20 por ciento (proporción que se superó en el primer trimestre de 2010).

Antes de presentar los datos en 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 (véase el Recuadro 3.1).

Recuadro 3.1 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:

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

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 exactamente en el sector que les corresponde (por ejemplo, Abertis aparece bajo "servicios de transporte" y no infraestructuras), dicha categorización sectorial tiene consecuencias a la hora de la toma de decisiones. Por tanto, los datos presentados en el Cuadro A.5 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.

durante 2009 fueron 22 las empresas que ofrecieron a sus accionistas retornos superiores al 50 por ciento (véase el Cuadro 3.1). Hay que recordar que en 2008 solamente tres empresas arrojaron retornos positivos para sus accionistas (Unión Fenosa, Funespaña y Testa Inmuebles en Renta). Para el cálculo del ránking se han considerado los rendimientos de las 120 empresas españolas cotizadas incluidas en Datastream International. En algunos casos, los retornos para el accionista se vieron impulsados por movimientos de diversos inversores para aprovechar una reestructuración sectorial (como es el caso de Vueling Airlines).

Mientras que en 2008 el rubro más numeroso entre las 25 primeras fue el de las manufacturas, en 2009 las estrellas pertenecieron más bien a los sectores de servicios, sobre todo en lo concerniente a las infraestructuras (OHL, Ferrovial) y los montajes de maquinaria, instalaciones y plantas llave en mano (Técnicas Reunidas, Duro Felguera, Abengoa, Elecnor). Aún así, un número importante de empresas industriales también obtuvieron resultados excelentes (Almirall, Adolfo Domínguez, Sniace, Ebro Puleva, Fluidra, CAF, Amper). Una diferencia importante con 2007 y 2008, los dos primeros años de la crisis, es que solamente ocho empresas del Ibex 35 aparecen en el ránking, mientras que fueron 12 en 2007 y 10 en 2008.

Entre las sociedades de mayor capitalización, las cinco que ofrecieron mejores retornos a sus accionistas durante 2009 fueron Técnicas Reunidas, OHL, Arcelor Mittal, Abengoa y Santander (véanse los Cuadros 3.2 y A.1). Se trata de empresas cuyos rendimientos en bolsa fueron muy negativos durante 2008. Tres de ellas (Técnicas Reunidas, OHL y Arcelor Mittal) se encuentran entre las cinco con mejores tasas de retorno desde 1995 (Cuadros 3.3 y A.2) y las cinco lograron en 2009 compensar ampliamente a sus accionistas por las pérdidas sufridas durante los dos años anteriores (Cuadros 3.4 y A.3).

Cuadro 3.1

Ránking de las 25 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009[a]

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

EMPRESA	SECTOR	TASA DE RETORNO (%)
Vueling Airlines	*Líneas aéreas*	274,1
*Técnicas Reunidas**	*Construcción*	127,8
*Obrascón Huarte Laín**	*Construcción*	107,6
Jazztel	*Telecomunicaciones*	105,8
Duro Felguera	*Maquinaria*	102,6
*Abengoa**	*Construcción*	93,2
Antena 3	*Publicaciones y medios*	87,9
*Banco Santander**	*Banca*	83,0
Laboratorios Almirall	*Farmacéutico*	71,3
Service Point Solutions	*Servicios a las empresas*	67,0
Renta Corporación	*Inmobiliario*	65,2
Elecnor	*Electricidad*	64,8
Adolfo Dominguez	*Confección y moda*	60,3
Sniace	*Química especial*	59,8
Ebro Puleva	*Alimentación*	59,6
*Grupo Ferrovial**	*Construcción*	57,1
PRISA	*Publicaciones y medios*	55,3
*BBVA**	*Banca*	54,9
Fluidra	*Material de construcción*	54,8
Aguas de Barcelona	*Agua*	54,8
Construcción y Auxiliar de Ferrocarril	*Material de transporte*	54,4
Prosegur	*Servicios a las empresas*	50,1
*Telecinco**	*Publicaciones y medios*	48,1
Amper	*Equipos de telecomunicaciones*	42,3
*Inditex**	*Confección y moda*	41,9

Notas: * Pertenece al IBEX 35 a 31 de diciembre de 2009
[a] Se han considerado en los cálculos un total de 120 sociedades que cotizaron durante todo el año 2009

Ránking de las 10 Empresas del IBEX 35 con mayor tasa de retorno total para el accionista

Cuadro 3.2

Empresas e índices ordenados según la tasa del año 2009

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Media [b] 1995 2009	Media [b] 2007 2009
Técnicas Reunidas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52,3	-57,2	**127,8**	41,0	41,0
OHL	-15,0	-9,0	237,6	95,2	-40,2	-26,6	33,6	-25,3	49,8	6,6	116,9	76,1	-0,9	-56,2	**107,6**	36,7	16,8
Arcelor Mittal	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	69,0	-66,9	**95,5**	32,5	32,5
Abengoa	—	—	63,8	68,4	-1,2	63,4	-17,7	-17,6	5,4	29,9	70,2	125,7	-12,7	-50,8	**93,2**	28,0	9,9
Banco Santander	26,1	41,4	88,0	14,2	35,8	2,0	-15,5	-28,2	48,6	1,0	25,7	30,1	8,1	-48,7	**83,0**	20,8	14,1
Grupo Ferrovial	—	—	—	—	—	-6,9	46,8	24,4	17,8	44,7	53,8	24,8	-34,1	-58,0	**65,3**	17,8	-8,9
Ebro Puleva	-11,6	83,2	18,9	18,1	-23,4	-12,0	8,6	-9,4	18,8	20,0	35,9	39,6	-33,4	-19,8	**59,6**	12,9	2,1
BBVA	40,1	65,5	114,6	36,4	7,8	13,6	-10,6	-32,4	23,9	23,6	19,0	23,8	-5,3	-45,7	**54,9**	21,9	1,3
Telecinco	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	43,2	6,2	-14,8	-53,1	**48,1**	5,9	-6,6
Inditex	—	—	—	—	—	—	—	5,7	-28,1	38,3	29,5	49,1	4,6	-23,3	**41,9**	14,7	7,7
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	-43,3	**39,0**	10,2	3,6
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	-36,5	**38,3**	16,2	4,2
CAC40 [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	-40,3	**27,6**	11,4	-2,9
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	-28,3	**27,3**	9,1	2,1
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	-37,0	**26,5**	10,4	-1,7
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	-40,4	**23,8**	11,1	1,9
DJIA [a]	36,4	22,4	32,3	12,2	14,0	5,1	-11,1	-15,9	29,4	15,6	9,5	15,7	8,9	-31,9	**22,7**	11,0	-0,1

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

Cuadro 3.3

Ránking de las 10 Empresas del IBEX 35 con mayor tasa de retorno total para el accionista

Empresas e índices ordenados según la media 1995-2009

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Media [b] 1995 2009	Media [b] 2007 2009
Indra Sistemas	-54,7	14,4	445,6	121,5	44,9	4,9	-4,8	-31,4	58,4	26,7	33,7	15,3	3,3	-10,7	5,0	**44,8**	-0,8
Técnicas Reunidas	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	52,3	-57,2	127,8	**41,0**	41,0
ACS	5,7	12,9	312,6	53,0	-27,4	6,9	10,6	13,5	28,4	33,9	64,2	58,2	-2,6	-16,0	12,0	**37,7**	-2,2
OHL	-15,0	-9,0	237,6	95,2	-40,2	-26,6	33,6	-25,3	49,8	6,6	116,9	76,1	-0,9	-56,2	107,6	**36,7**	16,8
Arcelor Mittal	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	69,0	-66,9	95,5	**32,5**	32,5
Acciona	-26,1	52,1	152,1	182,1	-17,7	-30,9	6,4	-3,0	26,0	39,1	47,9	51,2	55,8	-58,2	6,2	**32,2**	1,3
Abengoa	—	—	63,8	68,4	-1,2	63,4	-17,7	-17,6	5,4	29,9	70,2	125,7	-12,7	-50,8	93,2	**28,0**	9,9
Red Eléctrica	—	—	—	—	—	71,2	7,5	-4,5	40,1	33,0	60,2	27,6	36,1	-14,9	11,3	**26,7**	10,8
Telefónica	10,0	84,4	46,8	54,0	105,9	-29,6	-11,1	-41,0	46,6	24,0	-2,1	31,1	41,7	-25,4	29,3	**24,3**	15,2
BBVA	40,1	65,5	114,6	36,4	7,8	13,6	-10,6	-32,4	23,9	23,6	19,0	23,8	-5,3	-45,7	54,9	**21,9**	1,3
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	-36,5	38,3	**16,2**	4,2
CAC40[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	-40,3	27,6	**11,4**	-2,9
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	-40,4	23,8	**11,1**	1,9
DJIA[a]	36,4	22,4	32,3	12,2	14,0	5,1	-11,1	-15,9	29,4	15,6	9,5	15,7	8,9	-31,9	22,7	**11,0**	-0,1
S&P500[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	-37,0	26,5	**10,4**	-1,7
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	-43,3	39,0	**10,2**	3,6
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	-28,3	27,3	**9,1**	2,1

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

Ránking de las 10 Empresas del IBEX 35 con mayor tasa de retorno total para el accionista

Cuadro 3.4

Empresas e índices ordenados según la media 2007-2009

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	2007	2008	2009	Media [b] 1995-2009	Media [b] 2007-2009
Técnicas Reunidas	52,3	-57,2	127,8	41,0	**41,0**
Arcelor Mittal	69,0	-66,9	95,5	32,5	**32,5**
OHL	-0,9	-56,2	107,6	36,7	**16,8**
Telefónica	41,7	-25,4	29,3	24,3	**15,2**
Banco Santander	8,1	-48,7	83,0	20,8	**14,1**
Grifols	53,0	-19,6	1,7	11,7	**11,7**
Red Eléctrica	36,1	-14,9	11,3	26,7	**10,8**
Bolsas y Mercados Españoles	52,8	-58,1	37,4	10,7	**10,7**
Abengoa	-12,7	-50,8	93,2	28,0	**9,9**
Inditex	4,6	-23,3	41,9	14,7	**7,7**
IBEX 35[a]	10,7	-36,5	38,3	16,2	**4,2**
Mercado Mundial[a]	15,1	-43,3	39,0	10,2	**3,6**
FTSE 100[a]	7,4	-28,3	27,3	9,1	**2,1**
DAX 30[a]	22,3	-40,4	23,8	11,1	**1,9**
DJIA[a]	8,9	-31,9	22,7	11,0	**-0,1**
S&P500[a]	5,5	-37,0	26,5	10,4	**-1,7**
CAC40[a]	4,2	-40,3	27,6	11,4	**-2,9**

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

Los retornos para el accionista deben analizarse de sector a sector, puesto que los inversores desean diversificar sus carteras y con frecuencia lo hacen a través de distintos sectores de actividad. El Cuadro 3.5 presenta el ránking de las diez sociedades cotizadas durante la totalidad del año 2009 según la tasa de retorno total para el accionista comparada con la del conjunto de las empresas del mismo sector de actividad dentro de la Eurozona (el ránking completo aparece en el Cuadro A.4). 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 (véase el Recuadro 3.1).

Cuadro 3.5

Ránking de las 10 empresas españolas con mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

	Tasa absoluta		Tasa estandarizada		Tasa estandarizada	
Empresa	Puesto	%	Puesto	Eurozona	Puesto	Mundo
Vueling Airlines	1	274,1	**1**	**2,88**	1	2,34
Jazztel	4	105,8	**2**	**2,74**	9	0,50
Elecnor	12	64,8	**3**	**2,38**	15	0,20
Técnicas Reunidas	2	127,8	**4**	**1,80**	2	1,64
Aguas de Barcelona	20	54,8	**5**	**1,78**	6	0,90
Banco Santander	8	83,0	**6**	**1,60**	8	0,57
Sol Meliá	26	40,1	**7**	**1,51**	36	-0,22
Laboratorios Almirall	9	71,3	**8**	**1,51**	7	0,80
Obrascón Huarte Laín	3	107,6	**9**	**1,37**	3	1,27
Duro Felguera	5	102,6	**10**	**1,16**	4	1,10

En 2009 solamente 34 de las 120 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, es decir, un 28 por ciento del total, una proporción mucho menor que el 39 por ciento de 2008. Durante los años anteriores a la crisis, sin embargo, la proporción de empresas españolas por encima de la media era mayor. Por ejemplo, en 2006 la proporción ascendía al 54 por ciento. Esta tendencia significa que, a raíz de la crisis y a pesar de los aumentos en términos absolutos, durante 2009 se ha producido un **deterioro de los rendimientos de las sociedades cotizadas españolas en relación a las empresas de la Eurozona dentro del mismo sector** (véase el Cuadro A.4).

Durante 2009 fueron 12 las sociedades cotizadas españolas que obtuvieron una tasa de retorno superior en una desviación estándar a la media de sus contrapartes de la Eurozona dentro del mismo sector, cuatro menos que en 2008. Tres de las 12, Vueling, Jazztel y Elecnor se situaron más de dos desviaciones estándar por encima de la media (Cuadros 3.5 y A.4). Es importante destacar también las tasas de retorno de Técnicas Reunidas, Agbar, Banco Santander y Sol Meliá, que se situaron al menos 1,5 desviaciones estándar por encima de la media de sus homólogas europeas. Se observa que ninguna de estas empresas pertenece a un rubro manufacturero, lo que indica que la crisis se ha cebado especialmente de las ramas industriales de actividad.

La tasa estandarizada teniendo en cuenta las empresas del mismo sector no solamente en la Eurozona sino en todo el mundo arroja unos resultados bastante similares. La correlación lineal entre ambos ránkings es del 87 por ciento. Eso sí, se dan algunas discrepancias interesantes. Por ejemplo, Sol Meliá es la séptima en la Eurozona, pero solamente la número 36 en el mundo en términos de retorno relativo a empresas de su mismo sector, y Elecnor es la tercera en la Eurozona y la número 15 en el mundo (Cuadro A.4).

Al contrario que en 2007 y 2008, no hay ningún sector en el que las empresas españolas tuvieran retornos sistemáticamente mayores que las empresas de la Eurozona (Cuadro A.5). Sí existen varios sectores en los que todas las empresas generaron retornos negativos: acero, bebidas alcohólicas, textil (aunque no confección) y papel. En la mayoría de los sectores, sin embargo, se hallan empresas que durante 2009 arrojaron resultados muy positivos y otras con resultados negativos. Esta pauta es especialmente acusada en el sector de alimentación, donde Ebro Puleva obtuvo resultados excelentes, mientras que Natra o SOS, por el contrario estuvieron muy por debajo de sus homólogas europeas o mundiales.

En definitiva, durante el año 2009 se produjo una recuperación de los rendimientos para el accionista con respecto a las caídas de 2008. Aunque esa recuperación continuó hasta marzo de 2010, a partir de entonces se produjo una nueva corrección muy acusada. **Además, durante 2009 el número de sociedades cotizadas españolas con rendimientos para el accionista superiores a los de la media de sus contrapartes de la Eurozona o del mundo continuó cayendo desde el máximo registrado en el año 2006.**

Los analistas de los bancos de inversión y la empresa española 3.2

Otro indicador desfavorable durante 2009 se refiere a las recomendaciones de los **bancos de inversión**. Por lo general, estos importantes actores en los mercados financieros internacionales mejoraron sus recomendaciones con respecto a las acciones de las empresas españolas durante buena parte de 2009, pero sin llegar a compensar la caída que se produjo entre los meses de finales de 2008 y los primeros de 2009. En esta sección se consideran las recomendaciones de compra o venta de las acciones de sociedades cotizadas emitidas por los analistas de bolsa. Estas recomendaciones pueden y suelen tener un efecto importante 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 (véase el Recuadro 3.2).

Las recomendaciones de los analistas de bolsa Recuadro 3.2

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.

Cuadro 3.6

Porcentajes verticales

	1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U
"Strong buy"	26,3	26,8	24,7	21,8	22,4	18,2	23,7	27,0	22,6	23,4	18,9	20,4	16,3	17,1
"Buy"	17,9	17,9	24,1	26,5	27,6	29,5	32,1	33,0	39,7	38,3	34,5	32,6	34,4	29,9
"Hold"	38,9	35,5	36,0	37,5	34,1	36,9	31,4	28,8	28,6	29,2	33,0	34,2	34,4	36,1
"Underperform"	7,4	9,5	9,0	8,1	10,8	9,7	9,5	8,8	7,7	7,4	12,2	11,3	11,9	13,9
"Sell"	9,5	10,3	6,1	6,1	5,1	5,7	3,3	2,4	1,4	1,7	1,5	1,5	3,0	3,0
Total IBEX 35	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número	380	380	344	344	352	352	452	452	416	418	476	476	596	596

P Primera
U Última

Al igual que en los años 2007 y 2008, durante 2009 se observan pautas discernibles por sector y sociedad cotizada, debido a que la crisis ha tenido efectos diferenciados. Al contrario que en años anteriores, durante 2009 los bancos de inversión han emitido un número inferior de recomendaciones sobre empresas del Ibex 35, lo que puede deberse tanto a una reducción en su nivel de actividad como a una menor necesidad de cambiar recomendaciones debido a que durante 2008 se produjeron muchos cambios, por lo general positivos. Estos movimientos se reflejan en el Cuadro 3.6 para el caso de los valores incluidos en el Ibex 35, teniendo en cuenta la primera y la última recomendación emitida durante ese año para cada sociedad cotizada.

En cuanto a las empresas que han recibido el mayor número de recomendaciones, vuelve a destacar Telefónica con 44, seguida de Repsol con 41 e Iberdrola con 38. Santander, BBVA e Iberdrola Renovables aparecen empatadas con 34 (véase el Cuadro A.6). Este ránking no debiera resultar sorprendente dado que suelen ser las empresas de mayor capitalización bursátil las que reciben mayor atención por parte de los bancos de inversión. Sí sorprende el ascenso de Iberdrola Renovables, que en 2008 había recibido 27 recomendaciones. En ambos años la empresa recibió recomendaciones favorables.

Entre las últimas recomendaciones emitidas por los bancos de inversión sobre los valores del Ibex 35 en

Recomendaciones de analistas de bolsa sobre las empresas del IBEX 35, 1996-2009

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

	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U	P	U
"Strong buy"	14,9	17,8	15,3	16,7	14,1	16,3	17,7	17,3	16,6	18,6	17,5	22,1	15,8	21,1
"Buy"	30,8	23,5	27,4	24,1	26,2	21,5	26,4	18,7	23,9	26,3	28,5	22,7	23,2	21,3
"Hold"	34,5	39,3	32,8	34,6	32,3	32,0	33,2	35,0	33,6	32,8	26,8	25,6	31,2	29,0
"Underperform"	13,7	14,1	17,8	19,0	18,2	23,3	15,2	20,3	19,3	17,1	20,0	22,6	19,6	20,8
"Sell"	6,0	5,3	6,7	5,6	9,2	6,9	7,5	8,7	6,7	5,3	7,1	7,1	10,1	7,8
Total IBEX 35	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Número	562	562	646	647	595	596	572	572	586	586	634	634	525	525

Notas: 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

2008 y las primeras en 2009 se produjo un notable deterioro, manifestándose en una caída de la recomendación "strong buy" y un aumento de la "sell." Durante el año 2009 las recomendaciones mejoraron sustancialmente en el caso de las recomendaciones de compra, produciéndose un desplazamiento de la categoría de "buy" hacia la de "strong buy" aunque también se produjo otro trasvase de recomendaciones de carácter negativo desde la categoría de "hold" hacia la de "underperform." Este doble movimiento es parecido al que se produjo en 2008, aunque totalmente distinto a lo ocurrido durante 2007, año en el que solamente se verificaron mejoras en las recomendaciones. Tal y como se indica en el Cuadro 3.6, las recomendaciones de "strong buy" subieron del 15,8 hasta el 21,1 por ciento del total durante 2009, mientras que las de "buy" bajaron del 23,2 al 21,3 por ciento. Al mismo tiempo, las recomendaciones "hold" descendieron del 31,2 al 29,0 por ciento mientras que las de "underperform" ascendieron del 19,6 al 20,8 por ciento. Las recomendaciones "sell" cayeron del 10,1 al 7,8 durante 2009, al contrario que en 2008, que se mantuvieron a un nivel constante. **A pesar de esta evolución positiva, el año 2009 se cerró con un balance de recomendaciones ligeramente menos positivo que el existente a finales de 2008.** Así, a finales de 2009 las recomendaciones "strong buy" suponían el 21,1 por ciento del total frente al 22,1 en el caso de las últimas recomendaciones de 2008 (Cuadro 3.6).

Hay varios factores que afectan a los altibajos anuales en las recomendaciones de los analistas. Conviene 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 3.6. 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 (véase el Recuadro 3.2). Como indicamos anteriormente, **durante el año 2009 se produjo una mejoría de las recomendaciones, pero de una magnitud insuficiente para remontar la caída que se produjo entre los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009**.

A semejanza 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 3.7 presenta el ránking de las 10 empresas cotizadas españolas con las mejores recomendaciones de analistas de bolsa du-

Cuadro 3.7

Ránking de las 10 empresas españolas con una mejor recomendación media por parte de analistas de bolsa durante 2009, relativa a las empresas del sector en la Eurozona

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

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

	Número de recomendaciones			Recomendación media		
Empresa	Absoluto	Estandarizado Eurozona	Estandarizado Mundo	Absoluto	Estandarizado Eurozona	Estandarizado Mundo
Paternina	1,00	-0,98	-0,89	1,00	**-2,35**	-1,79
Iberpapel	1,00	-0,87	-0,72	1,00	**-1,80**	-1,57
Unipapel	2,00	-0,73	-0,55	1,00	**-1,80**	-1,57
Cie Automotive	2,00	-0,80	-0,57	1,00	**-1,79**	-1,43
Elecnor	1,00	-0,83	-0,73	1,00	**-1,79**	-1,57
Zinkia Entertainment	1,00	-0,90	-0,91	1,00	**-1,65**	-1,69
Grupo Duro Felguera	5,00	-0,45	-0,13	1,20	**-1,43**	-1,37
Viscofán	13,00	1,05	1,21	1,23	**-1,43**	-1,31
Pescanova	5,00	-0,19	-0,11	1,40	**-1,23**	-1,11
Banco Santander	34,00	1,61	2,54	1,94	**-1,22**	-0,80

Nota: La recomendación media se calculó dando estos valores: “strong buy”=1, “buy”=2, “hold”=3, “underperform”=4, y “sell”=5

rante 2009, estandarizando las mismas según el sector de actividad de la empresa en la Eurozona (la lista completa aparece en el Cuadro A.6). La interpretación de estos datos es la misma que la del Cuadro 3.5, 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 3.7 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 con mejores recomendaciones son aquéllas con una puntuación estandarizada menor y, por supuesto, negativa, pues siempre estará por debajo de la media.

Las empresas con una mejor recomendación media estandarizada por sector en la Eurozona durante 2009 fueron Paternina, Iberpapel, Unipapel, Cie Automotive, Elecnor, Zinkia Entertainment, Grupo Duro Felguera, Viscofán, Pescanova y Banco Santander. Solamente Duro Felguera, Pescanova y Viscofán estuvieron entre las 10 mejores en 2008. **Es importante recalcar que estas empresas tienen una fuerte orientación y presencia internacionales, sobre todo en economías emergentes, un aspecto que los bancos de inversión parecen valorar positivamente, sobre todo en un entorno de crisis.**

Estas empresas también obtuvieron recomendaciones sobresalientes comparadas con las empresas de su sector en el mundo, si bien solamente Zinkia Entertainment obtuvo una calificación ligeramente superior que en comparación a sus contrapartes de la Eurozona. En general, solamente un 40 por ciento de las empresas españolas obtuvieron una recomendación mejor con respecto al mundo que en relación a la Eurozona (Cuadro A.6).

Se ha producido también un ligero descenso en el número de empresas cotizadas españolas que recibieron en 2009 mejor nota que sus homólogas europeas y del resto del mundo dentro del mismo sector. **Durante 2009 un 39 por ciento de las 107 sociedades cotizadas incluidas en la base de datos I/B/E/S recibieron recomendaciones por encima de la media de las empresas de su sector en la Eurozona, la misma proporción que en 2007, mientras que en 2008 fueron un 45 por ciento. Con respecto a las empresas de todo el mundo, y también dentro de su propio sector de actividad, la proporción en 2009 fue del 35 por ciento, por debajo del 37 por ciento de 2007 y del 42 por ciento de 2008** (véase el Cuadro A.6). Por tanto, los analistas de bolsa emitieron durante 2009 recomendaciones sobre las empresas españolas que fueron por lo general menos favorables que en 2007 y 2008 con respecto a empresas de la Eurozona y del mundo dentro del mismo sector.

Mientras que en 2008 la mejora de las recomendaciones anticipó el aumento de las cotizaciones durante 2009, el empeoramiento de las recomendaciones durante 2009 también auguró los problemas persistentes de la economía, empresas y bolsas españolas que se manifestaron durante el primer semestre de 2010.

La visibilidad de las empresas españolas en la prensa financiera internacional 3.3

Durante 2009 se produjo una aceleración en la caída de la cobertura de las empresas españolas en la prensa financiera internacional, continuando así la tendencia iniciada en 2008. 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 3.3 se describe la metodología empleada para medir la presencia de las empresas españolas en los cuatro medios impresos más importantes.

Recuadro 3.3 Metodología para la búsqueda de menciones de empresas en la prensa financiera internacional

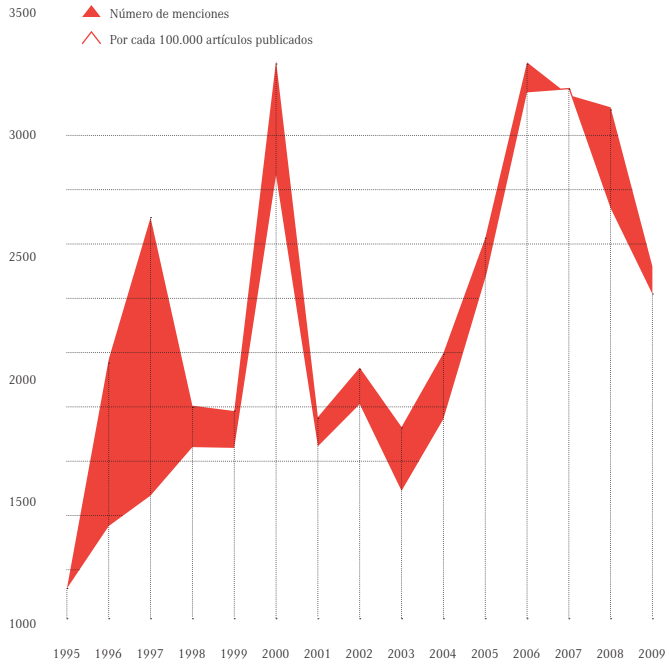
Las menciones a empresas españolas en la prensa financiera internacional se han calculado siguiendo una metodología en tres pasos. En el primero se creó una lista de las casi 200 empresas que a priori pudieran aparecer al menos una vez en Financial Times, Wall Street Journal, Wall Street Journal Europe y The Economist entre 1995 y 2009. 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.

El Gráfico 3.1 presenta 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 2.700 desde 2006. **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. **Durante 2009 cayeron tanto la cobertura absoluta como la relativa a número total de artículos publicados**, si bien esta caída se debió fundamentalmente a dos medios, el *Financial Times y el Wall Street Journal*. De todas formas, la empresa española continúa acaparando más atención de la que cabría esperar dado el tamaño de la economía en el contexto mundial. Para poner en perspectiva estas cifras, el PIB español representa algo menos del 2 por ciento de la economía global, pero las empresas españolas fueron mencionadas en 2,4 por ciento de los artículos en la prensa financiera internacional, lo que significa que las empresas españolas recibieron durante 2009 una atención mediática un 20 por ciento superior al peso de la economía española en el mundo.

Gráfico 3.1 Número de menciones de empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, 1995-2009

Fuente: Factiva



Notas: 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

El Cuadro 3.8 muestra el ránking de las 25 empresas españolas que han sido mencionadas con mayor frecuencia entre 1995 y 2009. Como sería predecible, **Telefónica, Santander, BBVA, Endesa y Repsol** encabezan la clasificación en términos de cobertura mediática internacional durante ese período. Durante 2009 el ránking es distinto: Santander, **Telefónica, BBVA, Inditex y Ferrovial. De hecho, el BBVA e Inditex** aumentaron su presencia en los medios financieros internacionales. En el caso del banco se debió a sus operaciones de consolidación en EEUU y en el caso de Inditex por su continuada expansión internacional y buenos resultados.

Ránking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2009

Cuadro 3.8

Fuente: Factiva

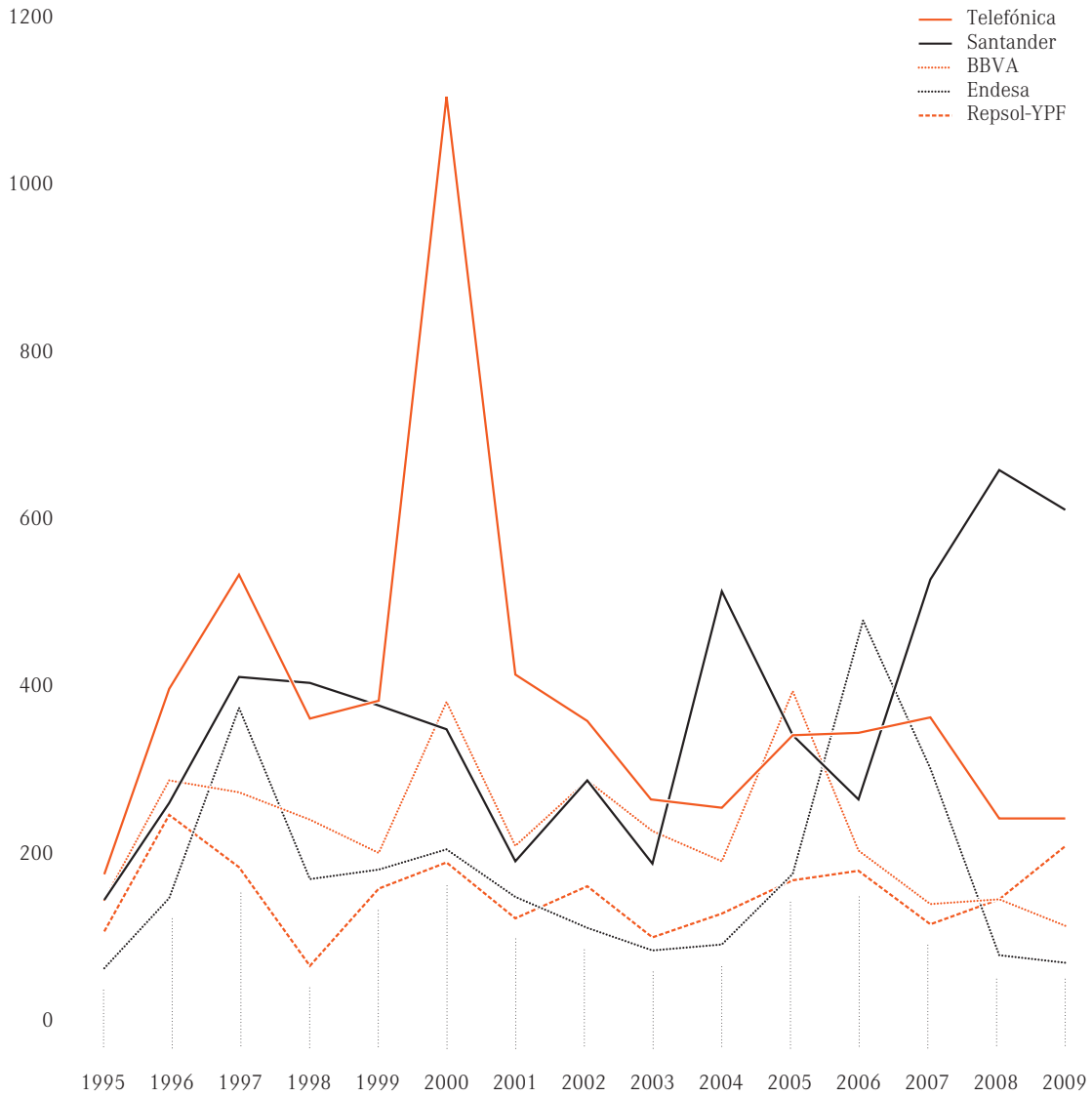
Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Absoluto 1995 2009	Relativo 1995 2009a
Telefónica	177	400	538	362	382	1.114	413	360	262	256	343	346	361	245	245	5.804	6.166
Santander[b]	136	264	414	405	378	347	191	295	186	520	349	261	532	664	616	5.558	1.395
BBVA[c]	142	288	273	242	201	389	207	291	227	195	399	202	139	147	206	3.548	891
Endesa	64	148	381	175	182	207	147	112	84	92	174	482	298	78	68	2.692	6.780
Repsol	106	251	185	65	160	193	124	162	99	130	172	181	117	147	111	2.203	1.249
Iberia	94	117	131	83	90	67	125	77	65	118	81	58	92	120	75	1.393	3.607
Iberdrola	23	43	45	56	33	145	110	48	83	32	58	158	148	233	106	1.321	3.327
Ferrovial	2	4	1	6	15	11	8	7	31	40	24	380	155	222	120	1.026	1.246
Gas Natural	14	45	31	19	14	54	14	37	69	34	120	237	113	59	28	888	503
Inditex	3	0	14	7	14	17	54	39	60	73	110	92	116	102	131	832	2.645
La Caixa	29	55	70	48	47	70	9	25	32	36	39	40	45	55	21	621	156
Unión Fenosa	7	21	35	34	23	94	46	63	36	16	56	55	28	59	24	597	1.504
Real Madrid	50	41	56	41	20	15	21	35	55	32	28	21	9	57	83	564	1.663
Banco Español de Crédito	78	48	62	34	21	8	1	53	27	55	24	30	29	36	47	553	139
Altadis[d]	0	0	0	0	12	39	10	24	50	30	47	40	186	39	31	508	2.313
Acciona	0	0	0	8	7	9	7	2	12	10	18	72	183	52	47	427	519
Banco Popular Español	9	30	43	30	27	41	12	45	30	31	22	10	19	44	30	423	106
Telefónica Moviles Español	0	0	6	1	3	101	81	57	45	45	34	21	3	1	2	400	425
Caja de Ahorros de Madrid	2	3	14	19	25	19	12	12	21	29	26	21	59	42	30	334	84
Sacyr Vallehermoso	0	0	0	0	0	0	3	4	12	6	21	52	98	93	19	308	374
Abertis Infraestructuras	0	0	0	0	0	0	0	0	1	17	28	144	58	44	9	301	7.969
Promotora de Informaciones	2	16	36	9	16	24	8	22	5	6	22	8	12	28	39	253	269
ACS	0	0	1	1	0	1	8	12	13	7	18	56	31	63	22	233	283
Metrovacesa	3	1	1	1	1	0	0	7	21	4	32	40	38	42	28	219	525
Fomento	3	9	8	22	8	8	16	12	12	12	9	23	34	23	9	208	253
Sogecable	0	18	20	4	10	25	2	27	23	10	17	3	9	14	12	194	206
Total absoluto	1.109	2.054	2.666	1.889	1.865	3.304	1.841	2.044	1.801	2.091	2.552	3.304	3.239	3.117	2.453	35.329	—
Total relativo[e]	1.132	1.388	1.516	1.720	1.710	2.856	1.712	1.890	1.536	1.837	2.406	3.167	3.258	2.700	2.353	2.039	—

Notas: 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

Como en años anteriores, la cobertura de los medios financieros internacionales sigue pautas bien definidas. En general, su atención 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 ofertas públicas de adquisición (OPAs). El Gráfico 3.2 muestra la evolución de la visibilidad en la prensa internacional de Telefónica, Santander, BBVA, Endesa y Repsol 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.

Gráfico 3.2 Las 5 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional, 1995-2009

Fuente: Factiva



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

La información contenida en el Cuadro 3.8, al igual que el Gráfico 3.2, permite explicar el pico de cobertura de 1997 (véase otra vez el Gráfico 3.1), 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.

Los cuatro medios impresos analizados han prestado una atención desigual a las empresas españolas durante 2009 (Cuadro 3.9). Se puede observar que el Santander fue la empresa que atrajo mayor atención en cada uno de los cuatro medios impresos, que no se diferencian uno del otro por realizar una cobertura diferenciada de las empresas españolas. El que dedica más atención en general a las empresas españolas es el *Wall Street Journal Europe*, en el que un 15,1 por ciento de los artículos publicados en 2009 citaban a al menos una de ellas (en 2008 fue un 7,7 por ciento), seguido muy de lejos por el *Economist* con un 2,4 por ciento y el *Financial Times* con el 2,1 por ciento. El *Wall Street Journal,* publicado desde Nueva York, solamente se refería a empresas españolas en un 1,3 por ciento de sus artículos, una proporción que se encuentra por debajo del peso específico de la economía española

Ránking de las 25 empresas españolas con mayor número de menciones en la prensa financiera internacional durante 2009, según el medio — Cuadro 3.9

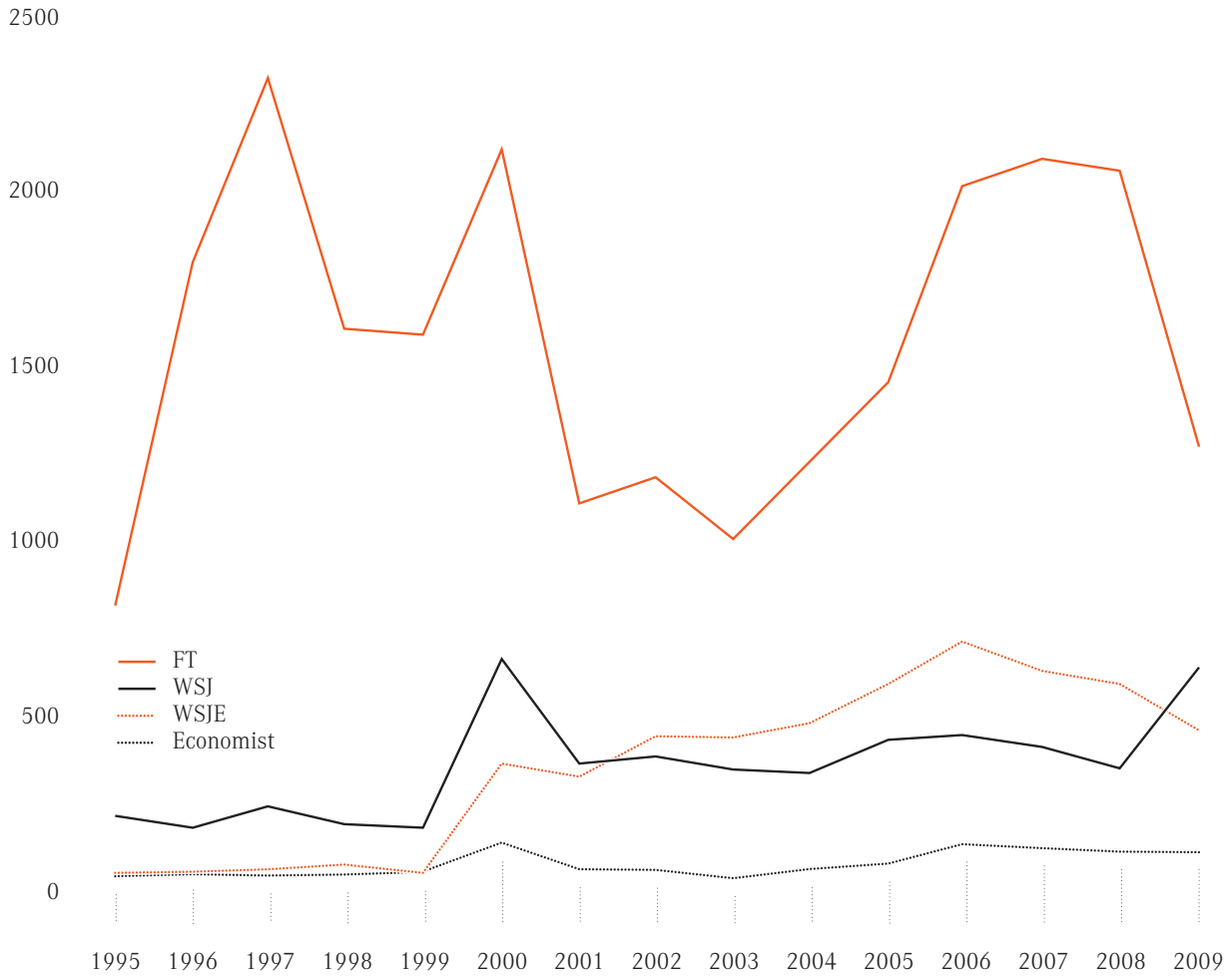
Fuente: Factiva

Empresa	Total	FT	WSJ	WSJE	Economist
Santander	616	342	117	131	26
Telefónica	245	130	39	63	13
BBVA	206	100	50	46	10
Inditex	131	63	29	36	3
Ferrovial	120	70	13	33	4
Repsol	111	49	21	34	7
Iberdrola	106	54	19	29	4
Real Madrid	83	48	11	20	4
Iberia	75	41	12	18	4
Endesa	68	37	9	19	3
Banco Español de Crédito	47	13	13	21	0
Acciona	47	25	7	13	2
PRISA	39	19	6	13	1
Altadis	31	24	3	4	0
Banco Popular Español	30	11	10	9	0
Caja de Ahorros de Madrid	30	13	10	6	1
Gas Natural	28	6	6	14	2
Metrovacesa	28	16	5	7	0
Banco de Sabadell	24	9	7	8	0
Unión Fenosa	24	12	0	10	2
ACS	22	8	4	8	2
La Caixa	21	5	8	7	1
Telecinco	19	10	2	5	2
Sacyr Vallehermoso	19	6	3	9	1
Gamesa Corporación Tecnológica	18	7	5	6	0
Fútbol Club Barcelona	18	6	6	5	1
Total empresas españolas	**2.453**	**1.275**	**456**	**619**	**103**
Total por cada 100000 articulos [a]	**2.353**	**2.084**	**1.316**	**15.075**	**2.391**

Notas: [a] Por cada 100.000 artículos publicados en los medios considerados

Gráfico 3.3 Número de menciones a empresas españolas en artículos publicados en la prensa financiera internacional, según el medio, 1995-2009

Fuente: Factiva



en el mundo (véase el Cuadro 3.9). Durante la última década la cobertura de la empresa española en la prensa financiera internacional ha aumentado muy rápidamente en el caso del *Financial Times* y del *Wall Street Journal*; en 2009 la gran caída en la cobertura se debió fundamentalmente al *Financial Times*, mientras que la cobertura en el *Wall Street Journal Europe* aumentó (Gráfico 3.3).

El año 2009 supuso, por tanto, una disminución acusada en la cobertura mediática internacional de la empresa española, sobre todo en el *Financial Times*. Una lectura general de algunos de los artículos publicados sugiere que se debe no tanto a una pérdida de interés sino más bien a la reducción en el número de operaciones internacionales de gran calado realizadas por las empresas españolas y en el número de movimientos de concentración, y también a la mayor cobertura de empresas y bancos británicos a raíz de la crisis. El sector bancario español no se ha visto afectado por la crisis como los de otros países, lo que ha repercutido también en el menor número de menciones.

Conclusión 3.4

Si el año 2008 pasó a la historia por la caída en picado de los resultados de las empresas españolas tras el cambio de ciclo económico y financiero en 2007, el ejercicio 2009 supuso una recuperación de los rendimientos bursátiles, si bien vino acompañado de una caída tanto en las recomendaciones de los analistas de los bancos de inversión como en la cobertura de la prensa financiera internacional. Además, al contrario que en 2008 no se observan sectores productivos que sistemáticamente hayan mejorado sus rendimientos para el accionista con respecto a la media de la Eurozona o del mundo, si bien existen algunos rubros como el acero, las bebidas alcohólicas, el textil y el papel que sufrieron bajadas generalizadas durante 2009.

De cara al futuro la señal más significativa proveniente de 2009 es la apuesta de los analistas de bancos de inversión por empresas cotizadas españolas de tamaño intermedio caracterizadas por su orientación y presencia internacionales. La lentitud de la recuperación económica en España ofrece pocas oportunidades de crecimiento para las empresas en el mercado interior. Al igual que en anteriores crisis, los mercados exteriores, sobre todo en las economías emergentes, se perfilan como la mejor oportunidad para generar mayores ventas, beneficios y rendimientos para el accionista.

Al igual que en 2008, la crisis también ha invertido las tendencias alcistas en cuanto a la cobertura de las empresas españolas en la prensa financiera internacional de los últimos años. La valoración de esta tendencia no debería ser necesariamente negativa. La cobertura de algunos sectores ha tendido a ser crítica, especialmente en el caso de la construcción y del sector inmobiliario. Sin embargo, la banca española ha recibido un tratamiento generalmente positivo en la prensa financiera internacional, si bien las cajas de ahorro y las dificultades de liquidez han empañado ligeramente dicha cobertura.

En definitiva, el año 2009 ha sido un ejercicio en el que los rendimientos totales para el accionista se recuperaron en términos absolutos con respecto a las caídas de 2008, pero que en términos relativos supuso un retroceso con respecto a las empresas de la Eurozona y del resto del mundo dentro de cada sector de actividad. Los analistas de bancos de inversión también emitieron una señal de aviso al terminar el año con recomendaciones menos positivas que en el ejercicio anterior. En términos generales, se puede afirmar que las sociedades cotizadas españolas necesitarán redoblar sus esfuerzos de reestructuración y adaptación competitiva para poder en el futuro mejorar sus resultados, tanto en términos absolutos como relativos.

4 Premios a las principales operaciones empresariales de internacionalización en 2009

Un año más, el Círculo de Empresarios quiere premiar a las operaciones, que entre todas las perfeccionadas en 2009, nuestros socios han designado como las más relevantes. Este año se incluye en el Anuario una novedad, ya que también recoge la opinión de los socios sobre las áreas geográficas y los sectores más atractivos para la inversión en el exterior en los próximos años.

Tanto la economía mundial como la española vivieron en 2009 un año difícil, en el que la crisis manifestó sus virulentos efectos reales en las grandes variables macroeconómicas. Ese desfavorable entorno general ofrece, sin embargo, interesantes alternativas para empresas valientes, que descubren oportunidades de inversión más allá de los innegables riesgos. Así, las empresas españolas se han mostrado de nuevo muy activas en el escenario internacional, con notables movimientos corporativos allende de nuestras fronteras. Como en ediciones anteriores de este Anuario y ante la imposibilidad de un tratamiento exhaustivo de todos ellos, hemos querido centrarnos en varios de esos movimientos, dada su relevancia en alguna de las dimensiones que han servido de criterio para la elección realizada por los socios del Círculo de Empresarios. En concreto, las seis operaciones seleccionadas lo han sido en atención a alguno de los siguientes méritos:

- 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 seis operaciones ha sido similar a ediciones anteriores. A finales del segundo trimestre de 2010 se pidió a los socios del Círculo que enviasen las operaciones que considerasen relevantes de empresas españolas fuera de nuestras fronteras. Sus propuestas, junto con la lista confeccionada por el equipo del Círculo y Wharton School, daban lugar a la lista definitiva sobre la que cada socio debía señalar las tres que considerase más relevantes.

4.1 Premios a las operaciones de internacionalización de la empresa española en 2009

Las operaciones elegidas fueron las seis 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.

4.1.1 Abengoa resulta adjudicataria de la construcción de una planta de cogeneración en México

La compañía energética estatal Petróleos Mexicanos (PEMEX) adjudica al consorcio integrado por Abener y Abengoa México (las dos pertenecientes a Abeinsa, cabecera del grupo de negocio de ingeniería y construcción industrial de Abengoa) la construcción llave en mano de una planta de cogeneración de 300 megavatios en el Estado de Tabasco, en un plazo de 36 meses. Asimismo, el consorcio operará y llevará a cabo el mantenimiento integral de la planta durante un periodo de concesión de 20 años. GE Energy Financial Services será el otro propietario del proyecto. La inversión global asciende a 633 millones de dólares estadounidenses, y los ingresos totales previstos durante los 20 años de explotación a 2.018 millones de dólares estadounidenses.

Alimentado por gas natural, este proyecto ayudará al gobierno mexicano a cumplir con su compromiso de reducir en un 50% las emisiones de gases de efecto invernadero para 2050. La nueva instalación transformará el agua desmineralizada/condensada en vapor, y el gas natural en energía eléctrica, que posteriormente se suministrará al Complejo Procesador de Gas de Nuevo PEMEX que la energética tiene en el Estado de Tabasco. La futura planta podrá generar entre 550 y 800 toneladas de vapor por hora. Además, este proyecto reforzará la estructura eléctrica actual de la Comisión Federal de Electricidad mexicana gracias a la construcción de un sistema de transmisión para enviar los excedentes de energía a otros centros de PEMEX.

4.1.2 El BBVA eleva su participación en el banco China Citic Bank

El BBVA refuerza su posicionamiento estratégico en China con el aumento de la participación que detenta en China Citic Bank (CNCB), séptimo banco chino por activos, hasta el 15% del capital. La entidad española ha ejercitado la opción de compra que tenía sobre un 4,93% adicional del capital de la entidad china a un precio de 6,45 dólares de Hong Kong por acción, resultando en una inversión aproximada de 1.000 millones de euros.

Aparte de reforzar su estrategia en China, con la nueva adquisición el BBVA avanza en su compromiso con la región y afianza los lazos de colaboración con el Citic Group, colaboración cuyos orígenes se remontan a 2006. La inversión total del BBVA en este grupo asciende tras esta operación a cerca de 3.000 millones de euros (15% en CNCB y 30% en Citic International Financial Holdings –CIFH-, con sede en Hong Kong).

BBVA inició en 2005 un plan estratégico de expansión en Asia, un mercado que representa el 53% de la población mundial y el 26% del PIB mundial. En el contexto actual, la presencia de BBVA en Asia adquiere mayor relevancia. A diferencia de sus competidores, su solidez financiera le permite no sólo mantener, sino reforzar sus inversiones en China. Además, el crecimiento de las relaciones comerciales entre Asia y América Latina, le otorga una importante ventaja competitiva en este mercado, dada la posición de liderazgo que ostenta el BBVA en Latinoamérica.

4.1.3 Gamesa alcanza un acuerdo con China Huadian New Energy Development Co. para suministrar aerogeneradores en Mongolia

Gamesa Corporación Tecnológica y China Huadian New Energy Development Co., Ltd., emprenderán una actuación conjunta para el suministro de aerogeneradores con una potencia total de 300 MW. Este acuerdo consta de dos proyectos. En el primero se instalarán 200 MW de potencia en cuatro proyectos de promoción conjunta de parques eólicos hasta 2011 en la región autónoma china de Mongolia Interior, una de las zonas del mundo más idóneas para la aerogeneración. Los 100 MW restantes se instalarán en varios proyectos eólicos desarrollados por Huadian. Las dos empresas ya colaboraron en 2007 en un proyecto en el que Gamesa suministró aerogeneradores capaces de generar 76,5 MW para otro parque eólico también situado en Mongolia Interior. Durante el año 2009 China ha duplicado su potencia eólica instalada con respecto al año anterior. De esta manera, ha superado a Alemania como el segundo país con mayor potencia instalada, por detrás de Estados Unidos.

Gamesa es el cuarto fabricante mundial de aerogeneradores por potencia instalada acumulada hasta finales de 2009, en un mercado cada vez más competitivo no solamente por la fortaleza tecnológica de las empresas danesas, norteamericanas y alemanas sino también por el crecimiento de los fabricantes chinos e indios. Ha forjado alianzas para el desarrollo de parques eólicos en el Reino Unido, Japón, India, China y Australia, entre otros países. Alrededor del 20 por ciento de su potencia instalada y un 60 por ciento de sus nuevos proyectos se encuentran fuera de España. En China continúa siendo la primera empresa extranjera por potencia instalada, aunque la danesa Vestas y la norteamericana GE Wind están creciendo muy rápidamente.

4.1.4 Iberdrola y Elecnor se adjudican la construcción de una central de ciclo combinado en Venezuela

Iberdrola Ingeniería y Construcción (60%) y Elecnor (40%) se han adjudicado la construcción llave en mano de una central de ciclo combinado de gas en Venezuela, por un importe cercano a los 2.000 millones de dólares. El cliente es PDVSA, la empresa estatal de petróleos. Con una potencia de 1.000 megavatios (MW), esta planta será una de las mayores de América Latina. Se llamará Antonio José de Sucre, en honor del general colaborador de Simón Bolívar. Se trata de un proyecto de llave en mano con una duración estimada de tres años y medio en el que las dos empresas españolas diseñarán, construirán y pondrán en marcha la central, que estará compuesta de dos módulos de 500 MW cada uno, utilizando gas natural como combustible base.

Con esta adjudicación, Iberdrola Ingeniería y Construcción afianza su posición como referente energético en Latinoamérica, donde desarrolla importantes proyectos de generación eléctrica, renovables, nucleares y de redes de distribución en México, Brasil y Venezuela. Con una presencia en más de 30 países, se trata de una de las mayores compañías de ingeniería energética del mundo. Un 87 por ciento de sus ingresos proceden de fuera de España y un 84 por ciento de clientes ajenos a su propietario, Iberdrola SA, el mayor grupo promotor de parques eólicos y de generación eólica del mundo. Elecnor es uno de los principales grupos españoles de proyectos de llave en mano y desarrollo de infraestructuras, con 8.400 empleados y una presencia operativa en más de 20 países. Ambas empresas se han posicionado internacionalmente durante los últimos años y logrado mantener su crecimiento y rentabilidad a pesar de la crisis económica.

4.1.5 El Grupo OHL lidera el consorcio adjudicatario de la mayor obra pública de la historia del Departamento de Transportes de Florida en Miami

La filial norteamericana del Grupo OHL, Community Asphalt, se ha adjudicado la mayor obra pública de la historia del Departamento de Transportes del Estado de Florida en Miami, exceptuando concesiones, liderando un consorcio con socios locales. El montante asciende a 560 millones de euros. El proyecto consiste en la construcción del mayor intercambiador de autopistas de Miami, en la intersección entre la Dolphin Expressway, que conecta el centro de Miami con el aeropuerto internacional, y la Palmetto Expressway, una de las principales vías de comunicación en dirección norte-sur y que atraviesa toda la zona industrial de Miami. Esta obra implica una gran complejidad organizativa y tecnológica dado que deberá ejecutarse sin entorpecer el intenso tráfico vial que se verifica en la zona.

Community Asphalt se fundó en 1980 en Florida, donde cuenta con tres fábricas de asfalto. En 2006 OHL pasó a controlarla. OHL tiene una presencia operativa en los estados de Florida, Massachusetts y Texas. Además de pavimentación y construcción vial, OHL también realiza obras ferroviarias, y edificación de hospitales, escuelas, universidades y cuarteles militares. Se trata de la segunda mayor constructora de Florida, un estado que supone el 5 por ciento del PIB norteamericano y equivale al 50 por ciento del PIB español. Estados Unidos supone ya el 17 por ciento de los ingresos internacionales por construcción de OHL y el 25 por ciento de la cartera de construcción internacional. Durante 2009 OHL ingresó por actividades constructoras unos 1.830 millones de euros fuera de España, frente a los 1.604 en España, lo que supone una gran diversificación geográfica de su negocio principal.

4.1.6 Sacyr Vallehermoso lidera el consorcio adjudicatario de la construcción de la ampliación del Canal de Panamá

El consorcio Grupos Unidos por el Canal (GUPC), liderado por Sacyr Vallehermoso junto a Impregilo (Italia), Jan de Nul (Bélgica) y la panameña Constructora Urbana (Cusa), recibe de la Autoridad del Canal de Panamá (ACP) la comunicación oficial de la adjudicación del concurso para la realización del nuevo sistema de esclusas (el tercero) dentro de la ampliación del Canal. La oferta económica presentada fue de 3.221,6 millones de dólares, por debajo del presupuesto fijado como techo por la ACP. Los trabajos comenzaron en 2009 y concluirán a finales de 2014 coincidiendo con el Centenario de la inauguración del Canal de Panamá.

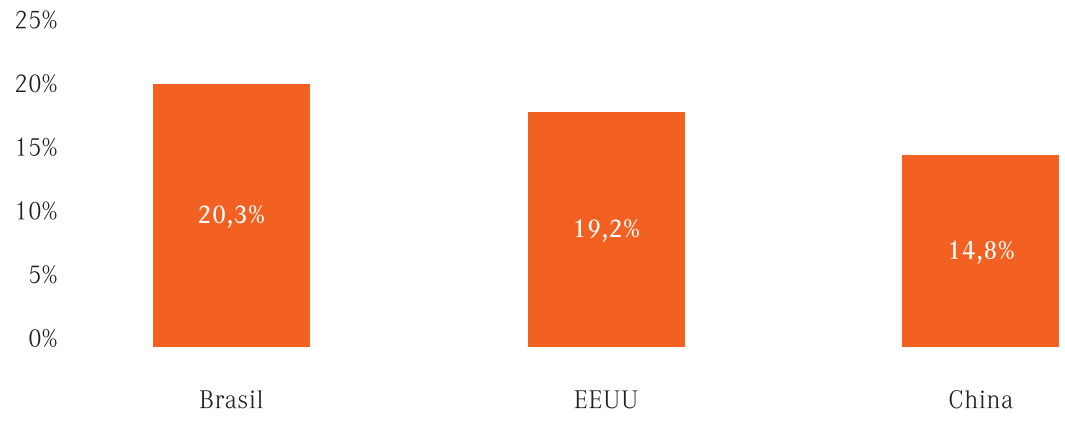
Este proyecto es una de las grandes obras de ingeniería civil del siglo XXI. La ampliación aumentará en un 40% la capacidad de tránsito de mercancías de las actuales vías marítimas que unen el Atlántico con el Pacífico. El nuevo juego de esclusas, una en el Atlántico y otra en el Pacífico, además de permitir el aumento del tráfico comercial que atraviesa el Canal, da respuesta al desarrollo del mercado de transporte marítimo caracterizado por la tendencia a la construcción de barcos de mayores dimensiones y tonelaje, denominados “post-Panamax”, respecto a los que actualmente pueden transitar por las esclusas existentes.

Sectores económicos y áreas geográficas/países atractivos para los próximos años según los socios del Círculo 4.2

Esta edición del Anuario incluye también **los sectores económicos y las áreas geográficas o países** que, en opinión de los socios del Círculo, presentan mayores oportunidades de inversión en el exterior para las empresas españolas en los próximos años. Brasil (con un 20,3% del total de los votos), Estados Unidos (19,2%) y China (14,8%) son considerados los países de destino más atractivos para la inversión directa española (Gráfico 4.1). De los tres citados, la presencia española es importante en Brasil y va avanzando paulatinamente en Estados Unidos, mientras que sigue siendo muy reducida en el gigante asiático. En lo que concierne a los sectores en los que acometer dichas inversiones, destacan el sector energético (con un 22% de los votos), las actividades financieras y de seguros (10,4%) y los servicios relacionados con la información y las comunicaciones (9,8%) (Gráfico 4.2). Se trata, por tanto, de sectores en que las empresas españolas ya han demostrado su valía, alcanzando una muy notable posición en los diversos rankings internacionales.

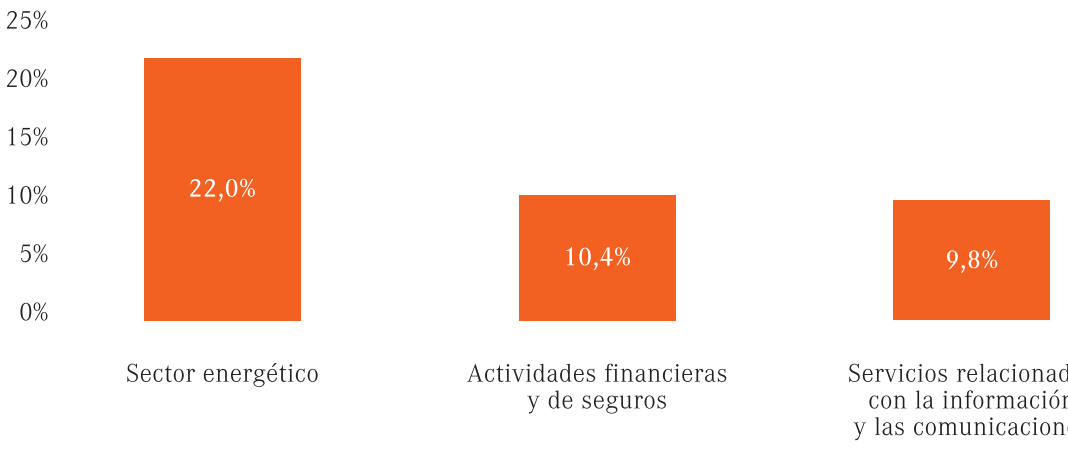
Países que presentan mayores oportunidades para la inversión según los socios del Círculo de Empresarios — Gráfico 4.1

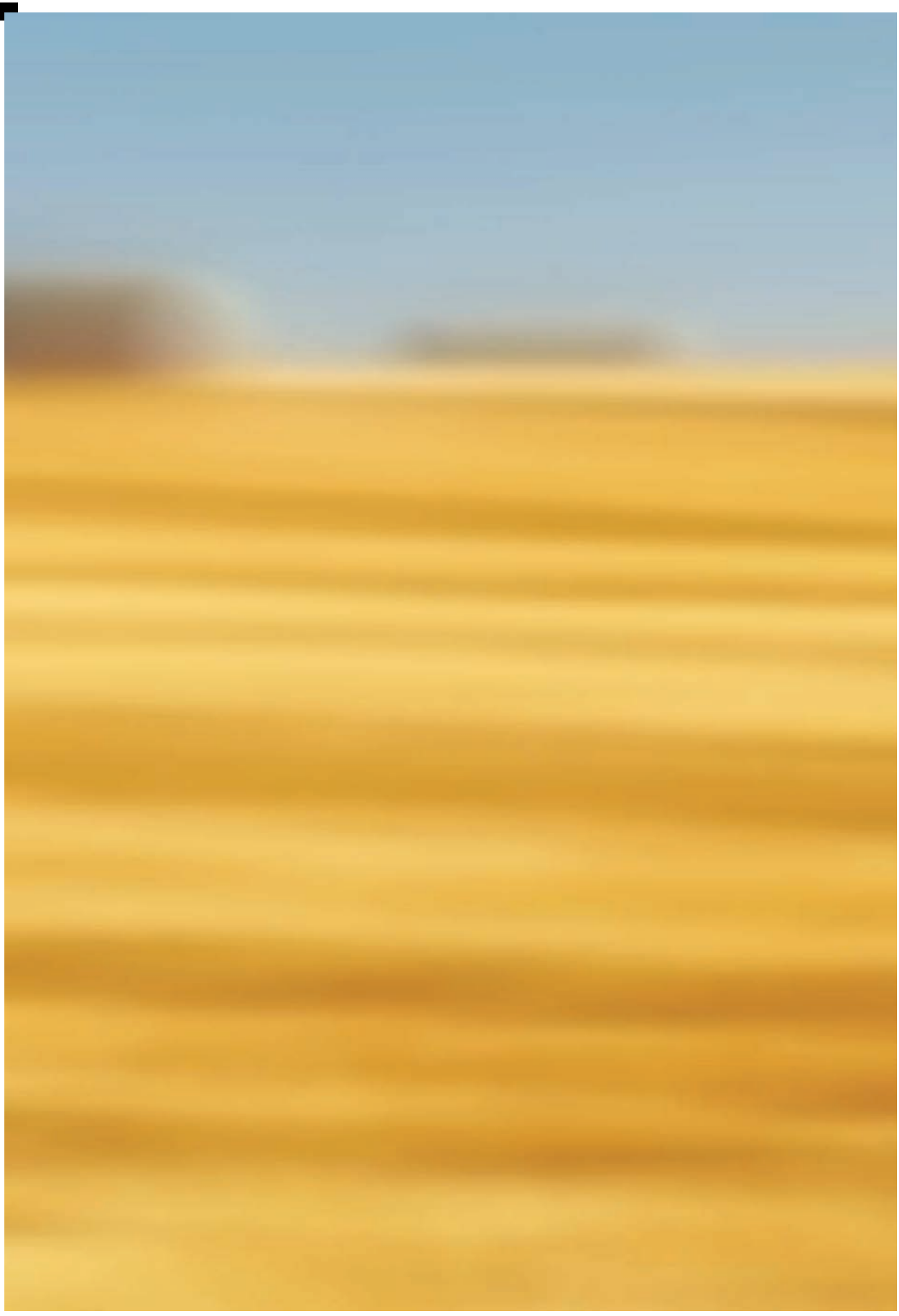
Fuente: Elaboración propia



Sectores económicos con mayores oportunidades para los socios del Círculo de Empresarios — Gráfico 4.2

Fuente: Elaboración propia





5 Inversión en infraestructuras: Nada será como antes

Rafael del Pino
Presidente de Ferrovial

El desarrollo de un país está íntimamente ligado al de sus infraestructuras. La inversión productiva contribuye, en épocas de crecimiento, a la creación de empleo y riqueza, a corto, y a la mejora de la competitividad, a largo plazo. Y, en épocas de recesión, funciona de forma contracíclica, actuando sobre la demanda agregada.

La crisis atravesada por el mundo, en la actualidad, complica el escenario para la inversión en infraestructuras. La dificultad de acceso al crédito y la imposibilidad de retornar a modelos de alto apalancamiento obliga a repensar la financiación.

Por una parte, resultará preciso profundizar en los modelos de colaboración público-privada, hasta la fecha solamente iniciados en algunos sectores y en algunos países del mundo. Por otro lado, será necesario activar los procesos de innovación en todos los ámbitos de forma intensiva.

5.1 El impacto real de la inversión en infraestructuras en la economía

5.1.1 Impacto en el corto plazo: incremento del empleo y la producción

Las infraestructuras son una inversión rentable para un país, no sólo desde el punto de vista social, sino también económico. Se calcula[1] que el retorno fiscal asciende al 57%. Es decir, que por cada millón de euros invertido, la Administración Pública recupera 570.000 a través de recaudación de IVA, IRPF, cotizaciones sociales, impuestos sobre sociedades y menores prestaciones por desempleo. A largo plazo, los efectos positivos sobre las arcas públicas son aún mayores.

En España se crean alrededor de 180.000 empleos directos e indirectos por cada 1% de PIB destinado a la promoción de infraestructuras. Dado que esta actividad es muy poco intensiva en importaciones, los efectos sobre la economía son aún más positivos.

En líneas generales, el mejor rendimiento a largo plazo se produce cuando existe complementariedad entre inversión pública y privada. Por otra parte, en los últimos años se ha puesto de manifiesto la importancia de la eficiencia con que se utilizan las infraestructuras. El impacto productivo no sólo depende de la magnitud de la inversión, el diseño del proyecto y la gestión eficaz, sino también de la naturaleza de la inversión y su integración en el conjunto. Es decir, la creación o mejora de una red permite un aumento considerable de la productividad.

Los últimos estudios ponen de manifiesto que en la mayoría de países OCDE las inversiones en infraestructuras de transporte en los últimos 20 años han sido rentables en términos de coste-beneficio. Por lo que respecta a las grandes economías emergentes (Brasil, China, India y Rusia) y a los países en desarrollo ha habido escasez crónica de redes de transporte y otras infraestructuras, como reflejo también de los recursos públicos limitados. En estos casos, es seguro que los beneficios del gasto superarán los costes.

En comparación con los beneficios económicos generados por las obras, el valor de la infraestructura como factor que contribuye al aumento de los niveles de calidad de vida es incluso más importante. Parte del problema es que resulta difícil de medir el valor de los bienes sin precio directo. Sin embargo, los indicadores disponibles pueden dar una idea de la diferencia con respecto a las condiciones de vida que las infraestructuras pueden generar. A modo de ejemplo, la cobertura de un 98% de la población en los países desarrollados con los servicios de saneamiento produce resultados sobre la salud y el bienestar muy superiores a las regiones en desarrollo, con un promedio de sólo el 49% de cobertura. Se calcula que para las regiones en desarrollo, los beneficios de reducir a la mitad la proporción de personas sin acceso a fuentes de agua potable para el año 2015 supondrían el equivalente a nueve veces el gasto incurrido[2]. De la misma manera, aumentar las tasas de electrificación en todo el mundo desde el 74% en 2002 al 83% en 2030[3] permitirá a millones de personas acceso a la electricidad por primera vez, lo que contribuirá enormemente al desarrollo social a través de la educación y el incremento de la salud pública.

Por lo que respecta a la generación de empleo, como hemos señalado, la inversión en infraestructuras es un motor muy eficaz. En Estados Unidos se calcula[4] que cada 1.000 millones de dólares invertidos en infraestructuras se generan unos 18.000 puestos de trabajo directos, indirectos, e inducidos. Se trata de una cifra sensiblemente superior (un 22 por ciento más) al incremento generado como resultado, por ejemplo, de un recorte de impuestos a los hogares, que crearía unos 14.000 puestos de trabajo por cada 1.000 millones de dólares.

5.1.2 Impacto en el largo plazo: mejora de la competitividad

El impacto de las infraestructuras en el incremento de la competitividad económica de una sociedad se evidencia a través de resultados especialmente visibles a medio y largo plazo:

- Reducción de los costes sociales y económicos de la congestión del transporte (en todos los sistemas: tierra, aire y mar). Así, por ejemplo, se estima que los costes externos de la congestión del tráfico representan al menos un 0,5% del PIB de la Unión Europea.[5]

- Reducción del número de accidentes en carretera, que actualmente ocasionan más de 40.000 muertes sólo en la UE, con el consiguiente impacto social y económico.

1 *Retorno fiscal y empleo generado por la inversión en infraestructuras.* Seopan, 2009.
2 *Infrastructure to 2030. Vol. 1: Telecom, land transport, water and electricity.* OCDE, 2006.
3 *World Energy Outlook*, 2004.
4 *How Infrastructure Investments Support the U.S. Economy: Employment, Productivity and Growth.* Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, 2009.
5 *European transport policy for 2010: time to decide.* European Commission, 2001.

• Respuesta al hecho de que, en los últimos 20 años, la economía de los países más desarrollados haya pasado de ser de inventario (almacena) a de flujos (*just-in-time*). El transporte y la distribución se han convertido en elementos críticos del funcionamiento diario de las economías desarrolladas, así como en componente esencial del crecimiento de las economías emergentes.

• Respuesta a las nuevas realidades urbanas, que se evidencia en la diversificación del tipo de desarrollo de asentamientos que se propagan más allá de las ciudades convencionales cuyo funcionamiento requiere de conexiones de infraestructuras en red.

• Respuesta a la necesidad de políticas de planificación que se anticipen con suficiente antelación a los cambios que se producen en la sociedad. La aceleración de las dinámicas de las economías complejas requiere hoy de acciones en una escala de tiempo más corta de la que era habitual en las décadas anteriores. Uno de los retos fundamentales es la anticipación (dónde se va a producir el crecimiento), identificada a partir de sofisticados modelos de análisis, que permitan la puesta en escena de las infraestructuras necesarias en el momento en que se hagan imprescindibles.

• Reducción del impacto medioambiental de la actividad económica, gracias, por ejemplo, al estímulo del transporte público facilitado por la intermodalidad, el uso de tecnologías más ecoeficientes, el mejor gasto energético gracias a la sinergia entre los diferentes componentes de una infraestructura (por ejemplo, cogeneración eléctrica a partir de la explotación de los residuos generados en la misma).

La innovación, motor de la competitividad 5.2

La innovación es una de las formas de incremento de la productividad económica menos traumática y que repercute de forma más duradera en el crecimiento y solidez de las economías. En el desarrollo de infraestructuras, la innovación va a desempeñar una función esencial durante las próximas décadas por los grandes cambios que se avecinan.

5.2.1 Infraestructuras inteligentes en la era de la información

Una infraestructura inteligente es aquella en la que se aplican tecnologías de la información y comunicación, de todas las formas posibles, para hacerla más eficiente.[6] En concreto, se trata de mejorar su diseño, la información que potencialmente pueden emitir y el uso que los usuarios hacen de ellas. Desde este punto de vista, la inteligencia se situaría como centro del ecosistema del negocio de las infraestructuras,[7] según muestra el Gráfico 5.1. La inteligencia se aplica para convertir en primer lugar la información capturada y procesada, procedente del ciudadano y del entorno, en conocimiento que permita responder en tiempo real a las contingencias y necesidades y que se vaya integrando en las capacidades distintivas de la organización frente a la competencia. En segundo lugar, permite incorporar los mejores métodos, procesos y tecnología para conseguir el liderazgo en eficiencia. En tercer lugar, explota los activos para crear el máximo de rentabilidad de forma sostenible. Finalmente, asegura la fiabilidad y seguridad de los servicios gestionados para la ciudadanía.

Paradójicamente, el potencial de la infraestructura inteligente no tiene su origen principal en la tecnología. De hecho, las tecnologías existentes en los años 60 podrían ya haber aumentado significativamente la eficacia de algunas. Las presiones socioeconómicas (costes, riesgos y preocupación ambiental o de seguridad,...) actúan más intensamente como un impulso que los propios avances tecnológicos.

El despliegue de infraestructuras inteligentes lleva a un incremento de la rentabilidad de las inversiones. Por ejemplo, el canadiense David Stambrook menciona que el equipamiento y la seguridad en las carreteras y el ferrocarril implica costes adicionales del 5%, pero los ahorros en mantenimiento alcanzan el 5% anual, lo que genera un alto retorno de la inversión.

5.2.2 Interrelación de infraestructuras: la gestión en "red"

Las cuatro infraestructuras principales de un territorio (agua, energía, telecomunicaciones y transporte), mantienen una creciente interrelación. Este proceso cre-

6 *Intelligent Infrastructure Future. The Scenarios - Towards 2025.* Office of Science and Technology, 2006.

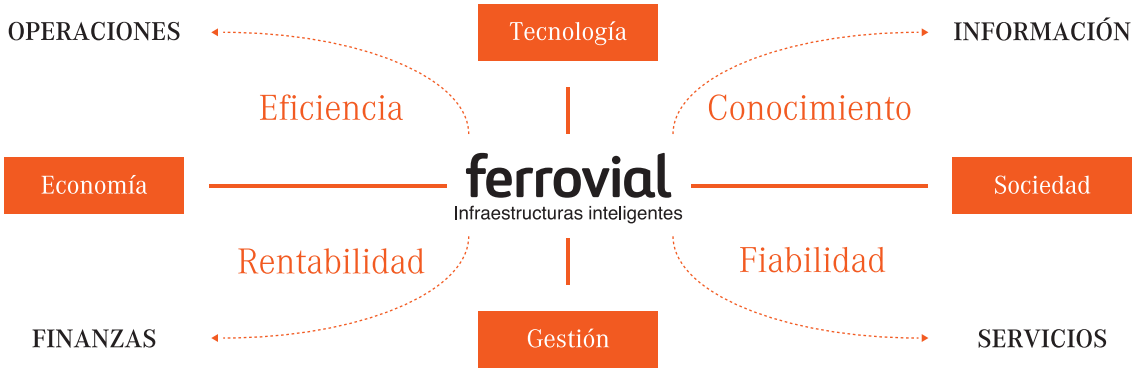
7 *iStructures: La visión de Ferrovial sobre las Infraestructuras Inteligentes.* Infonomia, 2009.

cerá conforme las redes individuales se sofistiquen aún más. Hay dos razones principales para pensar en una interrelación de las infraestructuras, y las dos derivan de la necesidad de incrementar su productividad. Si entendemos la productividad como la relación entre el valor que se genera y los recursos que utilizamos para ello, su aumento se puede conseguir tanto disminuyendo el coste de los recursos, como aumentando el valor de lo producido. Así, por ejemplo, un buen tratamiento de los residuos físicos generados en un territorio permite generar abono y energía eléctrica y también generar valor a la sociedad en términos de percepción de la calidad del entorno. La próxima implantación del vehículo eléctrico en nuestras carreteras puede suponer otro ejemplo de cómo la energía, los transportes y las telecomunicaciones pueden funcionar en red para convertir una infraestructura en inteligente para los usuarios y también para los administradores.

Gestionar las infraestructuras como una red contribuye a optimizar el coste de los recursos implicados en los procesos económicos modernos y, simultáneamente, a aumentar el valor percibido por los ciudadanos. Para conseguirlo, es preciso dejar de pensar en algunas infraestructuras como meros procesos lineales, con una orientación finalista que genera todo tipo de residuos, a menudo muy contaminantes, de forma altamente ineficiente, y pasar a considerarlos como procesos circulares, que en el corto plazo son más sostenibles ecológicamente, y que en el largo plazo serán más sostenibles tanto ecológica como económicamente.

Gráfico 5.1 Infraestructuras Inteligentes

Fuente: Infonomia



5.2.3 *Smart Cities*: la tecnología aplicada a la sostenibilidad

Desde hace algún tiempo se abre paso con fuerza un concepto relacionado con las infraestructuras inteligentes aplicadas a las ciudades que deberá asentarse durante los próximos años. Las ciudades inteligentes (*Smart Cities*) son uno de los retos más importantes a los que nos enfrentaremos en los años venideros.

El motor tradicional del crecimiento económico de las ciudades basado en "*bricks & mortar*" va a dar paso a una economía basada en la inteligencia y la creatividad.[8] En la actualidad ya es más probable crear ventajas competitivas soportadas en la capacidad de la fuerza laboral para crear y absorber los conocimientos y la innovación que en los "drivers" tradicionales: recursos naturales, trabajo o destreza de fabricación.

En el futuro inmediato, tres factores incidirán en el desarrollo económico de las ciudades:
1. Urbanización sin precedentes en todo el mundo.
2. Concentración del talento, el conocimiento y la creatividad. De hecho se prevé [9] que en 2030 el 60% de la población mundial se concentre en núcleos urbanos. Y

8 *Smarter cities for smarter growth. How cities can optimize their systems for the talent-based economy.* IBM 2010.
9 *World Urbanization Prospects – The 2007 Revision.* Naciones Unidas

en 2050 ese porcentaje se elevará por encima del 80%. 3. Fomento de la innovación en empresas para crear economías de escala.

La gran parte de los estudios sobre las ciudades inteligentes coinciden en señalar a las redes e infraestructuras de transporte como un elemento crítico para que una ciudad transite desde el concepto primario de aglomeración urbana hacia el avanzado de "*smart city*". La mayor urbanización de las ciudades está aumentando la demanda de transporte municipal y las exigencias de gestión del tráfico. Al mismo tiempo, el transporte es una fuente de contaminación y de ruido que afecta a la calidad de vida de la ciudad. Desde un punto de vista global, las ciudades son la clave principal en la sostenibilidad ambiental, ya que representan la fuente principal del 80% de las emisiones de CO_2 en todo el mundo. Si añadimos las necesidades de nuevas infraestructuras, este enorme gasto puede provocar que el impacto ecológico se dispare, pero también supone una gran oportunidad para reducirlo.

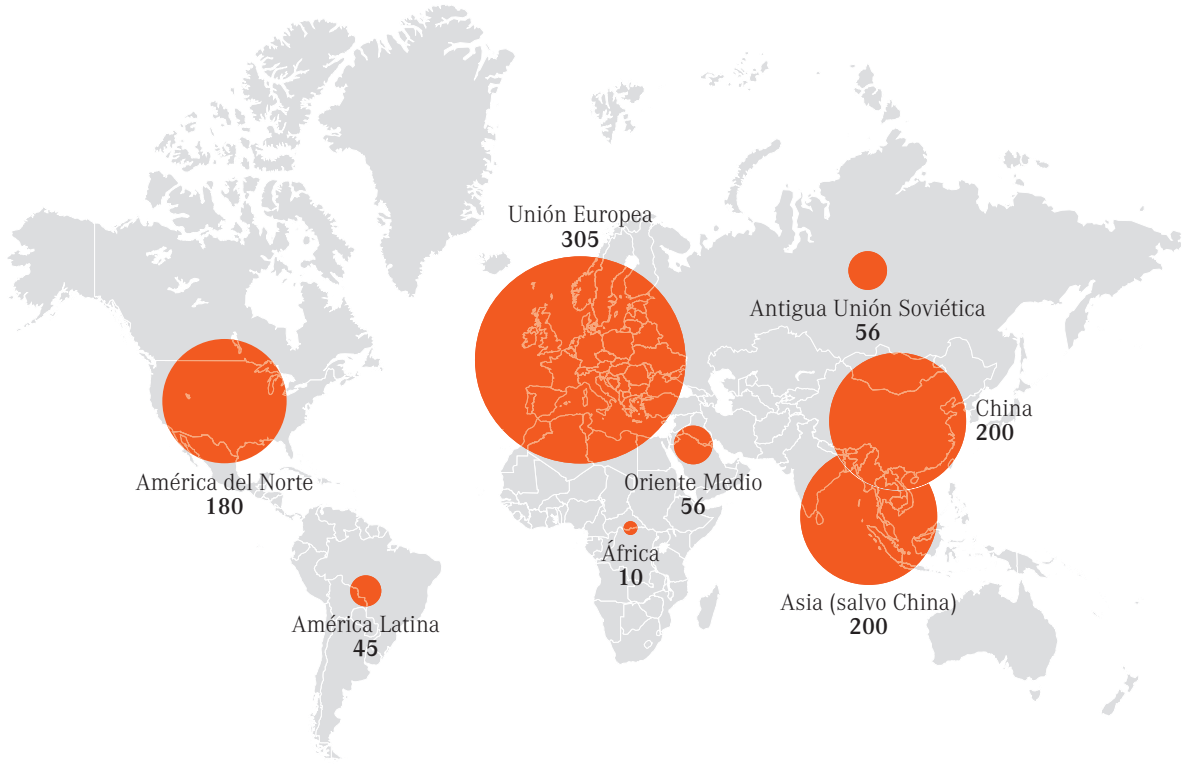
Sólo en Estados Unidos se calcula que una red más eficiente de transporte en las ciudades podría reducir el tiempo de tránsito y la congestión, lo que redundaría en un ahorro de entre 240 y 440 millones de toneladas de CO_2 y un ahorro de entre 65.000 y 115.000 millones de dólares. Por su parte, los edificios inteligentes, creados o reformados para consumir menos energía, supondrían la eliminación de entre 270 y 360 millones de toneladas de CO_2 y un ahorro de entre 40.000 y 50.000 millones de dólares.[10]

"*Gap*" de infraestructuras en el mundo 5.3

Las necesidades de inversión en infraestructuras son inmensas en todo el mundo. Durante los últimos 50 años se han dado pasos importantes en su desarrollo, sobre todo en Occidente. Pero la globalización y el reto de reducir la brecha en materia de infraestructuras de los países en vías de desarrollo las hacen aún más acuciantes. En total, hasta 2030, la OCDE calcula que hará falta invertir al menos 53 billones de dólares en infraestructuras en todo el planeta. Las últimas previsiones, sin embargo, no alcanzan ese "gap" y dibujan un mapa en el que la diferencia entre países desarrollados y en vías de desarrollo podría acrecentarse, según muestra el Gráfico 5.2.

Inversión anual de miles de millones $EEUU comprometidos en infraestructuras en la década 2010-2020 Gráfico 5.2

Fuente: CG/LA Infrastructure, 2009



10 *SMART 2020: Enabling the low carbon economy in the information age.* The Boston Consulting Group, 2008.

La realidad del volumen de inversión en infraestructuras necesarias para los países desarrollados muestra diferencias con respecto a las economías emergentes y países en vías de desarrollo. Mientras que para los primeros las necesidades estimadas sirven exclusivamente para no perder competitividad y mantener los niveles de riqueza actuales, para los segundos las infraestructuras constituyen la palanca sobre la que construir su desarrollo futuro y, en el caso de las economías emergentes, soportar los altos niveles de crecimiento económico previsibles a medio plazo.

5.3.1 La situación en países desarrollados

En concreto, en Norte América, Canadá requiere inversiones de 66.000 millones de dólares durante los próximos 10 años. En Estados Unidos solamente en el capítulo referido a carreteras, existe un déficit que alcanzaría los 40.000 millones de dólares anuales, incluyendo construcción de nuevas vías y el mantenimiento de las actuales.[11] La American Society of Civil Engineers[12] estima que EEUU requiere inversiones totales de 2,2 billones de dólares en los próximos cinco años para modernizar sus infraestructuras. Por su parte, la región de Europa precisaría, solamente en energía, 1,2 billones de dólares durante los próximos 20 años. Alemania, por ejemplo, necesita 90.000 millones anuales en infraestructuras.[13]

5.3.2 Países emergentes y en vías de desarrollo

La actual crisis económica que atraviesa gran parte del mundo puede ensanchar aún más la distancia que separa a los países desarrollados de los países en vías de desarrollo y las economías emergentes. De acuerdo con el Banco Mundial, los primeros invierten actualmente de media el 3%-4% del PIB en infraestructuras, mientras sus necesidades se sitúan en el 7%-9%.

En África[14] las necesidades se estiman en un total de 93.000 millones de dólares anuales, de los cuales un 40% debería ir destinado al suministro eléctrico para mantener la demanda actual. Otro 40% se reparte entre necesidades de suministro de agua y transporte por carretera. La región de Asia-Pacífico precisa inversiones superiores a los 600.000 millones de dólares anuales, especialmente en energía, telecomunicaciones, carreteras interurbanas, ferrocarril y suministro de agua. En Latinoamérica la brecha continúa ahondándose: la inversión se queda en un 2% del PIB, cuando las necesidades se sitúan en torno al 3%-6%. En economías emergentes (China, Rusia) el problema no es tanto la ausencia de infraestructuras como la mejora de la calidad de las mismas.En el conjunto de economías en desarrollo la iniciativa privada alcanza escasamente el 20% del total de las inversiones, con una tendencia a la baja señalada por el Banco Mundial desde los 100.000 millones de dólares anuales alcanzados en 1997-98 a los actuales 50.000 millones. Para impulsar la participación privada en estos países es necesario resolver algunas cuestiones relevantes que tienen en muchos casos a las administraciones públicas de esos países como protagonistas.

5.4 Inversión en infraestructuras y crisis económica

5.4.1 El dilema déficit público / inversión en infraestructuras: estado actual de la situación

El mundo se enfrenta a un doble problema en la actualidad: a las ingentes cantidades de recursos requeridas para el desarrollo de infraestructuras, las principales economías responden con grandes limitaciones debido a su alto déficit público. La situación de las cuentas de los países perjudica su acceso a los mercados de capitales en un momento en el que son necesarios estímulos para consolidar la recuperación y crear empleo.

La profundidad de la crisis económica ha motivado que, por primera vez desde la Segunda Guerra Mundial, se esté abordando seriamente la manera de financiar las infraestructuras críticas. En este debate, sólo parece que existe unanimidad en que el antiguo sistema de infraestructuras subvencionadas completamente por el Estado ya no es sostenible.

Como hemos señalado anteriormente, todas las economías del planeta, tanto las más avanzadas como las emergentes, deberán seguir invirtiendo, en las próximas décadas, proporciones significativas de sus recursos en la construcción y mantenimiento de todo tipo de infraestructuras (en especial de las cuatro prin-

11 *Optimizing infrastructure investments for the 21st century, MIT* – ASME Innovative Technologies Institute, 2009.
12 *The 2009 Report Card for America's Infrastructure.* ASCE, 2009.
13 *Closing the Infrastructure Gap. Deloitte,* 2006.
14 Africa's Infrastructure: A time for transformation. The World Bank, 2010.

cipales: agua, energía, telecomunicaciones y transporte) para poder mantener su capacidad de generar riqueza (productividad) así como la calidad de vida de sus ciudadanos (bienestar). No habrá competitividad posible sin una red de infraestructuras que permita activar el talento de sus ciudadanos y de sus organizaciones. Las inversiones en algunas de las infraestructuras fundamentales, en las décadas 2010-20 y 2020-30 sumarán entre el 2% y el 3% del PIB mundial, respectivamente (Cuadro 5.1).

Estimación de inversión en infraestructuras hasta 2030 por sectores (miles de millones $EEUU) Cuadro 5.1

Fuente: OCDE

Tipo de infraestructuras	2000-2010	% aproximado del PIB mundial	2010-2020	% aproximado del PIB mundial	2020-2030	% aproximado del PIB mundial
Carreteras	220	0,38	245	0,32	292	0,29
Vías férreas	49	0,09	54	0,07	58	0,06
Telecomunicaciones[1]	654	1,14	646	0,85	171	0,17
Electricidad[2]	127	0,22	180	0,24	241	0,24
Agua[1,3]	576	1,01	772	1,01	1.037	1,03

Notas: [1] Estimaciones para 2005, 2015 y 2025
[2] Sólo transmisión y distribución
[3] Únicamente se consideran los países de la OCDE, Rusia, China, India y Brasil

5.4.2 La necesidad de invertir en infraestructuras como fórmula de superación de la crisis

Las inversiones públicas, y en concreto las infraestructuras, se han convertido en un importante instrumento de política económica, desencadenante de importantes efectos económicos que contribuyen al crecimiento sostenido de la economía y que en momentos de crisis pueden actuar como elemento de estabilización contracíclica.

A corto plazo, los efectos producidos por la construcción de las infraestructuras están asociados a la demanda agregada y son consecuencia de decisiones del sector público en materia de política fiscal, tanto en lo que se refiere a la política de inversión pública como a la de su financiación, vía impuestos o endeudamiento público. Por tanto, un incremento del gasto público, en este caso de la inversión pública, produce un efecto expansionista de la demanda agregada, dando lugar a un incremento de la producción, el empleo y la renta, así como de los ingresos fiscales procedentes de los impuestos que gravan las rentas generadas.

En este orden de cosas, las infraestructuras de transporte y de agua desempeñan un papel muy relevante, por su histórica dependencia del impulso de las administraciones públicas y también por el gran volumen de inversión requerida para su desarrollo.

Infraestructuras de transporte y agua, el reto de las próximas tres décadas 5.5

Mientras que telecomunicaciones y energía han avanzado de forma relevante tanto en volumen de inversión como en modelos mixtos público-privado, especialmente en países desarrollados, las infraestructuras de agua y transporte cuentan con un amplio margen para avanzar en esta dirección.

La actualización de informes en lo referido a las previsiones de inversión anual en los sistemas de agua hasta 2025 sugiere niveles significativamente más altos de los hasta hace pocos años contemplados. Solamente en países OCDE se requerirían 770.000 millones de dólares anuales hasta el año 2015 y más de 1 billón a partir de 2025[15]. En estos países gran parte de este gasto se llevará a cabo en mantenimiento, reparación y sustitución. Por el contrario, en países en desarrollo el esfuerzo deberá ser aplicado en la construcción de nuevas infraestructuras. En

15 *Infrastructure to 2030. Vol. 1: Telecom, land transport, water and electricity.* OCDE, 2006.

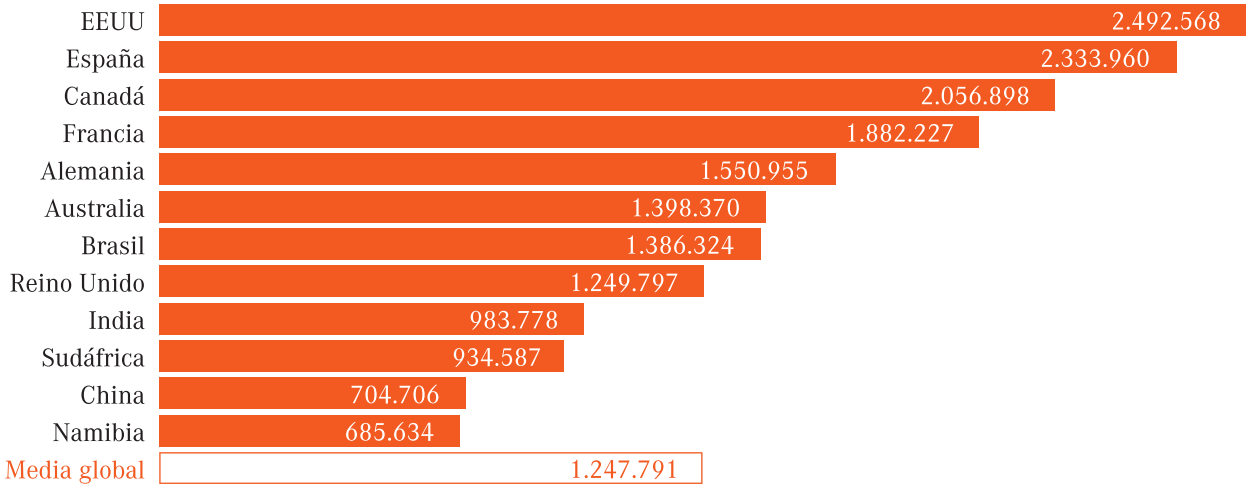
África solamente el 40% de la población tiene acceso al agua potable, una cifra que llega al 80% en América Latina, el Caribe, Asia y el Pacífico.

Las proyecciones indican que durante las tres próximas décadas, las necesidades de infraestructuras relacionadas con el agua superen a las otras tres infraestructuras básicas, lo que debería suponer para los diferentes gobiernos un estímulo para actuar ya. Junto a esto, la necesidad de aportar eficiencia en el uso de las infraestructuras de agua y también en su consumo, especialmente en un país como España, en donde la llamada "huella hídrica" supone un elemento a tener en cuenta en los próximos años, como figura en el Gráfico 5.3.

Gráfico 5.3 Huella hídrica. Los mayores consumidores de agua del planeta

Litros anuales per cápita

Fuente: 2030 Water Resources Group, 2009



Por su parte, las infraestructuras de transporte son en sí mismas generadoras de una dinámica positiva en materia socio-económica. Las inversiones realizadas en su mejora pueden tener mayores impactos en la red al inducir y afectar a la demanda intermodal y al mejorar la fiabilidad y calidad del servicio.[16]

Se estima una inversión aproximada de entre 220.000 millones y 290.000 millones de dólares al año en el periodo 2000-2030 en nuevos desarrollos y mantenimiento de la red existente. Aproximadamente dos terceras partes de toda la construcción de nuevas infraestructuras de transporte terrestre se invertirán en países OCDE, y alrededor de una quinta parte irá destinada a las grandes economías emergentes (China, Brasil, Rusia, India).

Por lo que respecta al transporte ferroviario, las necesidades requerirán entre 50.000 y 60.000 millones de dólares anualmente entre 2005 y 2030. De nuevo,

16 *Impact of Transport Infrastructure Investment on Regional Development,* OCDE 2002.

más de las dos terceras partes irán destinadas a países OCDE, y alrededor de una cuarta parte a economías emergentes.

Existen cinco aspectos clave a la hora de valorar la aportación de la inversión en infraestructuras de transporte:

• Accesibilidad: mejoran la accesibilidad de una región al reducir el tiempo o aumentar las posibilidades de traslado, lo que aumenta el tamaño del mercado de producción, turismo o de mano de obra.
• Empleo: la construcción, explotación y mantenimiento tiene como consecuencia la creación de empleo.
• Eficiencia: el ahorro de costes y tiempo, y el aumento de accesibilidad y fiabilidad permite a la industria de una región obtener un aumento de productividad al mejorar su producción y distribución.
• Cohesión social: cuando las regiones sufren problemas económicos o sociales, los proyectos potencian la integración social al mejorar la accesibilidad y la movilidad.
• Medio ambiente: al planificar inversiones en infraestructuras de transporte hay que incluir en la valoración los efectos externos en el medio ambiente.

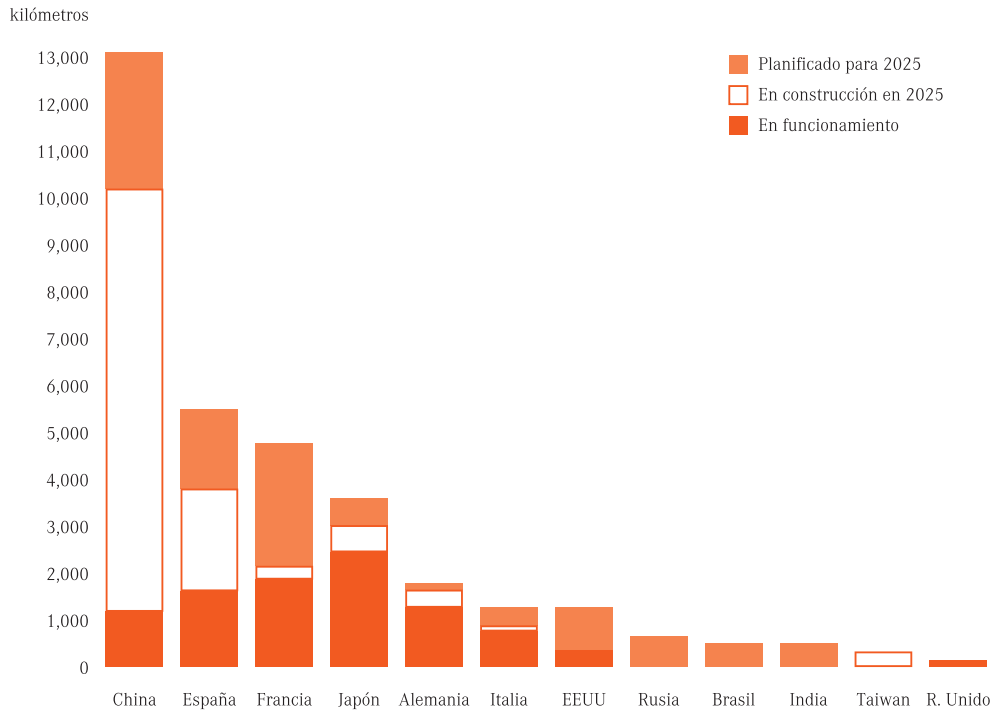
5.5.1 La alta velocidad ferroviaria en España

España constituye un buen ejemplo de utilización de la inversión en infraestructuras para la dinamización de la economía, la creación de empleo y la cohesión territorial. Durante los últimos 25 años, la apuesta de los sucesivos gobiernos por la Alta Velocidad ferroviaria ha dado como resultado una de las redes más importantes en esta modalidad de transporte, no solo en Europa, sino también a escala internacional.

Las inversiones realizadas hasta la fecha han sido importantes. Y lo deberán ser también en el futuro, ya que si atendemos a las cifras del Plan Estratégico de Infraestructuras de Transporte (PEIT) del Ministerio de Fomento, la Alta Velocidad consumirá recursos financieros por encima de los 80.000 millones de euros entre 2005 y 2020, más de un 30% de los fondos totales previstos en el Plan. Con ello, España se sitúa a la vanguardia de la Alta Velocidad ferroviaria en todo el mundo, según se puede comprobar en el Gráfico 5.4. Si se mantiene este esquema ello redundará en un incremento sustancial de la competitividad del país como resultado de los factores comentados anteriormente.

Inversión internacional en Alta Velocidad ferroviaria — Gráfico 5.4

Fuente: International Union of Railways, 2009. Infrastructure 2010, Urban Land Institute



5.6 El reto de la colaboración público-privada

5.6.1 Modelos PPP: coyuntura actual

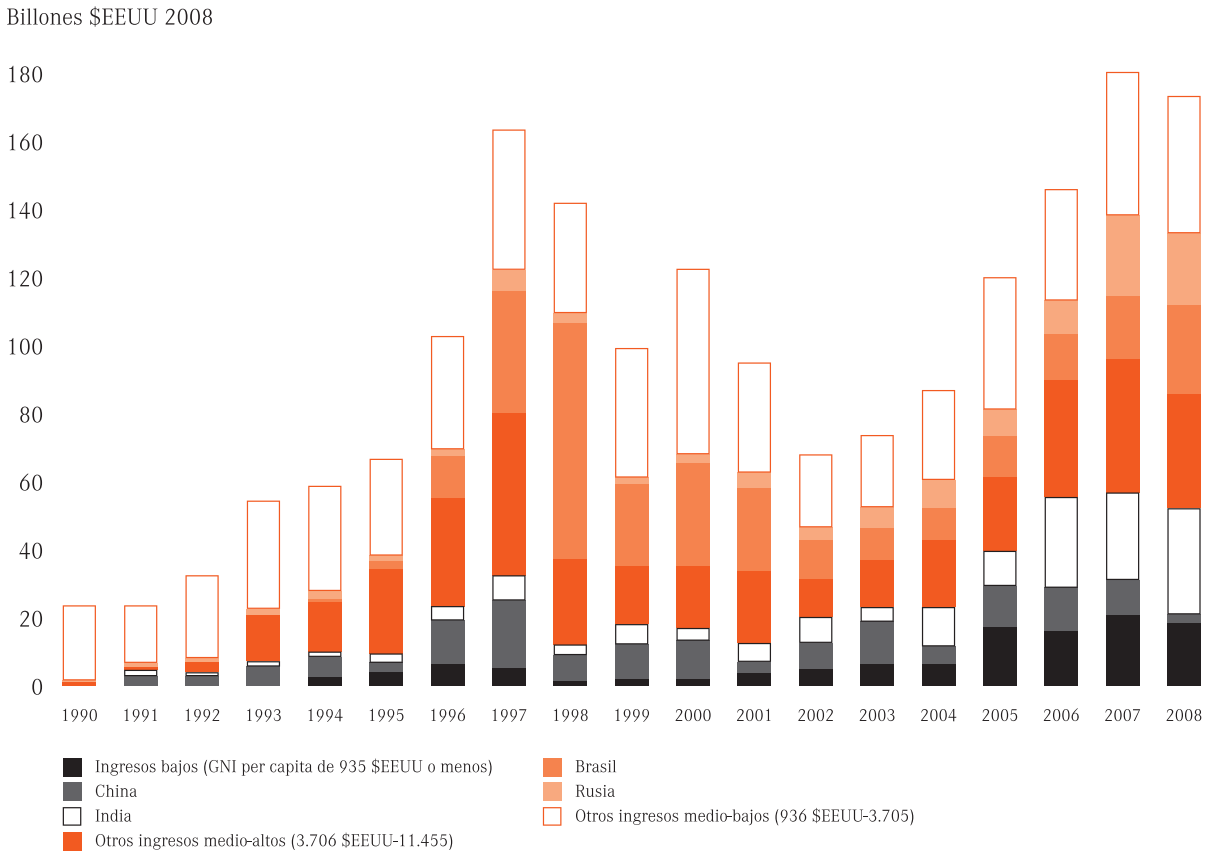
La financiación ha sido siempre un componente clave de cualquier proyecto relevante de infraestructuras. Desde el inicio de la crisis financiera a finales de 2008, los retos financieros se han vuelto más complejos. En general, y siguiendo la opinión de la OCDE,[17] "*los proyectos PPP cuentan con potencial para generar importantes incrementos de eficiencia mediante la transferencia de la responsabilidad de la gestión de costes a largo plazo a las organizaciones privadas, intrínsecamente motivadas para reducir los costes generales, muchas veces a través de la innovación*".

Este mismo organismo ha fijado[18] algunas tendencias a largo plazo para el conjunto de países desarrollados que inciden en la necesidad de fortalecer los proyectos PPP y que se pueden resumir en los siguientes puntos:

- Desarrollos demográficos: envejecimiento de las poblaciones, disminución o crecimiento demográfico, tendencias en urbanización y desplazamientos de la población hacia áreas rurales y costeras.
- Limitaciones crecientes en las finanzas públicas debido al envejecimiento de las poblaciones, seguridad, etc.
- Factores ambientales como el cambio climático y estándares de calidad cada vez más altos.
- Progreso tecnológico, especialmente en tecnologías de la información.
- Descentralización: mayor participación pública local.
- La intervención cada vez más intensa del sector privado.

Gráfico 5.5 Evolución de proyectos con participación privada en miles de millones $EEUU por país

Fuente: World Bank / PPIAF, PPI Project Database



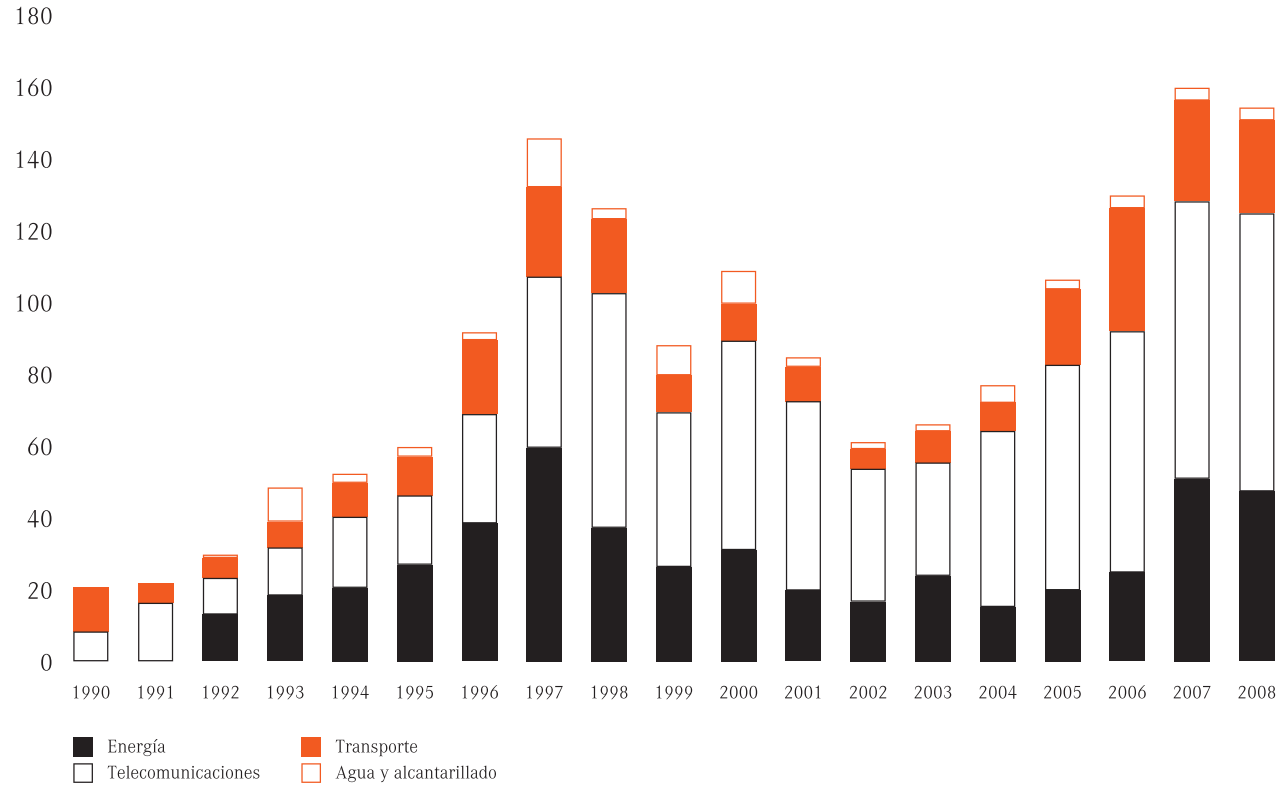
17 *Transport Infrastructure Investment: Options for Efficiency.* OCDE, 2008.

18 *Infrastructure to 2030. Vol. 2: Mapping policy for electricity, water and transport.* OCDE, 2007.

Evolución de proyectos con participación privada en miles de millones $EEUU por sector

Gráfico 5.6

Fuente: World Bank / PPIAF, PPI Project Database



• La creciente importancia de mantener, modernizar y renovar las infraestructuras existentes.

Desde un punto de vista coyuntural, en la actualidad, los gobiernos no están en una situación adecuada para enfrentarse en solitario a estos desafíos, cada vez más complejos. Las fuentes de financiación tradicionales (los presupuestos públicos), se verán sometidas a una presión considerable durante las próximas décadas, debido al envejecimiento de sus poblaciones, las demandas cada vez mayores para gastos sociales, seguridad, etc. Y lo mismo sucederá a la financiación obtenida mediante mayores impuestos, que generan una gran resistencia entre la población.

Pero no progresar adecuadamente para cubrir el déficit en infraestructuras podría resultar costoso en cuanto a congestión, y a la generación de cadenas de abastecimiento poco seguras, perjudicando a la competitividad y generando problemas ambientales cada vez mayores. Esta situación se da paradójicamente con mayor intensidad en aquellas regiones en las que la colaboración público-privada resulta más necesaria. En los países en vías de desarrollo, en donde el Estado carece en muchas ocasiones de recursos y estructura para acometer el desarrollo de grandes infraestructuras, resulta sorprendente observar cómo los proyectos desarrollados bajo fórmulas PPP apenas han registrado crecimientos en los últimos años, situándose actualmente al nivel de hace 10 años, algo insólito en cualquier evolución económica durante este periodo (Gráfico 5.5). El mismo esquema resulta ilustrativo en el caso de proyectos específicos de agua y transporte (Gráfico 5.6).

5.6.2 Hacia un nuevo modelo de promoción de infraestructuras

El cambio de modelo en que las economías se hallan inmersas va a condicionar enormemente la forma de desarrollar infraestructuras. Es necesario aprovechar las ventajas y la experiencia de los modelos pioneros de financiación y promoción que están funcionando en algunas partes del mundo. La forma de desarrollarlas debe evolucionar sobre la base de los siguientes aspectos para superar también algunos problemas estructurales:

1. Seleccionar adecuadamente el tipo de proyecto que se va a promover: proyectos de rentabilidad adecuada, a largo plazo, de un tamaño adecuado y con un perfil de riesgo aceptable.

2. Maximización de la eficiencia, permitiendo que el inversor privado aporte toda su experiencia. Por ejemplo, mediante la utilización de peajes y la libre tarificación o el desarrollo de la ingeniería de detalle como parte de la oferta en infraestructuras de transporte terrestre. Igualmente, es necesaria la aplicación de la innovación, que permite a los usuarios más servicios y mejor adaptados y a los promotores menores costes sin asumir riesgos financieros o de servicio.

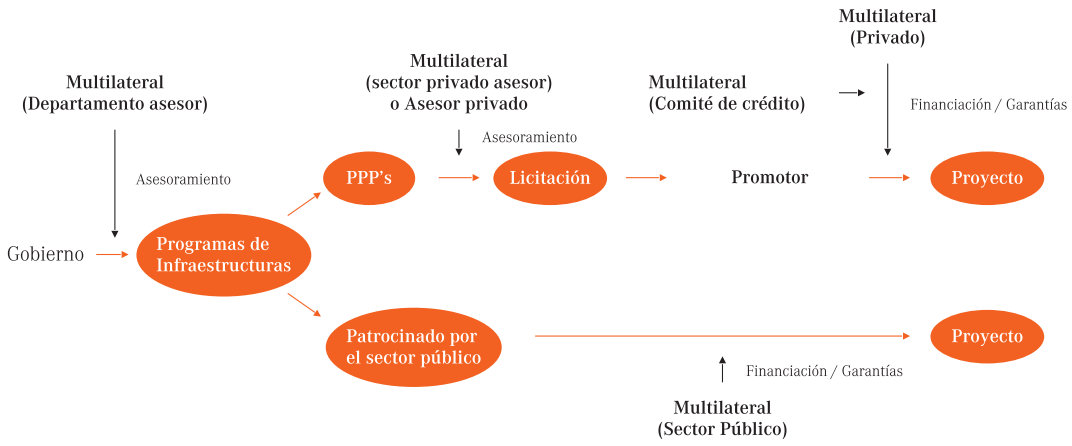
3. Establecer modelos de financiación mixtos. Participación de la inversión privada junto a la pública, e incorporación de préstamos y garantías públicas y semipúblicas para complementar las fuentes de financiación privada.

Además, es necesario implementar fórmulas de reeducación de la opinión pública sobre el verdadero coste para evitar la distorsión de los precios relativos, que genera a su vez sobreexplotación y congestión en las infraestructuras clave. Es imperativo establecer un método de contratación basado en la relación entre una infraestructura y su utilización. Los gobiernos tienen que apoyarse en el sector privado, no sólo para lograr la financiación necesaria, sino también para incorporar modelos de eficiencia.

La escasez de proyectos PPP en países en vías de desarrollo, indicada anteriormente, refleja la existencia de disfuncionalidades en el modelo. El actual modelo de funcionamiento de los organismos multilaterales (Gráfico 5.7) debe dejar paso a un modelo más eficaz basado en una simplificación de los procesos (Gráfico 5.8). En el primero se puede observar la participación de diferentes departamentos en distintas fases, pero sin una coordinación global, aún cuando existen comisiones multilaterales que participan desde el inicio.

Gráfico 5.7 Modelo de funcionamiento actual en organismos multilaterales

Fuente: Ferrovial



En este caso, los expertos en financiación participan solamente en las últimas fases, lo cual deviene en dificultades para combinar las finanzas públicas con financiación privada.

En el segundo caso, los expertos del sector privado con experiencia en financiación participan en las primeras etapas del proceso, lo que permite definir la viabilidad del proyecto PPP desde el principio. Por su parte, un "Comité de Crédito" participa en las primeras etapas del proceso, lo que facilita la pre-aprobación del proyecto.

5.6.3 El ejemplo de Texas

Ferrovial está llevando a cabo en Texas (EEUU) dos proyectos que pueden ejemplificar el cambio de paradigma en la promoción de infraestructuras de transporte. Se trata de las autopistas LBJ y NTE, situadas en la congestionada área de Dallas-Fort Worth.

La agencia pública promotora, el Texas Department of Transport (TxDOT), contaba con recursos limitados para construir, por lo que planteó la participación del sector privado. Pero, no sólo para cubrir el déficit financiero, sino también para añadir valor mediante el diseño de proyectos que mejoraran la calidad del servicio a los usuarios al tiempo que redujeran sus costes.

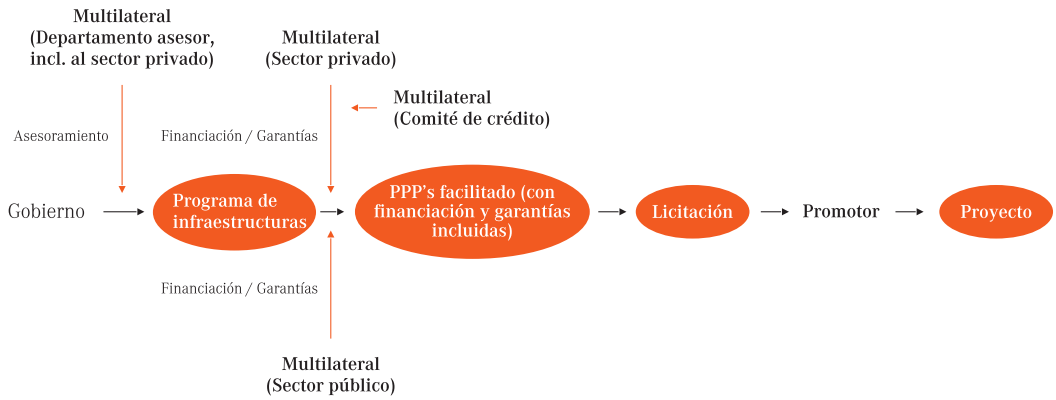
El resultado es que con una aportación pública cercana a los 1.000 millones de dólares, el Estado contará en un corto plazo con infraestructuras que tienen un valor de casi 5.000 millones. Texas, de esta manera, no hipoteca los impuestos de los contribuyentes de generaciones futuras y es la empresa privada la que asume el riesgo de tráfico, construcción o financiación.

TxDOT, al seleccionar un proyecto económicamente viable, con un contrato de concesión claramente definido, fue capaz de generar interés del sector privado, cerrando la brecha de financiación mediante una combinación de financiación pública, emisión de bonos y equity del proyecto.

¿Qué necesitamos para replicar el éxito de Dallas en otras infraestructuras de transporte e incluso en infraestructuras de otros sectores? En primer lugar, los procesos de compras y los acuerdos de concesión deben estar bien estructurados, ser transparentes y claramente definidos. De esa manera se facilita la atracción de inversores privados. En segundo lugar, resulta prioritaria la incorporación de conceptos técnicos y avances tecnológicos que pueden reducir los costes y aportar valor. La innovación es clave para desarrollar infraestructuras inteligentes, que aportan valor al ciudadano y repercuten positivamente en la imagen de las administraciones públicas.

Propuesta de nuevo modelo de funcionamiento en organismos multilaterales — Gráfico 5.8

Fuente: Ferrovial

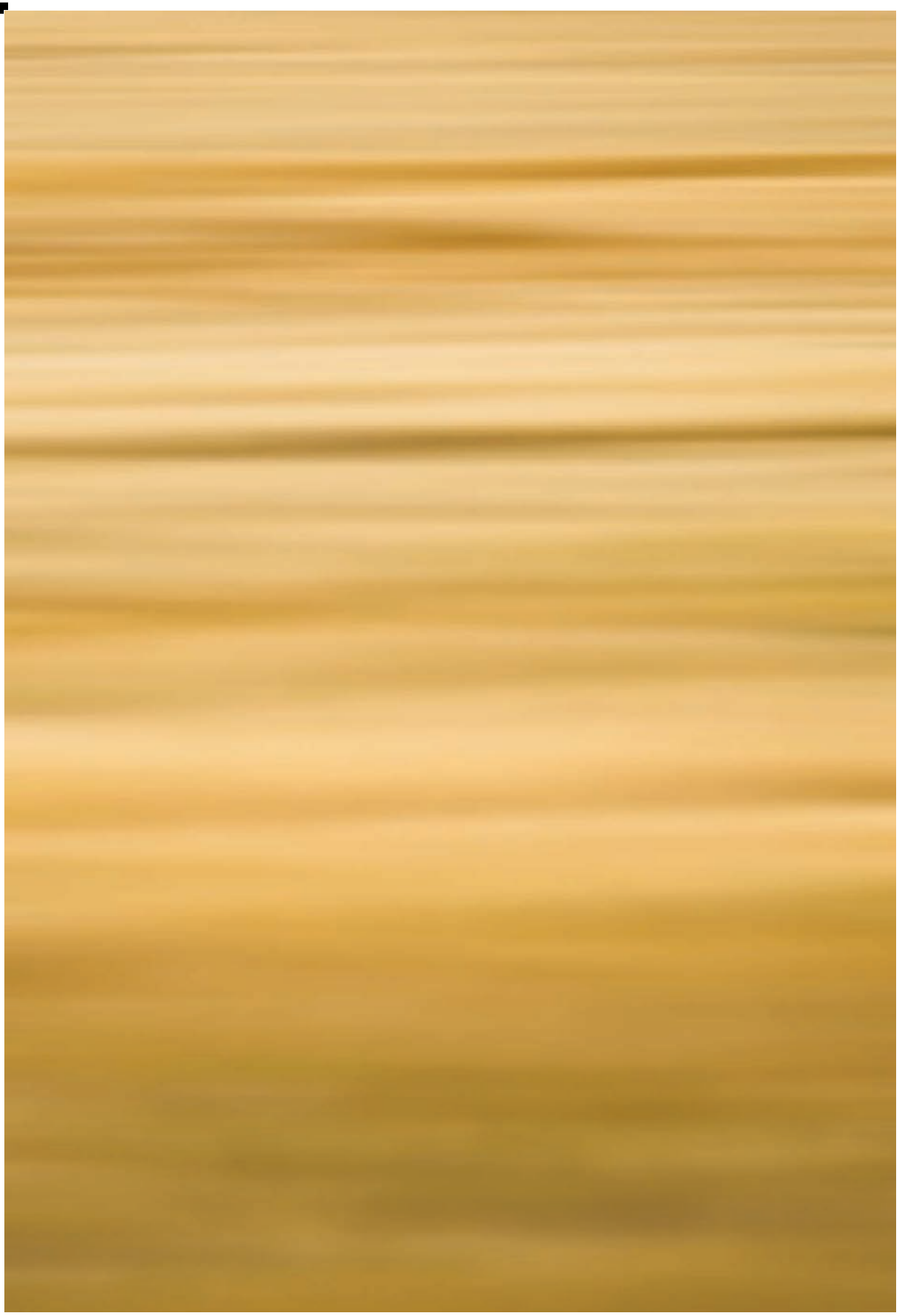


5.7 Conclusión

La situación actual por la que atraviesa una gran parte de las economías en todo el mundo puede condicionar la promoción pública de infraestructuras. Sin embargo, en la propia inversión en infraestructuras está gran parte de la respuesta a la crisis económica, dado su capacidad de generar empleo y riqueza y de aportar productividad y competitividad a la economía.

No obstante, el cambio de modelo que la propia crisis favorece nos lleva a plantear nuevas formas de hacer y de pensar porque, inevitablemente, ya nada será como antes. Nuevas fórmulas de organización de la inversión, nuevos modelos de colaboración entre el sector público y el privado se imponen como forma de mantener e impulsar la inversión en infraestructuras.

Y, finalmente, esta nueva forma de pensar nos lleva a impulsar procesos de innovación, fundamentales para generar mayor competitividad en el seno de las economías. La clave estará en la aplicación de inteligencia a las infraestructuras para hacerlas más eficientes, más accesibles y más sostenibles ambiental y económicamente.



6 Anexo estadístico

Tasas de retorno total para el accionista en el IBEX 35

Cuadro A.1

Empresas e índices ordenados según el año 2009

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Media 1995 2009[b]	Media 2007 2009[b]
Técnicas Reunidas	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	52,3	-57,2	**127,8**	41,0	41,0
OHL	-15,0	-9,0	237,6	95,2	-40,2	-26,6	33,6	-25,3	49,8	6,6	116,9	76,1	-0,9	-56,2	**107,6**	36,7	16,8
Arcelor Mittal	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	69,0	-66,9	**95,5**	32,5	32,5
Abengoa	---	---	63,8	68,4	-1,2	63,4	-17,7	-17,6	5,4	29,9	70,2	125,7	-12,7	-50,8	**93,2**	28,0	9,9
Banco Santander	26,1	41,4	88,0	14,2	35,8	2,0	-15,5	-28,2	48,6	1,0	25,7	30,1	8,1	-48,7	**83,0**	20,8	14,1
Grupo Ferrovial	---	---	---	---	---	-6,9	46,8	24,4	17,8	44,7	53,8	24,8	-34,1	-58,0	**65,3**	17,8	-8,9
Ebro Puleva	-11,6	83,2	18,9	18,1	-23,4	-12,0	8,6	-9,4	18,8	20,0	35,9	39,6	-33,4	-19,8	**59,6**	12,9	2,1
BBVA	40,1	65,5	114,6	36,4	7,8	13,6	-10,6	-32,4	23,9	23,6	19,0	23,8	-5,3	-45,7	**54,9**	21,9	1,3
Telecinco	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	43,2	6,2	-14,8	-53,1	**48,1**	5,9	-6,6
Inditex	---	---	---	---	---	---	---	5,7	-28,1	38,3	29,5	49,1	4,6	-23,3	**41,9**	14,7	7,7
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	-43,3	**39,0**	10,2	3,6
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	-36,5	**38,3**	16,2	4,2
Bolsas y Mercados Españoles	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	52,8	-58,1	**37,4**	10,7	10,7
Abertis	49,9	41,3	23,1	24,1	-28,3	7,9	30,6	4,9	20,4	46,3	41,2	12,5	4,8	-38,0	**35,8**	18,4	0,9
Repsol YPF	13,5	29,1	33,5	18,8	48,1	-21,5	-1,6	-22,2	25,1	26,7	32,8	7,2	-4,9	-35,9	**33,8**	12,2	-2,3
FCC	-27,2	31,4	93,3	82,7	-39,3	6,6	17,2	-6,3	39,5	27,7	37,8	63,2	-31,9	-52,5	**32,8**	18,3	-17,2
Acerinox	1,1	57,3	22,4	-25,2	103,6	-16,0	20,5	-4,0	9,3	30,3	4,3	92,4	-25,7	-30,7	**31,7**	18,1	-8,2
Mapfre	29,5	18,8	3,9	-3,3	-27,7	27,5	-1,7	21,1	47,9	3,7	31,3	23,2	-9,7	-16,8	**30,1**	11,9	1,2
Telefónica	10,0	84,4	46,8	54,0	105,9	-29,6	-11,1	-41,0	46,6	24,0	-2,1	31,1	41,7	-25,4	**29,3**	24,3	15,2
CAC40 [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	-40,3	**27,6**	11,4	-2,9
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	-28,3	**27,3**	9,1	2,1
S&P500 [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	-37,0	**26,5**	10,4	-1,7
Sacyr Vallehermoso	0,4	27,1	68,0	31,4	-41,5	-6,0	11,4	45,6	25,6	8,1	77,1	127,4	-40,1	-73,4	**25,6**	19,1	-29,3
Bankinter	11,6	75,9	31,5	22,7	59,6	-25,4	-7,9	-26,3	41,8	23,6	24,2	27,8	7,3	-48,3	**24,3**	16,2	-5,6
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	-40,4	**23,8**	11,1	1,9
Criteria Caixacorp	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-43,5	**23,4**	-10,0	-10,0
DJIA [a]	36,4	22,4	32,3	12,2	14,0	5,1	-11,1	-15,9	29,4	15,6	9,5	15,7	8,9	-31,9	**22,7**	11,0	-0,1
Endesa	30,6	37,0	19,3	41,6	-13,5	-3,1	-0,4	-34,2	43,0	18,0	32,9	74,5	5,1	-18,0	**13,4**	16,4	0,1
ACS	5,7	12,9	312,6	53,0	-27,4	6,9	10,6	13,5	28,4	33,9	64,2	58,2	-2,6	-16,0	**12,0**	37,7	-2,2
Banesto	-9,2	19,6	49,3	24,7	41,3	-9,6	-3,6	-43,5	39,4	16,4	20,0	37,3	-17,9	-36,6	**11,9**	9,3	-14,2
Red Eléctrica	---	---	---	---	---	71,2	7,5	-4,5	40,1	33,0	60,2	27,6	36,1	-14,9	**11,3**	26,7	10,8
Iberdrola Renovables	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-46,0	**9,6**	-18,2	-18,2
Iberdrola	41,5	72,6	12,2	35,7	-12,8	1,2	13,0	-5,6	21,7	24,0	27,1	47,8	28,5	-35,5	**8,4**	18,7	0,5
Acciona	-26,1	52,1	152,1	182,1	-17,7	-30,9	6,4	-3,0	26,0	39,1	47,9	51,2	55,8	-58,2	**6,2**	32,2	1,3
Indra Sistemas	-54,7	14,4	445,6	121,5	44,9	4,9	-4,8	-31,4	58,4	26,7	33,7	15,3	3,3	-10,7	**5,0**	44,8	-0,8
Enagas	---	---	---	---	---	---	---	---	52,6	44,9	35,1	12,5	16,0	-20,0	**4,5**	20,8	0,1
Grifols	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	53,0	-19,6	**1,7**	11,7	11,7
Gas Natural	71,3	60,9	5,3	96,8	-27,4	-12,4	-2,5	-2,0	4,6	25,5	8,0	29,5	36,3	-50,6	**-3,4**	16,0	-5,9
Iberia	---	---	---	---	---	---	---	27,9	66,3	14,0	-9,3	21,5	9,5	-27,9	**-4,1**	12,2	-7,5
Gamesa	---	---	---	---	---	---	-39,8	1,4	70,0	23,8	21,7	68,1	54,3	-59,9	**-6,4**	14,8	-4,0
Banco Popular	47,0	17,6	71,6	2,5	0,9	20,3	2,0	8,7	25,3	6,3	9,3	36,4	-12,6	-45,6	**-9,7**	12,0	-22,6
Banco de Sabadell	---	---	---	---	---	---	---	-4,9	26,6	13,5	32,3	54,8	-10,3	-31,7	**-15,9**	8,1	-19,3

Notas: [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 1995-2009

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Media 1995 2009[b]	Media 2007 2009[b]
Indra Sistemas	-54,7	14,4	445,6	121,5	44,9	4,9	-4,8	-31,4	58,4	26,7	33,7	15,3	3,3	-10,7	5,0	**44,8**	-0,8
Técnicas Reunidas	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	52,3	-57,2	127,8	**41,0**	41,0
ACS	5,7	12,9	312,6	53,0	-27,4	6,9	10,6	13,5	28,4	33,9	64,2	58,2	-2,6	-16,0	12,0	**37,7**	-2,2
OHL	-15,0	-9,0	237,6	95,2	-40,2	-26,6	33,6	-25,3	49,8	6,6	116,9	76,1	-0,9	-56,2	107,6	**36,7**	16,8
Arcelor Mittal	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	69,0	-66,9	95,5	**32,5**	32,5
Acciona	-26,1	52,1	152,1	182,1	-17,7	-30,9	6,4	-3,0	26,0	39,1	47,9	51,2	55,8	-58,2	6,2	**32,2**	1,3
Abengoa	---	---	63,8	68,4	-1,2	63,4	-17,7	-17,6	5,4	29,9	70,2	125,7	-12,7	-50,8	93,2	**28,0**	9,9
Red Eléctrica	---	---	---	---	---	71,2	7,5	-4,5	40,1	33,0	60,2	27,6	36,1	-14,9	11,3	**26,7**	10,8
Telefónica	10,0	84,4	46,8	54,0	105,9	-29,6	-11,1	-41,0	46,6	24,0	-2,1	31,1	41,7	-25,4	29,3	**24,3**	15,2
BBVA	40,1	65,5	114,6	36,4	7,8	13,6	-10,6	-32,4	23,9	23,6	19,0	23,8	-5,3	-45,7	54,9	**21,9**	1,3
Enagás	---	---	---	---	---	---	---	---	52,6	44,9	35,1	12,5	16,0	-20,0	4,5	**20,8**	0,1
Banco Santander	26,1	41,4	88,0	14,2	35,8	2,0	-15,5	-28,2	48,6	1,0	25,7	30,1	8,1	-48,7	83,0	**20,8**	14,1
Sacyr Vallehermoso	0,4	27,1	68,0	31,4	-41,5	-6,0	11,4	45,6	25,6	8,1	77,1	127,4	-40,1	-73,4	25,6	**19,1**	-29,3
Iberdrola	41,5	72,6	12,2	35,7	-12,8	1,2	13,0	-5,6	21,7	24,0	27,1	47,8	28,5	-35,5	8,4	**18,7**	0,5
Abertis	49,9	41,3	23,1	24,1	-28,3	7,9	30,6	4,9	20,4	46,3	41,2	12,5	4,8	-38,0	35,8	**18,4**	0,9
FCC	-27,2	31,4	93,3	82,7	-39,3	6,6	17,2	-6,3	39,5	27,7	37,8	63,2	-31,9	-52,5	32,8	**18,3**	-17,2
Acerinox	1,1	57,3	22,4	-25,2	103,6	-16,0	20,5	-4,0	9,3	30,3	4,3	92,4	-25,7	-30,7	31,7	**18,1**	-8,2
Grupo Ferrovial	---	---	---	---	---	-6,9	46,8	24,4	17,8	44,7	53,8	24,8	-34,1	-58,0	65,3	**17,8**	-8,9
Endesa	30,6	37,0	19,3	41,6	-13,5	-3,1	-0,4	-34,2	43,0	18,0	32,9	74,5	5,1	-18,0	13,4	**16,4**	0,1
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	-36,5	38,3	**16,2**	4,2
Bankinter	11,6	75,9	31,5	22,7	59,6	-25,4	-7,9	-26,3	41,8	23,6	24,2	27,8	7,3	-48,3	24,3	**16,2**	-5,6
Gas Natural	71,3	60,9	5,3	96,8	-27,4	-12,4	-2,5	-2,0	4,6	25,5	8,0	29,5	36,3	-50,6	-3,4	**16,0**	-5,9
Gamesa	---	---	---	---	---	---	-39,8	1,4	70,0	23,8	21,7	68,1	54,3	-59,9	-6,4	**14,8**	-4,0
Inditex	---	---	---	---	---	---	---	5,7	-28,1	38,3	29,5	49,1	4,6	-23,3	41,9	**14,7**	7,7
Ebro Puleva	-11,6	83,2	18,9	18,1	-23,4	-12,0	8,6	-9,4	18,8	20,0	35,9	39,6	-33,4	-19,8	59,6	**12,9**	2,1
Iberia	---	---	---	---	---	---	---	27,9	66,3	14,0	-9,3	21,5	9,5	-27,9	-4,1	**12,2**	-7,5
Repsol YPF	13,5	29,1	33,5	18,8	48,1	-21,5	-1,6	-22,2	25,1	26,7	32,8	7,2	-4,9	-35,9	33,8	**12,2**	-2,3
Banco Popular	47,0	17,6	71,6	2,5	0,9	20,3	2,0	8,7	25,3	6,3	9,3	36,4	-12,6	-45,6	-9,7	**12,0**	-22,6
Mapfre	29,5	18,8	3,9	-3,3	-27,7	27,5	-1,7	21,1	47,9	3,7	31,3	23,2	-9,7	-16,8	30,1	**11,9**	1,2
Grifols	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	53,0	-19,6	1,7	**11,7**	11,7
CAC40[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	-40,3	27,6	**11,4**	-2,9
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	-40,4	23,8	**11,1**	1,9
DJIA[a]	36,4	22,4	32,3	12,2	14,0	5,1	-11,1	-15,9	29,4	15,6	9,5	15,7	8,9	-31,9	22,7	**11,0**	-0,1
Bolsas y Mercados Españoles	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	52,8	-58,1	37,4	**10,7**	10,7
S&P500[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	-37,0	26,5	**10,4**	-1,7
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	-43,3	39,0	**10,2**	3,6
Banesto	-9,2	19,6	49,3	24,7	41,3	-9,6	-3,6	-43,5	39,4	16,4	20,0	37,3	-17,9	-36,6	11,9	**9,3**	-14,2
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	-28,3	27,3	**9,1**	2,1
Banco de Sabadell	---	---	---	---	---	---	---	-4,9	26,6	13,5	32,3	54,8	-10,3	-31,7	-15,9	**8,1**	-19,3
Telecinco	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	43,2	6,2	-14,8	-53,1	48,1	**5,9**	-6,6
Criteria Caixacorp	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-43,5	23,4	**-10,0**	-10,0
Iberdrola Renovables	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-46,0	9,6	**-18,2**	-18,2

Notas: [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 — Cuadro A.3

Empresas e índices ordenados según la media 2007-2009 — Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	2007	2008	2009	Media 1995-2009 [b]	Media 2007-2009 [b]
Técnicas Reunidas	52,3	-57,2	127,8	41,0	**41,0**
Arcelor Mittal	69,0	-66,9	95,5	32,5	**32,5**
OHL	-0,9	-56,2	107,6	36,7	**16,8**
Telefónica	41,7	-25,4	29,3	24,3	**15,2**
Banco Santander	8,1	-48,7	83,0	20,8	**14,1**
Grifols	53,0	-19,6	1,7	11,7	**11,7**
Red Eléctrica	36,1	-14,9	11,3	26,7	**10,8**
Bolsas y Mercados Españoles	52,8	-58,1	37,4	10,7	**10,7**
Abengoa	-12,7	-50,8	93,2	28,0	**9,9**
Inditex	4,6	-23,3	41,9	14,7	**7,7**
IBEX 35 [a]	10,7	-36,5	38,3	16,2	**4,2**
Mercado Mundial [a]	15,1	-43,3	39,0	10,2	**3,6**
Ebro Puleva	-33,4	-19,8	59,6	12,9	**2,1**
FTSE 100 [a]	7,4	-28,3	27,3	9,1	**2,1**
DAX 30 [a]	22,3	-40,4	23,8	11,1	**1,9**
BBVA	-5,3	-45,7	54,9	21,9	**1,3**
Acciona	55,8	-58,2	6,2	32,2	**1,3**
Mapfre	-9,7	-16,8	30,1	11,9	**1,2**
Abertis	4,8	-38,0	35,8	18,4	**0,9**
Iberdrola	28,5	-35,5	8,4	18,7	**0,5**
Enagas	16,0	-20,0	4,5	20,8	**0,1**
Endesa	5,1	-18,0	13,4	16,4	**0,1**
DJIA [a]	8,9	-31,9	22,7	11,0	**-0,1**
Indra Sistemas	3,3	-10,7	5,0	44,8	**-0,8**
S&P500 [a]	5,5	-37,0	26,5	10,4	**-1,7**
ACS	-2,6	-16,0	12,0	37,7	**-2,2**
Repsol YPF	-4,9	-35,9	33,8	12,2	**-2,3**
CAC40 [a]	4,2	-40,3	27,6	11,4	**-2,9**
Gamesa	54,3	-59,9	-6,4	14,8	**-4,0**
Bankinter	7,3	-48,3	24,3	16,2	**-5,6**
Gas Natural	36,3	-50,6	-3,4	16,0	**-5,9**
Telecinco	-14,8	-53,1	48,1	5,9	**-6,6**
Iberia	9,5	-27,9	-4,1	12,2	**-7,5**
Acerinox	-25,7	-30,7	31,7	18,1	**-8,2**
Grupo Ferrovial	-34,1	-58,0	65,3	17,8	**-8,9**
Criteria Caixacorp		-43,5	23,4	-10,0	**-10,0**
Banesto	-17,9	-36,6	11,9	9,3	**-14,2**
FCC	-31,9	-52,5	32,8	18,3	**-17,2**
Iberdrola Renovables		-46,0	9,6	-18,2	**-18,2**
Banco de Sabadell	-10,3	-31,7	-15,9	8,1	**-19,3**
Banco Popular	-12,6	-45,6	-9,7	12,0	**-22,6**
Sacyr Vallehermoso	-40,1	-73,4	25,6	19,1	**-29,3**

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

Cuadro A.4 Ránking de las empresas españolas con la mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Empresa	Tasa absoluta		Eurozona (tasa estandarizada)		Mundo (tasa estandarizada)	
	Puesto	%	Puesto	%	Puesto	%
Vueling Airlines	1	274,10	1	2,88	1	2,34
Jazztel	4	105,80	2	2,74	9	0,50
Elecnor	12	64,80	3	2,38	15	0,20
Técnicas Reunidas	2	127,80	4	1,80	2	1,64
Aguas de Barcelona	20	54,80	5	1,78	6	0,90
Banco Santander	8	83,00	6	1,60	8	0,57
Sol Meliá	26	40,10	7	1,51	36	-0,22
Laboratorios Almirall	9	71,30	8	1,51	7	0,80
Obrascón Huarte Laín	3	107,60	9	1,37	3	1,27
Duro Felguera	5	102,60	10	1,16	4	1,10
Abengoa	6	93,20	11	1,06	5	1,01
Antena 3	7	87,90	12	1,00	11	0,47
Mapfre	40	30,10	13	0,90	27	-0,11
Amper	24	42,30	14	0,84	59	-0,49
BBVA	18	54,90	15	0,84	17	0,16
Ebro Puleva	15	59,60	16	0,75	14	0,21
Service Point Solutions	10	67,00	17	0,63	12	0,43
Fluidra	19	54,80	18	0,59	22	0,02
NH Hoteles	49	19,60	19	0,57	57	-0,47
PRISA	17	55,30	20	0,52	10	0,48
Telefónica	41	29,30	21	0,46	28	-0,11
Faes Farma	29	36,50	22	0,43	18	0,14
Laboratorios Farmaceuticos Rovi	34	33,90	23	0,35	19	0,09
Construcción y Auxiliar de Ferrocarril	21	54,40	24	0,31	31	-0,16
Sniace	14	59,80	25	0,31	26	-0,10
Grupo Ferrovial	16	57,10	26	0,29	13	0,35
Abertis	30	35,80	27	0,28	33	-0,20
Telecinco	23	48,10	28	0,24	23	-0,08
Prosegur	22	50,10	29	0,22	16	0,17
Corporación Financiera Alba	28	36,80	30	0,16	40	-0,26
Adolfo Dominguez	13	60,30	31	0,12	34	-0,21
Renta Corporación Real Estate	11	65,20	32	0,10	30	-0,14
Viscofán	39	31,30	33	0,08	35	-0,22
Bankinter	45	24,30	34	0,01	42	-0,28
Repsol	35	33,80	35	-0,01	32	-0,19
Bolsas y Mercados Españoles	27	37,40	36	-0,05	29	-0,14
Solaria	37	32,20	37	-0,11	20	0,06
Papeles y Cartones de Europa	31	35,50	38	-0,12	38	-0,25
Miquel y Costas	32	35,40	39	-0,13	39	-0,25
Befesa Medio Ambiente	46	23,50	40	-0,18	45	-0,33
Grupo Catalana Occidente	60	12,50	41	-0,19	24	-0,08
Clínica Baviera	59	12,70	42	-0,21	80	-0,64
Inditex	25	41,90	43	-0,22	50	-0,40
Enagas	79	4,50	44	-0,23	79	-0,63
FCC	36	32,80	45	-0,23	25	-0,10
Zeltia	56	14,90	46	-0,25	41	-0,28
Dinamia Capital Privado	51	17,80	47	-0,25	53	-0,46
Criteria Caixacorp	47	23,40	48	-0,26	52	-0,43
Vocento	53	16,60	49	-0,27	49	-0,39
Unipapel	42	28,70	50	-0,31	21	0,03
Iberia	93	-4,10	51	-0,32	71	-0,59
Endesa	57	13,40	52	-0,32	46	-0,35
Acerinox	38	31,70	53	-0,33	54	-0,46
Banco Español de Crédito	64	11,90	54	-0,33	55	-0,47
Exide Technologies	33	34,60	55	-0,34	72	-0,59
Urbas Guadahermosa	65	11,50	56	-0,36	75	-0,60
Sacyr Vallehermoso	43	25,60	57	-0,39	37	-0,23
Realia Business	74	7,10	58	-0,39	81	-0,64
Tubacex	48	21,00	59	-0,41	65	-0,55

(continuación) Cuadro A.4

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Tasa absoluta		Eurozona (tasa estandarizada)		Mundo (tasa estandarizada)	
	Puesto	%	Puesto	%	Puesto	%
Banco Guipuzcoano	70	8,70	60	-0,42	61	-0,51
Red Eléctrica de España	66	11,30	61	-0,44	48	-0,38
Grupo Empresarial San José	87	0,00	62	-0,46	85	-0,70
Zardoya Otis	52	17,60	63	-0,46	67	-0,57
Vertice 360 Grados	67	11,20	64	-0,46	69	-0,58
Inmobiliaria Colonial	91	-3,10	65	-0,48	90	-0,73
Caja de Ahorros del Mediterráneo	75	6,20	66	-0,48	64	-0,55
Azkoyen	54	15,60	67	-0,50	76	-0,61
Mecalux	55	15,50	68	-0,50	77	-0,62
Tubos Reunidos	73	7,80	69	-0,50	82	-0,66
Puleva Biotech	77	5,60	70	-0,52	74	-0,60
Tecnocom	97	-7,30	71	-0,53	109	-1,13
Lingotes especiales	82	1,40	72	-0,55	87	-0,71
Renta 4	80	3,30	73	-0,56	97	-0,85
Afirma Grupo Inmobiliario	106	-13,30	74	-0,57	95	-0,82
Vidrala	44	24,70	75	-0,58	43	-0,29
Iberdrola	71	8,40	76	-0,58	51	-0,41
Fergo Aisa	109	-17,10	77	-0,60	98	-0,85
Montebalito	110	-18,00	78	-0,61	99	-0,86
Banco Pastor	84	0,70	79	-0,63	78	-0,63
Iberdrola Renovables	68	9,60	80	-0,64	62	-0,52
Campofrío Alimentación	88	-0,50	81	-0,67	84	-0,69
Codere	114	-24,70	82	-0,67	83	-0,68
ACS	63	12,00	83	-0,68	58	-0,48
Prim	58	12,80	84	-0,68	89	-0,72
Natraceutical	90	-1,20	85	-0,68	86	-0,70
Gamesa Corporación Technológica	96	-6,40	86	-0,70	73	-0,60
Indra Sistemas	78	5,00	87	-0,71	88	-0,72
Indo Internacional	50	19,30	88	-0,71	66	-0,56
Cie Automotive	95	-4,10	89	-0,72	106	-1,03
Inypsa Informes y Proyectos	69	9,40	90	-0,73	63	-0,53
Testa Inmuebles en Renta	116	-50,10	91	-0,74	117	-1,30
Avanzit	107	-15,00	92	-0,74	116	-1,23
Iberpapel Gestión	62	12,40	93	-0,75	56	-0,47
Grifols	81	1,70	94	-0,76	44	-0,31
Gas Natural	92	-3,40	95	-0,77	92	-0,76
Acciona	76	6,20	96	-0,80	70	-0,58
Grupo Tavex	85	0,60	97	-0,85	68	-0,58
Cementos Portland Valderribas	89	-0,90	98	-0,87	96	-0,84
Grupo Empresarial Ence	72	8,00	99	-0,87	60	-0,51
Barón de Ley	101	-9,70	100	-0,90	107	-1,10
Banco Popular Español	100	-9,70	101	-0,92	94	-0,78
Pescanova	94	-4,10	102	-0,93	102	-0,92
Reyal Urbis	117	-57,20	103	-0,94	113	-1,20
Metrovacesa	118	-59,00	104	-0,95	114	-1,21
Funespaña	61	12,40	105	-1,00	47	-0,37
General de Alquiler de Maquinaria	102	-10,90	106	-1,00	110	-1,14
CVNE	103	-12,00	107	-1,07	111	-1,16
La Seda de Barcelona	86	0,00	108	-1,08	103	-0,92
Banco de Sabadell	108	-15,90	109	-1,09	101	-0,87
Fersa Energias Renovables	83	0,80	110	-1,09	91	-0,73
Bodegas Riojanas	104	-13,10	111	-1,10	112	-1,19
Cleop	98	-8,90	112	-1,12	100	-0,86
Corporación Dermoestética	99	-9,40	113	-1,19	105	-0,95
Banco de Valencia	111	-19,90	114	-1,19	104	-0,93
Nicolás Correa	113	-22,00	115	-1,21	118	-1,36
Ercros	105	-13,20	116	-1,39	108	-1,10
Dogi International Fabrics	112	-21,90	117	-1,43	93	-0,78
Cepsa	119	-66,70	118	-1,46	119	-1,37
Natra	115	-35,30	119	-1,48	115	-1,22
SOS	120	-80,70	120	-2,56	120	-1,90

Notas: El coeficiente de correlación de Pearson entre la tasa estandarizada en la Eurozona y la tasa estandarizada en el mundo es del 87,1 por ciento

Cuadro A.5 Ránking por sector de las empresas españolas con la mayor tasa de retorno total para el accionista durante 2009, relativa a las empresas de su mismo sector en la Eurozona

Empresa	Sector	Tasa absoluta	Tasa estandarizada	
			Eurozona	Mundo
Acerinox	Acero	31,70	**-0,33**	-0,46
Tubacex	Acero	21,00	**-0,41**	-0,55
Tubos Reunidos	Acero	7,80	**-0,50**	-0,66
Lingotes especiales	Acero	1,40	**-0,55**	-0,71
Aguas de Barcelona	Agua	54,80	**1,78**	0,90
Ebro Puleva	Alimentación	59,60	**0,75**	0,21
Viscofán	Alimentación	31,30	**0,08**	-0,22
Puleva Biotech	Alimentación	5,60	**-0,52**	-0,60
Campofrío Alimentación	Alimentación	-0,50	**-0,67**	-0,69
Natraceutical	Alimentación	-1,20	**-0,68**	-0,70
Natra	Alimentación	-35,30	**-1,48**	-1,22
SOS	Alimentación	-80,70	**-2,56**	-1,90
Banco Santander	Banca	83,00	**1,60**	0,57
BBVA	Banca	54,90	**0,84**	0,16
Bankinter	Banca	24,30	**0,01**	-0,28
Banco Español de Crédito	Banca	11,90	**-0,33**	-0,47
Banco Guipuzcoano	Banca	8,70	**-0,42**	-0,51
Caja de Ahorros del Mediterráneo	Banca	6,20	**-0,48**	-0,55
Banco Pastor	Banca	0,70	**-0,63**	-0,63
Banco Popular Español	Banca	-9,70	**-0,92**	-0,78
Banco de Sabadell	Banca	-15,90	**-1,09**	-0,87
Banco de Valencia	Banca	-19,90	**-1,19**	-0,93
Barón de Ley	Bebidas alcohólicas	-9,70	**-0,90**	-1,10
CVNE	Bebidas alcohólicas	-12,00	**-1,07**	-1,16
Bodegas Riojanas	Bebidas alcohólicas	-13,10	**-1,10**	-1,19
Grifols	Biotecnología	1,70	**-0,76**	-0,31
Cie Automotive	Componentes automovil	-4,10	**-0,72**	-1,03
Adolfo Dominguez	Confección y moda	60,30	**0,12**	-0,21
Inditex	Confección y moda	41,90	**-0,22**	-0,40
Técnicas Reunidas	Construcción	127,80	**1,80**	1,64
Obrascón Huarte Laín	Construcción	107,60	**1,37**	1,27
Abengoa	Construcción	93,20	**1,06**	1,01
Grupo Ferrovial	Construcción	57,10	**0,29**	0,35
FCC	Construcción	32,80	**-0,23**	-0,10
Sacyr Vallehermoso	Construcción	25,60	**-0,39**	-0,23
ACS	Construcción	12,00	**-0,68**	-0,48
Inypsa Informes y Proyectos	Construcción	9,40	**-0,73**	-0,53
Acciona	Construcción	6,20	**-0,80**	-0,58
Cleop	Construcción	-8,90	**-1,12**	-0,86
Elecnor	Electricidad	64,80	**2,38**	0,20
Endesa	Electricidad	13,40	**-0,32**	-0,35
Red Eléctrica de España	Electricidad	11,30	**-0,44**	-0,38
Iberdrola	Electricidad	8,40	**-0,58**	-0,41
Iberdrola Renovables	Electricidad	9,60	**-0,64**	-0,52
Fersa Energias Renovables	Electricidad	0,80	**-1,09**	-0,73
Solaria	Energias renovables	32,20	**-0,11**	0,06
Gamesa Corporación Technológica	Energias renovables	-6,40	**-0,70**	-0,60
Vidrala	Envases	24,70	**-0,58**	-0,29
Amper	Equipos de telecomunicaciones	42,30	**0,84**	-0,49
Tecnocom	Equipos de telecomunicaciones	-7,30	**-0,53**	-1,13
Avanzit	Equipos de telecomunicaciones	-15,00	**-0,74**	-1,23
Prim	Equipos medicos	12,80	**-0,68**	-0,72
Laboratorios Almirall	Farmacéutico	71,30	**1,51**	0,80
Faes Farma	Farmacéutico	36,50	**0,43**	0,14
Laboratorios Farmaceuticos Rovi	Farmacéutico	33,90	**0,35**	0,09
Zeltia	Farmacéutico	14,90	**-0,25**	-0,28
Enagas	Gas	4,50	**-0,23**	-0,63
Gas Natural	Gas	-3,40	**-0,77**	-0,76
Sol Meliá	Hoteles	40,10	**1,51**	-0,22
NH Hoteles	Hoteles	19,60	**0,57**	-0,47
Renta Corporación Real Estate	Inmobiliario	65,20	**0,10**	-0,14
Urbas Guadahermosa	Inmobiliario	11,50	**-0,36**	-0,60
Realia Business	Inmobiliario	7,10	**-0,39**	-0,64
Grupo Empresarial San José	Inmobiliario	0,00	**-0,46**	-0,70
Inmobiliaria Colonial	Inmobiliario	-3,10	**-0,48**	-0,73

(continuación)

Cuadro A.5

Fuente: Datastream International a través de Wharton Research Data Services

Empresa	Sector	Tasa absoluta	Tasa estandarizada	
			Eurozona	Mundo
Afirma Grupo Inmobiliario	Inmobiliario	-13,30	**-0,57**	-0,82
Fergo Aisa	Inmobiliario	-17,10	**-0,60**	-0,85
Montebalito	Inmobiliario	-18,00	**-0,61**	-0,86
Testa Inmuebles en Renta	Inmobiliario	-50,10	**-0,74**	-1,30
Reyal Urbis	Inmobiliario	-57,20	**-0,94**	-1,20
Metrovacesa	Inmobiliario	-59,00	**-0,95**	-1,21
Codere	Juegos de azar	-24,70	**-0,67**	-0,68
Vueling Airlines	Líneas aéreas	274,10	**2,88**	2,34
Iberia	Líneas aéreas	-4,10	**-0,32**	-0,59
Duro Felguera	Maquinaria	102,60	**1,16**	1,10
Zardoya Otis	Maquinaria	17,60	**-0,46**	-0,57
Azkoyen	Maquinaria	15,60	**-0,50**	-0,61
Mecalux	Maquinaria	15,50	**-0,50**	-0,62
General de Alquiler de Maquinaria	Maquinaria	-10,90	**-1,00**	-1,14
Nicolás Correa	Maquinaria	-22,00	**-1,21**	-1,36
Fluidra	Material de construcción	54,80	**0,59**	0,02
Cementos Portland Valderribas	Material de construcción	-0,90	**-0,87**	-0,84
Construcción y Auxiliar de Ferrocarril	Material de transporte	54,40	**0,31**	-0,16
Papeles y Cartones de Europa	Papel	35,50	**-0,12**	-0,25
Miquel y Costas	Papel	35,40	**-0,13**	-0,25
Iberpapel Gestión	Papel	12,40	**-0,75**	-0,47
Grupo Empresarial Ence	Papel	8,00	**-0,87**	-0,51
Pescanova	Pesca	-4,10	**-0,93**	-0,92
Repsol	Petróleo y gas	33,80	**-0,01**	-0,19
Cepsa	Petróleo y gas	-66,70	**-1,46**	-1,37
Unipapel	Productos del hogar	28,70	**-0,31**	0,03
Exide Technologies	Productos del hogar	34,60	**-0,34**	-0,59
Antena 3	Publicaciones y medios	87,90	**1,00**	0,47
PRISA	Publicaciones y medios	55,30	**0,52**	0,48
Telecinco	Publicaciones y medios	48,10	**0,24**	-0,08
Vocento	Publicaciones y medios	16,60	**-0,27**	-0,39
Vertice 360 Grados	Publicaciones y medios	11,20	**-0,46**	-0,58
Sniace	Química especial	59,80	**0,31**	-0,10
Ercros	Química especial	-13,20	**-1,39**	-1,10
Mapfre	Seguros	30,10	**0,90**	-0,11
Grupo Catalana Occidente	Seguros de accidents	12,50	**-0,19**	-0,08
Service Point Solutions	Servicios a las empresas	67,00	**0,63**	0,43
Prosegur	Servicios a las empresas	50,10	**0,22**	0,17
Indra Sistemas	Servicios de información	5,00	**-0,71**	-0,72
Clínica Baviera	Servicios de salud	12,70	**-0,21**	-0,64
Corporación Dermoestética	Servicios de salud	-9,40	**-1,19**	-0,95
Abertis	Servicios de transporte [a]	35,80	**0,28**	-0,20
Funespaña	Servicios diversos	12,40	**-1,00**	-0,37
Corporación Financiera Alba	Servicios financieros	36,80	**0,16**	-0,26
Bolsas y Mercados Españoles	Servicios financieros	37,40	**-0,05**	-0,14
Dinamia Capital Privado	Servicios financieros	17,80	**-0,25**	-0,46
Criteria Caixacorp	Servicios financieros	23,40	**-0,26**	-0,43
Renta 4	Servicios financieros	3,30	**-0,56**	-0,85
Befesa Medio Ambiente	Servicios medioambientales	23,50	**-0,18**	-0,33
Indo Internacional	Suministros médicos	19,30	**-0,71**	-0,56
Jazztel	Telecomunicaciones	105,80	**2,74**	0,50
Telefónica	Telecomunicaciones	29,30	**0,46**	-0,11
Grupo Tavex	Textil	0,60	**-0,85**	-0,58
La Seda de Barcelona	Textil	0,00	**-1,08**	-0,92
Dogi International Fabrics	Textil	-21,90	**-1,43**	-0,78

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

Cuadro A.6 Ránking de las empresas españolas con mejor recomendación media por parte de analistas de bolsa durante 2009, relativa a las empresas del sector en la Eurozona

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

Empresa	Número de recomendaciones			Recomendación media		
	Absoluto	Estandarizado Eurozona	Estandarizado Mundo	Absoluta	Estandarizada Eurozona	Estandarizada Mundo
Paternina	1	-0,98	-0,89	1,00	**-2,35**	-1,79
Iberpapel	1	-0,87	-0,72	1,00	**-1,80**	-1,57
Unipapel	2	-0,73	-0,55	1,00	**-1,80**	-1,57
Cie Automotive	2	-0,80	-0,57	1,00	**-1,79**	-1,43
Elecnor	1	-0,83	-0,73	1,00	**-1,79**	-1,57
Zinkia Entertainment	1	-0,90	-0,91	1,00	**-1,65**	-1,69
Grupo Duro Felguera	5	-0,45	-0,13	1,20	**-1,43**	-1,37
Viscofán	13	1,05	1,21	1,23	**-1,43**	-1,31
Pescanova	5	-0,19	-0,11	1,40	**-1,23**	-1,11
Banco Santander	34	1,61	2,54	1,94	**-1,22**	-0,80
Campofrío	8	0,28	0,39	1,50	**-1,11**	-0,99
Vidrala	12	0,58	0,84	1,50	**-0,99**	-1,03
BBVA	34	1,61	2,54	2,15	**-0,97**	-0,55
Grupo Catalana Occidente	6	-0,76	-0,46	2,00	**-0,97**	-0,60
Laboratorios FAR	11	0,47	0,64	1,55	**-0,96**	-0,73
Técnicas Reunidas	17	1,18	1,56	1,71	**-0,92**	-0,62
OHL	15	0,89	1,27	1,73	**-0,89**	-0,60
Ebro Puleva	16	1,51	1,71	1,75	**-0,82**	-0,68
Grifols	16	1,09	1,32	1,69	**-0,79**	-0,56
Corporación Financiera Alba	11	1,26	1,56	1,73	**-0,79**	-0,75
Prosegur	16	1,10	1,46	1,69	**-0,78**	-0,80
Ercros	3	-0,75	-0,42	2,00	**-0,77**	-0,30
Acciona	26	2,47	2,87	1,85	**-0,76**	-0,46
Telvent	4	1,15	-0,45	1,50	**-0,76**	-1,06
Red Eléctrica de España	28	1,18	2,23	1,82	**-0,71**	-0,63
Ferrovial	19	1,09	1,56	1,68	**-0,67**	-0,81
Dinamia	6	0,14	0,38	1,83	**-0,66**	-0,63
Antevenio	1	-0,90	-0,91	2,00	**-0,59**	-0,49
Abengoa	18	1,16	2,02	2,11	**-0,52**	-0,30
Inditex	31	3,33	4,57	2,45	**-0,48**	0,06
Abertis	28	2,67	3,31	2,11	**-0,32**	-0,28
CAF	4	-0,72	-0,63	2,00	**-0,29**	-0,38
Telefónica	44	2,33	3,35	2,14	**-0,29**	-0,34
Amper	6	0,08	0,13	2,17	**-0,26**	-0,19
EDP Renovaveis	30	2,73	3,36	2,23	**-0,17**	-0,12
Gamesa	30	1,46	2,89	2,47	**-0,16**	0,29
Iberdrola Renovables	34	1,66	2,91	2,26	**-0,16**	-0,10
Almirall	16	1,09	1,32	2,25	**-0,14**	0,15
Tubacex	11	0,04	0,56	2,73	**-0,13**	0,54
Papeles y Cartón	9	0,31	0,65	2,56	**-0,09**	0,19
Enagas	27	1,10	2,12	2,33	**-0,07**	-0,02
Iberia	21	1,08	1,51	2,14	**-0,07**	-0,33
ENCE	12	0,76	1,16	2,67	**0,03**	0,32
Grupo Tavex	4	-0,29	-0,10	3,00	**0,04**	0,60
Sniace	9	0,19	0,38	2,44	**0,04**	0,12
Barón de Ley	10	-0,11	0,19	2,70	**0,04**	0,36
Codere	6	0,03	0,04	2,67	**0,11**	0,32
Miquel y Costas	4	-0,43	-0,20	2,75	**0,11**	0,41
Bolsas y Mercados Españoles	19	2,15	2,29	2,32	**0,12**	0,04
Acerinox	22	1,07	1,98	3,00	**0,20**	0,87
Tubos Reunidos	4	-0,62	-0,35	3,00	**0,20**	0,87
Sol Meliá	19	2,33	2,23	2,79	**0,23**	0,46
Adolfo Domínguez	4	-0,29	-0,10	3,25	**0,27**	0,84
ACS	22	1,90	2,29	2,82	**0,28**	0,62
Avanzit	2	-0,83	-0,62	3,00	**0,36**	0,75
Banco Popular Español	28	1,10	1,92	3,32	**0,39**	0,85
PRISA	18	1,10	1,62	2,94	**0,41**	0,63
Iberdrola	38	2,01	3,47	2,55	**0,47**	0,20

(continuación)

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 Eurozona	Estandarizado Mundo	Absoluta	Estandarizada Eurozona	Estandarizada Mundo
Zeltia	9	-0,21	0,47	2,89	**0,52**	0,76
Fluidra	6	-0,33	0,04	3,17	**0,53**	0,95
FCC	18	1,32	1,71	3,06	**0,54**	0,88
Banesto	22	0,59	1,31	3,45	**0,54**	1,01
Antena 3	27	2,16	2,96	3,07	**0,55**	0,79
Repsol	41	2,22	3,71	2,83	**0,56**	0,59
Clínica Baviera	9	0,22	0,37	2,89	**0,61**	0,95
Vocento	13	1,10	1,37	2,77	**0,73**	0,79
Gas Natural	28	1,18	2,32	2,75	**0,76**	0,43
Vértice Trescientos	3	-0,51	-0,46	3,33	**0,81**	1,09
Indra Sistemas	24	1,00	2,17	3,13	**0,81**	1,06
Mapfre	16	1,67	1,79	2,94	**0,81**	0,74
Telecinco	28	2,27	3,11	3,39	**0,89**	1,17
Realia	13	1,19	1,21	3,54	**0,96**	1,34
Criteria Caixacorp	9	0,55	0,63	3,11	**1,00**	0,94
Cepsa	4	-0,74	-0,49	3,25	**1,09**	1,10
Sacyr Vallehermoso	17	1,85	1,89	3,71	**1,12**	1,54
Sabadell	23	0,68	1,41	4,00	**1,19**	1,66
Vueling Airlines	4	-0,76	-0,82	3,25	**1,22**	1,16
Natra	6	-0,03	0,06	3,50	**1,24**	1,44
Endesa	26	1,01	2,08	3,08	**1,24**	0,81
Azkoyen	5	-0,45	-0,13	4,00	**1,36**	1,92
Reyal Urbis	1	-0,80	-0,82	4,00	**1,41**	1,87
Tecnocom	3	-0,49	-0,39	3,67	**1,42**	1,73
Uralita	7	-0,28	0,14	3,57	**1,49**	1,37
Solaria Energía	12	-0,16	0,42	4,33	**1,51**	1,86
Dogi International Fabrics	3	-0,42	-0,27	4,67	**1,60**	2,22
NH Hoteles	19	3,04	3,45	3,63	**1,64**	1,52
Banco Pastor	17	0,17	0,79	4,41	**1,66**	2,16
FAES	5	-0,28	-0,18	3,80	**1,67**	2,10
Metrovacesa	7	0,20	0,20	4,29	**1,70**	2,20
Zardoya Otis	13	0,54	1,20	4,38	**1,74**	2,37
Service Point	4	-0,33	-0,21	4,00	**1,82**	2,14
Mecalux	7	0,59	0,43	4,00	**1,84**	1,95
La Seda de Barcelona	4	-0,29	-0,10	5,00	**1,91**	2,54
Cementos Portland	11	0,25	0,73	3,91	**1,92**	1,76
Natraceutical	4	-0,24	-0,12	3,75	**1,98**	1,95
Corporación Dermoestética	9	0,22	0,37	4,11	**2,04**	2,49
Fersa	3	-0,82	-0,60	4,00	**2,04**	2,01
Bankinter	25	3,11	3,28	4,20	**2,21**	2,18
General de Alquiler de Maquinaria	8	0,34	0,52	4,00	**2,30**	2,25
Banco Guipuzcoano	1	-1,18	-0,86	5,00	**2,35**	2,86
Banco de Valencia	2	-1,10	-0,75	5,00	**2,35**	2,86
Nicolás Correa	1	-0,95	-0,79	5,00	**2,35**	3,10
Afirma	1	-0,80	-0,82	5,00	**2,40**	3,02
Renta Corporación	5	-0,14	-0,14	5,00	**2,40**	3,02
Inmobiliaria Colonial	5	-0,19	-0,11	4,60	**2,53**	2,77
Grupo SOS	5	-0,19	-0,11	4,60	**2,53**	2,77
Puleva Biotech	1	-0,78	-0,72	5,00	**3,08**	3,61
Paternina	1	-0,98	-0,89	1,00	**-2,35**	-1,79
Iberpapel	1	-0,87	-0,72	1,00	**-1,80**	-1,57
Unipapel	2	-0,73	-0,55	1,00	**-1,80**	-1,57
Cie Automotive	2	-0,80	-0,57	1,00	**-1,79**	-1,43
Elecnor	1	-0,83	-0,73	1,00	**-1,79**	-1,57
Zinkia Entertainment	1	-0,90	-0,91	1,00	**-1,65**	-1,69

Notas: 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 98,1 por ciento

7. Bibliografía

Afi e ICE (2010) *Internacionalización, empleo y modernización de la economía española*, marzo 2010.

Álvarez Calzada, Óscar y Dajani González, Jorge (Invest in Spain) (2010) *Tendencias actuales en los flujos globales de IED y el impacto de la crisis,* en el Boletín Económico de ICE nº 2986 del 1 al 15 de abril de 2010 (Página 3).

ASCE (American Society of Civil Engineers) (2009) *The 2009 Report Card for America's Infrastructure*.

Banco de España (2010). *Informe Anual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España, 2009*. Julio 2010.

Banco de España (2010) *La financiación del comercio y la evolución del comercio internacional durante la crisis*, en Boletín Económico, marzo 2010.

Banco Mundial (2010) *Africa's Infrastructure: A time for transformation*.

BCG (The Boston Consulting Group) (2008) *SMART 2020: Enabling the low carbon economy in the information age*.

Christian Henn y Brad Mc Donald (2010) *Evitar el proteccionismo*, en Finanzas y Desarrollo, marzo de 2010 (FMI).

Comisión Europea (2001) *European transport policy for 2010: time to decide*.

Deloitte (2006) *Closing the Infrastructure Gap*.

Fondo Monetario Internacional (2010) *Perspectivas de la economía mundial*. FMI, Washington.

Fondo Monetario Internacional (2010) *Global Financial Stability Report*, abril 2010. FMI, Washington.

Fondo Monetario Internacional (2010) *World Economic Outlook, Recovery, Risk, and Rebalancing*. WEO, octubre 2010. FMI, Washington.

Guillén, Mauro F. (2009) *The Global Economic & Financial Crisis: A Timeline.*

IBM (2010) *Smarter cities for smarter growth. How cities can optimize their systems for the talent-based economy.*

IEA(International Energy Agency) (2004) *World Energy Outlook 2004*.

Infonomía (2009) *iStructures: La visión de Ferrovial sobre las Infraestructuras Inteligentes*.

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (2010) *Flujos de inversiones exteriores directas 2009.* Dirección General de Comercio e Inversiones.

Ministerio de industria, turismo y comercio (2009) *Informe trimestral comercio exterior*, Cuarto trimestre de 2009. Secretaría de Estado de Comercio. Subdirección General de Análisis, Estrategia y Evaluación.

MIT y ASME Innovative Technologies Institute (2009) *Optimizing infrastructure investments for the 21st century,*

Naciones Unidas (2008) *World Urbanization Prospects – The 2007 Revision.*

OCDE (2008) *Transport Infrastructure Investment: Options for Efficiency.*

OCDE (2007) *Infrastructure to 2030. Vol. 2: Mapping policy for electricity, water and transport.*

OCDE (2006) *Infrastructure to 2030. Vol. 1: Telecom, land transport, water and electricity.*

OCDE (2002) *Impact of Transport Infrastructure Investment on Regional Development.*

Office of Science and Technology (2006) *Intelligent Infrastructure Future. The Scenarios - Towards 2025.*

Organización Mundial de Comercio (2010) *Informe sobre el comercio mundial 2010. El comercio de recursos naturales,* julio 2010.

Organización Mundial de Comercio (2010) *Perspectivas comerciales*, marzo 2010.

Political Economy Research Institute (2009) *How Infrastructure Investments Support the U.S. Economy: Employment, Productivity and Growth.* University of Massachusetts, enero 2009

Seopan (2009) *Retorno fiscal y empleo generado por la inversión en infraestructuras.*

UNCTAD (2010) *Informe sobre las inversiones en el mundo 2010. Panorama general. Invertir en una economía de bajo carbono.* Naciones Unidas, julio 2010.

UNCTAD (2010) *Global Investment Trends Monitor*, abril 2010.

UNCTAD (2009) *Investment Policy Developments in G-20 Countries*, julio 2009.

UNCTAD (2009) *World Investment Prospects Survey 2009-2011*, julio 2009.

World Economic Forum (2010) *Enabling Trade Index Report 2010,* mayo 2010.

8. Publicaciones recientes del Círculo de Empresarios

Documentos Círculo de Empresarios, *Presupuestos Generales del Estado 2011: España en la encrucijada*, octubre / noviembre 2010.

Libro Marrón 2010, *Implicaciones de la economía sumergida en España*, septiembre 2010.

Documentos Círculo de Empresarios, *Una industria competitiva, clave para recuperar el crecimiento*, julio/septiembre 2010.

Documentos Círculo de Empresarios, *Prioridad: más empresarios. El empresario como soporte esencial para la creación de empleo*, febrero/marzo 2010.

Anuario 2009 *Internacionalización de la empresa española*, Wharton School y Círculo de Empresarios, noviembre 2009.

Documentos Círculo de Empresarios, *Presupuestos Generales del Estado 2010: Unas cuentas insostenibles*, septiembre/octubre 2009.

Libro Marrón 2009, *Retos y oportunidades de la transposición de la Directiva de Servicios*, octubre 2009.

XII Premio Círculo de Empresarios, *La Imagen Exterior de España y la Competitividad. Un plan de acción necesario para el futuro de la economía y las empresas españolas*, J. Cerviño Fernández, R. J. Marcos del Blanco, J. Rivera-Camino, y J. Casilimas Quintero, julio 2009.

XII Premio Círculo de Empresarios, *La Imagen Exterior de España y la Competitividad. El posicionamiento estratégico de la marca España*, R. Peralba Fortuny, julio 2009.

Documentos Círculo de Empresarios, *El sistema de pensiones: propuesta para una reforma necesaria*, mayo/junio 2009.

Documentos Círculo de Empresarios, *Nuevas soluciones para crear empleo*, febrero/marzo 2009.

Monografía 16, *La Propiedad Intelectual e Industrial: garantía para la economía del conocimiento*, marzo 2009.

Documentos Círculo de Empresarios, *El espíritu emprendedor: elemento esencial para afrontar la crisis económica española*, diciembre 2008/enero 2009.

Anuario 2008 *Internacionalización de la empresa española*, Wharton School y Círculo de Empresarios, noviembre 2008.

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.