

Análisis comparativo de las crisis bursátiles

¿En qué se diferencia la actual?

David Cano Martínez*

Tras una expansión de casi cinco años, la economía mundial atraviesa una fase de incertidumbre. La más que probable recesión en EEUU, consecuencia de la crisis de liquidez y crediticia derivada del repunte de la morosidad de los créditos subprime en aquel país, amenaza con contagiar al resto del mundo. Los mercados de acciones han vuelto a ser sensibles a las incógnitas para el crecimiento de los beneficios empresariales y han registrado un intenso proceso correctivo que recuerda a los observados en otras crisis económicas. Sin embargo, se pueden detectar diferencias entre la situación actual y cualquiera de las anteriores que deberían dotar de cierta capacidad de resistencia a los índices bursátiles.

Palabras clave: valoración bursátil, beneficios empresariales, países emergentes, déficit por cuenta corriente, fondos soberanos.

Clasificación JEL: E62, H25.

1. Introducción

En julio de 2007 la mayoría de los informes de analistas financieros, instituciones internacionales y bancos de inversión manejaban un escenario positivo en materia de crecimiento para la economía mundial que, si bien se estaba desacelerando respecto a los máximos de 2005, se mantenía por encima del potencial. Los mercados financieros, con unas bolsas en máximos y unas curvas de tipos de interés en niveles medios (aunque con pendiente negativa), avalaban este diagnósti-

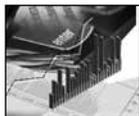
co favorable del ciclo mundial, en el que el principal riesgo para la estabilidad, el déficit por cuenta corriente de EEUU, se estaba corrigiendo gracias a la debilidad del USD y a la capacidad de compra de los países emergentes, los nuevos motores del crecimiento. Además, el encarecimiento de las materias primas, en especial del petróleo, estaba siendo absorbido por los países consumidores sin efectos especialmente destacables ni en crecimiento ni en inflación. Sin embargo este diagnóstico ha tenido que ser modificado de forma radical en apenas seis meses, ante el renovado encarecimiento del petróleo y de las materias primas alimentari-



COLABORACIONES

* Socio de Afi y Director General de Afi-net.

cias pero, sobre todo, por el estallido de la crisis de liquidez en las últimas sesiones de julio que ha castigado con virulencia a los mercados bursátiles cuando se ha constatado que el endurecimiento de la financiación estaría afectando ya al crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB), especialmente en EEUU donde las probabilidades de recesión se han incrementado de forma significativa. Es tiempo ahora de analizar anteriores crisis económicas, de estudiar la reacción de los mercados bursátiles y, a partir de ello, tratar de predecir, si existen los suficientes puntos comunes, el comportamiento futuro de las cotizaciones. En el primer apartado se realiza una breve descripción de las causas de la crisis crediticia y en el segundo se comparan anteriores crisis bursátiles. En el tercero se señala uno de los principales cambios de la estructura económica mundial que puede alterar todas las conclusiones del análisis históricos, mientras que en el cuarto y último se detallan alguno de los aspectos más directamente relacionados con la economía española y su mercado bursátil.



COLABORACIONES

2. El papel de las innovaciones en los ciclos económicos

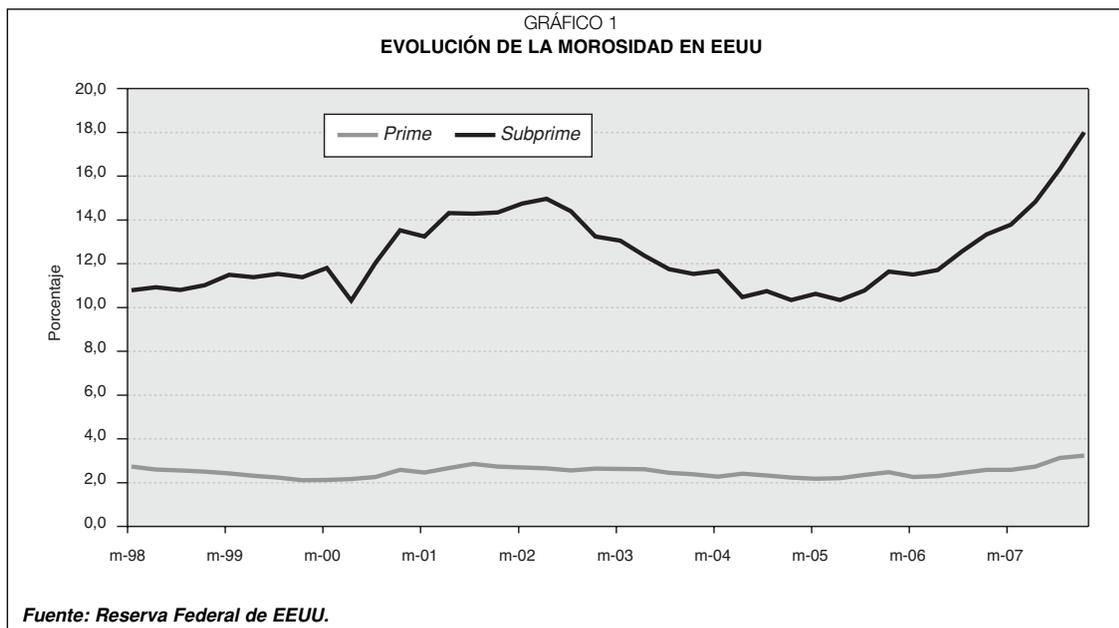
Aunque en las épocas de euforia (también ocurre en los de depresión), se generaliza la idea de que los ciclos económicos han desaparecido, el paso de los meses no hace sino confirmar este error. La historia se repite, con la única diferencia en los factores explicativos de los ciclos y, por tanto, en las causas que motivan los puntos de inflexión, con lo que también pueden ser diferentes las recetas para modificar la posición cíclica.

Una determinada innovación genera expectativas de fuerte crecimiento del PIB y de alta rentabilidad del capital, lo que

atrae flujos, buena parte de los mismos (y cada vez más) financiados por el sistema crediticio, cuyo apalancamiento es procíclico, como recientemente han demostrado Adrian y Song (2008).

En cada uno de los ciclos económicos la naturaleza de la innovación ha sido distinta. En el iniciado en 2003 ha sido financiera, en concreto la transmisión del riesgo de crédito de los préstamos hipotecarios, sumada al desarrollo de productos financieros derivados y estructurados vinculados a este riesgo. Unos tipos de interés en mínimos históricos (recordemos que la Reserva Federal Estadounidense (FED) los situó en marzo de 2003 en el 1 por 100 y el Banco Central Europeo (BCE) en el 2 por 100) y la muy abundante liquidez impulsaron un «nuevo» negocio muy rentable y seguro. Este es otro punto en común con el resto de crisis: se exageran los efectos positivos de la innovación, los agentes minimizan los riesgos y los reguladores y supervisores no son lo suficientemente rápidos para percibirlo. Sin embargo, esto sólo se descubre, y de forma traumática, un tiempo después. Las caídas de los índices bursátiles son las primeras señales de alarma, anticipando una posterior cesión de los beneficios empresariales (en media, 13 meses después).

Sobre la actual crisis financiera se ha escrito ya mucho, pero nos gustaría resaltar que se ha activado como reacción a un repunte de la morosidad *subprime* que, si bien es destacada (del 5 al 15 por 100), es similar a la que se observó también en 2001 (Gráfico 1). En cambio, ahora, el saldo vivo de esta tipología de préstamos es muy superior y, sobre todo, se ha desarrollado toda una gama de productos derivados y estructurados con vinculación a estos préstamos que han amplificado su efecto negativo, más aún si tenemos en cuenta que su adquisición estaba apalancada. En definitiva, estamos siendo vícti-



mas, de nuevo, de los excesos cometidos al amparo de una innovación que se pensaba serviría para estimular el crecimiento, pero de cuyos riesgos asociados no éramos conscientes. No se ha sido capaz de anticipar los efectos negativos (y multiplicadores) de este «típico» repunte de la morosidad, seguramente porque se ha errado en el modelo de valoración (algo similar sucedió al sector de las telecomunicaciones hace ya casi diez años).

En esta situación parece lógico tomar medidas contundentes para tratar de atajar el origen del problema. Si el repunte de los tipos de interés llevó a muchos prestatarios *subprime* a la mora, los intensos recortes podrían frenar el proceso y, con ello, el deterioro de todos los productos financieros vinculados. Desde luego, no se le puede acusar a la Fed de inmovilismo, pero es innegable el elemento de incertidumbre: ¿y si el recorte de tipos llega demasiado tarde?, ¿y si las pérdidas de los principales bancos estadounidenses ya han mermado tanto sus fondos propios que está en riesgo la solvencia? Japón es un ejemplo claro de la capacidad de crecimiento de una economía cuando el sis-

tema crediticio está en dificultades: los estímulos monetarios no sirven porque no se transmiten. Este país también ilustra el error de retrasar en exceso la imposición de estímulos monetarios (Cano, 2003).



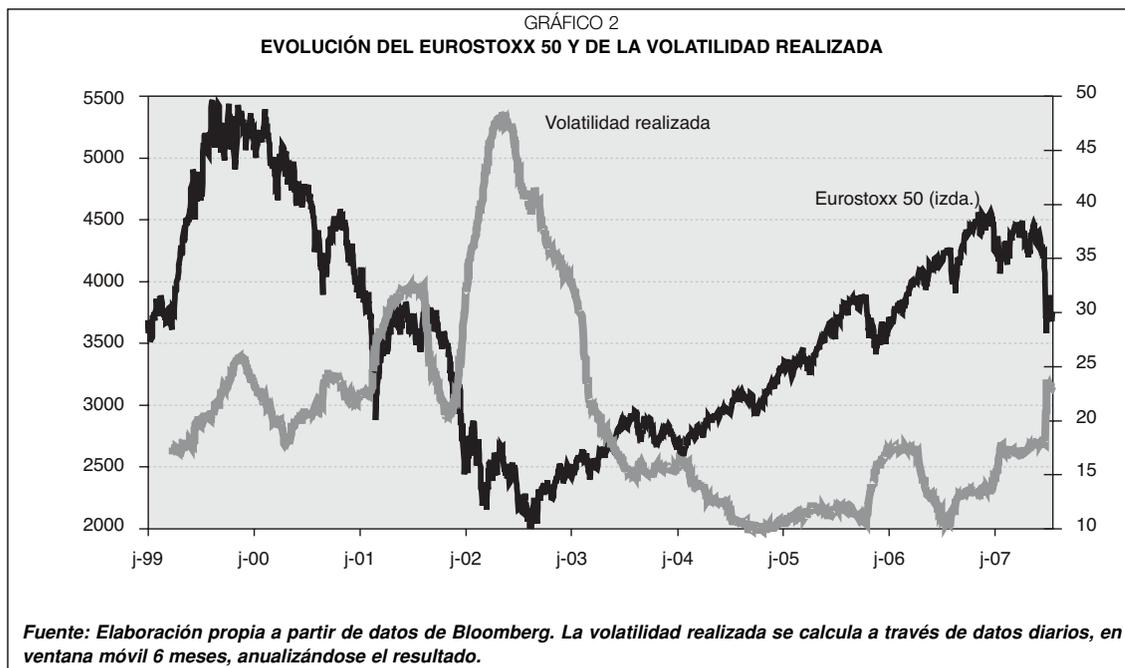
COLABORACIONES

3. Patrón histórico de las pautas correctivas de las bolsas

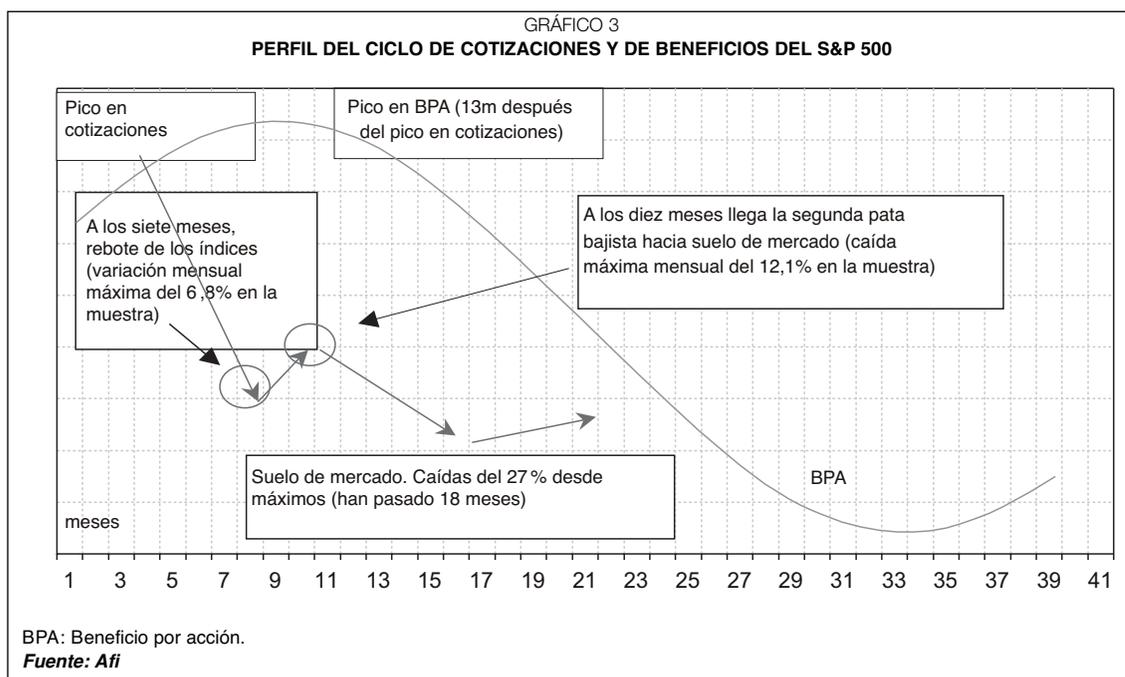
Ante la incertidumbre sobre el crecimiento de la economía mundial a corto y medio plazo, la reacción de las bolsas ha sido contundente: intensa caída con un claro repunte de la volatilidad (Gráfico 2).

Coincidiendo con la intensa caída de los índices bursátiles desde noviembre (aunque ya se habían observado dos procesos correctivos anteriores de cierta consideración en febrero y en agosto) se han generalizado los análisis comparativos de las diversas fases correctivas. Es claro que los resultados no son los mismos en todos ellos, pero sí se observan pautas comunes que se resumen en el Gráfico 3.

El análisis que hemos realizado se centra en el S&P 500, para el que conta-



COLABORACIONES



mos con una serie histórica más larga (siete crisis bursátiles desde mediados de los sesenta). En media, los máximos bursátiles se producen con un PER de 18 veces y 13 meses antes de que comiencen a declinar los beneficios empresariales. Éstos suelen presentar una caída durante 20 meses, cuyo suelo coincide con el de

las cotizaciones bursátiles. De esta forma, el ciclo bajista de beneficios dura 20 meses, pero el de bolsa es de 33, con una caída acumulada del 30 por 100 y del 15 por 100 en el primero, lo que provoca que el PER ceda hasta la zona de 14,5 veces. Es verdad que la corrección del S&P 500 entre marzo de 2000 y octubre de 2002

fue mucho más intensa (50 por 100), pero también porque el nivel de partida del PER era superior a las 30 veces. A continuación se profundiza en esta comparativa, ya que es a la que más se recurre para anticipar la evolución de las bolsas en los próximos meses (1).

4. Diferencias entre la situación actual de las bolsas y la del año 2000

Es obvio que el tipo de análisis comparativo anterior presenta una limitación muy importante al no considerar aspectos como el origen de la crisis, el nivel de valoración de las bolsas, el margen de actuación de la política monetaria y fiscal, etc. Y, al mismo tiempo, que la estructura económica mundial se ha transformado profundamente, por lo que la comparación válida es aquella que se haga con el episodio correctivo más reciente, el que va de marzo de 2000 a marzo de 2003. En cualquier caso, es posible afirmar que ahora existe un factor de riesgo adicional no tan presente en las anteriores crisis, salvo la Gran Depresión de los años treinta: el sistema crediticio es el origen del problema y el que acumula los mayores síntomas de vulnerabilidad. Existe consenso al afirmar que las implicaciones sobre el crecimiento de una crisis de crédito y liquidez son superiores a las derivadas de un sobreendeudamiento del sector TMT (tecnología, media y telecomunicaciones), como fue el caso del año 2000, o las crisis cambiarias y los episodios de *default* en el sudeste asiático, Rusia y Brasil en 1997 y 1998. En el próximo apartado se aborda el diferente papel

que pueden desempeñar en la actual crisis las economías emergentes. Por el momento, profundizamos en el análisis de los niveles de valoración de los mercados bursátiles.

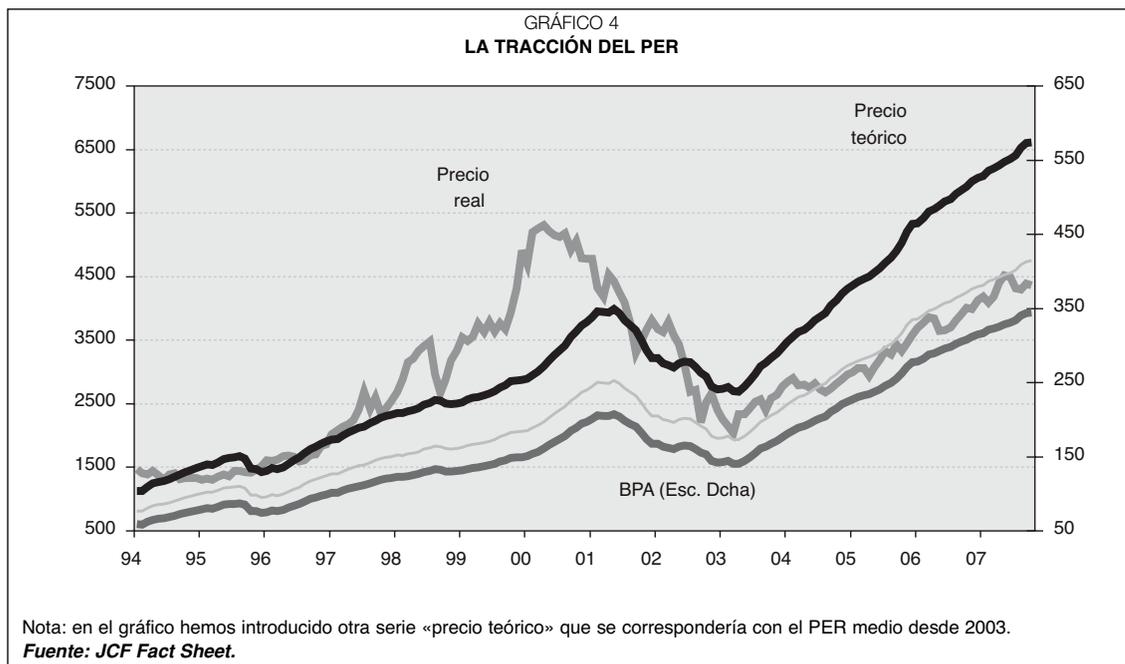
Como es sabido, el PER es un ratio que relaciona el precio de un título y el beneficio por acción (BPA) que en un año obtiene la compañía. A mayor (menor) PER, «más cara» («más barata») cotizará la compañía, lo que implica una mayor (menor) previsión de crecimiento futuro del BPA por parte de quien compra a ese precio. El PER, por lo tanto, está determinado en función de un componente actual (BPA actual) y uno futuro (expectativas de crecimiento del BPA), mucho más determinante en la variabilidad del precio de la acción (Cano, 2006). Como se observa en el Gráfico 4, la revalorización del Eurostoxx en la segunda mitad de la década de los noventa estuvo respaldada por un incremento del BPA, pero no en su totalidad, como pone de manifiesto que el Eurostoxx («real») se situara por encima del teórico, calculado como aquel que mantuviera su PER constante e igual a la media histórica. La exhuberancia irracional (Shiller, 2006) (2) queda patente desde 1996, mientras que su corrección es clara durante la intensa caída de las bolsas en verano de 1998, pero más intensa y prolongadamente entre 1999 y 2000. En los máximos bursátiles, los principales mercados presentaban un PER superior a las 30 veces (Gráfico 5 para el S&P 500), un nivel que tuvieron que corregir en los tres años siguientes para reflejar la caída del BPA y para corregir la sobrevaloración vigente. Desde entonces, la subida de las bolsas no ha hecho sino que reflejar el aumento del BPA, lo que implica que no hayamos



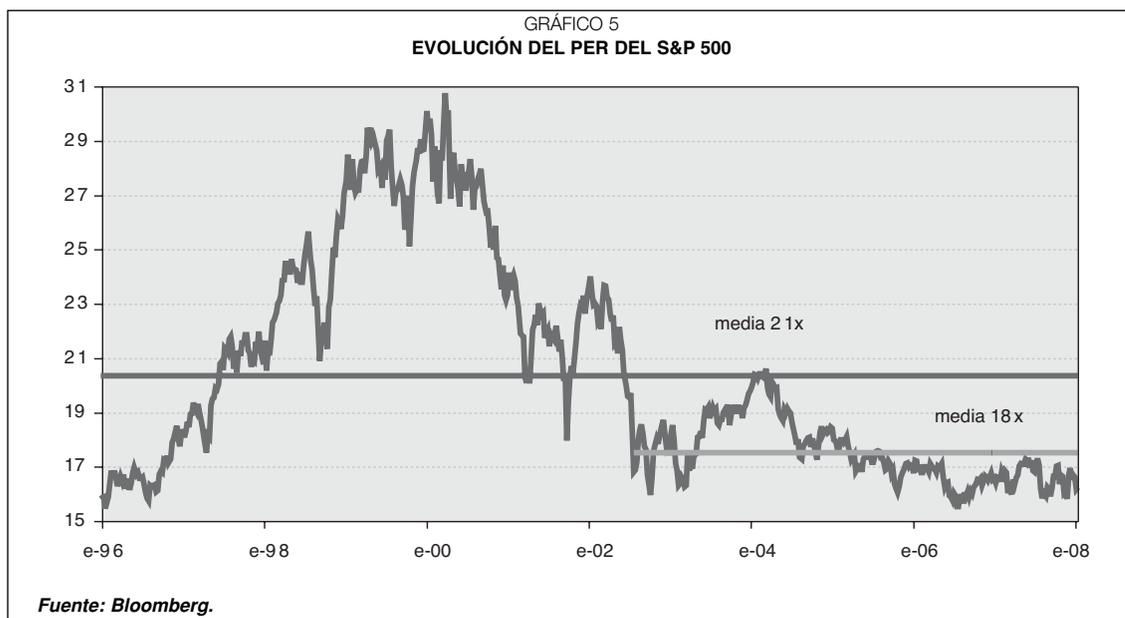
COLABORACIONES

(1) Entendemos que es la más utilizada para la comparación porque es la más reciente, no porque la fase desaceleradora de la economía mundial tenga puntos en común, ni tampoco los parámetros de valoración de las bolsas.

(2) Aunque esta denominación se la atribuye al ex presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, éste reconoce que fue de Shiller de quien la tomó.



COLABORACIONES



asistido a una expansión de múltiplos, a pesar de la revalorización superior al 100 por 100 de los índices. En definitiva, en el momento actual no se puede decir que las bolsas estén sobrevaloradas, por lo que no tienen que corregir los típicos excesos con los que se llega en los máximos del ciclo económico. Una potencial (y cada vez más probable) caída de los BPA podría lastrar a la baja las cotizaciones, pero no

de forma excesiva. Así pues, las perspectivas de revalorización bursátil podrían no ser elevadas y, desde luego, estar sujetas a alta volatilidad, pero los niveles actuales deberían de ejercer, al menos, de suelo.

Finalizamos este apartado aceptando una crítica que se realiza a la valoración del mercado a través de múltiplos como el PER: que no tiene en cuenta el nivel de endeudamiento, un aspecto muy relevan-

TABLA 1
 MAYORES Y MENORES RATIOS DEUDA / EBITA DEL EUROSTOXX

Compañía		Compañía		Compañía		Compañía	
Sacyr Vallehermoso.....	16,0	Wereldhave	4,5	Iberia.....	-4,0	Daimler AG	-0,1
Cintra	12,2	EDP	4,4	Pirelli Co	-1,9	Rautaruukki Oyj	-0,1
Ivg Immobilien AG	11,3	Danone	4,4	Philips	-1,6	Telecinco	-0,1
Metrovacesa	11,1	Iberdrola SA	4,0	BME	-1,5	Volkswagen AG	-0,1
Grupo Acciona	10,9	SNAM Rete Gas SpA.....	4,0	Salzgitter AG	-1,4	Vallourec SA	-0,1
Grupo Ferrovial	9,7	Pages Jaunes.....	4,0	Tom Tom	-1,3	Deutsche Boerse	-0,1
Fonciere des Regions	9,5	REE	3,9	Business Objects.....	-1,3	Peugeot	-0,1
GECINA SA	9,4	Wendel	3,8	Puma AG	-1,2	Mobistar	-0,1
Corio Nv	8,4	FCC	3,8	Dassault Systemes.....	-1,2	Lufthansa	-0,1
Klepiere	8,2	UCB SA	3,7	Nokia Oyj	-1,2	Rwe	0,0
Unibail Rodamco	7,5	Pernod Ricard SA.....	3,7	Cap Gemini SA.....	-1,1	GEA Group	0,0
Brisa	6,0	Qiagen	3,6	Hermes International	-1,1	ThyssenKrupp	0,0
ProSiebenSat.1	5,7	Vinci SA	3,6	Sap AG	-1,0	United Internet.....	0,0
Eiffage SA.....	5,7	Bourbon SA	3,5	Asmi Holding	-0,7	Bmw	0,1
Enel Spa.....	5,6	Veolia Environnement	3,5	Stmicroelectronics	-0,7	Fiat Spa	0,1
Abertis	5,4	Lottomatica SpA	3,5	Infineon Technologies.....	-0,6	Porsche	0,1
Public Power	5,0	Enagas	3,3	Inditex	-0,5	Wacker Chemie	0,2
Seat Pagine Gialle SpA...	4,8	Sogecable SA.....	3,2	Alstom SA.....	-0,4	Continental	0,2
ACS	4,8	SES SA	3,2	Ryanair Holdings	-0,3	Umicore SA	0,2
Atlantia SpA.....	4,5	Tui AG.....	3,1	Solarworld AG.....	-0,3	Wartsila Corp Beff	0,2

Fuente: JCF Fact Sheet.

te en un contexto como el actual de restricción y endurecimiento del crédito. Así, sólo aquellas empresas poco endeudadas serán consideradas de defensivas, frente a criterios más tradicionales como la beta o el sector de actividad. En la Tabla 1 se recogen algunas de las compañías con mayor y menor endeudamiento del Eurostoxx (3), constatándose que entre las primeras abundan las constructoras, inmobiliarias y eléctricas y, entre las segundas, empresas del sector «tecnología» (en claro contraste con la situación del año 2000).

5. El papel de las economías emergentes en esta crisis

En el apartado 1 hacíamos alusión a la necesaria inyección de capital en el sistema financiero estadounidense en caso de que éste, como consecuencia de las pérdidas derivadas del *subprime*, pudiera ex-

(3) En la sección de valores, el autor presenta cierto *home bias*.

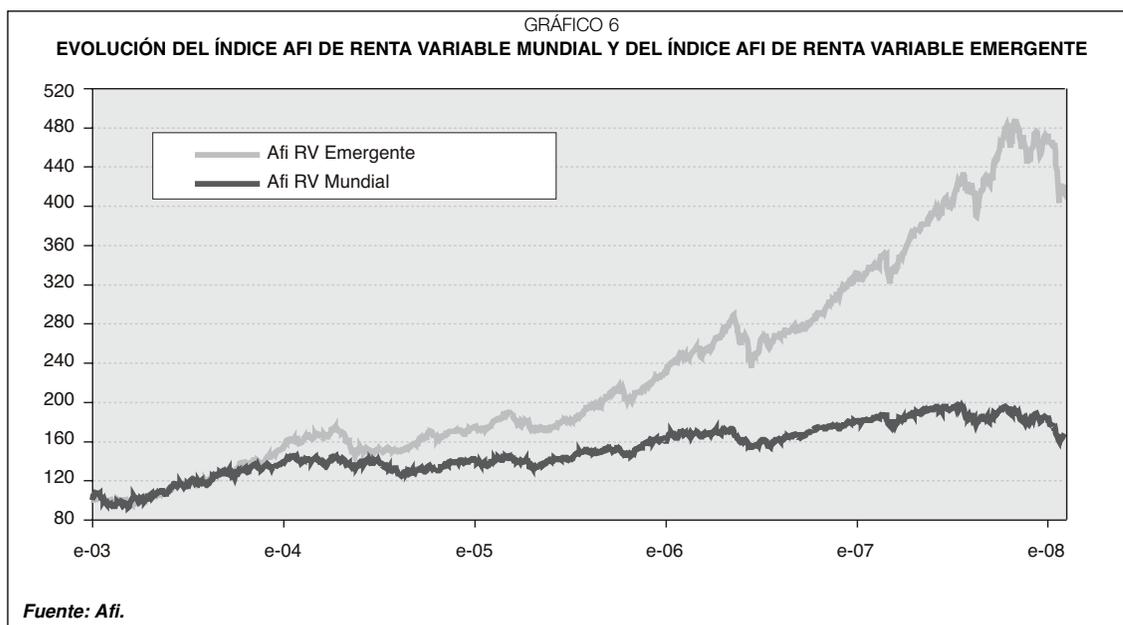
perimentar problemas de solvencia. El carácter generalizado de la exposición a los «efectos secundarios» de esta tipología de préstamos hipotecarios provoca que no existan candidatos, al menos dentro de EEUU, lo suficientemente «sanos» para hacer frente a una posible reflatación. Al mismo tiempo, el consecuente endurecimiento de las condiciones de financiación para el conjunto de los agentes, en especial el destinado al consumo, tendrá efectos negativos sobre el crecimiento del PIB del país que representa el 30 por 100 del total mundial. Para encontrar una posible solución a estos dos factores de riesgo se debe recurrir a los denominados países emergentes.

5.1. Como compensadoras del menor crecimiento estadounidense

Ya desde 2005, cuando el déficit por cuenta corriente de EEUU había alcanzado el 6,5 por 100 del PIB, se debatía sobre qué país o área geográfica podrían tomarle el relevo como impulsor del crecimiento



COLABORACIONES



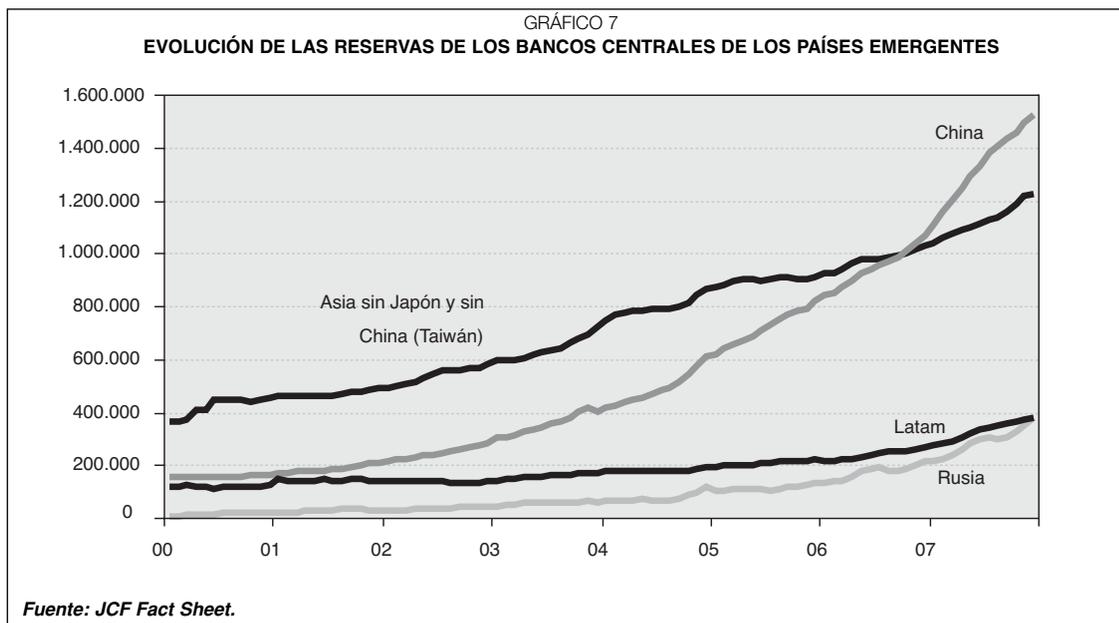
COLABORACIONES

ante la inevitable ralentización de una economía excesivamente endeudada con el exterior (Cano y Soler, 2006). La denominada tesis del *decoupling* exigía, y todavía lo hace, contar con una alternativa que fuese lo suficientemente grande, y que contara con fortaleza financiera y potencial de crecimiento. Estos tres requisitos los cumplen China, de forma individual, y el bloque emergente en su conjunto (Cano, 2005). Y la primera prueba de la tesis está resultando satisfactoria, si bien su validez es debatible por cuanto la desaceleración de EEUU se había producido, hasta ahora, por un componente poco globalizado como es la construcción residencial. Hasta que se hayan podido comprobar los efectos sobre el comercio mundial de una posible contracción del consumo privado estadounidense no estaremos en situación de afirmar que el otro 30 por 100 del PIB mundial, pero el responsable del 50 por 100 de su crecimiento en los últimos tres años (Cano, 2007), es un relevo válido. Lo que parece claro es que el otro 30 por 100 (Área Euro, Reino Unido, Japón, Suiza, Canadá y Australia) no ofrece garantías de crecimiento autónomo.

5.2. Como inversores financieros

La fuerte expansión económica de los países emergentes desde 2003 se ha caracterizado por basarse en la inversión empresarial. Ésta, financiada por la entrada de inversión extranjera directa (IED), ha permitido un intenso incremento de la producción de manufacturas, pero también de servicios, que han servido para satisfacer el aumento de la demanda externa de consumo procedente de los países desarrollados. Unas monedas infravaloradas (sobre todo en Asia, y en especial China (4); no tanto en Latinoamérica y Europa del Este) han intensificado esta sustitución de producción nacional en los países desarrollados por importaciones desde los emergentes (con la excepción de Alemania, no sólo por la atonía de su consumo, sino también por el dinamismo de sus exportaciones). La consecuencia más clara del aumento de las ventas al exterior ha sido la mejora del

(4) La ruptura del *currency board* con el USD en julio de 2005 ha permitido una corrección de la infravaloración del yuan que, no obstante, persiste.



saldo superavitario de las balanzas comerciales (5) que, junto con las intervenciones de sus bancos centrales para evitar la apreciación de las monedas y la consecución de superávits fiscales (o, al menos, la fuerte reducción de los déficits), han provocado una ingente acumulación de reservas en moneda extranjera. Se estima que los países emergentes acumulan 4 billones de USD, una cifra que supera cualquier indicador de solvencia a corto plazo. Gracias a ello se ha podido destinar parte de estas reservas a los denominados «fondos soberanos» (*sovereign wealth funds*), que han irrumpido en la escena bursátil tras los últimos episodios correctivos. Los problemas de solvencia por los que atraviesan algunos de los principales bancos de inversión, así como compañías de otros sectores, y no sólo en EEUU, han encontrado ofertas de inyección de capital por parte de estos fondos de inversión o de pensiones de los países emergentes. No es intención de este artí-

(5) El encarecimiento de las materias primas también ha aumentado el saldo comercial favorable en los países emergentes.

culo entrar en profundidad en esta figura, pero sí poner de manifiesto el papel que pueden desempeñar en los próximos meses como financiadores (o recapitalizadores) del tejido empresarial de los países desarrollados.

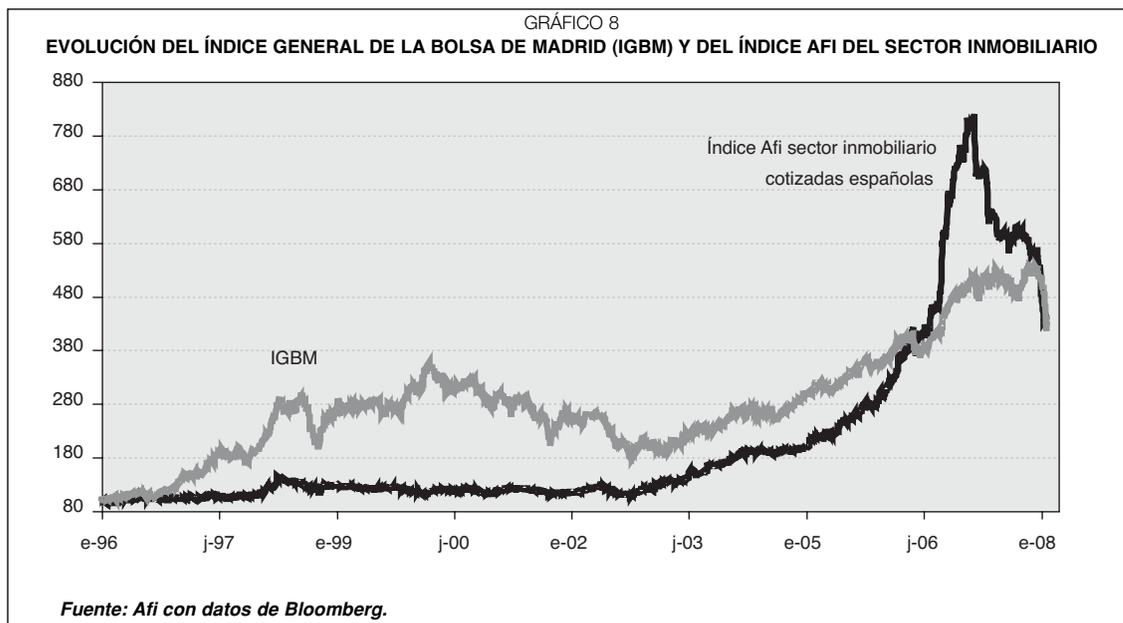
En definitiva, en este apartado se ha pretendido exponer que los países emergentes son firmes candidatos para suceder a EEUU como motor del crecimiento económico mundial. Lo son por tamaño, fortaleza y potencial de crecimiento y pueden estar jugando ya el papel de consumidores e inversores mundiales después de haber ejercido el de exportadores y ahorradores durante los últimos cinco años.

6. ¿Cómo afronta España la desaceleración de la economía mundial? Implicaciones para el mercado bursátil español

En una crisis financiera y de liquidez como la actual, el déficit por cuenta corriente se revela como uno de los principales síntomas de vulnerabilidad (en lógico contraste con la fortaleza que supone



COLABORACIONES



COLABORACIONES

contar con excedente frente al exterior, como se ha puesto de manifiesto en el punto anterior). En este sentido, España, con 100.000 millones de EUR anuales, es el segundo país con mayor necesidad de capitales desde el exterior. La magnitud de este déficit tiene como principal protagonista al sistema crediticio, que apeló al mercado de capitales para financiar el proceso de inversión, tanto empresarial como inmobiliaria, experimentado por España desde 1998. El principal inconveniente de esta financiación es que una parte debe ser renovada a corto plazo, mientras que las inversiones que han financiado tienen un vencimiento a largo plazo. Esta tensión de liquidez, junto con las dudas sobre la morosidad en el sector de promoción inmobiliario español, han intensificado el debate sobre el ritmo al que se modera el crecimiento del PIB, y se ha generalizado la opinión, sobre todo entre los inversores extranjeros, de que la recesión es un escenario probable. En consecuencia, el IBEX 35 ha experimentado un proceso correctivo que, en cualquier caso, no ha sido mucho más intenso que el del Eurostoxx 50, tal vez

sesgado por la particular composición de nuestro selectivo, en el que ponderan de manera notable dos valores con un comportamiento relativo más favorable: Telefónica y el Banco Santander.

Los ratios de valoración de nuestro mercado no difieren significativamente de los que presentan nuestros homólogos europeos y la «burbuja de valoración» del sector inmobiliario ya ha sido corregida como muestra el Gráfico 8. Además, el grueso de las compañías del IBEX 35 presenta una diversificación geográfica que reduce la sensibilidad de su cuenta de resultados al ciclo español, una especie de cobertura natural inexistente en la crisis de los años 1992 y 1993. En definitiva, las perspectivas para el mercado español en su conjunto no son diferentes de las que se puedan manejar para el europeo, de tal forma que el sesgo nacional ya no tiene tanto sentido ni tampoco apostar por un peor comportamiento relativo del IBEX 35 frente al Eurostoxx 50. Es el análisis por compañías el que debe primar y, como hemos señalado en el apartado 2, el ratio de endeudamiento puede ser una variable clave, no sólo porque reduce la vulnerabi-

lidad a una crisis financiera, sino también porque pueden ser objeto de compras por parte del capital riesgo. Éste sería otro tema interesante de abordar: ¿cómo evolucionará el capital riesgo en un entorno como el actual?.

7. Conclusiones

La economía mundial ha entrado en una fase de desaceleración derivada del estallido de una crisis financiera y de liquidez en EEUU pero con claras implicaciones globales. Si atendemos a los procesos históricos, podríamos estar a las puertas de un mercado bajista de unos dos o tres años de duración. Sin embargo, encontramos diferencias significativas, tanto en términos de valoración (hoy, las bolsas no están caras) como de estructura de la economía mundial: los países emergentes podrían estar preparados para tomar el relevo a EEUU como motores del crecimiento e inversores. Por último, la economía española no puede ser ajena a la desaceleración de la economía mundial y, además, presenta una mayor vulnerabilidad por el abultado déficit por cuenta corriente y su forma de financiación. Ahora bien, también presenta aspectos positivos como es la mayor diversificación geográfica de las fuentes de ingresos de las compañías españolas, lo que reduce el sesgo nacional del IBEX 35, un mercado cuyo comportamiento debería ser similar al del Eurostoxx 50, sobre todo ahora que la sobrevaloración del sector inmobiliario se ha corregido ya.

Bibliografía

- [1] ADRIAN, T y SONG SHIN, H. (2008): «Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles». *Current Issues in Economics and Finance*, vol 14, nº 1, enero/febrero de 2008.
- [2] CANO MARTÍNEZ, D. (2003): «Experiencias y herramientas para anticipar la deflación. ¿Qué puede hacer un banco central?». *Ekonomiaz*, nº 52. 2003.
- [3] CANO MARTÍNEZ, D. y SUÁREZ MONTES, D. (2006): «Análisis y valoración de un índice de renta variable BRIC». David Cano Martínez y Daniel Suárez Montes. *Bolsa de Madrid*, nº 152. Bolsas y Mercados Financieros.
- [4] CANO MARTÍNEZ, D. (2005): «Análisis del actual «mapa económico mundial» y posibles proyecciones a largo plazo». *Análisis Financiero Internacional*, nº 122.
- [5] CANO MARTÍNEZ, D. (2006): «Los fundamentos, las expectativas y el comportamiento de los mercados financieros». *Análisis Financiero Internacional*, nº 125.
- [6] CANO MARTÍNEZ, D. y SOLER FARRÉS, M. (2006): «Las claves, y los riesgos, del actual modelo de crecimiento económico mundial. Una especial consideración a los déficits por cuenta corriente». *Cuadernos de Información Económica*, nº 192.
- [7] CANO MARTÍNEZ, D. (2007): «Análisis de la importancia relativa de los países emergentes: ¿estamos ante un cambio estructural de la economía mundial?». *Análisis Financiero Internacional*, nº 130. Madrid.
- [8] SHILLER, R. (2005): «Irrational Exuberance». Double Day. EEUU.



COLABORACIONES

EL SECTOR EXTERIOR

- *Capítulo 1*
ANÁLISIS MACROECONÓMICO DEL SECTOR EXTERIOR ESPAÑOL

- *Capítulo 2*
EL COMERCIO MUNDIAL DE MERCANCIAS Y SERVICIOS

- *Capítulo 3*
EL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

- *Capítulo 4*
EL COMERCIO DE SERVICIOS EN ESPAÑA

- *Capítulo 5*
INVERSIONES EXTRANJERAS

- *Capítulo 6*
LA POLÍTICA COMERCIAL ESPAÑOLA

- **APÉNDICE ESTADÍSTICO**

- Evolución histórica
- Comercio exterior por sectores
- Comercio exterior por secciones arancelarias
- Comercio exterior por capítulos arancelarios
- Comercio exterior por áreas geográficas
- Comercio exterior por países
- Comercio exterior por Comunidades Autónomas
- Turismo
- Inversiones extranjeras
- Balanza de pagos
- Comercio internacional
- Competitividad

- **ÍNDICE DE RECUADROS**

- Metodología de elaboración de los ITCs
- El comercio exterior español con los nuevos Estados miembros de la Unión Europea: Bulgaria y Rumanía.
- Nota sobre metodología



Información:
Ministerio de Industria, Turismo y Comercio
Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo.
28071 Madrid
Teléf. 91 349 36 47