

3^a edición AMPLIADA

Euforia y Pánico

Aprendiendo de las burbujas

Medidas concretas para afrontar puntos débiles
y aprovechar las oportunidades de la crisis



¡Ponte
las Pilas!

Oriol Amat

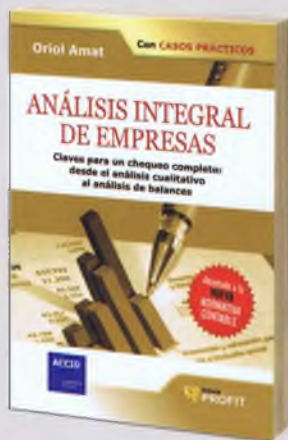


PROFIT
editorial



Oriol Amat es catedrático de economía financiera y contabilidad de la Universidad Pompeu Fabra. Es economista y vicepresidente de ACCID. Ha sido profesor visitante de universidades y escuelas de negocios europeas, americanas y asiáticas. Es miembro del consejo de administración de varias empresas. Ha escrito diversos libros de contabilidad y finanzas que han sido traducidos a varios idiomas.

Del mismo autor:



Visite nuestra WEB:

www.profiteditorial.com



Euforia y Pánico

Si desea recibir información gratuita
sobre nuestras publicaciones envíe sus datos a:



PROFIT
editorial

Travessera de Gràcia 18-20, 6.º 2.ª

08021 – Barcelona

Tel. 93 410 97 93

Fax 93 410 28 44

e-mail: info@profiteditorial.com

Visite nuestra WEB:

www.profiteditorial.com



Oriol Amat

Euforia y Pánico

Aprendiendo de las burbujas

Medidas concretas para afrontar puntos débiles

y aprovechar las oportunidades de la crisis



Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra sólo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

© Oriol Amat i Salas, 2009

© Profit Editorial, 2009 (www.profiteditorial.com)

Bresca Editorial, S.L., Barcelona, 2009

ISBN: 978-84-96998-02-5

Depósito legal: B-14.563-2009

Diseño cubierta: XicArt

Maquetación: Parangona

Impreso por: Liberdúplex

Impreso en España – *Printed in Spain*

Índice

Presentación	9
1. Burbujas, cracks y el comportamiento irracional de los inversores	15
1.1. Introducción	15
1.2. De la burbuja de los tulipanes a la de internet	17
1.2.1. La tulipmanía	19
1.2.2. El escándalo de la South Sea Company	21
1.2.3. El crack de 1929	22
1.2.4. La crisis del petróleo de 1973	25
1.2.5. La larga y profunda crisis de Japón	26
1.2.6. Las puntocom	28
1.3. Perfil psicológico de los inversores (envidia, ambición de riqueza, soberbia, histeria, pánico, ceguera...)	30
1.4. Conclusiones.....	34
2. ¿Qué está pasando?	37
2.1. Introducción	37
2.2. El crack de 2001: burbuja puntocom, escándalo Enron y atentados del 11 de septiembre.....	39
2.3. El negocio bancario y el análisis del riesgo de crédito	43

2.4. Las hipotecas <i>subprime</i> en Estados Unidos y en España.....	49
2.5. Las agencias de <i>rating</i>	54
2.6. Burbuja inmobiliaria.....	59
2.6.1. A primeros de 2007 empiezan las dudas en el mercado inmobiliario.....	60
2.6.2. A principios de 2008 se confirma el pinchazo de la burbuja inmobiliaria.....	61
2.6.3. A finales de 2008 la vivienda sigue bajando.....	63
2.7. Modelos de negocio de las inmobiliarias: de Astroc a Martinsa Fadesa.....	63
2.8. Crisis financiera.....	66
2.8.1. Efectos de las <i>subprime</i> y de los derivados financieros ..	69
2.8.2. El papel de la banca en la crisis.....	70
2.9. Crisis económica.....	72
2.10. Conclusiones.....	73
3. ¿Qué pasará?	77
3.1. Introducción	77
3.2. La reestructuración del sector inmobiliario y de la construcción	80
3.2.1. Habitat.....	88
3.2.2. Marina d'Or	90
3.2.3. Comsa	91
3.3. La recuperación del sistema financiero	92
3.4. Recuperación de las bolsas	96
3.5. Recuperación general de la economía	100
3.5.1. Diferencias entre el crack de 1929 y la crisis de 2008-2009.....	101
3.5.2. Diferencias entre el crack de Japón en 1990 y la crisis de 2008-2009.....	102
3.6. Conclusiones.....	103
4. Sobrevivir a una crisis y aprovechar las oportunidades	107
4.1. Introducción	107
4.2. Ahorro, consumo y vivienda	108
4.2.1. Ahorro, consumo e inversión	108
4.2.2. Vivienda.....	110

4.3. Inversiones financieras	112
4.3.1. Invertir sólo una parte de los recursos disponibles	115
4.3.2. Entrar en bolsa cuando está barata	115
4.3.3. Diversificar con un determinado número de sectores	117
4.3.4. Diversificar con un determinado número de empresas	117
4.3.5. Invertir con una óptica de largo plazo.....	122
4.4. Estrategias empresariales en épocas de crisis	123
4.4.1. Diagnóstico de la empresa	124
4.4.2. Habilidades directivas imprescindibles en épocas de recesión.	129
4.4.3. Medidas para solucionar debilidades y aprovechar las oportunidades de una recesión	130
4.4.3.1. Asegurar la liquidez	131
4.4.3.2. Aprovechar precios bajos	132
4.4.3.3. Ganar eficiencia	133
4.4.3.4. Generar ingresos	148
4.4.3.5. Reformas estructurales	151
4.5. Conclusiones.....	152
Anexo. El engaño de los inversores con maquillajes contables	157
Bibliografía	181
Relación de términos utilizados en el libro	183

Presentación

*La forma más segura de doblar tu dinero
es plegarlo y ponértelo en el bolsillo.*

Frank McKinney

Desde finales de 2007, tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, la crisis del sistema bancario, el hundimiento de las bolsas y la recesión económica, se están viviendo momentos de gran intranquilidad. Muchas personas están sufriendo, algunos bancos están en una situación crítica, hay empresas que reducen la plantilla o incluso cierran las puertas, el desempleo está aumentando...

El desánimo y la desesperación son la nota predominante. Existe el convencimiento generalizado de que el sistema económico se va a hundir y de que vienen muchos años, quizá décadas, de miseria.

Este estado de las cosas tiene muchas similitudes con los más de cincuenta cracks que la economía ha vivido en los últimos cuatro siglos, y parece que la historia no sirve para mucho y que no podemos aprender de ella. La actuación de la mayoría de las personas es la opuesta de lo que la razón debería sugerir. La misma ceguera que había a principios de 2006, cuando el mercado inmobiliario seguía subiendo, los precios estaban desorbitados y los bancos olvidaban la prudencia que siempre les ha caracterizado... es la ceguera que hay ahora, cuando la mayoría de las personas no ven lo que está pasando.

El objetivo de este libro es apuntar algunas reflexiones sobre el momento actual, aprovechando los paralelismos de crisis anteriores, y así diagnosticar lo que está ocurriendo.

Además de los problemas relacionados con la irracionalidad de muchos inversores, hay otro problema presente en la mayoría de los cracks: la manipulación de la información y el engaño realizado conscientemente por algunas empresas y otros agentes que intervienen en los mercados. Este libro también pretende incidir en este aspecto.

Posteriormente se formulan predicciones y propuestas de actuación para aprovechar las oportunidades que se están presentando.

Más de una vez hemos oído que si se reúne a cuatro economistas tendremos como mínimo cinco opiniones sobre lo que va a ocurrir en el futuro. Una explicación de esta situación es que la economía depende de lo que hacemos entre todos, desde la empresa más importante hasta el consumidor más pobre. El comportamiento de cualquier persona depende de sucesos que son impredecibles. Por tanto, la suma de los comportamientos de todas las personas resulta difícil de prever.

Muy poco antes de la crisis bursátil de 1929 y de la Gran Depresión económica en Estados Unidos, los más reconocidos expertos preveían que la economía y la bolsa seguirían subiendo sin parar. Al prestigioso profesor Peter Drucker, gran gurú de los negocios, lo promocionaron a catedrático por un artículo escrito en 1929 en el que preveía que la bolsa seguiría subiendo mucho más. Desde entonces, y como consecuencia del fracaso estrepitoso de sus conjeturas, el profesor Drucker no hizo ninguna previsión económica más durante el resto de su larga vida.

En 1994 dos premios Nobel de Economía, los profesores Robert Merton y Myron Scholes, crearon una empresa que invertía en bolsa (Long Term Capital Investment), en la que, gracias a la utilización de nuevas formas de inversión, prometían altas rentabilidades a los inversores. En 1998 la empresa quebró debido a las multimillonarias pérdidas producidas en bolsa, provocando la ruina de miles de ahorradores.

Con estos antecedentes parece muy arriesgado atreverse a formular predicciones... Les aseguro que coincidí con Galbraith en relación con la frase incluida en la portada del libro. Por tanto, animo al lector a considerar lo que se expone en este libro como un conjunto de constataciones que se desprenden de la historia económica y como una serie de propuestas hechas con humildad y aceptando que el futuro tiene unas

grandes dosis de impredecibilidad. Por otro lado, si el lector no está de acuerdo con alguna de las propuestas y predicciones estaré encantado de intercambiar impresiones sobre ello, y así podré seguir aprendiendo sobre una materia tan apasionante.

Varios amigos y colegas me han ayudado con sus sugerencias y opiniones en relación con el manuscrito. Por ello, querría dejar constancia de mi agradecimiento a Pilar Lloret, Pau Vázquez, Cristina Marsal, Oscar Elvira, Santiago Aguilà, Alexandre Amat, Xavier Puig y Cris Urizar. También agradezco a Eva Vallbona su paciencia y buen hacer en el proceso editorial.

2 de noviembre de 2008

COMENTARIOS A LA TERCERA EDICIÓN

Desde que se publicó la primera edición del libro, en octubre de 2008, se han producido diversos cambios. Algunos son de signo positivo y otros son de signo negativo. En líneas generales coinciden con las previsiones realizadas.

En el lado positivo cabe destacar que los tipos de interés se han reducido de forma significativa, la vivienda ha bajado alrededor de un diez por ciento en el último año, el petróleo y otros bienes están bajando de precio, lo que hace que la inflación se haya reducido considerablemente. La bolsa ha experimentado subidas y bajadas, pero en conjunto ya ha bajado más de un cincuenta por ciento desde los máximos de 2007, por lo que muchas de las acciones cotizadas están a precios realmente bajos. Además, los depósitos bancarios han aumentado mucho como consecuencia de la reducción del consumo. Por otro lado, los gobiernos han intervenido en el sistema financiero y, de momento, están evitando que se produzcan quiebras de bancos. Todo ello puede contribuir a que el consumo y la inversión se reanimen antes, pero para ello es imprescindible que se recupere la confianza.

Pero también hay elementos negativos. El peor es que la mayoría de la población sigue con la confianza bajo mínimos. Es verdad que en febrero de 2009 no hay la desconfianza hacia la banca que había en octubre de

2008, cuando muchas personas retiraron fondos de algunas entidades y más de uno se los puso debajo de una baldosa. Sin embargo, está aumentando el resentimiento hacia la banca por la sensación de que no hace llegar a la economía real de familias y empresas el dinero que recibe del Estado. Parece que la banca presta dinero pero sólo para proyectos muy interesantes y que cuenten con garantías suficientes. Está claro que la banca está aplicando criterios de extrema prudencia muy distintos a los utilizados en 2006 y 2007. Por otro lado, la actividad económica y el paro siguen evolucionando de forma muy negativa y España está poniendo de manifiesto que es más vulnerable que otros países de nuestro entorno europeo. Si bien es verdad que los gobiernos han actuado con rapidez para evitar un colapso del sistema financiero, se echa en falta una aceleración de las reformas estructurales que hagan que la economía gane competitividad. Esto afecta a la necesidad de reformar leyes que afectan a la mejora de la eficiencia del sector público, la lucha contra la corrupción, la morosidad, las insolvencias de las empresas, el mercado laboral para incentivar la creación de empleo, la reducción de impuestos para reactivar la actividad económica... La nota positiva es que algunos ayuntamientos han puesto en marcha medidas para acelerar el pago de los bienes y servicios que compran, que pueden contribuir a mejorar la situación de muchas empresas. Otro elemento imprescindible para recuperar el consumo y la inversión es que la vivienda acabe de bajar hasta el treinta por ciento, y esto se está retrasando. En países como Estados Unidos ya se ha hecho casi toda la corrección en el sector inmobiliario, lo cual contribuirá a que el período de crisis sea más corto. En países como España nadie quiere asumir las pérdidas inmobiliarias, ni las empresas del sector, ni los bancos ni los compradores, pero alguien lo tiene que asumir, y lo lógico sería que fuesen las inmobiliarias y los bancos. En conjunto, la evolución que estamos experimentando está en línea con lo esperado... pero lo que hemos de conseguir entre todos es ponernos las pilas para que no se cumplan las predicciones de los más pesimistas, que dicen que tenemos crisis para más de una década. Ponerse las pilas significa tomar medidas para corregir debilidades. Por ello, en esta segunda edición se ha ampliado considerablemente el capítulo cuarto, dedicado a cómo se puede salir bien parado y cuanto antes de esta crisis y al mismo tiempo aprovechar las oportunidades que se presentan. Otra parte que se ha ampliado es la comparación entre la crisis actual y la de 1929 y la japonesa. Estas com-

paraciones intentan poner de manifiesto que la crisis de 2008-2009 es muy distinta a las demás crisis y no debería ser ni tan profunda ni tan larga. De todas formas, si todo el mundo se propone que la crisis actual sea la peor de todas, igual se consigue... Espero que entre todos consigamos lo contrario y toquemos fondo en 2010 y a partir de allí poco a poco nos empecemos a recuperar.

Febrero de 2009

1

Burbujas, cracks y el comportamiento irracional de los inversores

Cuando en las revistas del corazón se hable de Bolsa, vende todo.

Leopold Fechtner

1.1. INTRODUCCIÓN

Desde los primeros cracks de los que tenemos información, producidos hace cuatro siglos, se observa que las personas actúan en determinadas situaciones con comportamientos irracionales que se repiten una y otra vez. Esta repetición es lo que permite formular predicciones sobre lo que es esperable que ocurra en determinados momentos como el actual.

La bolsa es uno de los elementos fundamentales de una economía de mercado, tanto desde el punto de vista de las empresas que necesitan financiación para efectuar sus inversiones, como para los ahorradores e inversores que necesitan de un mercado que permita atender sus necesidades de inversión con un equilibrio adecuado entre rentabilidad, riesgo y liquidez. A continuación se apuntan algunas de las claves del funcionamiento de la bolsa con el fin de entender por qué a veces es un paraíso terrenal donde se crean grandes fortunas, y otras veces se transforma en un infierno en el que se materializan tremendas ruinas.

Desde finales de los años 90 y hasta el año 2000, con subidas muy fuertes de la bolsa, muchos economistas dijeron que el ser humano ya había aprendido a dominar los ciclos y que no se producirían más recesiones. En el año

2001 se inició una de las caídas bursátiles más importantes, que duró hasta finales del año 2003. Posteriormente la bolsa inició un largo período de subidas que se prolongaron hasta mediados de 2007. A partir de allí, los mercados experimentaron importantes caídas en un entorno de alta volatilidad.

Donde hay un mercado libre, los precios fluctúan en función de la oferta y de la demanda. A largo plazo hay consenso en que los precios de lo que se negocia en bolsa se han de aproximar a su valor real, pero a corto plazo los precios pueden alejarse mucho del valor real de lo que se compra o vende. Como se intenta demostrar en este capítulo, la irracionalidad de muchas de las personas que actúan en la bolsa hace que las evoluciones a corto plazo sean imprevisibles.

En este capítulo se recuerda lo que ocurrió en algunos de los principales cracks. A continuación se exponen algunas características del perfil psicológico de los inversores. Estas características pueden ayudarnos a entender los comportamientos irracionales predominantes en los mercados. Dado que lo que ocurre con la economía es la consecuencia de lo que deciden hacer todas las personas, entender estos comportamientos nos puede ayudar a anticiparnos al futuro y así tomar decisiones que aprovechen las oportunidades de cada momento.

Entre las causas de un crack está la generación de una burbuja que consiste en el incremento del precio de un activo (acciones, inmuebles...) que no está justificado por sus fundamentos reales, sino simplemente por una especulación exagerada. De acuerdo con Charles P. Kindleberger, una burbuja especulativa suele tener las fases siguientes:

- Incremento del valor del activo.
- Compras especulativas por parte de personas que esperan vender en el futuro a un precio mayor y así obtener una rentabilidad.
- Exuberancia cuando los precios van más allá de lo que es razonable.
- Etapa crítica al empezar a escasear los compradores. Crece la desconfianza en el precio alcanzado y algunos especuladores empiezan a vender.
- Pinchazo de la burbuja cuando, al intentar vender el activo, no se encuentran compradores. Los precios empiezan a bajar, lo que aún alimenta más la sensación de pánico y se produce un hundimiento total.

1.2. DE LA BURBUJA DE LOS TULIPANES A LA DE INTERNET

Los cracks son caídas importantes de las bolsas. Desde que existen bolsas se han contabilizado más de cincuenta cracks importantes como el del año 2008. En la figura 1.1 se relacionan algunos de los principales cracks.

Como se ha indicado, es interesante analizar lo que ocurrió en estos cracks para identificar pautas de comportamiento comunes que puedan ser de ayuda para actuar de forma racional cuando el pánico y la histeria dominan los mercados.

Año	País	Tema
1557	Francia, Austria, España	Bonos
1636	Holanda	Tulipanes
1720	Francia	Compagnie d'Occident y varios bancos
1720	Inglaterra	South Sea Company
1763	Holanda	Mercaderías
1773	Holanda	Inmuebles, canales
1793	Inglaterra	East India Company
1797	Inglaterra	Valores, canales
1799	Alemania	Mercaderías
1811	Inglaterra	Proyectos de exportación
1815	Inglaterra	Exportaciones, mercaderías
1819	EEUU	Empresas de producción
1825	Inglaterra	Bonos latinoamericanos, minas, lana
1836	Inglaterra	Lana, trenes
1837	EEUU	Lana, tierra
1838	Francia	Lana, inmuebles
1847	Inglaterra	Trenes, trigo

Continúa en la página siguiente

1848	Europa	Trenes, trigo
1857	EEUU	Trenes, tierra
1857	Inglaterra	Trenes, trigo
1857	Europa	Trenes, industria pesada
1864	Francia	Lana, barcos
1866	Inglaterra, Italia	Lana, barcos
1873	Alemania, Austria	Construcciones, trenes, acciones
1873	EEUU	Trenes
1882	Francia	Acciones bancarias
1890	Inglaterra	Acciones argentinas
1893	EEUU	Plata, oro
1895	Inglaterra y resto de Europa	Oro africano
1907	EEUU	Café
1921	EEUU	Acciones, barcos
1929	EEUU	Acciones
1974	Global	Petróleo, acciones
1980	Global	Oro, plata, platino
1985	Global	Dólar
1987	Global	Acciones
1990	Japón	Acciones, yen, inmuebles
1997	Asia	Inmuebles
1997	Rusia	Bancos
1999	Brasil	Déficit público
2001	Global	Acciones y puntocom
2007	Global	Inmuebles, acciones y banca

Fuente: Elaborado a partir de Tvede, L. (2001)

Figura 1.1. Principales cracks en la historia de los mercados.

1.2.1. La tulipmanía

Esta burbuja se produjo en Holanda a partir de 1630 en una bolsa en la que se negociaban bulbos de tulipán. En esos años, entre las clases altas holandesas se puso de moda plantar estas flores en sus jardines. De hecho, se llegó a considerar de muy mal gusto no tener tulipanes en el jardín. Como consecuencia del efecto moda, los precios empezaron a subir y muchas personas se hacían ricas comprando bulbos y vendiéndolos poco después a precios muy superiores. Como ocurre en cualquier burbuja, todo el mundo estaba convencido de que siempre se ganaba con los bulbos. No importaba a qué precio se compraran, ya que hasta entonces siempre había habido alguien dispuesto a pagar un precio más alto. Todos querían hacerse millonarios con los bulbos. Los que ganaban dinero lo explicaban a amigos y familiares, que a su vez querían entrar en la rueda.

Se llegaron a producir operaciones tan sorprendentes como cambiar un bulbo por 4.600 florines, un carromato y dos caballos. Para hacernos una idea de lo que significaba este precio podemos recordar que en esos años una familia acomodada vivía perfectamente durante un año completo con una renta de mil florines. Otro bulbo fue cambiado por un terreno edificable de doce acres en Amsterdam. La irracionalidad de los precios se puso de manifiesto cuando hubo personas que incluso cambiaron su casa por un bulbo de tulipán. El propietario de una fábrica de cerveza llegó a cambiar su fábrica por tres bulbos. Por un bulbo de tulipán se llegaron a pagar fortunas que equivalían al sueldo de quince años de un artesano bien pagado. En medio de esta situación de codicia y ceguera colectiva, un marinero se comió un bulbo por error; ante los intentos de lincharlo, la policía optó por encarcelarlo.

Muchas personas pedían dinero prestado para poder comprar bulbos. La soberbia, la envidia y el deseo de ganar dinero rápido, provocaron un estado de ceguera que impedía percatarse de que los precios de los bulbos ya no tenían ninguna lógica.

Durante seis años la burbuja creció hasta que explotó, como sucede con todas las burbujas, ya que en 1637, cuando los precios ya eran astronómicos, la gente se empezó a cuestionar si esos precios eran razonables. Incluso alguien se preguntó si tenía algún sentido invertir en bulbos de tulipán. Cuando los precios eran estratosféricos ya se detectaron los primeros signos de agotamiento del mercado. Un día no se pudo vender una

partida de tulipanes y los especuladores empezaron a pensar que había llegado el momento de vender para realizar las ganancias generadas. Se pasó de la euforia al miedo, a la histeria y al pánico en unos pocos días. Los poseedores de bulbos se encontraron con que nadie los quería comprar. Los que habían comprado con contrato de futuros tuvieron que comprar a un precio que ya no era el de mercado.

En ese momento el pánico se apoderó de la bolsa y los precios se hundieron. Así comenzó la caída, y en pocos días el colapso total ya se había producido, los bulbos pasaron de valer fortunas a no valer casi nada. Ante la histeria colectiva, el gobierno holandés aprobó unas normas que consideraban nulos los contratos realizados a partir de noviembre de 1636, y que establecían que los contratos de futuros debían ser satisfechos con un diez por ciento de la cantidad establecida inicialmente. Sin embargo, estas normas fueron muy controvertidas, ya que los compradores se veían obligados a pagar por algo que ya no tenía valor, y los vendedores tenían que vender a un precio menor que el acordado. Los precios de los bulbos cayeron mucho más abajo de ese diez por ciento, ya que llegaron a menos del uno por ciento de lo que se pagaba por ellos pocas semanas antes.

Los que se salieron antes de que estallase la burbuja ganaron mucho dinero. En cambio, los que lo cambiaron todo (fábricas, casas, terrenos...) para especular con bulbos, al final se quedaron con unos bulbos pero sin nada más. Muchos nuevos ricos que tenían toda su fortuna en bulbos de tulipán se arruinaron, y la crisis se extendió por todo el país, que tardó varios años en recuperarse.

En esta burbuja intervinieron diversos ingredientes, todos ellos explosivos y relacionados con el perfil psicológico de las personas que actúan en los mercados:

- Ambición de riqueza rápida.
- Endeudamiento excesivo para poder comprar más.
- Soberbia de los que iban ganando y lo explicaban a amigos y familiares.
- Envidia hacia los que iban ganando mucho.
- Ceguera provocada por los ingredientes anteriores. La ceguera impedía ver que los precios no tenían ningún sentido.
- Miedo.
- Pánico.
- Histeria.

Además, estos ingredientes psicológicos fueron acompañados de otros aspectos:

- Se compraban los bulbos sin efectuar una valoración realista de los mismos. No importaba su valor real ya que se pensaba que posteriormente habría siempre alguien interesado en adquirirlos a un precio mucho mayor.
- Muchos inversores compraban con dinero prestado, por tanto, eran personas que podían perder lo que no tenían.
- Se hacían operaciones con instrumentos financieros derivados (futuros).

1.2.2. El escándalo de la South Sea Company

Otro crack muy recordado se produjo en Inglaterra, en 1720, con las acciones de la empresa South Sea Company. Esta empresa, fundada en 1711 por Robert Harley (líder del partido Tory), consiguió el monopolio del comercio inglés con América del Sur. El primer viaje comercial a América tuvo lugar en 1717, pero la ganancia fue escasa. En 1718 las relaciones con España se deterioraron, lo que perjudicó las perspectivas de la compañía. A pesar de ello, al poco tiempo empezó a propagarse la noticia de que la empresa estaba obteniendo grandes beneficios comerciando con el oro del Perú, lo cual era falso, porque sus actividades aún no habían podido empezar debido a las restricciones impuestas por España, que en aquellos años dominaba Latinoamérica. Sin embargo, los rumores acerca de los beneficios de la South Sea Company no cesaban de propagarse. En menos de un año las acciones pasaron de valer cien libras esterlinas a más de mil libras esterlinas. Durante ese tiempo la empresa hizo ampliaciones de capital que eran suscritas en pocas horas por inversores enloquecidos que pagaban cada vez más por las acciones. Dado que la empresa permanecía inactiva, pero tenía mucho dinero fruto de las sucesivas ampliaciones de capital, se empezó a pagar dividendos a los accionistas. En 1720, cuando la empresa prometió un dividendo del cincuenta por ciento anual, el precio subió por las nubes.

Fecha	Valor de las acciones (libras)
Enero 1720	128
Mayo 1720	550
Junio 1720	750
Agosto 1720	1.000
Diciembre 1720	100

Figura 1.2. Evolución de las acciones de la South Sea Company.

Poco después empezó a cundir el pánico entre los inversores al divulgarse la noticia de que las actividades comerciales de la empresa no se iniciarían de momento y de que no se sabía cuándo podrían empezar. En pocos días las acciones se hundieron hasta un precio de cien libras. Esto provocó la quiebra de muchos inversores que habían recibido préstamos para comprar acciones de la empresa. Uno de ellos fue Isaac Newton, que perdió veinte mil libras y llegó a afirmar: «*Puedo predecir el movimiento de los cuerpos celestes, pero no la locura de las gentes.*»

Varios bancos que prestaron esos fondos también quebraron. En diciembre de 1720 la cotización bajó hasta cien libras, se produjo la cólera de los inversores y el Parlamento tuvo que disolverse. Cuando, tras la investigación del Gobierno, se descubrió el engaño, los directores fueron encarcelados.

La empresa se disolvió en 1855, sin haber tenido éxito alguno en sus operaciones con América del Sur.

Un análisis de lo producido permite pensar que los ingredientes señalados para el crack de los tulipanes se repitieron en esta ocasión.

1.2.3. El crack de 1929

El crack de 1929 es, posiblemente, el más recordado de todos. Y el 24 de octubre de 1929, conocido como el «jueves negro» ocupa el primer lugar en el ranking de días fatales de la Bolsa. La economía norteamericana pasaba por una etapa boyante desde 1921, con una baja inflación y aumentos anuales de la productividad industrial. Desde 1927, en que el índice de la bolsa estaba en 150, los inversores empezaron a comprar acciones de forma masiva y el índice creció hasta superar el valor de 400. En esos momentos muchos inversores compraban acciones pidiendo dinero prestado a los

bancos, que concedían los préstamos, en la mayoría de los casos, con la única garantía de las propias acciones que se compraban. Por esas fechas la mayoría de los expertos, como el prestigioso profesor Irving Fisher, de la Universidad de Yale, auguraron que la bolsa aún podía subir mucho más. Sin embargo, en octubre de 1929 la bolsa ya empezó a mostrar signos de debilidad, y las pequeñas subidas iban acompañadas de bajadas algo más pronunciadas. El pánico empezó a cundir entre los inversores. El presidente norteamericano Hoover hizo unas declaraciones de urgencia y manifestó que la economía iba mejor que nunca. En ese momento ocurrió lo que sucede cuando un ministro de economía anuncia que la gasolina no va a subir, y es que todo el mundo piensa que va a suceder exactamente lo contrario. La reacción masiva a las declaraciones del presidente Hoover fue la venta a la desesperada de acciones, lo que hizo que la bolsa se hundiese desde el índice 400 hasta menos de 50. Por el camino muchos bancos e inversores quebraron. En las calles de Nueva York decenas de inversores arruinados se suicidaron tirándose por las ventanas.¹

El crack de 1929 fue proseguido con uno de los períodos de recesión más largos que ha vivido la economía. Además, después vino la Segunda Guerra Mundial. Este crack es, seguramente, el que más años ha tardado en recuperarse en los mercados financieros, ya que necesitó casi veinte años.

De nuevo se repitieron los comportamientos irracionales de cracks anteriores.

La Gran Depresión y el New Deal

En los años anteriores a 1929 los importantes incrementos del consumo provocaron un espectacular aumento de la capacidad productiva que generó un desequilibrio entre ésta y las necesidades de consumo. La consecuencia fue un aumento, en 1929, de las existencias sin vender, lo que a su vez provocó una caída de precios en los años siguientes que acabó transformándose en una deflación. Entre 1929 y 1931 los precios cayeron un 33% y los salarios un 39%.

La banca tuvo un papel importante en el crack y en la recesión posterior. Antes del crack, la mayoría de los bancos prestaban dinero a los inver-

1. Curiosamente, en el crack de 1987 la mortalidad se cebó en los asesores bursátiles norteamericanos, ya que varios de ellos fueron asesinados por clientes encolerizados por las pérdidas sufridas.

sores para que siguieran especulando con valores. Normalmente, como ya se ha indicado, la única garantía de estos préstamos eran los propios valores. La supervisión estatal de la banca era casi inexistente y el sistema bancario era minifundista, ya que operaban miles de bancos de dimensión muy reducida. Por tanto, los bancos alimentaron el crecimiento de las cotizaciones, pero al mismo tiempo dependían de ellas, ya que si el proceso alcista se frenaba los préstamos concedidos tendrían problemas de devolución. Al producirse el crack muchos bancos quebraron (más de cinco mil bancos cerraron sus puertas en Estados Unidos), ya que el Gobierno no acudió a su rescate, y millones de ahorradores perdieron sus depósitos, pues entonces no existía la garantía estatal de los mismos. Esto hizo disminuir considerablemente el consumo y los préstamos a empresas y particulares, y también provocó un incremento de la morosidad.

Lo anterior provocó el cierre de miles de empresas y millones de trabajadores quedaron sin empleo. En Estados Unidos el desempleo llegó al 25% de la población activa, en un momento en el que no había seguro de desempleo ni Seguridad Social.

El PIB, en Norteamérica, se contrajo un 30% entre 1929 y 1933, y provocó lo que se ha venido a denominar la «Gran Depresión».

Esta situación afectó inmediatamente a Europa, ya que las empresas norteamericanas repatriaron los fondos que tenían invertidos en Europa, lo que provocó una caída de la inversión. La reducción de precios en Estados Unidos hizo que los europeos tuvieran que hacer lo mismo para mantener su competitividad. Por tanto, en Europa se llegó a una situación similar, es decir, reducción del consumo, caída de la producción, hundimiento de las bolsas, aumento del desempleo...

El liberalismo económico fracasó por completo y dejó paso a la defensa de la intervención del Estado para promover el consumo y la inversión. Las propuestas de John Maynard Keynes que potenciaban el papel del Estado (aumento de la obra pública, rescate de empresas...) empezaron a ser aceptadas como receta para superar la crisis, aunque su implementación se retrasó durante más de una década, ya que no se puso en marcha hasta el final de la Segunda Guerra Mundial.

A nivel político, la depresión alentó a los defensores del proteccionismo económico para defenderse de las importaciones, y también fue el caldo de cultivo del desarrollo del fascismo y los sistemas totalitarios en países como Alemania, Italia, España, Portugal...

Otro de los problemas que se produjo durante este período fue el retraso en la actuación coordinada de las principales economías del mundo. Una de las primeras conferencias internacionales fue la que se celebró en Londres en 1933, pero en ella no se alcanzaron acuerdos relevantes ya que cada país se preocupó solamente de la solución de sus propios problemas.

Entre los planes llevados a cabo para salir de la crisis destaca el New Deal de Estados Unidos, que fue muy influido por las propuestas de Keynes y concretamente por su libro *Teoría general del empleo, interés y dinero*. Franklin D. Roosevelt, el presidente demócrata que sucedió a Herbert Hoover en 1933, puso en marcha medidas tales como el incremento de la obra pública aun a costa de generar déficit público, devaluar la moneda para incrementar las exportaciones, medidas de garantía de los depósitos bancarios, limitar los préstamos para invertir en Bolsa, límite de 40 horas semanales para la jornada laboral, prohibición del trabajo infantil... Todas estas medidas, aunque no solucionaron la situación, sí que contribuyeron a que no se agravara. De hecho, como ya se ha indicado, la recuperación definitiva de la economía llegó con la Segunda Guerra Mundial.

1.2.4. La crisis del petróleo de 1973

El crack (o *crash*) del petróleo es diferente a muchos de los cracks que se han producido a lo largo del tiempo, ya que no fue provocado por una burbuja especulativa. Todo empezó porque la estabilidad monetaria que se vivió desde el final de la Segunda Guerra Mundial se truncó con los problemas que tenía la economía norteamericana por el elevado coste de la Guerra del Vietnam, que estaba haciendo caer al dólar.

La puntilla se produjo el 16 de octubre de 1973, cuando la OPEP rebajó en un 20% los volúmenes de producción del crudo en reacción al apoyo europeo y norteamericano a Israel durante la guerra del Yon Kippur. En algunos momentos varios países sufrieron importantes restricciones a las importaciones de petróleo. Por otro lado, la OPEP consiguió que el precio del crudo experimentase un aumento espectacular. Los incrementos del precio del petróleo, que se multiplicaron por cuatro, pasando de 3 dólares a 12 dólares por barril, provocaron importantes aumentos de la inflación que desestabilizaron la economía. En ese momento la economía mundial, especialmente la de los países occidentales, dependía casi exclusivamente del petróleo como fuente de energía. En

1973 y 1974 los índices bursátiles cayeron más de un 45%. A continuación se produjo una caída del nivel de actividad (estancación, que es la suma de inflación y estancamiento). En algunos países como España, por ejemplo, las tasas de paro alcanzaron cotas muy elevadas, llegando a superar el 25% de la población activa.

Una de las consecuencias de esta crisis fue que la mayoría de los países apostaron por incrementar el peso de energías diferentes (nuclear, solar, eólica...) para evitar que se pudiese producir una situación semejante en el futuro. Además, los incrementos en el precio alentaron nuevos descubrimientos de pozos petrolíferos (Alaska, Mar del Norte, México...). La recuperación de la economía fue muy lenta, ya que la crisis se prolongó hasta finales de los años setenta. Del crack del petróleo vale la pena recordar que la Bolsa recuperó en un par de años los niveles anteriores al crack (véase la figura 3.15, en el capítulo 3 de este libro) y que esta recuperación fue muy adelantada en relación con la recuperación general de la economía.

En los años posteriores se produjeron otras crisis del petróleo, como la de la guerra entre Irán e Iraq, en los años ochenta, o la de la Guerra del Golfo por la invasión de Kuwait por parte de Iraq en 1990. De todas formas, las economías occidentales ya estaban mejor preparadas para afrontar estas crisis y su impacto fue mucho más limitado.

1.2.5. La larga y profunda crisis de Japón

A partir de 1985 la economía japonesa vivió una exuberancia inmobiliaria y bursátil sin límites. En cinco años la bolsa subió más de un 450% y el valor de los inmuebles se multiplicó por cinco. En esos años el valor inmobiliario global de la zona de Tokio superaba a la del conjunto de los Estados Unidos. El índice Nikkei de la Bolsa de Tokio alcanzó los 37.000 puntos. Estas revalorizaciones tuvieron múltiples causas, y entre ellas cabe destacar el incremento de los créditos concedidos por los bancos, en parte a clientes con una baja capacidad de devolución. Estos préstamos se concedían con unos tipos de interés muy bajos, ya que la inflación estaba bastante controlada. Otro factor causante de la burbuja fue el superávit comercial de Japón, que exportaba mucho más de lo que importaba, lo que explica que la población tuviese importantes excedentes de liquidez que sobrepasaban las necesidades de consumo y que se destinaron a invertir en inmuebles y acciones. Los incrementos de precios de los inmue-

bles y de las acciones alimentaron la burbuja ante las expectativas de grandes ganancias en poco tiempo. El PER (ratio que compara la cotización de una empresa con el beneficio por acción generado, como se expone en el apartado 4.3.4) medio de las acciones cotizadas en la Bolsa de Tokio alcanzó el valor de 80 en 1990, lo cual es un indicio claro de especulación sin límites y de precios desorbitados. Para poder evaluar la importancia de este dato podemos recordar que en 1929, antes del crack, el PER medio de la Bolsa de Nueva York era de 45, que también era excesivo, pero mucho menor que el existente en Japón en 1990.

Otra variable a tener en cuenta es la fuerte apreciación del yen ante las presiones de Estados Unidos para conseguir que Japón redujese su superávit comercial. Se pensaba que al reevaluar el yen Japón aumentaría sus importaciones y reduciría las exportaciones. Entre 1985 y 1998 el yen pasó de 238 yenes por dólar a 128 yenes por dólar. Esto provocó una caída de los beneficios empresariales al dificultar las exportaciones japonesas y abaratar las importaciones.

En 1990 los elevados precios de los inmuebles y acciones ya eran insostenibles y se produjo el pinchazo de la burbuja. Al hundirse las cotizaciones de las acciones y el precio de los inmuebles, los bancos empezaron a tener grandes incrementos de la morosidad, lo que provocó que algunos de ellos quebrasen y que el conjunto del sistema financiero empezase a reducir los créditos a empresas y particulares. Las empresas a su vez empezaron a sufrir las consecuencias de los incrementos de la morosidad de sus clientes y el número de cierres de empresas empezó a crecer. La bajada de los tipos de interés a niveles próximos a cero no animó la economía, ya que el mercado seguía pensando que los precios de las acciones y de los inmuebles aún tenían que bajar más. Esto se explica también porque los bajos niveles de beneficios de las empresas japonesas hacen que el PER sea muy alto, lo que es un indicio de que las acciones están caras. Un año después del pinchazo de la burbuja, el índice Nikkei de la Bolsa de Tokio ya había caído un 30 %, a los dos años el descenso ya era del 60%. Durante los primeros años después del inicio del crack el Gobierno japonés, controlado por el Partido Liberal, tomó muy pocas medidas, lo cual no ayudó a solucionar la situación, sino todo lo contrario. Las primeras actuaciones contundentes del gobierno japonés no se produjeron hasta la llegada al poder del Primer Ministro Junichiro Koizumi en 2001. Cuando la Bolsa se empezaba a recuperar empalmó con la bur-

buja tecnológica y el Nikkei siguió bajando hasta el 81%, pero el PER seguía siendo elevado (en 2001 el PER medio de las empresas japonesas era de 61), lo que indicaba que las acciones seguían caras por la dificultad de las empresas japonesas de generar rentabilidades aceptables. Este crack es de los más largos, ya que cuando la economía japonesa se empezaba a recuperar, ha coincidido con el inicio del crack global de las *subprime* en 2007 y 2008. A finales de 2007 el PER ya había bajado considerablemente pero seguía siendo muy alto (28,3). Durante estos años el índice Nikkei pasó de 37.000 a 8.000, pero a pesar de ello, los bajos beneficios de las empresas hacen que el PER siga siendo alto y, por tanto, las acciones siguen sin ser baratas. A pesar de ello, ni en los peores momentos de la crisis el paro ha superado el 6% de la población activa.

La profundidad del crack de Japón y su larga duración son difícilmente trasladables a otras situaciones y entornos geográficos, ya que los niveles de precios alcanzados en 1990 en Japón en los inmuebles y las acciones no tienen precedentes en los últimos cien años en ningún otro país.

1.2.6. Las puntocom

Mi situación es crítica.

Primero me ha llamado la mujer de la limpieza diciendo que ha perdido mi camisa.

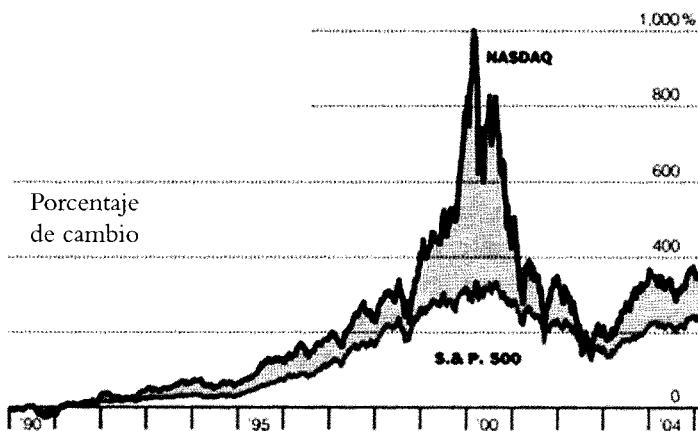
Luego me ha llamado mi asesor financiero diciendo que he perdido hasta la camisa.

Leopold Fechtner

Entre el año 1997 y mediados del año 2001 el precio de las acciones de empresas de la denominada Nueva Economía subieron por las nubes. Se trataba de empresas que se basaban en nuevas tecnologías como internet. En España uno de los casos paradigmáticos fue el de Terra, filial de Telefónica, que cuando salió a bolsa sus acciones pasaron de valer unos pocos euros a más de 150 euros. El caso de Terra es sintomático, porque se trata de una empresa que nunca ganó dinero y que nunca tuvo perspectivas de beneficios a corto plazo. En poco tiempo el precio de Terra cayó hasta los cinco euros por acción. Lo mismo sucedió con muchas otras empresas.

En Estados Unidos algunas empresas de la Nueva Economía también llegaron a tener cotizaciones estratosféricas. Por ejemplo, las acciones de Yahoo alcanzaron un precio que hacía que la empresa valiese más que el gigante General Motors. Amazon ya valía veinte mil millones de dólares cuando aún no había generado ningún beneficio.

Los inicios de Internet generaron unas grandes expectativas de nuevos negocios que alimentaron la subida de las cotizaciones. El ratio PER de algunas empresas alcanzó valores difíciles de justificar. Por ejemplo, el PER de CISCO llegó a 156 y el de Yahoo a 508, cuando a partir de 12,5 ya se empieza a considerar que es un indicio de que las acciones empiezan a estar caras. En la figura 1.3 se puede comprobar el espectacular incremento y posterior hundimiento de los índices bursátiles en el año 2000 y 2001.



Fuente: Bloomberg Financial Markets

Figura 1.3. Evolución de los índices NASDAQ (acciones tecnológicas que cotizan en el mercado NASDAQ) y SP 500 (acciones de empresas convencionales).

En esas fechas se oían frases como las del prestigioso analista Doug Henwood:

«Las valoraciones generosas de Wall Street no son ningún síntoma de excesos, sino más bien son un indicio de un futuro prometedor.»

O las de Richard Smith, conocido analista de Wall Street:

«No me preocupan los elevados precios. El mercado fija el precio por ti.»

Mientras tanto, el conocido multimillonario Warren Buffett criticaba los elevados precios de las empresas de Internet y avisaba de que:

«Cualquier empresa que diga que es una gran inversión pero que no proporcione una rentabilidad suficiente está utilizando un enfoque distinto al nuestro.»

En esas fechas Buffett y los que defendían planteamientos similares fueron tratados de forma despectiva con el argumento de que estaban desfasados y no entendían nada de lo que estaba ocurriendo. Sin embargo, el tiempo dio la razón a Buffett y poco después los precios de las empresas puntocom se hundieron y arrastraron al resto de los valores que cotizaban en la bolsa, que aunque en proporciones inferiores, también habían experimentado grandes revalorizaciones.

Estos ejemplos ponen de manifiesto que el comportamiento de los inversores a menudo es irracional. Es irracional cuando los precios suben sin parar, más allá de lo que valen realmente las empresas. En el caso de las empresas de internet por las que se llegaron a pagar precios desorbitados, no había ningún dato objetivo (capacidad de generar beneficios, por ejemplo) que justificase dichos precios. Fue simplemente un caso de especulación ciega dominada por el deseo de riqueza a corto plazo.

A pesar del tiempo transcurrido desde los primeros cracks, parece que el ser humano no aprende y cae de nuevo en los mismos errores.

1.3. PERFIL PSICOLÓGICO DE LOS INVERSORES (ENVIDIA, AMBICIÓN DE RIQUEZA, SOBERBIA, HISTERIA, PÁNICO, CEGUERA...)

Como se ha podido comprobar, la historia pone de manifiesto que el comportamiento de los inversores a menudo es irracional. Esta irracionalidad es consecuencia de la euforia y la ceguera ocasionadas en las subidas de los mercados por la envidia, la ambición de riqueza y la soberbia:

- Envidia: deseo de poseer lo que otro tiene o de alcanzar lo que otro ha conseguido.
- Ambición de riqueza: deseo desordenado de conseguir ganar dinero sin límites.
- Soberbia: sobrevaloración de uno mismo, de sus propios méritos, que hace que uno se crea superior a los demás. Los que ganan explican sus ganancias a amigos, familiares y a cualquier persona que se cruza por el camino, ya sea el peluquero, el taxista... Esta soberbia explica que cuando se producen las primeras señales de agotamiento de los precios, los inversores no las detectan por un exceso de confianza y por el hecho de que la percepción es selectiva.

Esto provoca una ceguera (véase la figura 1.4) que impide percatarse de que un precio excesivamente elevado, y mucho más allá del valor real, no tiene ningún fundamento, y que lo más sabio sería salir del mercado antes de que explote la burbuja.

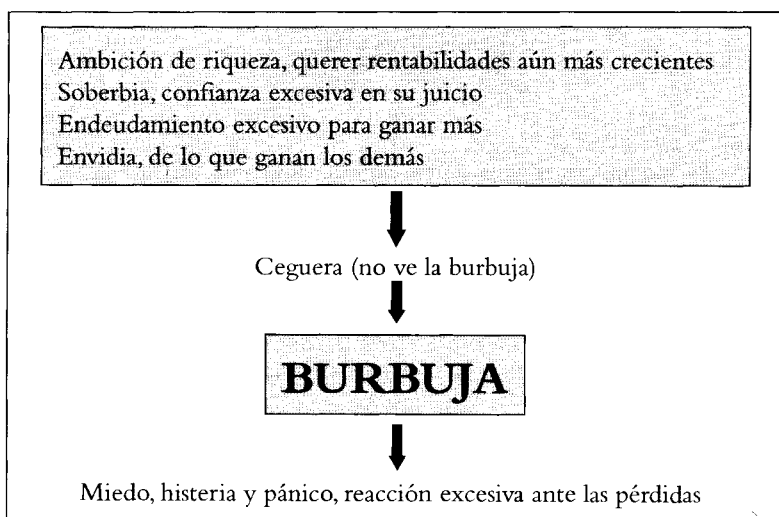


Figura 1.4. El perfil psicológico de la mayoría de los inversores explica una ceguera que impide ver las burbujas a tiempo.

Una vez se produce el pinchazo de la burbuja actúan otras características de la mayoría de las personas que también producen ceguera y, por tanto, irracionalidad. Se trata del pánico y la histeria:

- Miedo y pánico: terror que aparece de forma súbita y sin motivos suficientes.
- Histeria: neurosis compleja que altera el curso normal de los procesos psíquicos y que también es causa de desórdenes digestivos, sensoriales...

Esto explica que cuando los precios empiezan a bajar y llegan a valores excesivamente reducidos, las personas sufren ceguera (véase la figura 1.5) y no se dan cuenta de que ya no tiene ningún sentido que los precios sigan bajando ni de que llegó el momento de comprar.

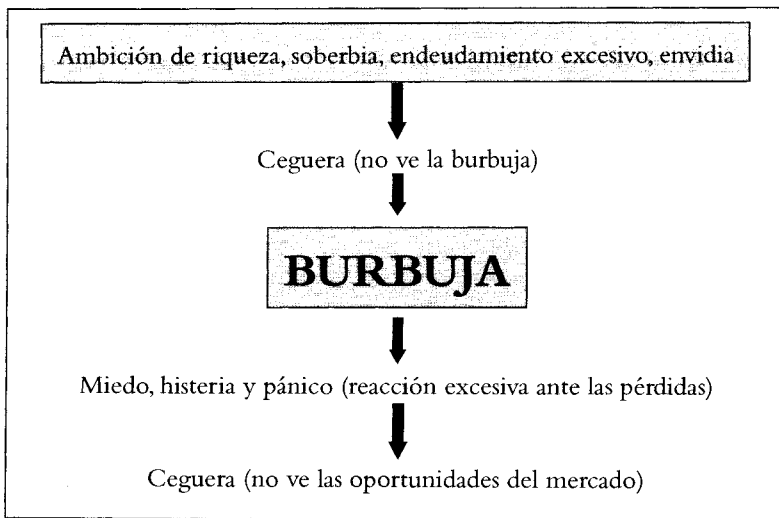


Figura 1.5. El perfil psicológico de la mayoría de los inversores explica una ceguera que impide ver las oportunidades una vez ha pinchado la burbuja.

Por tanto, la mayoría de las personas actúan exactamente de la manera opuesta a la que la racionalidad sugeriría. Es decir, cuando se empieza a alimentar la burbuja y debería salirse de los mercados, la mayoría de las personas hacen justo lo contrario. Una vez pincha la burbuja y los precios empiezan a bajar, llega un momento en que los precios ya están por debajo de su valor razonable, por lo que debería ser el momento de entrar, pero la mayoría de las personas hacen justo lo contrario, ya que salen despavoridas. Estos comportamientos irracionales se esquematizan en la

figura 1.6 en relación con la bolsa. Comportamientos similares se producen en otros mercados, como el inmobiliario, por ejemplo.

Fase de la bolsa	Comportamiento de la mayoría de los inversores	Consecuencias
Después de una fase de estancamiento la bolsa empieza a subir tímidamente.	No quieren saber nada de la bolsa, ya que recuerdan que perdieron mucho dinero en el último crack.	Hay pocas operaciones.
La bolsa ya sube con más fuerza y los medios de comunicación empiezan a hablar mucho de ello.	Los que ganan lo están explicando todo el día. El deseo de ganar dinero rápido y la envidia provocan que mucha gente entre en bolsa en medio de la euforia.	Muchos inversores vuelven a la bolsa.
Empiezan a producirse señales de cambio de ciclo porque la bolsa ya está muy cara.	La percepción es selectiva y la soberbia hace que se ignoren las malas noticias.	La ceguera impide que se perciba la burbuja.
Se produce el inicio de la caída en bolsa.	Los inversores no aceptan que están empezando a perder por soberbia y exceso de confianza.	La ceguera impide que se perciba la burbuja.
La bolsa cae de forma brusca.	Aparece el miedo, el pánico y la histeria en lugar del análisis racional.	Se producen grandes pérdidas al vender. La ceguera impide ver que ya pasó el momento de vender.
La bolsa está muy barata.	Nadie quiere saber nada de bolsa por el miedo, el pánico y la histeria.	La ceguera impide ver que la bolsa ya está muy barata.

Figura 1.6. Comportamiento de la mayoría de los inversores en las diferentes fases de la bolsa, y consecuencias.

En las subidas algunos se hacen ricos, los últimos en comprar se arruinan. En las bajadas, los primeros en comprar se arruinan y los últimos son los que pueden enriquecerse si saben esperar hasta la próxima subida.

Cuando un inversor compra acciones de una empresa o cualquier otro activo, lo hace porque espera rentabilizar su inversión a través de los dividendos o porque espera que el precio de mercado del activo suba en el futuro, y así poder venderlo registrando una plusvalía.

Por tanto, el inversor tiene que analizar las alternativas existentes y calcular el valor que deberían tener las acciones, los inmuebles o el activo en el que se esté interesado, y en base a este valor decidir cuáles están baratos y cuáles no. Lógicamente vale la pena invertir en aquellos activos que coticen a precios inferiores al valor que pensamos que deberían tener. Si un ahorrador no puede evaluar estas cuestiones, es mejor que no invierta, ya que será más sensato invertir sus ahorros en otras posibilidades como la Deuda Pública, por ejemplo, que aunque ofrezca una rentabilidad muy reducida aporta una seguridad que vale la pena no despreciar. Para un inversor no experto en estos temas, pero interesado en invertir en bolsa, también existe la opción de hacerlo a través de fondos de inversión.

1.4. CONCLUSIONES

De lo expuesto se desprenden las siguientes conclusiones:

- La historia demuestra que las burbujas y los cracks se producen más a menudo de lo que pensamos. Como hay algunas pautas de comportamiento de las personas y de los mercados que se repiten, vale la pena estudiarlos para aprender algo del pasado.
- Las burbujas se alimentan del comportamiento de la mayoría de las personas, ya que cuando los precios suben se produce una ceguera causada por:
 - Euforia.
 - Ambición de riqueza rápida.
 - Endeudamiento excesivo.

- Soberbia de los que van ganando, que lo explican a amigos y familiares.
 - Envidia hacia los que van ganando mucho.
 - Ceguera provocada por los ingredientes anteriores.
 - La ceguera impide ver que los precios no tienen ningún sentido.
- Posteriormente, cuando la burbuja pincha y se produce el crack, actúan de nuevo unas características de la mayoría de las personas que también producen ceguera. Se trata del miedo, la histeria y el pánico.
 - Los ingredientes psicológicos van acompañados de otros aspectos:
 - Se compra sin efectuar una valoración realista de los activos. No importa su valor real, ya que se piensa que posteriormente habrá siempre alguien interesado en adquirirlos a un precio mucho mayor.
 - Muchos inversores compran con dinero prestado. Por tanto, son personas que pueden perder lo que no tienen.
 - Se hacen operaciones con instrumentos financieros derivados (futuros, opciones...). Este tipo de productos, que son sencillos cuando se utilizan para cubrir riesgos, se vuelven extremadamente complicados cuando se usan para especular. Periódicamente, y aún hoy en día, se producen desastres en muy pocos días por una mala utilización de los mismos (recuérdense casos como el del Banco Barings, que quebró a causa de las operaciones de un solo empleado en la oficina de Singapur, o más recientemente, los casos de Société Générale o la Caisse d'Épargne, que perdieron 5.000 y 750 millones de euros respectivamente hace poco en operaciones descontroladas en derivados).
 - Estos dos tipos de ceguera explican que muchas personas actúen exactamente al revés de lo que parecería más racional. Es decir, cuando deberían salir de los mercados a causa de los precios desorbitados, resulta que hacen lo contrario y siguen invirtiendo más.
 - Una vez se produce el pinchazo y los precios bajan sin parar más allá de lo que parece justificado, las personas siguen huyendo despavoridas, cuando lo más racional sería precisamente entrar, dado lo bajos que están los precios.

En la figura 1.7 se acompaña una tira humorística sobre el comportamiento irracional y gregario que provoca una volatilidad exagerada que suele predominar en las bolsas.



En la tira superior se ve a un operador que está diciéndole por teléfono a alguien que tiene unas acciones con unas perspectivas excelentes («excel»), pero el boca-oreja lo transforma en «sell» (vender) y se produce un pánico generalizado. Poco después, en medio del pánico, otro operador dice adiós («good bye») que es transformado en «buy» (comprar), y de nuevo vuelve la volatilidad extrema a la bolsa.

Figura 1.7. Un día normal en la institución financiera más importante del país.

2

¿Qué está pasando?

*Si ves a un banquero tirándose por la ventana...
síguele porque puedes ganar algo.*
Anónimo

2.1. INTRODUCCIÓN

Para actuar de forma racional es imprescindible diagnosticar la situación en la que estamos. El estado de la economía es consecuencia de la interacción de infinitas variables y de la suma de las actuaciones de lo que hacemos entre todos... por tanto, es un fenómeno extremadamente complejo. Sin embargo, si nos concentramos en los temas esenciales, el diagnóstico puede ser más fácil, con el inconveniente de que se puede caer en el error de ser demasiado simplista. Optaremos por analizar las variables más explicativas de la recesión de 2008. Por ello se dejarán de lado otras variables (precios de las materias primas, petróleo, tendencia a la globalización, creciente peso de la economía china e hindú...), posiblemente de más largo alcance pero quizá menos influyentes en relación con la recesión que azota la economía norteamericana y europea a finales del año 2008.

Como se expone más detalladamente en este capítulo, lo que está sucediendo desde el año 2007, y hasta 2009, puede resumirse diciendo que se ha producido una burbuja inmobiliaria como consecuencia de un cre-

cimiento desorbitado de los precios de los inmuebles que ha ido acompañado de un incremento del endeudamiento de las familias fruto de un relajamiento de los criterios de riesgo de las entidades de crédito. La explosión de la burbuja ha provocado un colapso del sector inmobiliario y un incremento en la morosidad de las hipotecas. Esto está generando grandes pérdidas y quiebras en el sector bancario, y el hundimiento de las bolsas. El pánico que comporta esta situación ha puesto las bases de una gran recesión económica con cierres de empresas, incrementos del desempleo y reducción del consumo, que a su vez provoca más pánico, más crisis empresariales y más desempleo (véase la figura 2.1).

El objeto de este capítulo es analizar más en detalle lo que está pasando y por qué ha sucedido.

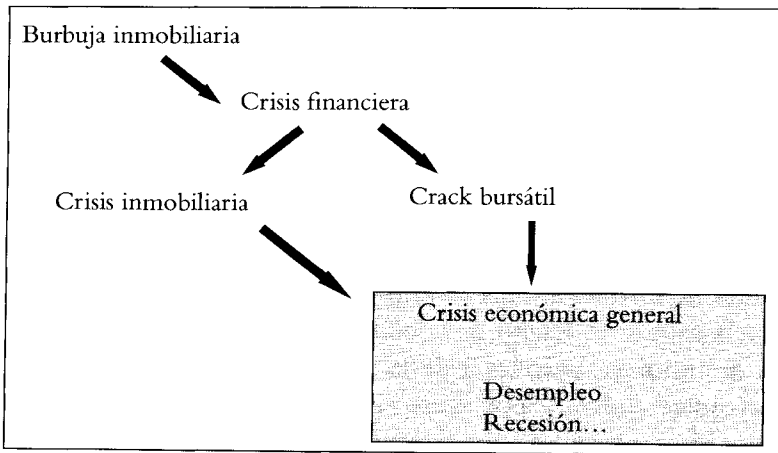
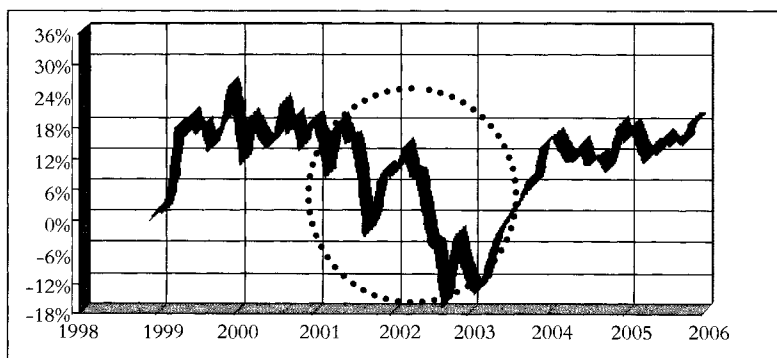


Figura 2.1. ¿Qué está pasando?

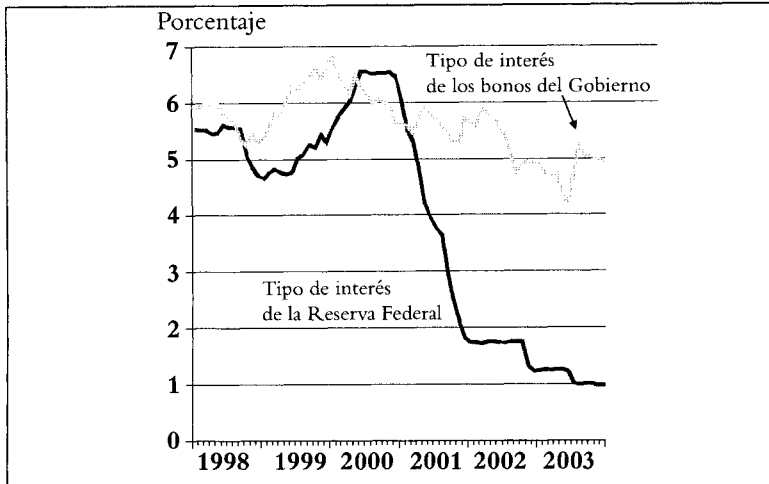
2.2. EL CRACK DE 2001: BURBUJA PUNTOCOM, ESCÁNDALO ENRON Y ATENTADOS DEL 11 DE SEPTIEMBRE

El punto de partida de la crisis actual es una consecuencia de lo que ocurrió en el año 2001, cuando se produjo en Estados Unidos la coincidencia de varios hechos fatales. En primer lugar, la bolsa había experimentado grandes caídas como consecuencia de la marcha negativa de la economía y del pinchazo de la burbuja de la nueva economía (empresas puntocom). En segundo lugar, la credibilidad de la auditoría y la contabilidad estaban en cuestión al haberse producido escándalos como Enron, Worldcom, Xerox... Por si fuera poco, el 11 de septiembre se produjeron los atentados de las Torres Gemelas, del Pentágono... Todo ello generó una situación de pánico que afectó muy negativamente a las bolsas (véase la figura 2.2), al consumo y a la inversión. Ante esta situación de emergencia el gobierno norteamericano y las autoridades monetarias tomaron toda una serie de medidas encaminadas a reanimar la actividad económica. Estas medidas se resumen en una gran bajada de los tipos de interés del seis al uno por ciento (véase la figura 2.3) y en la inyección de dinero a la economía.



Índice Dow Jones Industrial

Figura 2.2. Hundimiento de la bolsa tras el pinchazo de la burbuja puntocom, los escándalos contables (Enron...) y los atentados del 11 de septiembre de 2001.



Fuente: Federal Reserve, Global Insight

Figura 2.3. Reducción de los tipos de interés de la Reserva Federal (Fed Funds Rate) en Estados Unidos en el año 2001.

Con estas medidas, esencialmente de tipo monetario, los bancos se encontraron con mucho dinero, y los particulares con la posibilidad de obtener préstamos con costes más reducidos que nunca. Los bajos costes de los préstamos hacían más atractiva la compra que el alquiler en la mayoría de los casos, ya que las cuotas de una hipoteca solían ser menores que lo que costaría un alquiler.

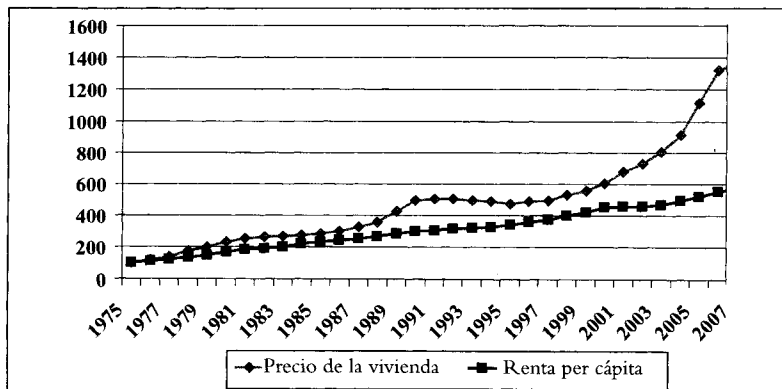
Lo anterior provocó un aumento espectacular del precio de la vivienda (véanse las figuras 2.4 y 2.5), ya que los bajos tipos de interés hacían que una persona pudiera endeudarse más. En la figura 2.4 se puede comprobar que el precio de la vivienda aceleró su crecimiento a partir del año 2001 en Estados Unidos. En la figura 2.5 se muestra el incremento de precios de la vivienda en varios países europeos. En España, sobre todo, y también en Italia y Francia, los incrementos de precios han sido superiores a los de otros países. El incremento en los precios de la vivienda fue tan descomunal que no guardaba ninguna relación con los incrementos en la renta de las personas, lo que generó un aumento espectacular del endeudamiento de las familias (véase la figura 2.6). Esto empezaba a alimentar la burbuja.

Como los bancos disponían de excesos de fondos, por la política que seguían la Reserva Federal y el gobierno norteamericano, necesitaban conceder más préstamos. Además, los bajos tipos de interés hacían que los

márgenes obtenidos por la banca se estuviesen estrechando. Los bancos, como cualquier otra empresa con ánimo de lucro, intentan generar el máximo rendimiento, y para ello han de mejorar sus márgenes (cobrar más por los préstamos que conceden) o la rotación (dar más préstamos):

$$\text{Rendimiento} = \text{Margen} \times \text{Rotación}$$

Para afrontar esta situación la mayoría de los bancos optaron por conceder más préstamos y elevar los márgenes acudiendo a clientes con menor nivel de solvencia. Esta estrategia poco conservadora partía del supuesto de que si el cliente no podía pagar la hipoteca, el incremento del precio de la vivienda cubriría las posibles pérdidas. Los préstamos *subprime*, concedidos a clientes con menor capacidad de devolución y con tasaciones elevadas de la vivienda, empezaron a aumentar, hasta llegar a representar entre el doce y el veinte por ciento del total de préstamos concedidos (véase la figura 2.7).



Fuente: Office of Federal Housing Enterprise Oversight; US Bureau of Economic Analysis

Figura 2.4. Evolución del precio de la vivienda y de la renta per cápita en Estados Unidos.

Casi nadie hacía caso de los avisos de que los precios del mercado inmobiliario empezaban a ser desorbitados. De nuevo nos encontramos con una situación de ceguera provocada por la soberbia, la avaricia y el deseo desmesurado de ganar más dinero de la banca, de las empresas inmobiliarias y de sus clientes.

	Francia	Alemania	Irlanda	Italia	España
2003	11,8	-1,2	15,9	10,2	17,6
2004	15,2	-0,8	11,6	10,4	17,4
2005	15,3	-0,1	11,8	8,1	14,0
2006	12,1	0,5	13,4	6,7	10,4
2007	6,6	0,7	0,8	4,3	4,4

Fuente: Barclays Capital

Figura 2.5. Incremento anual del precio de la vivienda.

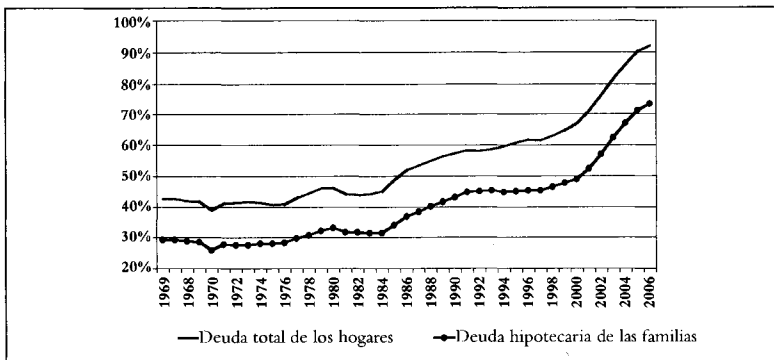


Figura 2.6. Crecimiento de la deuda de las familias en porcentaje del PIB norteamericano.

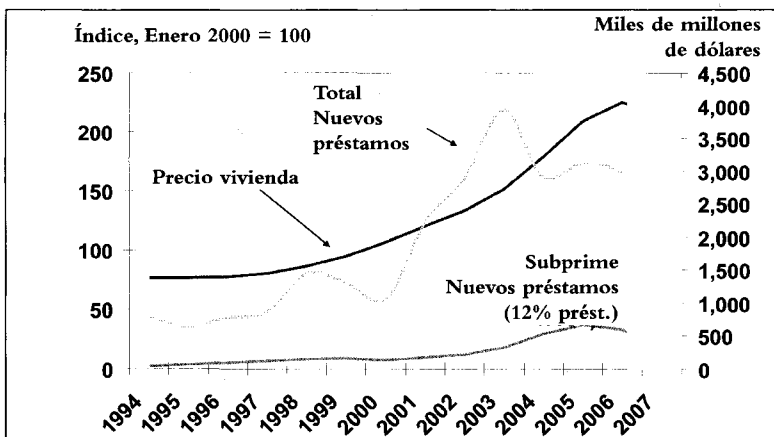


Figura 2.7. Evolución de los préstamos *prime* y *subprime* en relación con el precio de la vivienda en Estados Unidos.

2.3. EL NEGOCIO BANCARIO Y EL ANÁLISIS DEL RIESGO DE CRÉDITO

Para entender una de las claves de lo sucedido en la crisis de las hipotecas *subprime* hemos de referirnos a los cambios producidos en el sector bancario.

En principio el negocio bancario de los préstamos parece simple. Se trata de obtener dinero para invertirlo y conseguir un margen financiero que permita pagar los depósitos de los clientes, la estructura de costes de la entidad y generar un beneficio para los accionistas. En las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las cajas rurales el planteamiento es similar, aunque la estructura de la propiedad es distinta. En las cajas de ahorro los máximos beneficiarios de la riqueza generada son los destinatarios de la obra social; en las cooperativas de crédito y cajas rurales son los socios los máximos beneficiarios de la riqueza generada.

En este contexto, para una entidad de crédito es crucial el equilibrio del trinomio rentabilidad-riesgo-liquidez: máxima rentabilidad, con un nivel de riesgo aceptable y garantizando siempre la liquidez necesaria para llevar a acabo sus operaciones (figura 2.8).

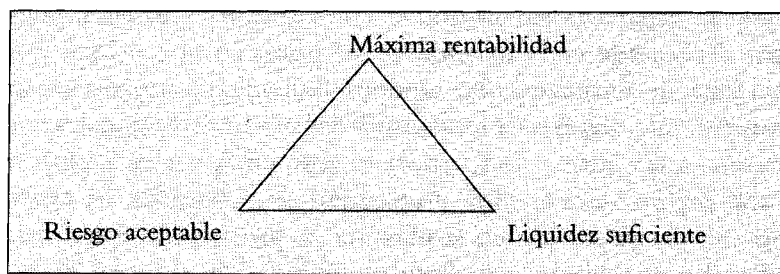


Figura 2.8. El trinomio rentabilidad-riesgo-liquidez sintetiza los objetivos de los bancos.

Como se dice más arriba, para entender la crisis financiera de 2008 hay que tener en cuenta las modificaciones que se han producido en las políticas de equilibrio entre riesgo y rentabilidad en la banca a partir del descenso de los tipos de interés del año 2001 y del incremento del dinero disponible para prestar a los clientes.

Está bastante extendida la creencia de que en el mundo de la banca es muy fácil ganar dinero. No es extraño que lo piense cualquier ciudadano cuando se publican los beneficios de la banca, puesto que suelen ser muy

elevados, al menos hasta el año 2007. Sin embargo, la cifra en valor absoluto de los beneficios hace perder de vista diversas circunstancias que explican que ganar dinero en banca no es fácil.

En primer lugar, cuando se comparan los beneficios obtenidos con el total de dinero que gestiona la entidad, sale un porcentaje muy reducido, normalmente no llega al uno por ciento. Simplificando, se podría decir que si un banco redujese en un uno por ciento el tipo de interés de todos los préstamos concedidos, ya estaría perdiendo dinero. Este porcentaje tan bajo es consecuencia de que desde hace unos años los márgenes entre préstamos y depósitos se han reducido enormemente. En segundo lugar, hay que considerar el impacto del riesgo de morosidad, que, como se expone más adelante, provoca que un banco tenga que conceder unos cien préstamos para recuperar la pérdida generada por un préstamo incobrable. En años de bonanza económica general la morosidad es muy reducida, pero esta situación puede cambiar significativamente en caso de recesión económica. Circunstancias como las anteriores explican que en países como Estados Unidos cada año cierran varios bancos.

Hay pocos sectores con una competencia tan dura como el sector financiero. En España existe un número de entidades y de sucursales muy superior al existente en la mayoría de los países europeos. Pero por otro lado, se trata de entidades con equipos humanos y organizativos muy potentes. Además, algunas de estas entidades son multinacionales con amplia presencia en otros países, especialmente en América Latina, por lo tanto, son organizaciones muy preparadas para competir. Es cierto que esto hoy en día ya sucede en la mayoría de los sectores y que nadie lo tiene fácil. En conclusión, conseguir rentabilidad en el sector de las entidades de crédito es extremadamente difícil: se necesita una gestión muy fina, con un margen muy reducido para el error, por esto los trabajadores del sector financiero tienen un nivel de estrés elevado. Pensar que los bancos y cajas atan a los perros con longanizas es más un mito que una realidad.

Volviendo al tema de la gestión del riesgo, cabe recordar que ésta tiene múltiples facetas, como son el riesgo de crédito, el riesgo de tipos de cambio y el riesgo de tipos de interés, entre otros. La crisis de las hipotecas *subprime* está relacionada básicamente con el riesgo de crédito.

El riesgo de crédito depende de la posibilidad de no recuperar el importe prestado más los intereses correspondientes. Es un tipo de riesgo

que deber ser evaluado por las entidades de crédito, pero también por cualquier empresa que venda a crédito o tenga a alguien que le debe dinero por el motivo que sea. Para las entidades de crédito es uno de los principales riesgos que hay que gestionar adecuadamente, ya que errores en la política de gestión del riesgo de crédito pueden ocasionar pérdidas difíciles de superar. Tengamos en cuenta que, por ejemplo, un comercio que venda con un margen bruto (precio de venta menos coste de la mercancía vendida) del 33%, para recuperar una venta impagada necesita hacer dos ventas del mismo importe para recuperar el coste de la mercancía vendida. En cambio, si una entidad de crédito compra el dinero al euríbor menos el 0,5% y lo vende al euríbor más el 0,5%, el margen financiero con el que trabaja es del 1%. Por tanto, para recuperar un préstamo incobrable, ha de cobrar unos cien préstamos del mismo importe: en otras palabras, una morosidad del 1% en una empresa que trabaja con un margen del 33% es muchísimo menos grave que el mismo porcentaje de morosidad para un banco, donde un 1% de morosidad hace muy difícil tener beneficios (véase la figura 2.9). Con el ejemplo expuesto se trata de entender lo crucial que es para un banco la adecuada gestión del riesgo de crédito.

También hay que tener en cuenta que la política de los supervisores de las entidades de crédito suele ser muy estricta en la mayoría de los países, ya que si un banco quiebra puede perjudicar seriamente a sus clientes particulares, familias y empresas que le han confiado sus ahorros. Por ello, cuando un banco tiene un cliente que impaga algunas cuotas de un préstamo, la normativa obliga a la entidad a dotar como pérdida la práctica totalidad del préstamo pendiente, aunque luego, al final, en caso de ejecución de las garantías, se recupere la totalidad o la mayor parte del dinero arriesgado.

Empresa comercial		
Ventas	100	— Importe de la venta a un cliente
Coste mercancía	-66,66	
Margen bruto	33,34	— Para recuperar el coste de la mercancía de una venta no cobrada de 100 euros ha de vender y cobrar 100 euros a dos clientes. Así recuperará 66,68.
Banco		
Hace un préstamo de 100, y el dinero lo compra al 3,5% y lo vende al 4,5%:		
Intereses cobrados cada año	4,5	— Intereses a percibir en un préstamo de 100 euros a un cliente
Intereses pagados cada año	-3,5	— Intereses que ha de pagar el banco para tener 100 euros y prestarlos
Margen financiero	1	— Para recuperar los 100 euros que ha prestado y que no le devuelven, ha de prestar y recuperar 100 euros a cien clientes. Así recuperará los 100 euros que ha prestado al cliente moroso.

Fuente: Amat, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Profit editorial

Figura 2.9. Ejemplo aproximado del número de clientes de los que se ha de cobrar para recuperar un cliente moroso en una empresa comercial y en un banco.

Dado el impacto que tiene el riesgo de crédito para la banca, el análisis de este tipo de operaciones es fundamental, y se concentra en aspectos como los que se describen a continuación. En algunos de ellos se apuntarán posibles cambios que se han producido en la mayoría de las entidades durante el período expansivo anterior al pinchazo de la burbuja inmobiliaria del año 2007:

- Personal: Es lo que se conoce como solvencia moral (integridad, honestidad...). Para ello es útil saber si la persona tiene un historial de cumplimiento de sus compromisos en relación con las deudas. Sobre este punto parece que en los últimos años los bancos rebajaron el perfil requerido en los destinatarios de los préstamos.
- Relación banco-cliente: Se trata de determinar si la relación mantenida hasta el presente con el banco ha sido fluida y sin problemas. Aspectos que pueden preocupar es si la empresa ha tenido descubiertos en cuenta, exceso de morosidad, falta de información, no coincidencias entre las informaciones que suministra la empresa y las declaraciones fiscales... En este apartado también ha habido relajamiento en los requerimientos de las entidades.
- Finalidad de la operación: La operación para la que se solicita el préstamo tiene que ser coherente con el tipo de empresa y su estrategia. Además, la operación ha de permitir generar el dinero que se pide de préstamo, ya que lo mejor es que sea la propia operación la que genera los recursos precisos para devolver el préstamo. La banca prefiere prestar para que la empresa realice nuevas inversiones. En cambio, muy raramente financiará para pagar deudas anteriores. Éste es otro punto en el que ha habido relajamiento, ya que parece que ha sido bastante extendida la práctica de dar préstamos con garantía hipotecaria no sólo para la compra de la vivienda, sino también para que el prestatario pueda comprar el mobiliario, el vehículo y hasta el viaje de verano.
- Importe solicitado: El importe ha de ser proporcionado con los volúmenes que tiene la empresa de capital, ventas, activos... y también ha de ser coherente con la finalidad de la operación. Los importes concedidos en los años inmediatamente anteriores al pinchazo de la burbuja inmobiliaria parece que también han sido muy superiores a los que se concedían tradicionalmente (ochenta por ciento del menor entre el valor de la tasación de la vivienda y el precio de la compraventa).
- Plazo: El plazo ha de ser coherente con el tipo de operación financiada para asegurar que el elemento financiado será capaz de generar la tesorería necesaria para devolver el préstamo. Lo deseable es financiar a largo plazo las inversiones en activo no corriente. En el caso de vi-

viendas lo normal es conceder préstamos a un plazo de quince a veinticinco años.

Sin embargo, a partir del año 2002 se generalizó la concesión de préstamos a plazos mucho mayores, llegando hasta cuarenta o cincuenta años. Por otro lado, en la financiación de grandes operaciones de empresas inmobiliarias se concedieron préstamos a plazos muy cortos. Posteriormente se analizarán los casos de Martinsa Fadesa o Habitat como ejemplos de financiaciones desequilibradas en cuanto a importes y plazos.

- Capacidad de devolución: El flujo de caja en relación con los préstamos actuales y los que se solicitan ha de ser suficiente para garantizar que la empresa o el particular podrá devolver los préstamos sin demasiados problemas. Además, la banca da mucha importancia al análisis de la solvencia y del endeudamiento. En el caso de las empresas se considera importante comparar el flujo de caja (beneficios más amortizaciones) con el importe de los préstamos pendientes más la operación solicitada. Para los particulares, la capacidad de ahorro suele cuantificarse en un 30% o 40%, aproximadamente, de sus ingresos anuales. Esto, lógicamente, puede variar en cada caso concreto.

En este punto también ha habido cambios en los últimos años, ya que la mayoría de los bancos empezaron a dar préstamos que tenían unas cuotas anuales muy superiores al treinta por ciento de los ingresos del solicitante, y se llegó hasta porcentajes del cincuenta por ciento, o más, en muchos casos.

- Compensaciones: La empresa puede contribuir a que el banco reduzca su riesgo y aumente su rentabilidad ofreciéndole compensaciones como depósitos o imposiciones a plazo fijo, la domiciliación de nóminas, pago de impuestos, de importaciones...
- Rentabilidad de la operación: Los intereses, comisiones y compensaciones han de garantizar la rentabilidad de la operación, y deben ser coherentes con el nivel de riesgo asumido.

En los últimos años, una forma de compensar el mayor riesgo con el que se estaba operando era incrementar el diferencial de interés de los préstamos concedidos. A muchos clientes esto no les preocupaba excesivamente en los años en que los tipos de interés eran muy bajos. En cambio, cuando los tipos de interés empezaron a subir, la situación

comenzó a ser insostenible para los clientes con menores niveles de renta, lo que provocó más morosidad.

- Garantías: La mejor garantía para una operación es que la empresa tenga capacidad de devolución, pero igualmente la banca suele minimizar el riesgo reforzando las garantías con hipotecas, avales... Además, en el contrato de préstamo se pueden incluir cláusulas adicionales que protejan al banco ante cambios producidos en temas como el endeudamiento, los beneficios u otras variables. A veces estas cláusulas permiten al banco rescindir el préstamo ante ciertas eventualidades. En el caso de las hipotecas, y muy por encima del precio de la compraventa, también es fundamental la tasación de la vivienda, ya que en caso de impago del préstamo el banco podrá quedarse la vivienda como garantía.

En los años inmediatamente anteriores al pinchazo de la burbuja inmobiliaria fue habitual en muchas entidades la aceptación de tasaciones algo hinchadas, y muy por encima del precio de la compraventa, con lo que se incrementa el riesgo de perder dinero en caso de impago y de que se tenga que subastar la vivienda para recuperar el préstamo impagado. Un tema pendiente es la valoración del papel de las sociedades de tasación en todo esto.

En diciembre de 1987 los bancos centrales consensuaron el «Acuerdo de Basilea», que refuerza la capitalización de los bancos y los requisitos de las políticas de riesgo con el objetivo de evitar crisis bancarias. Sin embargo, como se ha señalado en los apartados anteriores, la realidad de los hechos está demostrando que todas estas nuevas regulaciones no han evitado una relajación en las políticas crediticias y de riesgo de las entidades financieras.

2.4. LAS HIPOTECAS SUBPRIME EN ESTADOS UNIDOS Y EN ESPAÑA

Como ya se ha recordado, la relajación de la política monetaria aumentó el dinero disponible en la banca y contribuyó a reducir los tipos de interés. El enfoque bancario tradicional de la banca con las hipotecas siempre había sido conservador, en general, ya que el nominal del préstamo raras

veces superaba el ochenta por ciento del valor de tasación del inmueble o el importe de la compraventa y las cuotas a pagar cada año representaban, como máximo, alrededor del 30% o del 40% de los ingresos del solicitante. Además, los que recibían hipotecas eran clientes que gozaban de una buena calificación crediticia (*rating*) basada en la previsión de los ingresos (contratos de trabajo estables, buen historial de relaciones con la banca...).

Sin embargo, la necesidad de conceder más préstamos y la confianza en que el mercado inmobiliario seguiría subiendo indefinidamente relajaron los criterios de concesión de hipotecas. Las hipotecas *subprime* (véase la figura 2.10) se caracterizan por tener un importe que supera el 85% o el 90% del valor de tasación, lo que incrementa el riesgo en caso de que los precios del mercado inmobiliario bajen. Además, las cuotas anuales de estos préstamos superan el 50% o el 55% de los ingresos del cliente. Suelen ser préstamos a tipo de interés variable, por tanto, en caso de subida de tipos de interés la capacidad de devolución puede verse muy mermada. Por si lo anterior fuera poco, los clientes que reciben este tipo de hipotecas cuentan con una baja calificación crediticia por su historial de relaciones con la banca y su situación profesional (contratos basura, desempleados...).

Estas hipotecas han recibido el nombre también de préstamos NINJA (del inglés, *No income, no job, no assets*; o sea, «Sin sueldo, sin trabajo, sin activos», término acuñado por el profesor Leopoldo Abadia).

El crecimiento exponencial de las hipotecas *subprime* elevó considerablemente el riesgo con el que estaban operando los bancos. En este punto vale la pena incidir en que el fenómeno de las hipotecas *subprime* no se localiza exclusivamente en Estados Unidos, ya que en España y otros países europeos también se han concedido muchas hipotecas rebajando las exigencias de riesgo y a clientes con menores calificaciones crediticias.

PRIME	SUBPRIME
Préstamo <80% Valor vivienda	Préstamo >90% Valor vivienda
Pagos <30% Ingresos	Pagos >55% Ingresos
Buen rating	Rating bajo
	Altos tipos de interés

Figura 2.10. Diferencias entre hipotecas *prime* y *subprime*.

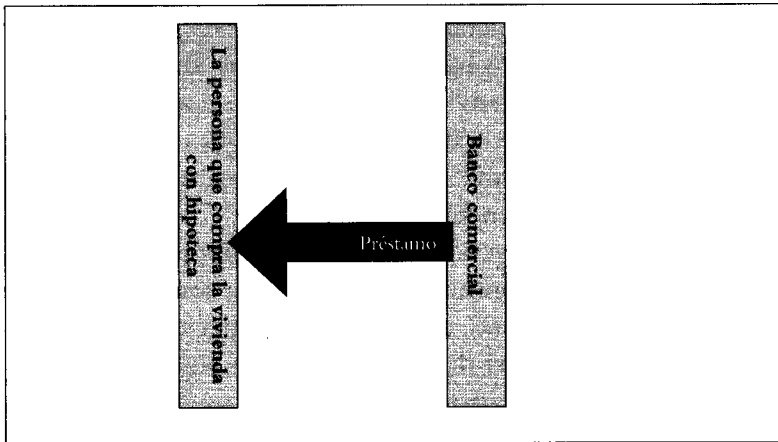


Figura 2.11. Relación tradicional entre cliente y banco en los préstamos hipotecarios.

En el caso de Estados Unidos, adicionalmente se produjeron otras circunstancias que contribuyeron a agravar la situación. El planteamiento tradicional de las hipotecas en las que el banco se relacionaba directamente y sin intermediarios con el cliente (figura 2.11), empezó a cambiar con la aparición de vendedores de hipotecas que cobraban comisión por cada operación realizada (figura 2.12). Esta circunstancia contribuyó a relajar los estándares de riesgos de la banca.

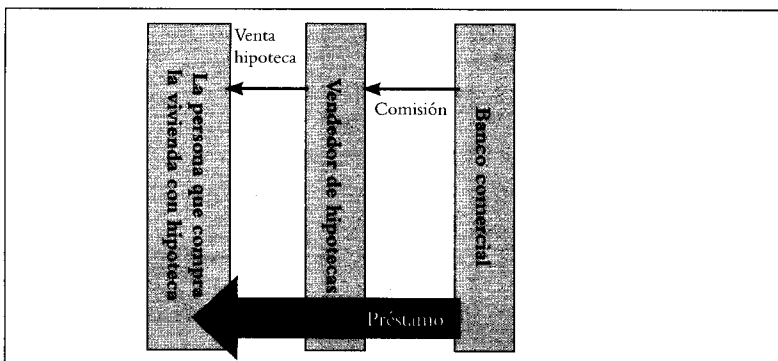


Figura 2.12. Aparición de los vendedores de hipotecas a comisión.

Lo anterior fue acompañado de un relajamiento (proceso de desregulación) de las autoridades monetarias que no evitó una profusión de instrumentos financieros derivados basados en hipotecas. Estos instrumentos se enmarcan en el proceso de titulización (del inglés, *securitization*), y a través de su utilización el banco vende el derecho de cobro del préstamo a otra entidad, normalmente un banco de inversión, que a su vez emite unos títulos que posteriormente venderá a los inversores.

De esta forma el banco que ha concedido la hipoteca al cliente transfiere los riesgos, y puede continuar concediendo préstamos y volviéndolos a vender. En otras palabras, cuando una persona solicita un préstamo en una entidad financiera, el flujo de dinero que suponen las amortizaciones del préstamo se va repartiendo a través de un conjunto de entidades. Normalmente, el banco que ha concedido la hipoteca mantiene la gestión del préstamo, de modo que el cliente no suele llegar a percibir este proceso directamente.

Para exponerlo de forma gráfica seguidamente se acompañan unas figuras. El primer tipo de derivado se produce cuando el banco que concede la hipoteca la revende a un banco de inversión (véase la figura 2.13). Éste, a su vez, la revende con un paquete de otras hipotecas a otros bancos e inversores. Para dar solvencia a estos paquetes de hipotecas (*Collateral Debt Obligations*), una parte creciente de las cuales eran *subprime*, se solicitaban informes a las agencias de *rating*, que las calificaban con muy buenas evaluaciones (véase la figura 2.14).

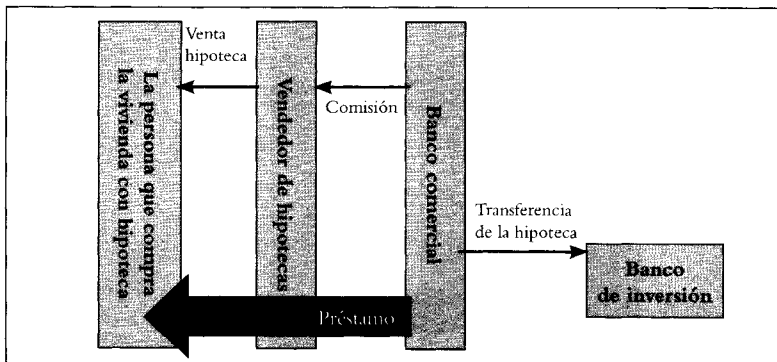


Figura 2.13. Generación de productos financieros derivados basados en las hipotecas.

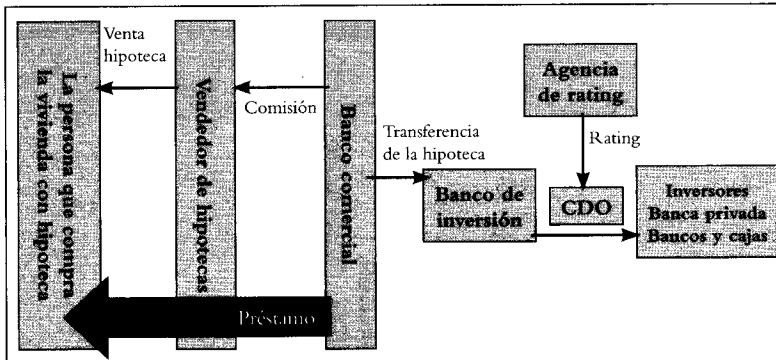


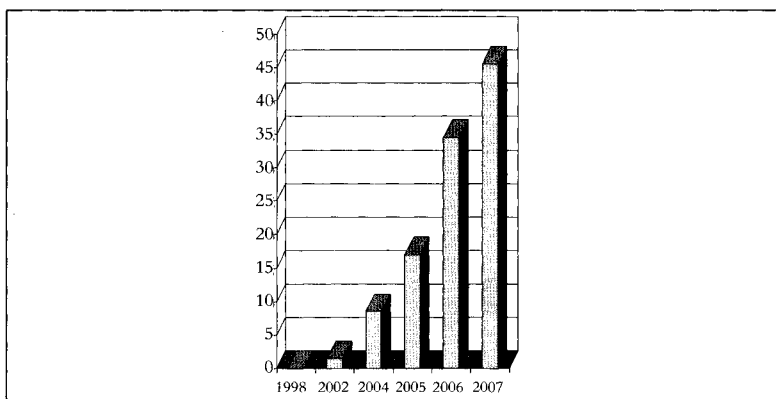
Figura 2.14. Profusión de CDO (derivados basados en derivados basados en hipotecas).

Otro tema a analizar son las causas que han favorecido el crecimiento de los derivados basados en estas hipotecas. Seguramente se trata de una problemática con muchas causas; entre ellas podríamos destacar la moda predominante en el mundo de las finanzas de innovar con productos sofisticados que a menudo escapan de la capacidad de comprensión de las personas que los comercializan y de las que los compran. Desde hace años estoy convencido de que cuando los productos financieros derivados se empiezan a sofisticar no son posibles de comprender por la mente humana. Tal y como ya se ha señalado anteriormente, se han producido muchas quiebras de bancos (Banco Barings, por ejemplo) o pérdidas multimillonarias (Société Générale, por ejemplo) por operar con este tipo de productos.

Sin duda, cuando un instrumento derivado se utiliza para cubrir un riesgo y se plantea de tal forma que es de fácil comprensión, no tiene un mayor problema. La dificultad viene cuando el derivado es objeto de diversas operaciones cruzadas que nadie entiende. Lo que acostumbra a pasar en muchos consejos de administración, es que si uno no entiende estos productos, no diga nada por temor a quedar como un inculto².

A partir del año 2004 estos productos derivados basados en hipotecas, que en parte eran de muy baja calidad o *subprime*, crecieron vertiginosamente (véase la figura 2.15).

2. Hace unos años el autor de este libro era miembro del consejo de administración de una empresa que empezó a especular con productos derivados sofisticados (futuros, opciones...). Como no entendió bien la operativa que expuso el director financiero, optó por causar baja en dicho consejo ante la inseguridad que daba el que la entidad hubiese decidido operar con estos productos.



Fuente: Bloomberg

Figura 2.15. Crecimiento de los derivados basados en hipotecas (*Collateral Debt Obligations*). Datos en trillones de dólares.

2.5. LAS AGENCIAS DE RATING

En lo que llevamos de crisis ha habido un cambio cualitativo cuando se habla de responsabilidades. En el momento que se produjeron los escándalos contables del año 2001, los que recibieron muchas críticas fueron los auditores, y hasta se llegó a la desaparición de una de las grandes auditoras: Arthur Andersen, que curiosamente dos años después fue declarada no culpable por el juez que la juzgó por los hechos de Enron.

En cambio, en la crisis de 2007 y 2008 quienes están recibiendo las críticas por el trabajo mal hecho son las agencias de *rating*, ya que eran las que calificaban los productos financieros basados en hipotecas, y también a los bancos que las emitían.

Las agencias de *rating* cumplen un papel fundamental en el proceso de desintermediación del crédito y de desarrollo de los mercados de capitales. Deben dar seguridad a inversores evaluando la capacidad de un deudor de cumplir con sus obligaciones. Las agencias de *rating* elaboran informes independientes sobre el riesgo de invertir en empresas, organizaciones y administraciones públicas.

Las principales agencias se crearon en 1922 (Moody's Investors Service) y en 1941 (fusión de Standard Statistics Bureau y Poor's Publishing Company, que dio origen a Standard & Poor's).

Para elaborar sus informes, las agencias de *rating* hacen diversos tipos de análisis. Por ejemplo, para calificar a una empresa evalúan aspectos estratégicos y operativos (riesgo del sector, cuota de mercado, perspectivas de futuro, éxito en los procesos de innovación para defender y ampliar su cuota de mercado, ventajas competitivas de la empresa...). También evalúan los estados financieros para determinar la posibilidad que tiene una empresa de conseguir financiación adicional en caso necesario, en forma de deuda, capital o vendiendo activos no necesarios para su actividad. Otros aspectos analizados son las contingencias que pueden suponer pérdidas y deudas en el futuro (juicios pendientes, reclamaciones de clientes...), el margen que obtiene la empresa y la capacidad de devolución de los pagos de deuda:

$$\text{Capacidad de devolución de los pagos de deuda} = \frac{\text{BAII}}{\text{(Pago anual de préstamos e intereses)}}$$

Las agencias Moody's y Standard & Poor's clasifican de forma diferente sus informes de *rating* en función de los niveles de riesgo (véase la figura 2.16). Otras agencias que hacen informes de *rating* son Duff & Phelps Credit Rating Co. y Fitch Investors Services. Los informes se hacen normalmente para evaluar los distintos tipos de deuda que tiene una empresa (a corto y a largo plazo). Las calificaciones se hacen generalmente mediante letras (AAA, AA, A, BBB...) para emisiones de deuda de largo plazo, y con números para deuda de corto plazo (1, 2, 3, 4...). Los *ratings* que se incluyen en la figura 2.16 pueden elevarse o reducirse algo añadiendo el signo (+) o (-). Por ejemplo, en el caso de Standard & Poor's el rating AA+ es de mejor calidad que el de AA, o que el AA-.

Agencia de <i>rating</i>	Tipos de informes	<i>Rating</i>
Moody's	Deuda a corto plazo	<p>Preferente 1. Capacidad máxima de pago. Empresa que se caracteriza por ser líder en un sector con muy buenas perspectivas, muy capitalizada, rentable y con gran capacidad de devolución de préstamos.</p> <p>Preferente 2. Capacidad elevada de pago. Muy similar a la anterior pero no tan favorable.</p> <p>Preferente 3. Capacidad aceptable de pago. Menos favorable que la anterior a causa de que el sector y la empresa tienen expectativas menos claras.</p> <p>No preferente. Empresa que supone un riesgo elevado.</p>
Moody's	Deuda a largo plazo	<p>Aaa. Deuda de máxima calidad, ya que tiene la máxima seguridad de que se podrán atender los pagos del principal e intereses.</p> <p>Aa. Deuda de alta calidad, pero se trata de una empresa en la que los beneficios pueden variar más.</p> <p>A. Deuda de calidad media/media alta. De todas formas, la probabilidad de pago de principal e intereses de la deuda es elevada.</p> <p>Baa. Deuda de calidad media. A largo plazo la empresa afronta incertidumbres significativas, lo que hace que sea una inversión algo especulativa.</p> <p>Ba. Deuda de calidad media/media baja. Menos probabilidad de que la empresa pueda pagar el principal de la deuda y los intereses.</p> <p>B. Deuda de calidad media baja.</p> <p>Caa. Deuda de calidad baja. Es posible que una pequeña parte de la deuda ya esté en situación de morosidad.</p> <p>Ca. Deuda muy especulativa. Una parte significativa de la deuda está en situación de morosidad.</p> <p>C. Es el <i>rating</i> más bajo. Probabilidad muy reducida de que la deuda pueda ser pagada.</p>

Continúa en la página siguiente

Standard & Poor's	Deuda a corto plazo	<p>A-1. Mejor categoría.</p> <p>A-2. No tan buena como la anterior, pero sigue siendo un buen <i>rating</i>.</p> <p>A-3. Capacidad adecuada de pago de la deuda, pero se trata de una empresa más vulnerable que las anteriores.</p> <p>B. La probabilidad de que la empresa atienda los pagos en concepto de deuda es menor.</p> <p>C. La capacidad de pago de la deuda es dudosa.</p> <p>D. La deuda está en situación de morosidad.</p>
Standard & Poor's	Deuda a largo plazo	<p>AAA. Mejor categoría.</p> <p>AA. Muy similar a la categoría anterior, pero ligeramente menos buena.</p> <p>A. La capacidad de pago de la deuda sigue siendo elevada, pero la empresa es más vulnerable a incertidumbres sobre el futuro.</p> <p>BBB. Las incertidumbres sobre el futuro podrían dificultar el pago de la deuda.</p> <p>BB. Igual que la anterior, pero con menor probabilidad de pagar la deuda.</p> <p>B. Igual que la anterior, pero con menor probabilidad de pagar la deuda.</p> <p>CCC. La empresa tiene una vulnerabilidad elevada y depende de si la economía evoluciona favorablemente para poder atender sus compromisos de deuda.</p> <p>CC. Deuda que es subordinada de otra deuda que ha sido calificada con CCC.</p> <p>C. Deuda que es subordinada de otra deuda que ha sido calificada como CCC-.</p> <p>C1. Deuda de la que la empresa no puede pagar los intereses.</p> <p>D. La empresa está en suspensión de pagos o quiebra.</p>

Figura 2.16. *Ratings* de Moody's y Standard & Poor's.

Cuando un inversor está interesado en conocer el nivel de riesgo de una determinada inversión puede acceder a los informes de las agencias. A modo de ejemplo, se acompañan las calificaciones crediticias de una emisión de obligaciones de una caja de ahorros, que pueden considerarse como bastante favorables:

RATINGS

El emisor tiene asignadas las siguientes calificaciones crediticias (opinión que predice la solvencia de la entidad, de una obligación, de un valor de deuda o similar, o de un emisor de dichos valores, en base a un sistema de calificación previamente definido) por las agencias de calificación de riesgo crediticio, todas de reconocido prestigio internacional:

Agencia de Calificación	Fecha última revisión	Largo plazo	Corto plazo	Perspectiva
Moody's	Julio 2008	Aa2	P-1	Estable
Standard & Poor's	Agosto 2008	A+	A1	Positiva

Las calificaciones no significan una recomendación por parte de las agencias para comprar o vender un título, pero, al igual que la auditoría de cuentas, se trata de una opinión independiente que da, o debería dar, una cierta garantía sobre la calidad de una inversión. El principal problema que tienen estas calificaciones es que la responsabilidad de las agencias está muy limitada, por tanto, se puede dar la circunstancia de que quiebre un banco que hasta muy pocos días antes contaba con la máxima calificación de la agencia de *rating*, y la agencia no responde de este error de calificación.

Esto es lo que ha ocurrido con los productos derivados basados en hipotecas *subprime*, ya que gozaban de calificaciones AAA o AA de las agencias de *rating*. Esto despistó gravemente a los inversores que confiaron en la calidad de las calificaciones de *rating*.

Dado que en la actualidad, desde muchos ámbitos, se está cuestionando el papel de las agencias de *rating* en la crisis de las hipotecas *subprime*, es posible que se produzca algún cambio en la regulación de estas entidades.

2.6. BURBUJA INMOBILIARIA

Los bajos tipos de interés que provocaron una espiral de aumento de los precios del mercado inmobiliario, junto con el creciente peso de las hipotecas *subprime*, empezaron a alimentar la burbuja inmobiliaria. En este contexto la inflación empezó a descontrolarse a causa del incremento de los precios del petróleo y de otras materias primas, acompañado del recalentamiento de la economía. El consumo empezó a acelerarse también, animado, entre otros motivos, por el efecto riqueza, que es el que hace que el propietario de una vivienda se sienta más rico por el hecho de que el valor de la misma está subiendo, aunque sea su vivienda habitual y no tenga intención de venderla.

La subida de la inflación hizo que las autoridades monetarias empezaran a incrementar los tipos de interés (figura 2.17). Esta subida de los tipos de interés encareció de forma inmediata los préstamos a interés variable, o sea, a la mayoría de las *subprime*, y provocó una caída del precio de la vivienda (figura 2.18). En Europa se produjo también un crecimiento de la inflación (figura 2.19).

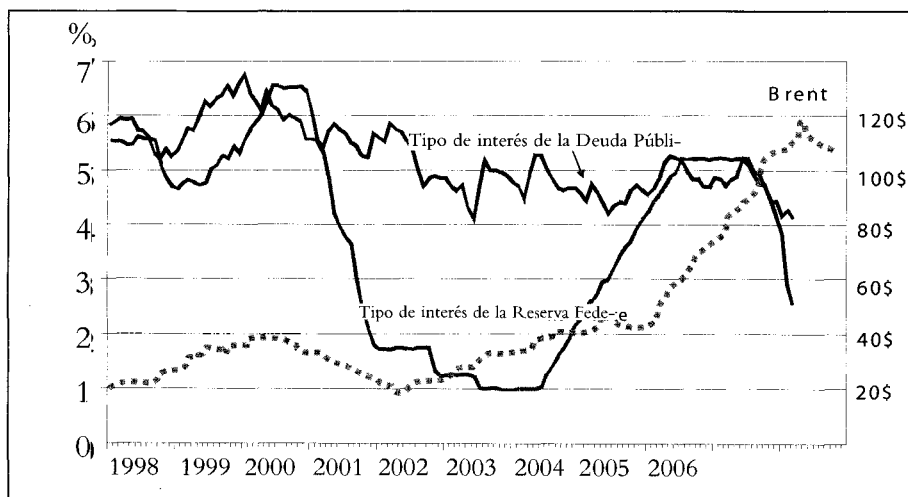
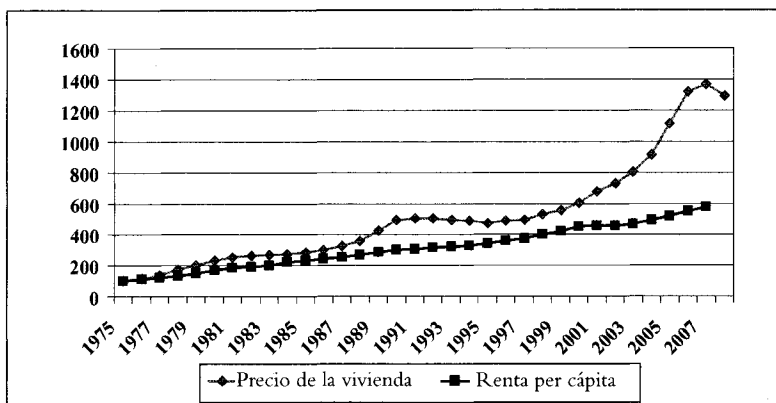
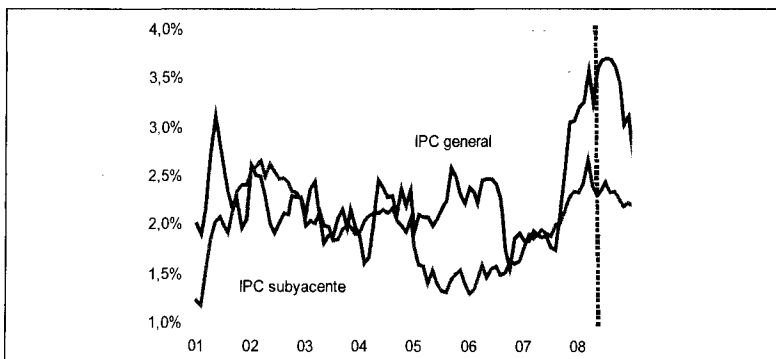


Figura 2.17. Elevación de los tipos de interés en Estados Unidos a partir de 2004 como medida para controlar la inflación.



Fuente: Office of Federal Housing Enterprise Oversight; US Bureau of Economic Analysis

Figura 2.18. Evolución del precio de la vivienda y de la renta per cápita en Estados Unidos.



Fuente: AFI

Figura 2.19. Evolución de la inflación en Europa.

2.6.1. A primeros de 2007 empiezan las dudas en el mercado inmobiliario

Realmente la vivienda llegó a unos precios estratosféricos, y esto puso las cosas muy difíciles a mucha gente, especialmente a los jóvenes. Seguramente se llegó a una situación éticamente discutible, pero la culpa no fue solamente de los gobernantes sino de todos, de los propietarios, de los intermediarios y de todos los que intervinieron en el proceso.

En España las causas de la subida fueron diversas, como se ha ido señalando en páginas anteriores. Por una parte, en los últimos años hubo unos cambios en la población que hicieron aumentar considerablemente la demanda de vivienda. Se trata de fenómenos como la llegada de millones de inmigrantes, el incremento en el número de divorcios y otras situaciones familiares nuevas. También hubo una gran demanda por parte de extranjeros, sobre todo europeos, que invirtieron en viviendas. Por otra parte, el entorno macroeconómico de bonanza y de tipos de interés bajos que fomentaron la subida espectacular del precio de la vivienda. Con tipos de interés bajos, una persona puede pagar un préstamo más alto gracias a que la parte que paga de intereses es más baja. A partir del año 2007 parecía que algunas de las causas que hicieron crecer el precio seguían muy dinámicas; por ejemplo, el incremento en el número de inmigrantes y las nuevas situaciones familiares. Por otra parte, la economía seguía yendo bien, y el Gobierno preveía que 2007 fuera un buen año a nivel económico. Pero empezaron a aparecer otros factores que podían frenar el incremento del precio. En primer lugar, el precio de la vivienda ya era muy elevado, y por encima del que había en muchos países europeos con economías incluso más ricas que la española. La demanda de vivienda por parte de extranjeros que compran viviendas como inversión se empezó a reducir. Algunos de los nuevos países de la Unión Europea eran ya más interesantes para este tipo de inversión. Los tipos de interés, aún siendo todavía bajos, habían subido mucho, y en dos años se doblaron y apuntaban al cuatro por ciento. Esto redujo el importe de las cuotas que podían pagar los compradores. En otros países, como Estados Unidos, se empezaron a producir reducciones de precio en determinadas zonas, y se temían caídas más significativas.

Conclusión: había demasiados factores que impulsaban el precio a la baja, se tardaba más en vender los pisos y algunas inmobiliarias empezaban a hacer rebajas de precio y a dar regalos para incentivar a los compradores. Un informe del Banco de España concluía que la vivienda estaba sobrevalorada en más de un treinta por ciento.

2.6.2. A principios de 2008 se confirma el pinchazo de la burbuja inmobiliaria

A principios de 2008 ya se empezaba a hacer evidente el pinchazo de la burbuja especulativa de la vivienda en los últimos años. En esos momentos los análisis hacían consideraciones como las siguientes:

Sobre el precio había varios factores a tener en cuenta. Primero, el precio de la vivienda seguía siendo muy alto a pesar de haber bajado algo. Hacía más de tres años que instituciones como el Banco de España o el Fondo Monetario Internacional informaban de que, según sus estudios, la vivienda estaba muy sobrevalorada. En segundo lugar, los precios no eran asumibles para la mayoría de las personas que necesitaban comprar, sobre todo teniendo en cuenta que los tipos de interés no podían bajar demasiado mientras no estuviese controlada la inflación. Además, los que querían comprar estaban convencidos de que el precio debía bajar, o sea, que esperarían hasta que los precios fueran más asequibles. En tercer lugar, los que tenían viviendas por vender no las estaban vendiendo, y la mayoría de los promotores tenían prisa porque pagaron mucho por los terrenos y estaban muy endeudados.

En algunas zonas de España la venta de viviendas empezó a caer más del cuarenta y cinco por ciento. Si no vendían rápido tendrían problemas para devolver los préstamos y harían suspensión de pagos, como empezó a pasar con muchas promotoras. En definitiva, se empezaba a vislumbrar que el precio de la vivienda debería tener un recorte de entre el veinte y el treinta por ciento de los precios máximos a los que se llegó en 2007.

El segundo interrogante era cuánto duraría la crisis de la vivienda. Dado que los que quieren comprar no lo harán hasta que no bajen de manera significativa los precios, y los que quieren vender se resisten a bajar precios, la agonía se puede alargar bastante. Algunas empresas del sector ya han hecho suspensión de pagos; otras están a punto de hacerlo. La morosidad en las entidades de crédito se ha doblado en los últimos doce meses, y está aumentando el desempleo. El gobernador del Banco Central Europeo dijo a mediados de 2008 que los bancos deberían informar del impacto de la crisis hipotecaria. Si el gobernador hace este comentario quiere decir que cree que hay entidades que, por el momento, no han informado adecuadamente de cómo les afecta este asunto. Por lo tanto, todavía queda alguna mala noticia por conocer. El mercado de la vivienda no es como la bolsa, que puede subir o bajar mucho en pocas sesiones. La vivienda se mueve en un mercado más rígido, en el que al vendedor le cuesta bajar el precio.

2.6.3. A finales de 2008 la vivienda sigue bajando

Un año después del pinchazo de la burbuja inmobiliaria los precios de la vivienda han bajado alrededor de un diez por ciento en promedio. La subida de los tipos de interés —que se doblaron en los dos años anteriores— hace que los precios de la vivienda sigan siendo prohibitivos para la mayoría de los compradores. Lo peor de todo esto es que la inflación está descontrolada, entre otros motivos por la subida de los precios de ciertos productos, como el petróleo, por ejemplo. Como el mercado espera que los precios de la vivienda todavía bajen más, las ventas de pisos se hundan y no levantarán la cabeza mientras no tengan recortes más importantes. Los recortes adicionales se deben producir, porque muchas empresas inmobiliarias no podrán aguantar demasiado tiempo más sin vender el stock de pisos que tienen. En España se habla de un stock de pisos en venta de más de un millón de viviendas. Quienes lo tienen mejor son las empresas inmobiliarias que están poco endeudadas y cuentan con capitales propios suficientes para aguantar la tormenta. A menudo se dice que esta recesión durará poco más de un año, pero todos los indicios hacen pensar que, como mínimo, durará unos tres años. Se necesita tiempo para que los que quieren vender los pisos bajen los precios en un treinta por ciento como mínimo. Y también los compradores necesitan ver que la bajada se estabiliza, puesto que, si no, esperarán para comprar más barato.

Por otra parte, a finales de 2008 se empieza a producir un hecho que puede promover una bajada de los tipos de interés. Se trata de la disminución de la inflación provocada, entre otros temas, por la caída en el precio del petróleo. Esto permitiría que las hipotecas fueran más asumibles para los compradores de pisos.

2.7. MODELOS DE NEGOCIO DE LAS INMOBILIARIAS: DE ASTROC A MARTINSA FADESA

El pinchazo de la burbuja inmobiliaria provocó un seísmo en el sector, agravado por el elevado apalancamiento de la mayoría de las inmobiliarias. Este seísmo está provocando una cadena de concursos de acreedores, quiebras y cierres de empresas en el sector. Veamos un par de ejemplos:

El colapso de ASTROC

En abril de 2007 se produjo una bajada muy importante en la bolsa española, impulsada por el hundimiento de algunos valores inmobiliarios, sobre todo los de la empresa valenciana Astroc. Sus acciones, que valían 75 euros a principios de año, bajaron hasta dieciséis euros en pocos meses. Astroc es una empresa creada en el año 1999 por Enrique Bañuelos, que se dedica fundamentalmente al desarrollo de suelo para proveer a otras promotoras inmobiliarias. Cuando empezó a cotizar en bolsa, en el año 2006, sus acciones se vendían a seis euros, pero a finales de 2006 ya se cotizaban a 75 euros. El precio de las acciones creció tanto que a finales de 2006 era 66 veces el valor según los libros. El propio Bañuelos dijo que este precio estaba sobrevalorado, y esto no lo acostumbra a decir nunca el máximo mandatario de una empresa, aunque lo piense. El señor Bañuelos también reconoció que la empresa debería explicar mejor su modelo de negocio con objeto de que los inversores lo pudieran entender. Todo esto hace ver claro que la subida del precio de la acción de Astroc fue un caso claro de especulación y de irracionalidad del mercado que actuaba pensando que los precios de las viviendas seguirían subiendo siempre hasta el infinito. Pasa a menudo, y la historia de la bolsa está llena de estas situaciones.

Martinsa Fadesa: malabarismos contables

A principios del verano de 2008 Martinsa Fadesa presentó el concurso de acreedores —o suspensión de pagos, como se decía antes— más grande de la historia de España. Las deudas pendientes ascienden a más de ocho mil millones de euros. Martinsa Fadesa es la empresa resultante de la compra, por parte de Martinsa, del gigante inmobiliario Fadesa. Esta compra se produjo en 2007, cuando Fernando Martín, principal accionista de Martinsa, compró Fadesa. La operación es un ejemplo de lo que se debe hacer para hundir una empresa. Si analizamos la operación veremos que se repite el patrón de toda una serie de operaciones que han acabado mal: Astroc, Habitat, Colonial...

Una empresa grande (Fadesa) es adquirida por una empresa muy pequeña (Martinsa). En el momento de la compra los activos de Martinsa estaban valorados en 842 millones de euros, y tras la compra de Fadesa aumentaron hasta 9.581 millones de euros.

¿De dónde salió el dinero para financiar esta operación? Casi exclusivamente de la banca.

¿A qué plazo se debían devolver estos préstamos bancarios? La mayor parte antes de un año.

¿En qué momento se compraron los inmuebles? En el momento más alto de la burbuja inmobiliaria. Dado que la burbuja inmobiliaria ha pinchado y la recuperación va para largo, Martinsa Fadesa no ha podido devolver los préstamos, ha interrumpido casi todas las promociones que tenía en curso y ha dejado colgados a centenares de acreedores y clientes. La única ventaja de todo esto es que quizá se frenará el macroproyecto, tipo Marina d'Or en Oropesa, que Martinsa Fadesa quería hacer en la Vall Fosca de Lleida. Este proyecto implica transformar una zona de gran belleza natural en un enjambre de construcciones.

Hasta aquí todo lo que ha pasado era previsible. Lo mismo irá ocurriendo a aquellas empresas que hayan financiado crecimientos faraónicos con endeudamiento a corto plazo y comprando los inmuebles a precio de oro. En este caso hay problemas adicionales: cuando en julio de 2008 presentó los libros de contabilidad, Martinsa Fadesa dijo que sus activos estaban valorados en 10.804 millones de euros, de acuerdo con una valoración hecha por la consultora Richard Ellis. Con esta valoración la empresa demostraba que tenía recursos propios suficientes para atender sus compromisos, y así se evitaba la declaración de quiebra y la liquidación de la empresa. Lo que no dijo Martinsa Fadesa es que esta valoración fue realizada en el mes de diciembre de 2007. Dada la fuerte bajada de los precios de los inmuebles, parece ser que el valor actual de los activos es de la mitad, y esto querría decir que los activos son muy inferiores a las deudas y que la empresa está en situación de quiebra. En agosto de 2008 Martinsa Fadesa comunicó a la CNMV que cometió un error.

En diciembre de 2008 los administradores de Martinsa Fadesa hicieron público que esta empresa obtuvo beneficios en 2007 gracias a revalorizaciones injustificadas de terrenos que superaban el 19.000%.

Los ejemplos expuestos son una muestra de la forma habitual de operar de muchas empresas del sector. Proyectos faraónicos financiados con deuda, en su mayor parte a corto plazo. El modelo funcionó bien hasta el pinchazo de la burbuja, ya que la caída de los precios de los inmuebles hizo imposible poder devolver la deuda, lo que generó muchas suspensiones de pagos y quiebras.

2.8. CRISIS FINANCIERA

El pinchazo de la burbuja inmobiliaria ha hecho aumentar de forma exponencial la morosidad, especialmente agravada por el peso de las *subprime*. En la figura 2.20 se puede comprobar la evolución del porcentaje de préstamos impagados. En el caso de las *subprime* con interés variable el porcentaje se situó en el 26,09%, lo cual es demoledor para las entidades afectadas.

Se calcula que en Estados Unidos hay unos ochenta millones de viviendas, de los cuales veinticinco millones ya están pagadas, cincuenta y un millones tienen hipotecas que se están pagando con regularidad y cuatro millones tienen problemas de impago.

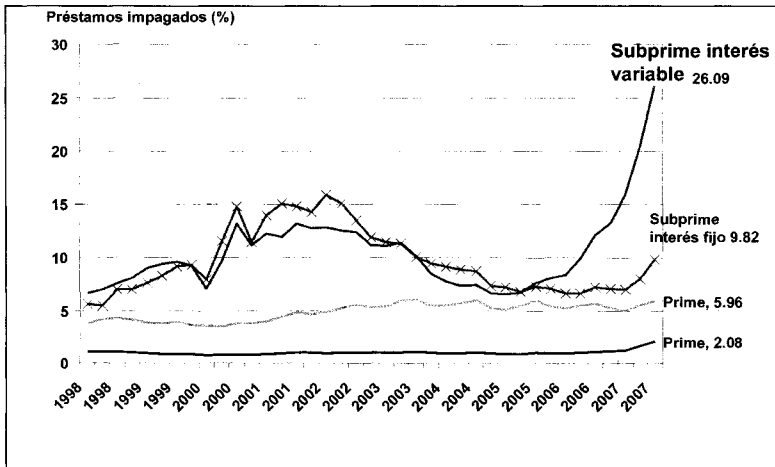
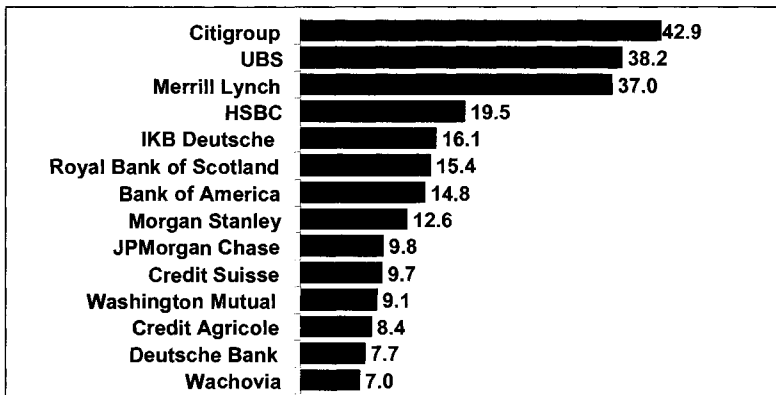


Figura 2.20. Evolución de los préstamos impagados en Estados Unidos por trimestres.

Los impagados de préstamos hipotecarios empezaron a perjudicar gravemente a las cuentas de resultados de la banca norteamericana y europea (véase la figura 2.21) y esto tuvo un reflejo inmediato en las cotizaciones de estas entidades en bolsa (véase la figura 2.22).

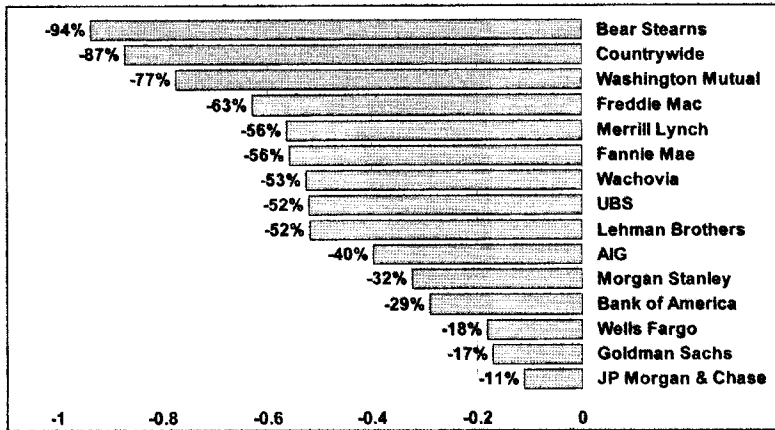


Fuente: Bloomberg

Figura 2.21. Pérdidas provocadas por las *subprime* en la banca (miles de millones de dólares) hasta mayo de 2008.

Además del problema de la morosidad, la banca está teniendo otro problema relacionado con el riesgo de liquidez, ya que los activos y los pasivos de los bancos presentan en algunas entidades ciertos desequilibrios. Por ejemplo, el banco inglés Northern Rock prestaba a largo plazo (concediendo hipotecas) y se endeudaba a corto en el mercado interbancario, cuyo tipo de interés había alcanzado el nivel más alto en nueve años. Como consecuencia, estaba comenzando a sufrir un grave problema de liquidez. A pesar de que tenía activos inmobiliarios por valor de 200.000 mil millones de dólares, era incapaz de atender las demandas de los clientes, que, movidos por los rumores de insolvencia y temerosos de perder sus ahorros, se presentaban presurosos en las oficinas del banco con la intención de retirar todos sus depósitos. Al final el banco tuvo que ser intervenido por el Gobierno británico.

Dado que situaciones como la descrita se repitieron con una cierta frecuencia, los mercados bursátiles se empezaron a hundir (véase la figura 2.23).



Fuente: Bloomberg

Figura 2.22. Caída de las cotizaciones de la banca a consecuencia de las pérdidas provocadas por las *subprime* (de diciembre de 2007 hasta mayo de 2008).

Un aspecto que ha perjudicado a muchos bancos es su excesivo apalancamiento (endeudamiento) ya que sus fondos propios son demasiado reducidos. Por ejemplo, Lehman Brothers tenía un capital propio de sólo el 3% de sus activos totales. En España, afortunadamente, este porcentaje es mucho mayor ya que ronda el 10% en la mayoría de entidades de crédito.

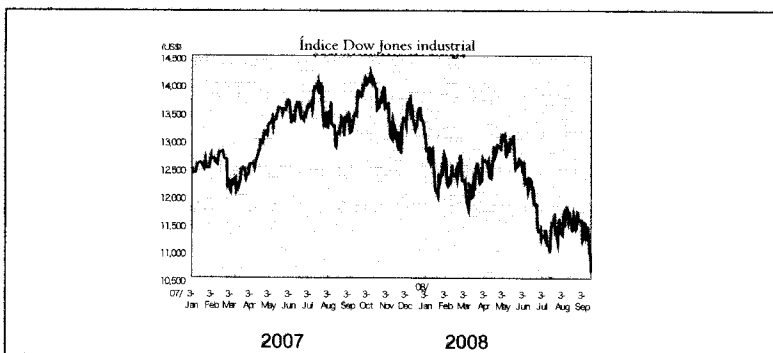


Figura 2.23. Evolución de la bolsa de Nueva York en 2007 y 2008.

2.8.1. Efectos de las *subprime* y de los derivados financieros

Cuando en 2006 estalló en Estados Unidos la crisis de las hipotecas de alto riesgo y de los derivados, en España y en Europa se decía que esto no afectaría a la banca. Poco después se empezaron a producir las primeras quiebras de entidades financieras europeas, como el Northern Rock británico. Mientras tanto el Banco de España seguía afirmando que aquí no pasaría nada. Sin embargo, a primeros de 2007 Gaesco hizo público que la volatilidad de los mercados financieros internacionales ya le había generado, por el momento, unas pérdidas de cuarenta millones de euros, que no es poca cosa, puesto que representaba el beneficio obtenido en los últimos nueve años.

El caso de Gaesco está relacionado con las pérdidas producidas por especular con derivados financieros.

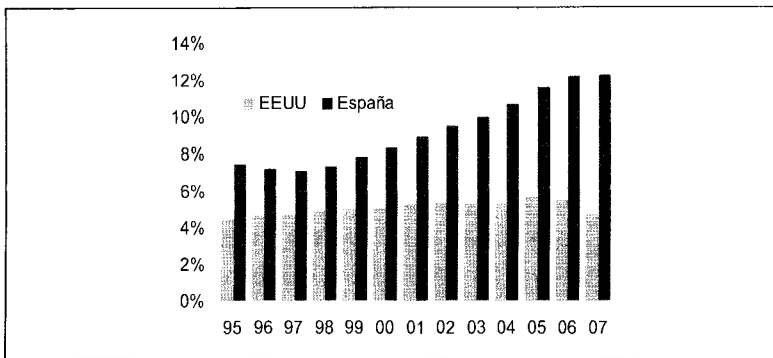
El tema de las *subprime* y el mal uso de derivados financieros puede afectar en España por varios motivos. En primer lugar, porque se pueden producir más casos de pérdidas relacionadas con derivados como los de Gaesco, que no afectan solamente a la entidad financiera sino también a sus clientes. Gaesco, por ejemplo, comunicó que las pérdidas producidas se repercutirían a los clientes correspondientes. También se pueden producir pérdidas por las *subprime*. En el año 2008 Banif comunicó también que la quiebra de Lehman Brothers había supuesto pérdidas a algunos de sus clientes. En el momento de redactar estas líneas existe la posibilidad de que Banif soporte una parte de dichas pérdidas.

En segundo lugar, las *subprime* también existen en nuestro país. Si recordamos qué quiere decir una hipoteca de alto riesgo comprobaremos que en España hay muchas. Una hipoteca de alto riesgo es un préstamo concedido a una persona de poca solvencia para financiar la compra de la vivienda. Además, es un préstamo que financia un porcentaje próximo al cien por cien del valor de mercado de la vivienda, con plazos muy largos, que pueden llegar a los cincuenta años, y con tipos de interés bajos (e incluso con carencia, o sea sin pago de principal, durante 6, 12 o 24 meses) en los primeros años para hacer más atractiva la operación para el cliente, que suele tener una baja capacidad de devolución. Se han concedido muchos préstamos de este tipo.

En tercer lugar, nuestra economía depende demasiado del mercado inmobiliario y del sector de la construcción (véase la figura 2.24). Si

ahora aflojan se resentirán muchas empresas y subsectores de la economía que dependen de que el sector inmobiliario funcione bien.

De todo esto se desprende que sufrirán las entidades financieras que hayan invertido en productos relacionados con las *subprime* de Estados Unidos. También sufrirán los clientes que hayan conseguido hipotecas por encima de su capacidad de devolución. Y una parte muy importante de las hipotecas que hay vigentes se han hecho a personas con poca capacidad de devolución. Además, las entidades de crédito están aplicando ahora un nivel de prudencia superior al que han tenido en los últimos años.



Fuente: INE, BEA y BLS

Figura 2.24. Peso de la vivienda en España y en Estados Unidos.

2.8.2. El papel de la banca en la crisis

La crisis está poniendo de manifiesto importantes debilidades en el sistema económico. Los concursos de acreedores de empresas inmobiliarias que se están produciendo permiten comprobar que algunas entidades de crédito han seguido una política crediticia muy arriesgada en los últimos años. Estas suspensiones se dan en empresas inmobiliarias que adquirieron terrenos e inmuebles en el momento más alto de la burbuja inmobiliaria y que financiaron las compras casi totalmente con préstamos bancarios y con plazos de pago relativamente cortos. Es un cóctel muy explosivo, si tenemos en cuenta que desde hacía años la mayoría de los analistas diagnosticaban que el mercado inmobiliario estaba sobrevalorado. Es cierto, de todas maneras, que sólo las previsiones más pesimistas apuntaban que la bajada de precios en el sector podría llegar a lo que está pasando en estos momentos. Todavía no hemos

tocado fondo, y ya se habla de una bajada del diez por ciento de media. Este porcentaje es más alto en el mercado de segundas residencias y en viviendas mal situadas. En cambio, en las mejores ubicaciones de cada ciudad el nivel de bajada parece que es inferior. Se puede entender que un empresario inmobiliario intente estirar más el brazo que la manga, puesto que es un sector en el que esto ha funcionado muy bien siempre y muchos generaron grandes beneficios por el camino. En las empresas más tradicionales del sector predominan enfoques más conservadores y que no buscan el «pelotazo», sino crear beneficios sostenidos a largo plazo. Esto es lo que decía antes del verano de 2008 un conocido empresario del sector cuando se le preguntaba cómo veía la situación. Dijo que ellos tienen toda la cartera de inmuebles financiada básicamente con recursos propios y muy poco endeudamiento, por lo tanto, ahora que les cuesta vender los pisos, lo único que deben hacer es esperar a que pase la crisis. Seguramente tendrán menos beneficios durante dos o tres años, pero cuando la crisis pase volverán a generar riqueza. Lo que cuesta entender es cómo la banca ha financiado las adquisiciones inmobiliarias de empresas muy descapitalizadas y que no ponían un euro de su parte. Las reglas de análisis bancario tradicionales recomiendan, en general, que la banca no financie mucho más allá del sesenta u ochenta por ciento de las inversiones. El resto de la inversión debe ser financiada por la propia empresa con capital propio; es una regla básica de prudencia financiera. En la mayoría de las suspensiones de pagos que se están produciendo, la banca ha financiado casi el cien por cien de la inversión. Como todo hacía pensar que se estaban comprando inmuebles sobrevalorados y que la burbuja tenía que pinchar en cualquier momento, no se entiende la lógica utilizada por la banca que financiaba esta fiesta.

Otra problemática en la que cuesta entender la actuación de algunos bancos es la de los escándalos, como el de Robert Maddoff, el gestor de fondos norteamericano que estafó más de 50.000 millones de dólares con una estafa piramidal. Maddoff ofreció durante más de quince años rentabilidades a sus clientes que superaban de media un 6% anual la rentabilidad del mercado. Poco después de la estafa un directivo de un importante banco declaraba que ellos nunca invirtieron en Maddoff porque cuando le fueron a ver y le pidieron que explicase la metodología que utilizaba, Maddoff se negó a explicarlo. Sorprende que algunas entidades

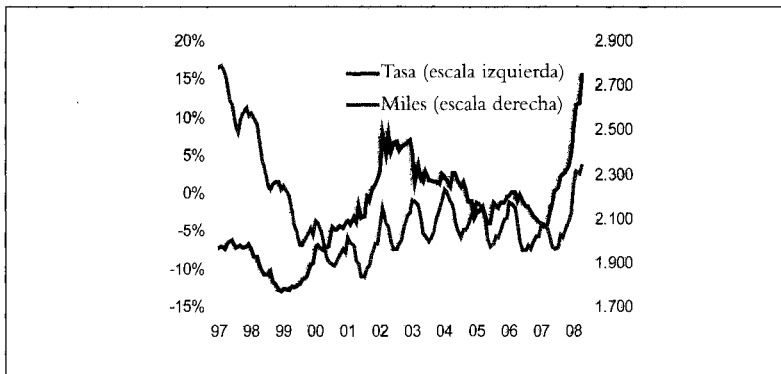
invirtieran miles de millones de dólares en Maddoff y no sospechasen de indicios como los siguientes:

- Las rentabilidades ofrecidas eran sistemáticamente muy superiores a la media del mercado en todos los años, y la operativa realizada era opaca. Maddoff ofrecía rentabilidades altas tanto cuando el mercado subía, como cuando el mercado bajaba.
- Las cuentas de Maddoff estaban auditadas por Friebling & Horowitz, un auditor jubilado con unas oficinas de 7 metros cuadrados y que en los últimos quince años sólo había tenido un cliente: Maddoff. Lo normal es que las grandes compañías como Maddoff sean auditadas por alguna de las grandes firmas de auditoría, de la misma forma que lo lógico es que una compañía pequeña sea auditada por una firma pequeña de auditores.

Hasta que estalló el escándalo, Maddoff pagaba a los inversores con los recursos que iban aportando nuevos clientes siguiendo el modelo de estafa piramidal.

2.9. CRISIS ECONÓMICA

Como era de esperar, la crisis inmobiliaria y la financiera repercutieron negativamente en la creación de empleo (figura 2.25) y en las perspectivas de crecimiento (figura 2.26). El desempleo empezó a crecer como no lo hacía desde hacía muchos años, y las perspectivas de crecimiento del PIB pasaron a ser negativas para España por primera vez en muchos años (-0,2% en el año 2009).



Fuente: INE

Figura 2.25. Evolución del desempleo en España. Datos en porcentaje y en miles de personas.

	Previsiones			Diferencia respecto ENE.0	
	2007	2008	2009	2008	2009
PIB mundial	4,9	3,9	3,0	-0,5	-0,6
Economías avanzadas	2,7	1,5	0,5	-0,6	-0,8
Estados Unidos	2,2	1,6	0,1	-1,0	-1,2
Área Euro*	2,6	1,3	0,2	-0,2	-0,7
Alemania	2,5	1,8	0,0	-0,1	-0,7
Francia	1,9	0,8	0,2	-0,1	-1,0
España	3,8	1,4	-0,2	-0,6	-0,8
Japón	2,1	0,7	5,5	-0,1	-0,2
Reino Unido	3,1	1,0	-0,1	-0,2	-0,8
Otras economías avanzadas	4,6	3,1	2,5	-0,4	-0,4
Europa emergente	5,8	4,4	4,3	-0,2	-0,8
Rusia	8,1	6,8	6,3	0,2	-0,2
China	11,4	9,3	9,5	-0,7	-0,5
India	9,2	7,9	8,0	-0,5	-0,2
Oriente medio	5,8	6,1	6,1	0,2	0,1
América Latina y Caribe	5,6	4,4	3,6	0,1	-0,4
Brasil	5,4	4,8	3,7	0,3	-0,3
México	3,3	2,0	2,3	-0,6	-0,7

Fuente: FMI (*previsiones Área Euro actualizadas a junio de 2008).

Figura 2.26. Previsiones de crecimiento del PIB de diversos países.

2.10. CONCLUSIONES

De lo expuesto se desprende que lo que ha sucedido hasta el momento de escribir este libro se puede resumir tal y como sigue (figura 2.27):

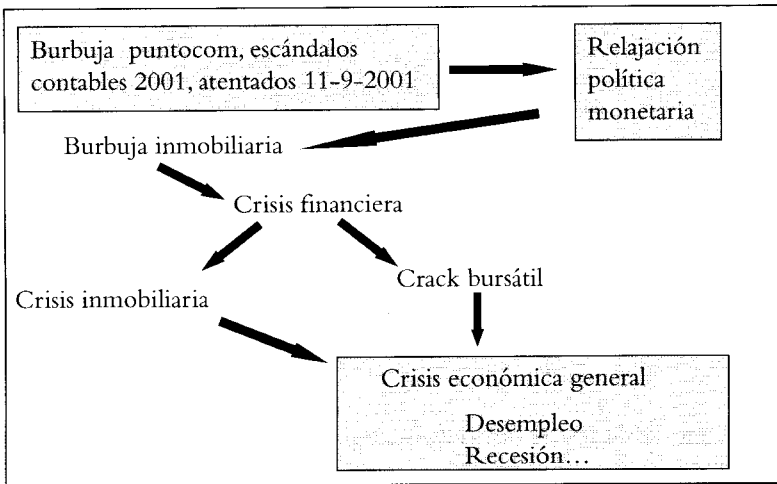


Figura 2.27. ¿Qué está pasando?

- El pinchazo de la burbuja de las puntocom, junto con los escándalos contables de grandes corporaciones norteamericanas, el crack bursátil del año 2001 y los atentados terroristas del 11 de septiembre de ese año promovieron una contundente actuación del Gobierno norteamericano y de la Reserva Federal, que originaron un relajamiento de la política monetaria y una caída de los tipos de interés.
- Los bajos tipos de interés y la creciente masa monetaria provocaron una escalada de los precios del mercado inmobiliario y la concesión de préstamos a personas con baja calificación crediticia y poca capacidad de devolución. Las hipotecas *subprime* empezaron a crecer.
- Los bancos, especialmente los bancos de inversión, empezaron a hacer derivados y derivados de derivados basados en hipotecas, con un peso creciente de *subprime*, y con la bendición de las agencias de *rating*. En algunos países europeos, como Alemania, por ejemplo, con muy pocas hipotecas *subprime*, la banca colocó sus excedentes monetarios en productos derivados basados en hipotecas procedentes de Estados Unidos.
- Las tensiones inflacionistas hicieron que las autoridades monetarias empezasen a aumentar los tipos de interés, lo que provocó una caída de las ventas de viviendas que, a su vez, alimentó un aumento de la morosidad bancaria.
- La morosidad hipotecaria hundió los beneficios de muchos bancos y las bolsas empezaron a resentirse. Además, los bancos empezaron a descon-

fiar entre ellos, lo que provocó una paralización del mercado interbancario y de los préstamos entre bancos y empezaron a disminuir los créditos a empresas y familias.

- La quiebra o colapso de algunos bancos (Lehman Brothers...) empezó a hacer cundir el pánico entre la población y se empezó a dudar del papel de las agencias de *rating*, ya que no avisaron de lo que estaba ocurriendo en esas entidades.
- El colapso del sector bancario y la falta de información veraz sobre lo que estaba pasando alimentó la desconfianza de la población, agravando aún más la precaria situación bancaria.
- Lo anterior provocó un desempleo en el sector inmobiliario, el hundimiento de muchos promotores y empresas constructoras y una reducción drástica del consumo y de la inversión, lo que empezó a afectar negativamente al desempleo, a muchos otros sectores y, por tanto, al conjunto de la economía. Por primera vez en muchos años las previsiones de crecimiento del PIB indicaban un crecimiento con tasas negativas para países como España.

3

¿Qué pasará?

*El problema de nuestro tiempo es que
el futuro ya no es lo que era.*
Paul Valery

3.1. INTRODUCCIÓN

A principios de noviembre de 2008 la impresión generalizada es que la crisis económica que se está viviendo es la peor de toda la historia de la humanidad, y existe el convencimiento de que se tardará muchos años para que la economía se recupere. Esta visión puede estar muy alejada de la realidad. Si se compara la crisis del año 2001 con la actual se puede comprobar que hay diversos aspectos similares (véase la figura 3.1). Por ejemplo, en los dos casos ha habido una burbuja. En 2001 fue la burbuja de las empresas puntocom, y en 2008 la burbuja inmobiliaria. En los dos casos se han producido situaciones de maquillajes contables por empresas que han intentado esconder la situación real que tenían. En el año 2008 esto está sucediendo con las entidades de crédito. Las caídas de las bolsas también son similares. En 2001 tuvieron un impacto muy negativo los atentados del 11 de septiembre. Si la crisis del año 2001 se recuperó en tres años, teniendo en cuenta que también fue una crisis importante: ¿por qué la del año 2008 debería durar mucho más?

	Crisis 2001	Crisis 2008
Burbuja	Puntocom	Inmobiliaria
Maquillajes contables	Enron, Worldcom, Parmalat, Gescartera...	Sector bancario
Atentados terroristas	11 de septiembre en Estados Unidos	
Impacto en las bolsas	Caída del 40-60% según los mercados	Caída del 35-50% según los mercados (hasta finales de octubre de 2008)
Impacto en la economía	Recesión, incremento del desempleo	Crisis del sistema financiero, recesión, incremento del desempleo
Años que tardó la bolsa en recuperarse	Tres	?

Figura 3.1. Comparación entre la crisis de 2001 y la de 2008.

Los economistas nos equivocamos casi siempre al hacer previsiones y, por tanto, las previsiones que se incluyen en este capítulo se deben considerar con mucha cautela a partir de la observación de crisis anteriores y también de las características de la crisis actual. Para que la economía española salga de la recesión es preciso que el sector de la construcción y el inmobiliario se vuelvan a poner en marcha. Y de todas formas, estos sectores seguramente ya no volverán a ser en mucho tiempo lo que han sido en los años anteriores a 2008. En la mayoría de los países estos sectores representan un peso muy significativo en el conjunto de la economía. En España su peso directo supera el doce por ciento del PIB, que es superior a muchos otros países, como Estados Unidos, que no llega a la mitad de ese porcentaje. Pero, además, hay que tener en cuenta el impacto de este sector en otros sectores de la economía.

Mientras el stock de viviendas por vender supere el millón, no es esperable que se inicien nuevas promociones. Para ello hace falta que pre-

viamente se haya vendido este stock, que sólo en España es de más de un millón de viviendas. Para que esto se produzca se han de dar varias condiciones mínimas:

- El precio de la vivienda debería bajar alrededor de un treinta por ciento en total (desde el valor máximo de finales de 2006).
- Los tipos de interés deberían bajar para que particulares y empresas vuelvan a poder asumir préstamos que permitan efectuar inversiones.
- La banca ha de volver a tener liquidez para poder financiar a empresas y particulares. Para que se produzca esto último es necesario que los gobiernos ayuden a la banca con fondos, ya sea para capitalizar las entidades más débiles o para dotar de liquidez a todo el sistema, como ya ha empezado a ocurrir.

Sin embargo, habrá que aceptar que será muy poco probable volver a alcanzar los niveles de actividad inmobiliaria anteriores a 2007.

Un tema relevante a considerar es el que se refiere a quién tiene que pagar los costes que supongan para los gobiernos las ayudas a la banca. Si estas ayudas han de ser soportadas por todos los contribuyentes, seguramente hay un problema de falta de equidad con otros sectores que lo están pasando mal. Quizá parece más razonable que estos costes sean soportados por las propias entidades de crédito y sus accionistas.

El esquema de la recuperación podría ser el que se acompaña en la figura 3.2. En este capítulo se proponen previsiones de plazos para cada uno de los pasos.

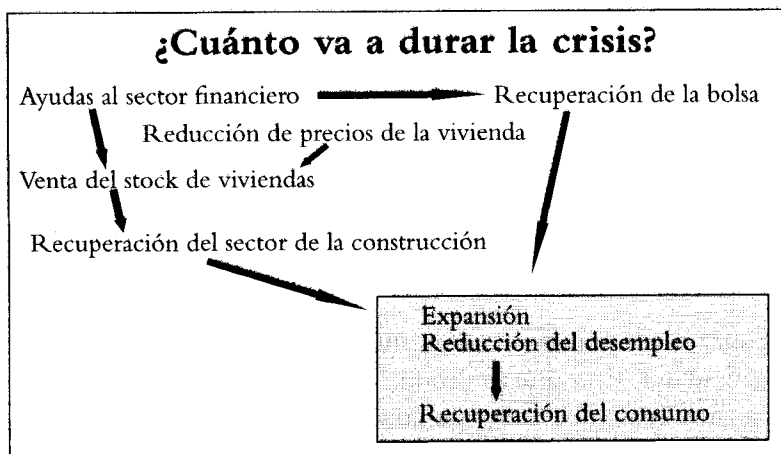


Figura 3.2. Esquema de los pasos imprescindibles para la recuperación de la crisis.

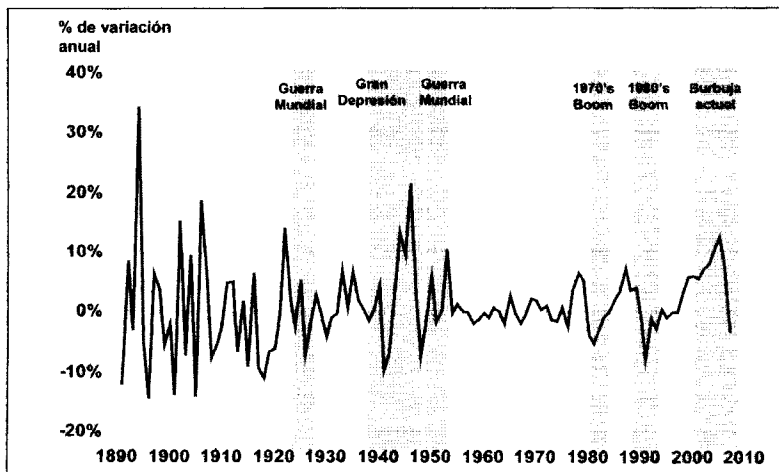
3.2. LA REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO Y DE LA CONSTRUCCIÓN

Hay un consenso generalizado en que el precio de la vivienda debe bajar de forma sustancial. Esto hace que personas que están interesadas en adquirir una vivienda y disponen de medios para hacerlo estén esperando a que se produzca la bajada. Como ha pasado en cualquier burbuja, el que tiene viviendas por vender y ha pagado por ellas lo que se pedía en los momentos altos de la burbuja (entre 2005 y 2006), es lógico que intente no vender por debajo de lo que le costó. Sin embargo, muchos propietarios y empresas inmobiliarias están en una situación que les obliga a vender cuanto antes para evitar problemas de liquidez.

Una de las trabas a la reducción de precios es que muchas personas piensan que la vivienda no ha bajado nunca, o que si ha bajado no lo ha hecho de forma significativa. Nada más lejos de la realidad. En la figura 3.3 se puede visualizar que entre 1890 y ahora, en Estados Unidos, la vivienda ha padecido una veintena de períodos de retroceso significativo. Por tanto, lo de que la vivienda no puede bajar es un mito, que está extendido, pero que no por ello deja de ser un mito.

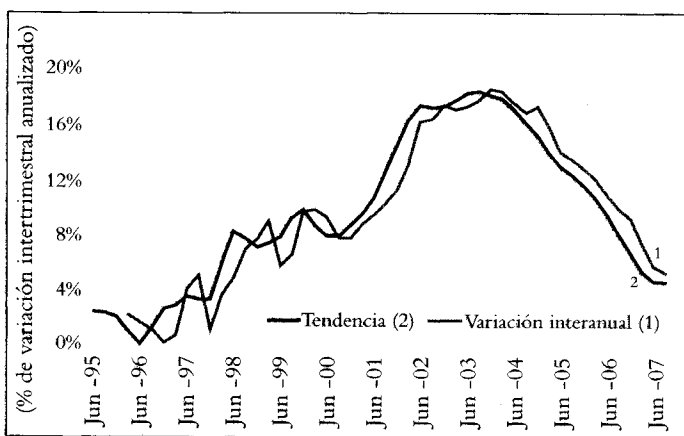
Curiosamente, este mito está más extendido en España que en Estados Unidos. Si analizamos los datos fríamente, también se han producido baja-

das en los precios de la vivienda en España. En la figura 3.4 se incluye la desaceleración en el precio de la vivienda que se está produciendo desde el año 2004. En España ha habido desaceleraciones en diversas ocasiones. Las principales desaceleraciones recientes se produjeron en los años 1974, 1978, 1992 y a partir del año 2004, como ya se ha indicado. Como se ve en dicha figura, desde 2004 también se ha ido desacelerando el crecimiento.



Fuente: Robert J. Shiller, 2006

Figura 3.3. Variaciones en el precio de la vivienda en Estados Unidos desde 1890 hasta 2008.



Fuente: Servicio de Estudios del BBVA

Figura 3.4. Evolución del precio de la vivienda en España.

Para demostrar que el precio de la vivienda seguía sobrevalorado a finales del año 2008 se pueden utilizar indicadores como el PER inmobiliario y la relación entre el precio de la vivienda y el salario anual:

PER de la vivienda

El PER de la vivienda es la relación entre el valor de la vivienda y los ingresos que se perciben por el alquiler de la misma:

$$\text{PER de la vivienda} = \frac{\text{Valor de la vivienda}}{\text{Ingresos anuales por alquiler de la vivienda}}$$

El valor que ha tenido históricamente este indicador está alrededor de 19,5. Cuando es más elevado es un indicio de sobrevaloración del valor de la vivienda. En cambio, cuando el valor está por debajo de 19,5 es un indicio de que la vivienda está infravalorada. Como se puede apreciar en la figura 3.5, el valor del PER de la vivienda era de 29,1 veces y, por tanto, la vivienda seguía cara, aunque los precios en 2008 bajaron un 8% según datos de la sociedad de tasación TINSA. Un valor de 29,1 veces indica que el propietario de una vivienda necesita percibir los alquileres de 29,1 años para recuperar la inversión en la vivienda, lo cual es un valor excesivamente alto. Para pasar de 29,1 a 19,5, la vivienda debería bajar un poco más de un 30%.

Número de años de salario necesarios para pagar la vivienda

Este ratio compara el valor de la vivienda con el salario anual de la familia que adquiere la vivienda:

$$\text{Años de salario para pagar la vivienda} = \frac{\text{Valor de la vivienda}}{\text{Salario bruto anual del comprador}}$$

Si tenemos en cuenta que la capacidad de ahorro de una familia se estima en el 30% de su salario bruto y que una hipoteca implica pagar en concepto de capital e intereses aproximadamente el doble del principal, el valor de la vivienda no debería superar el salario de cuatro o cinco años.

A finales de 2008 este indicador superaba en España el valor de 6,5, ya que el precio medio pagado por la vivienda era equivalente al salario de 6,5 años.

Veamos un ejemplo para clarificar la necesidad de que este indicador no supere el valor de 4 o 5: supongamos una familia que tiene unos ingresos brutos anuales de 60.000 euros. Por tanto, la vivienda que puede adquirir no debería superar el valor de 300.000 euros (5 veces el salario anual bruto). Si se hace el supuesto de que se da una entrada de 60.000 euros y la capacidad de devolución anual es de 18.000 euros, que es el 30% de 60.000, significa que en 25 años se puede devolver, entre principal e intereses, un total de 450.000 euros (18.000 euros multiplicado por 25 años).

Este ejemplo intenta demostrar que el precio de la vivienda no puede superar 4 o 5 veces el salario bruto anual. Como a finales de 2008 el valor de este indicador en España era de alrededor de 6,5 es un indicio claro de que el precio de la vivienda seguía estando por encima de las posibilidades reales de la población y debería bajar alrededor de un 30%.

PER vivienda (valor histórico) = Valor vivienda / Alquiler anual = 19,5 veces	
PER vivienda a 31-12-2008:	
Precio medio de la vivienda:	2.712 € m ²
Precio medio del alquiler	93,8 € m ²
PER vivienda = 2.712 / 93,8 = 29,1 veces	
Sobrevaloración = (29,1 - 19,5) / 19,5 = 0,329	

Fuente: Instituto Juan de Mariana, 2009

Figura 3.5. El PER de la vivienda media española indicaba, a finales de 2008, que seguía estando sobrevalorada en un 32,9%.

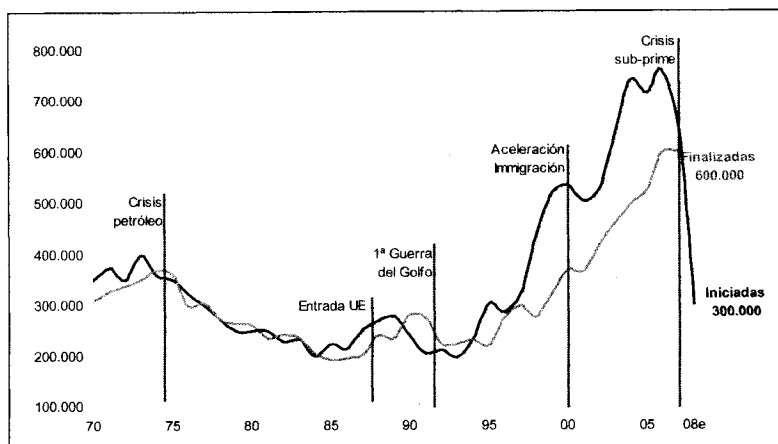
En relación con la bajada de precios, se pueden dar diversas situaciones. Si el propietario no tiene un exceso de endeudamiento es posible que tenga menos prisa en vender. En este caso quizá puede esperar a que el mercado se recupere y también se puede plantear alquilar las viviendas,

en lugar de intentar venderlas. Hay que tener en cuenta, de todas formas, que también hay bastante unanimidad en que se tardará mucho tiempo en volver a ver los precios de 2006.

Una situación muy distinta es la de los propietarios o inmobiliarias que tengan dificultades financieras para aguantar mucho tiempo sin vender. Teniendo en cuenta que la recuperación de los precios tardará, quizá sus opciones se reducen básicamente a dos:

- Capitalizar la empresa con la entrada de capital que les permita reducir la deuda y así poder hacer la travesía del desierto sin peligro de ir a un concurso de acreedores. La capitalización favorecería aguantar durante unos años las viviendas sin reducir su precio, a la espera de que los precios se normalicen. Como se decía más arriba, el inconveniente de esta opción es que podemos tardar bastantes años en recuperar los precios de 2006. De todas formas, esta alternativa puede ir combinada con el alquiler de las viviendas, y así siguen generando ingresos, mientras llega el momento de venderlas a un precio interesante.
- Hacer un descuento importante (20-30%) en los precios de las viviendas y venderlas cuanto antes. Esta última opción implica asumir pérdidas, pero más vale no incrementar las pérdidas con gastos financieros adicionales de una deuda que puede poner en peligro la continuidad de la empresa. Un argumento que puede servir para no ver tan negativo vender con pérdidas sería recordar que durante los años que precedieron al año 2007, las empresas de este sector generaron unos superbeneficios que deberían poder compensar estas pérdidas.

Es posible que se puedan percibir las opciones anteriores como muy negativas, pero si examinamos los datos de la figura 3.6 podemos concluir que la tendencia de los años 2004 a 2007 era insostenible, ya que el número de viviendas iniciadas cada año (alrededor de 800.000) superaba con creces el incremento anual en el número de nuevos hogares (entre 400.000 y 500.000). Este desfase ha contribuido a generar la burbuja, y ahora hay que corregirlo. No será posible que el sector de la construcción vuelva a ponerse en marcha hasta que se venda esta sobreproducción de viviendas de los años anteriores.



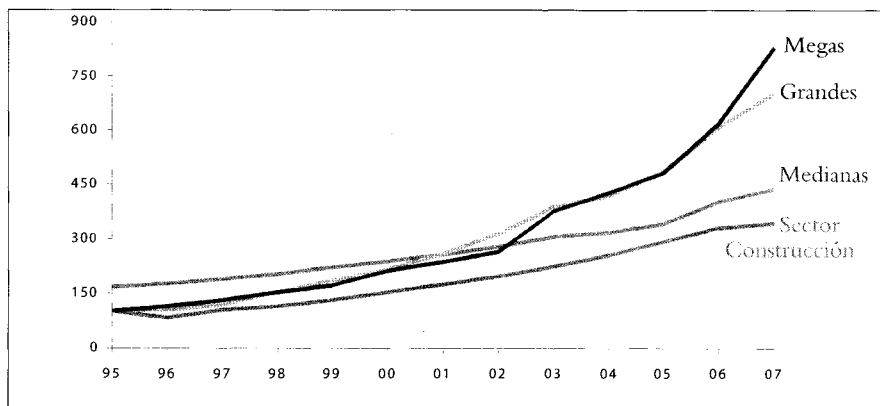
Fuente: Gabinet Estudis Econòmics, S.A.

Figura 3.6. Evolución del número de viviendas iniciadas y finalizadas en España.

Las opciones propuestas pueden ser difíciles de llevar a cabo por aquellas inmobiliarias que estén en situación financiera más débil. De nuevo hay que recordar, y se debe entender, que los crecimientos de los años anteriores (véase la figura 3.7) en realidad corresponden a esos años y a los siguientes. En las figuras 3.7 y 3.8 se comprueba que en este sector las empresas han vivido unos años extremadamente buenos, especialmente las empresas más grandes.

Otra manera de ver menos inconvenientes a la opción de vender perdiendo algo es que estas empresas han gozado de unos beneficios muy importantes en los años anteriores que deberían poder compensar posibles pérdidas en los momentos actuales.

En la figura 3.9 se acompaña la evolución de la inversión en vivienda y el número de visados. En ella se incluye la previsión del Servicio de Estudios del BBVA, que considera que a partir del año 2009 volverá a crecer la inversión en vivienda. El descenso esperado en la inversión en vivienda en 2008 se estima superior al registrado en 1993.



Megas: empresas con una facturación de 4.000 a 22.000 millones de euros en 2007 (ACS, Ferrovial, FCC, Acciona, Sacyr, OHL...). En conjunto facturan unos 28.000 millones de euros anuales.

Grandes: empresas entre 1.000 y 2.000 millones de euros de facturación (Valoriza, San José, Comsa...).

Medianas: 125 empresas con facturaciones de 30 a 700 millones de euros. En conjunto, alcanzan los 18.000 millones de euros.

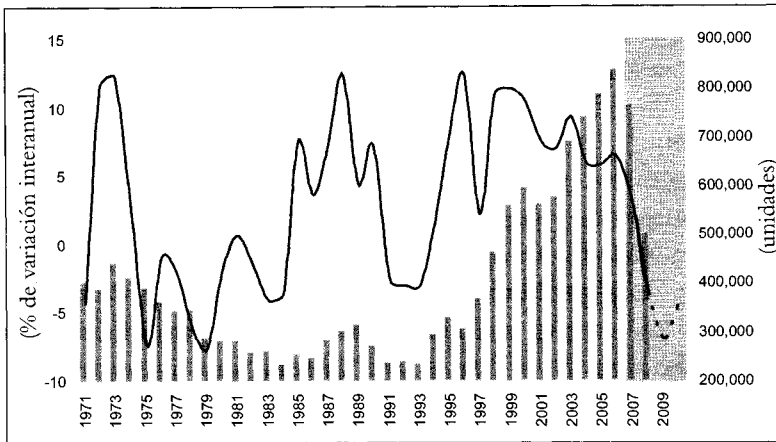
Fuente: Gabinet d'Estudis Econòmics, SA (1995 = 100)

Figura 3.7. Evolución de la facturación en el sector de la construcción.

España	
2003	17,6
2004	17,4
2005	14,0
2006	10,4
2007	4,4

Fuente: Barclays Capital

Figura 3.8. Incremento anual del precio de la vivienda en España.



Fuente: INE, Ministerio de Fomento y SEE-BBVA

Figura 3.9. Evolución de la inversión en vivienda y visados.

Una parte de las empresas del sector tienen unas estructuras financieras muy desequilibradas a causa del exceso de deuda con la que financiaron su expansión. Ahora se encuentran con que no venden las viviendas que tienen en stock y la deuda va venciendo. Si no actúan rápidamente pueden verse abocadas al concurso de acreedores. Además, la caída del valor de sus existencias de viviendas hace que se puedan encontrar en una situación de quiebra que puede desembocar en una liquidación de la empresa.

Teniendo en cuenta que estaremos un tiempo con unos niveles muy bajos de venta de viviendas y que el peso del sector no alcanzará los niveles de 2006 en muchos años, se hace imprescindible tomar medidas encaminadas a:

- Rediseñar el modelo de negocio para poder funcionar con un nivel menor de gastos para soportar menores márgenes de beneficios.
- Apostar por los negocios relacionados con la gestión medioambiental.
- Diversificar los segmentos de actividad para depender menos de la evolución del sector inmobiliario.
- Deberán revisarse los niveles de capitalización y endeudamiento, y es posible que la mayor parte de las empresas tengan que incrementar sus recursos propios para aligerar el endeudamiento y disponer de una situación holgada de liquidez.

A modo de ejemplo se expone seguidamente el caso de varias empresas que están en situaciones muy diferentes: Habitat, Marina d'Or y Comsa.

3.2.1. Habitat

La primera empresa inmobiliaria de capital catalán, Habitat, ya estuvo a punto de suspender pagos a primeros de 2008, pero lo pudo evitar al llegar a un acuerdo temporal con la banca para renegociar su endeudamiento. Los problemas se remontan a finales del año 2006, cuando Habitat compró a Ferrovial su división inmobiliaria. Esta división contaba con Don Piso y una cartera muy importante de inmuebles. Aquella fue una operación redonda para Ferrovial, puesto que vendió activos por 2.200 millones de euros, endosando a Habitat deudas por valor de 600 millones de euros. Los beneficios de la operación para Ferrovial fueron de 765 millones de euros. Para Habitat la operación significaba multiplicar por cinco su tamaño. En la figura 3.10 se puede comprobar el cambio que se produjo en las cuentas anuales de Habitat entre el año 2005 y el año 2006 al comprar la división inmobiliaria de Ferrovial. El incremento del activo no corriente fue financiado prácticamente en su totalidad con deuda bancaria que vencía a muy pocos años.

Esta operación tiene varios problemas. Por una parte, se hizo la compra en el momento más alto del mercado inmobiliario, y desde entonces la bajada ha sido constante. Algunos expertos apuntan que la bajada puede llegar a superar el veinte o el treinta por ciento. Esto lo debieron de tener muy en cuenta La Caixa cuando se vendió Inmobiliaria Colonial, ACS cuando se vendió Urbis o la familia Jové cuando se vendió FADESA. Por otra parte, Habitat compró sin recursos propios, puesto que todo lo financió, incrementando así la deuda. Su esperanza era conseguir, durante 2007 y 2008, más de 700 millones de euros con la venta de Don Piso y un número importante de terrenos. Desgraciadamente, la mala situación del sector hace muy difícil vender sin rebajas importantes. Finalmente, otro problema está relacionado con el hecho de que se trata de un caso en el que el pez pequeño (Habitat) se come a uno grande (Ferrovial Inmobiliaria). Esto, añadido a los dos problemas anteriores, explica la indigestión.

Promociones Habitat, SA	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
Balance de situación				
Activo no corriente	1.592.258	104.453	102.383	51.699
Activo corriente	148.194	42.798	17.823	4.896
Total activo	1.740.452	147.251	120.206	56.595
Patrimonio neto	7.633	5.921	6.463	8.039
Pasivo no corriente	1.654.672	116.006	90.252	39.685
Pasivo corriente	78.147	25.324	23.491	8.872
Total patrimonio neto más pasivo	1.740.452	147.251	120.206	56.595
Cuenta de pérdidas y ganancias				
Cifra de negocios	20.219	15.511	1.964	12.798
- Coste de ventas	<u>18.242</u>	<u>8.972</u>	<u>920</u>	<u>5.361</u>
= Margen bruto	1.977	6.539	1.044	7.437
- Otros gastos operativos	<u>4.986</u>	<u>5.839</u>	<u>719</u>	<u>2.067</u>
= Resultado antes de intereses e impuestos	-3.009	700	325	5.370
+ Ingresos financieros	9.836	568	174	269
- Gastos financieros	<u>5.780</u>	<u>3.113</u>	<u>1.476</u>	<u>1.126</u>
= Resultado antes de impuestos	1.047	-1.845	-978	4.513
- Impuestos	<u>-704</u>	<u>-292</u>	<u>-556</u>	<u>1.403</u>
= Resultado antes de extraordinarios	1.751	-1.553	-422	3.110

Continúa en la página siguiente

+ Ingresos extraordinarios	0	1	0	0
- Gastos extraordinarios	<u>39</u>	<u>-1.010</u>	<u>613</u>	<u>506</u>
= Resultado	1.712	-542	-1.034	2.605

Figura 3.10. Balances y cuentas de pérdidas y ganancias de Habitat de los años 2003 a 2006 (cifras en miles de euros).

Para salir del lío se consiguió que Ferrovial acepte reconvertir los 250 millones de euros que se le deben en un crédito participativo. De todas maneras, queda pendiente de que la banca también ayude, cosa que no será fácil, puesto que también está cerrando el crédito como consecuencia de la crisis de las hipotecas de alto riesgo y no tiene claro el futuro inmediato del sector tras casos como el de Astroc. Otro problema son los socios minoritarios que han manifestado su desacuerdo con la estrategia de la empresa. Estos accionistas, que cuentan con el veinticinco por ciento del capital, son Emilio Cuatrecasas, Antonio Castro (Hesperia), Isak Andik (Mango), la familia Rodés y Dolores Ortega, sobrina de Amancio Ortega, de Inditex. En resumen, se ha comprado caro, todo con deuda y en el peor momento. Por lo tanto, la salida no es fácil.

3.2.2. Marina d'Or

La crisis inmobiliaria también está pasando factura a otra de las empresas milagro: Marina d'Or. La disminución de la venta de apartamentos está obligando a la empresa a tomar medidas drásticas a causa de las importantes especulaciones urbanísticas que ha realizado. Así, a principios de noviembre de 2008 ya había despedido a más de mil empleados, o sea, un tercio de su plantilla.

El grupo fue creado por Jesús Ger, que inició su carrera profesional vendiendo colchones. A finales de los ochenta empezó a idear su proyecto faraónico en Oropesa, seguramente uno de los escasos puntos de litoral virgen que quedaban en la provincia de Castellón. De momento ya ha construido la Ciudad de Vacaciones, con más de cuarenta promociones, que incluyen más de doce mil apartamentos. Este complejo cuenta con servicios de ocio familiar, comercios, oficinas bancarias, gasolinera, correos, restaurantes... La ciudad ocupa alrededor de un mi-

llón de metros cuadrados, que fueron vendidos por los habitantes de Oropesa y Cabanes. En el proyecto se contempla una ampliación con una macrouurbanización que, aunque está pendiente de aprobación, prevé veinte mil viviendas unifamiliares y apartamentos, seis macrohoteles diseñados con más de siete mil plazas. Estos macrohoteles previstos no son hoteles cualquiera: el de Los Alpes prevé una pista de esquí artificial, y el de París tendrá reproducciones de la Torre Eiffel, del Arco de Triunfo y de los jardines de Versalles, treinta y cuatro locales, seis discotecas con diferentes ambientes, pubs y restaurantes. Todo ello alrededor de tres campos de golf, tres parques infantiles y uno temático, con el apoyo de la Generalitat Valenciana.

Hasta el pinchazo de la burbuja inmobiliaria el grupo no había reparado en gastos, impresionando a propios y extraños. Así, en diversos actos promocionales han participado personas como Miss España, Mister Mundo, Sofía Loren, Naomi Campbell, Mark van der Loo, Mar Flores, Ana Obregón... Sin duda, se trata de personas que impresionan al segmento de familias a las que va destinado este complejo inmobiliario.

Desgraciadamente, los males no vienen solos, y ahora también hay en curso decenas de contenciosos por las expropiaciones de terrenos en favor de Marina d'Or a través de Programas de Acción Integrada (PAI), e incluso ante la posible comisión de un presunto delito de tráfico de influencias. Si la empresa cuenta con recursos suficientes podrá capear el temporal de la crisis inmobiliaria, si no, puede que tenga que tomar medidas aún más drásticas.

3.2.3. Comsa

En medio de la zozobra de muchas empresas del sector, hay compañías que han seguido estrategias más prudentes. Esta empresa familiar con sede en Barcelona, y con casi cien años de historia, ya que se creó en 1910, está en mejores condiciones de pasar la travesía del desierto. Se trata de una empresa que, a diferencia de las dos anteriores, ha seguido en los últimos años una estrategia bastante conservadora. Está mucho más capitalizada y, de hecho, su posición financiera neta (diferencia entre tesorería y deuda financiera) es positiva, y sus niveles de endeudamiento son mucho más digeribles. Además, su negocio está muy diversificado, ya que actúa principalmente en la construcción de obras para administra-

ciones públicas y empresas privadas. Su actividad inmobiliaria tiene un peso muy reducido en el conjunto de la cifra de negocios. En definitiva, su buena posición financiera y su escasa exposición al sector inmobiliario hacen que sea mucho más probable que pueda pasar la crisis sin demasiados problemas.

3.3. LA RECUPERACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

*Demasiado riesgo ayer, demasiada prudencia hoy,
en ambos casos los bancos son culpables.*

Nicolas Sarkozy

Presidente de la República Francesa,

31 de octubre de 2008

Además de la bajada en el precio de la vivienda, para que vuelva a crecer el número de viviendas compradas, hace falta que bajen los tipos de interés, que las entidades de crédito pasen un proceso de saneamiento y vuelvan a tener liquidez.

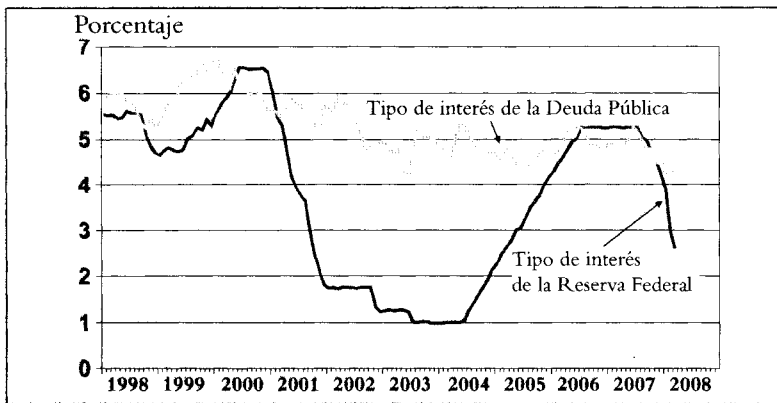
En este apartado ya se están poniendo las bases para volver a la senda adecuada. Por un lado, los tipos de interés ya han empezado a bajar (véase la figura 3.11). Esto puede hacer que la deuda que supone la adquisición de una vivienda pueda ser asumida por las familias.

Por otro lado, los gobiernos ya están dando señales claras de que no dejarán caer a los bancos. Las principales medidas que se están tomando van encaminadas a:

- Recapitalizar a los bancos para cubrir las pérdidas generadas por los impagados de hipotecas y por la caída de las inversiones bursátiles.
- Comprar activos dudosos.
- Aumentar los importes de garantía de los depósitos de los clientes.
- Restablecer el funcionamiento del mercado interbancario.

El conjunto de estas medidas va a tener un coste importante. Como se comprueba en la figura 3.12, el impacto de estas ayudas en relación al PIB oscila entre el 2,6% de Italia y el 38,8% de Holanda. En España, el porcentaje representa el 14,35% del PIB.

Autorizar tratamientos contables especiales permite presentar unos resultados que ocultan una buena parte de las pérdidas producidas. Así, por ejemplo, la Unión Europea ha autorizado recientemente que la banca valore sus instrumentos financieros (acciones...) a precio de adquisición y no a precio de mercado, que sería lo que prescriben las Normas Internacionales de Información Financiera. De esta forma, el resultado que presentan las entidades de crédito no incluirá las pérdidas producidas en los mercados financieros en los últimos meses.



Fuente: Federal Reserve, Global Insight

Figura 3.11. Evolución de los tipos de interés en Estados Unidos de 1998 hasta 2008.

En la Unión Europea el 4 de octubre de 2008 se modificaron una serie de normas (Directivas 2006/48/EC y 2006/49/EC) para mejorar la salud financiera de los bancos y así facilitar que éstos superen la crisis y se eviten situaciones similares en el futuro. Los principales cambios afectan a:

- Límites a la operativa con un cliente. Así los bancos no podrán prestar o colocar fondos con otros bancos por encima de una cierta cantidad.
- Aumentar los límites garantizados por el Estado en los depósitos bancarios. En algunos países como España los límites han crecido hasta los cien mil euros. En otros países, como Alemania, el Estado garantiza el cien por cien de los depósitos.
- Incrementar el capital de los bancos y mejorar la calidad del mismo.

- Mejorar la gestión del riesgo de liquidez supervisando cómo financian sus operaciones diariamente.
- Controlar mejor la gestión del riesgo de los productos titulizados. Las entidades que reempaquetan los préstamos en títulos negociables tendrán que asumir una parte del riesgo de estos títulos. Y a las entidades que invierten en estos títulos se les exigirá un estudio a fondo del riesgo que presentan estas operaciones.

Charlie McCreevy, comisario de Mercado Interior y Servicios de la Unión Europea, declaró a finales de 2008:

«Estas nuevas normas fortalecerán fundamentalmente el marco regulador de los bancos y del sistema financiero de la Unión Europea. Considero que constituyen una respuesta sensible y proporcionada a la convulsión financiera que estamos viviendo. El rigor básico, la transparencia y la prudencia son claves para un sistema bancario estable y sano.»

	Cantidad total de ayuda al sector bancario (millones de euros)	% de PIB	% sobre los activos bancarios
Alemania	480.000	19,8%	6,3%
Francia	360.000	18%	5,4%
Italia	40.000	2,6%	1,2%
España	150.000	14,3%	5,1%
Holanda	220.000	38,8%	10%
Portugal	20.000	12,3%	4,5%
Otros países de la UE	142.000		
Total	1.412.000		

Fuente: Boletín Económico Banco de España, octubre 2008

Figura 3.12. Importe del plan de rescate de la banca por parte de los países de la Unión Europea.

Estas medidas han sido acompañadas, además, por una suavización de las normas contables que permitirán a la banca no informar de las pérdidas reales que están teniendo. Así, la Unión Europea acordó en octubre de 2008 eximir al sector bancario de la obligación de valorar todos sus instrumentos financieros (acciones, por ejemplo) a precio de mercado. Esta medida también ha sido adoptada en Estados Unidos. Se trata de un maquillaje contable³ que intenta evitar más pánico en los mercados. Sin duda, se trata de un engaño, pero posiblemente podría enmarcarse en lo que podríamos denominar una mentira piadosa.

La Unión Europea ha accedido a las demandas de la patronal bancaria europea, que recientemente se había quejado del carácter procíclico del cómputo a valor razonable de los activos financieros, ya que es uno de los factores que ha agravado el impacto en los bancos europeos de las crisis de las hipotecas *subprime* estadounidenses. Como decíamos, se trata de una mentira piadosa, pero no deja de sorprender que la patronal se queje del criterio de valorar a valor de mercado los instrumentos financieros ahora, ya que cuando estos instrumentos han estado subiendo desde 2004 hasta 2007, estaba todo el mundo encantado con la valoración a valor de mercado.

Estas ayudas a la banca han despertado algunas quejas por el impacto que pueden presentar para los contribuyentes. De todas formas, está previsto que los accionistas de los bancos en dificultades asuman el coste económico de las ayudas. Además, las autoridades tendrán derecho a cambiar el equipo de dirección de la entidad en cuestión y a impedir que esos directivos reciban compensaciones económicas por su relevo prematuro.

A pesar de esta polémica, lo importante de estas actuaciones gubernamentales es que pueden conseguir, en primer lugar, que se restablezca la confianza hacia los bancos y también entre los propios bancos. En segundo lugar, pueden ayudar a conseguir que los bancos vuelvan a disponer de la liquidez que permita aumentar de nuevo la financiación hacia empresas y particulares.

3. Modificando la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39 y la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 7.

Período	Período	Coste en porcentaje del PIB
España	1977-1985	16,0%
Estados Unidos	1984-1991	3,2%
Noruega	1987-1989	4,0%
Finlandia	1991-1993	8,0%
Suecia	1991	6,4%
Japón	1992	6%

Fuente: I. J. Macfarlane, «The changing nature of economic crises»,
Reserve Bank of Australia Bulletin. Diciembre de 1997

Figura 3.13. El coste de la recapitalización en las principales crisis bancarias.

3.4. RECUPERACIÓN DE LAS BOLSAS

La regla de oro para sobrevivir haciendo previsiones es hacer previsiones con una fecha o con un importe, pero nunca dando las dos a la vez.
Jane Bryant

Cuando la bolsa lleva bajando durante tantos meses y de forma tan pronunciada como sucede desde finales de 2007 —ha caído ya más de un cincuenta por ciento—, nadie quiere oír hablar de invertir en ella. El pánico y la histeria existente en 2008 y 2009 hacen que la mayoría de las personas sufran una ceguera que les impide ver que una buena parte de las acciones están muy baratas y que, por tanto, puede ser interesante plantearse entrar.

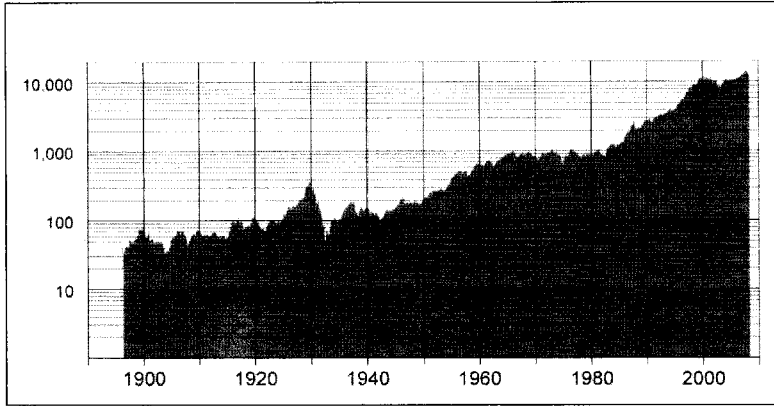
En los momentos de pánico los inversores que no salieron a mediados o finales de 2007, cuando el mercado inmobiliario estaba en plena burbuja y la bolsa estaba muy cara, se encuentran con que han perdido o siguen perdiendo mucho dinero. Casi nadie quiere ni oír hablar de la bolsa, y predominan las personas que piensan que la bolsa ya no subirá nunca más, o si lo hace será después de varias décadas.

La historia, sin embargo, desmiente esta creencia. Como se puede observar en la figura 3.14, tras la mayoría de los cracks, la bolsa experimenta subidas muy importantes al cabo de uno o dos años. Es cierto que el crack de 1929 (anterior a los cracks incluidos en la figura 3.14) tardó dieciocho años en recuperarse, pero hay que tener en cuenta que en ese caso hubo una Guerra Mundial en medio (véase la figura 3.15). En la figura 3.14 también puede comprobarse que el crack de 2001 tardó más en recuperarse, ya que al cabo de dos años la bolsa sólo había subido un 6,04%. Sin embargo, tres años después la bolsa ya se había revalorizado más de un sesenta por ciento.

	1 año después	2 años después
1948-49 Muro de Berlin	-3,3%	13,2%
1950-53 Guerra de Korea	28,8%	39,3%
1962 Crack bursátil	32,3%	55,1%
1962 Crisis de los misiles Cuba	33,8%	57,3%
1963 Asesinato de Kennedy	25,0%	33,0%
1969-70 Crack bursátil	43,6%	53,9%
1973-74 Crack bursátil	42,2%	66,5%
1979-80 Crisis del petróleo	27,9%	5,9%
1987 Crack bursátil	22,9%	54,3%
1990 Guerra del Golfo	23,6%	31,3%
11 septiembre 2001	-3,8%	6,04%
Media de subida	25,8%	37,5%

Fuente: Bloomberg

Figura 3.14. Recuperación de la bolsa, uno y dos años después de los principales cracks producidos desde 1948.



Fuente: Bloomberg

Figura 3.15. Evolución del índice Dow Jones Industrial Average desde 1900.

Por tanto, el escenario más probable después de un crack bursátil es que a los pocos años se haya recuperado.

Hay otro tema importante, y es que a veces los números engañan, ya que, como se puede apreciar en la figura 3.16, si la bolsa cae un 52% desde finales de 2007 hasta febrero de 2009, cuando se recuperen las cotizaciones perdidas desde los valores máximos, el porcentaje de subida será del 109%. En otras palabras, si el IBEX35 pasó de 15.945 a 7.600 desde noviembre de 2007 a febrero de 2009, cuando haga el movimiento inverso y suba de nuevo hasta 15.945, la revalorización que experimentarán las acciones es del 109%.

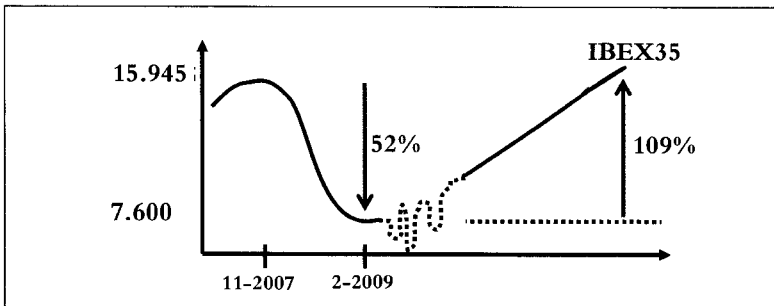


Figura 3.16. Porcentajes de bajada y subida en un crack y una recuperación.

Sin embargo, muchas personas piensan que tras una caída tan importante, y ante las malas perspectivas de la economía, la bolsa seguirá bajando. Incluso es habitual tener el convencimiento de que la bolsa aún puede caer hasta un valor del IBEX35 entre 5.000 o 5.500 (véase la figura 3.17). Este escenario no es imposible, pero quizá es poco probable teniendo en cuenta que las cotizaciones ya están muy bajas (por ejemplo, el PER medio de la bolsa está alrededor de 8) y la rentabilidad por dividendo ya es muy elevada (las empresas del IBEX35 ofrecen una rentabilidad anual por dividendo entre el cuatro y el seis por ciento, lo cual es mucho).

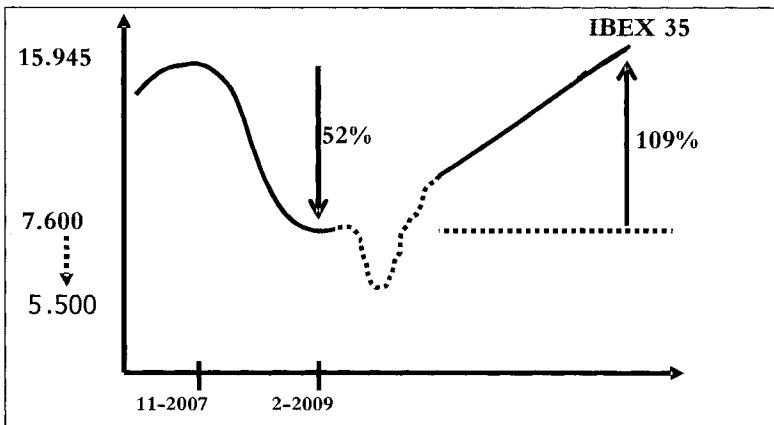


Figura 3.17. Escenario pesimista (posible pero menos probable) suponiendo una caída del IBEX35 hasta 5.500.

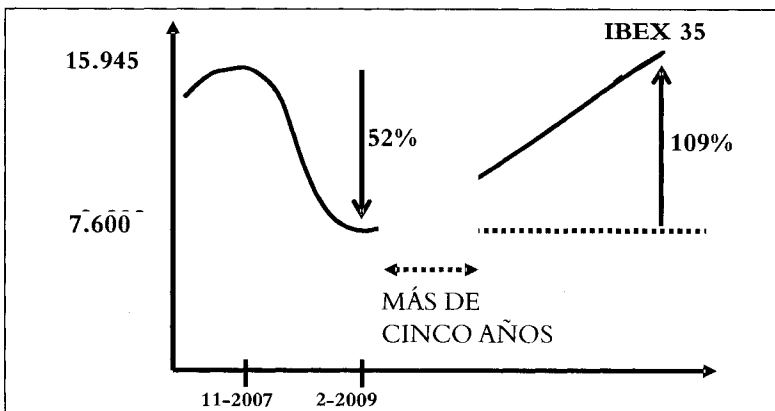


Figura 3.18. Escenario posible pero poco probable en que la recuperación de la bolsa se retrase cinco años o más.

Otro escenario posible, pero seguramente menos probable, es que la recuperación de la bolsa se retrase más allá de cinco años (véase la figura 3.18). Esta situación sólo se ha producido tras el crack de 1929 que, como ya hemos señalado, tuvo un conjunto de circunstancias muy desfavorables que hacen que se trate seguramente de una situación muy difícil de repetirse. Por ello, la previsión que considero más probable es que, una vez se produzca la recuperación del sistema financiero y del sector inmobiliario, en unos dos o tres años, la bolsa se recupere de manera muy significativa. Es posible que se trate de una percepción optimista de lo que puede ocurrir.

3.5. RECUPERACIÓN GENERAL DE LA ECONOMÍA

Nunca hagas previsiones, especialmente sobre el futuro.
Samuel Goldwyn

Si se dan las condiciones anteriores (recuperación del sector financiero, venta del stock del millón de viviendas pendientes de vender...) y se pone en marcha la maquinaria del sector de la construcción, debería afectar de forma positiva al conjunto de la economía. Habrá que aceptar que por el camino desaparecerán muchas empresas inmobiliarias y de la construcción, pero las que quedarán tendrán modelos de negocio menos especulativos.

Una vez se recupere el sector financiero, el sector de la construcción y la financiación vuelva a todos los sectores, ya deberían empezar a notarse los efectos en la economía general. El PIB y el empleo podrían volver a crecer entre 2010 y 2012. En caso de que se produzcan retrasos en los hechos anteriores, esta recuperación también tardaría más en llegar.

Finalmente, el consumo, que siempre es más lento en reaccionar, se podría empezar a recuperar entre 2010 y 2012. De nuevo, si hay retrasos en las fechas propuestas para las condiciones anteriores, entonces también se demoraría la recuperación del consumo.

3.5.1. Diferencias entre el crack de 1929 y la crisis de 2008-2009

Las previsiones anteriores pueden ser catalogadas de muy optimistas si consideramos la opinión de la mayoría de los analistas que consideran que la crisis durará muchos años y que será como la de 1929 o como la que está viviendo Japón desde 1990. A modo de ejemplo puede citarse al conocido financiero George Soros, que vaticina que la crisis de 2008-2009 será peor que la de 1929. Ante el pesimismo imperante, puede ser útil comprobar que la situación actual dista mucho de parecerse a lo ocurrido en los cracks de 1929 y el más reciente de Japón.

Como se muestra en la figura 3.19, la situación existente en 2008 y principios de 2009 tiene diferencias muy importantes con la que había en 1929, ya que entonces:

- Predominaba el liberalismo a ultranza, que explica que los gobiernos y los bancos centrales no actuaran para rescatar a los bancos y los dejaran quebrar. Este mismo liberalismo y el desconocimiento de lo que estaba ocurriendo explica que los gobiernos tardasen más de cuatro años en coordinarse para combatir la Gran Depresión.
- Al no existir seguro de los depósitos, millones de personas perdieron todos sus ahorros.
- El Estado del bienestar era casi inexistente, ya que no había ni salario mínimo, ni seguro de desempleo, ni de jubilación ni Seguridad Social general, con lo que millones de personas quedaron totalmente desprotegidas y sin ingresos, lo que provocó hambre y pobreza extrema.

	1929	2008-2009
Bancos Centrales	No actuaron	Sí
Quiebra bancos	Sí	No (excepto Lehman Brothers)
Seguro de los depósitos bancarios	No	Sí
Seguro de desempleo	No	Sí
Cobertura médica generalizada a través de la Seguridad Social	No	Sí
Pensión de jubilación	No	Si
Salario mínimo	No	Sí

Continúa en la página siguiente

Tiempo transcurrido entre el crack y la actuación coordinada de los gobiernos de los principales países	4 años	2 meses
Planes de rescate de los gobiernos para proteger a los principales sectores de la economía (banca, automóvil...)	No	Sí

Figura 3.19. Diferencias entre la situación de 1929 y la de 2008-2009.

En la crisis de 2008-2009 se ha podido comprobar que a nivel mundial (Grupo de los 20, Unión Europea...) se están poniendo en marcha medidas para hacer frente a la crisis. Además, hay evidencias claras de que los gobiernos apoyarán a los bancos para que no se produzca ninguna quiebra y, por otro lado, los depósitos tienen niveles muy amplios de garantías. Para complementarlo, en la actualidad el Estado del bienestar está diseñado para minimizar los efectos del aumento del desempleo.

3.5.2. Diferencias entre el crack de Japón en 1990 y la crisis de 2008-2009

Ante el temor de que la crisis de 2008-2009 se alargue como la de Japón, que no se ha recuperado desde 1990, conviene identificar las diferencias (véase la figura 3.20) que hacen que se trate de situaciones no comparables:

- Al igual que en los primeros años de la Gran Depresión, en Japón hasta el año 2001 predominaron las ideas liberales, que dificultaban la actuación contundente del gobierno.
- En Japón la escalada de precios fue mucho mayor, por lo que la magnitud de la burbuja inmobiliaria y bursátil japonesa en 1990 fue entre cuatro y cinco veces mayor que la existente en 2007 a nivel mundial.
- La baja rentabilidad de las empresas japonesas explica que los precios de las acciones sigan siendo caros a pesar de la bajada producida en las cotizaciones.

	Japón 1990	2008-2009
Tiempo transcurrido entre el inicio del crack y la actuación contundente de los gobiernos	11 años	Menos de un año
PER medio de la bolsa en el momento de producirse el pinchazo de la bolsa	80	18 (a 31-12-2007)
PER medio de la bolsa un año después del pinchazo de la bolsa	72	7,5 (a 31-12-2008)
Rentabilidad media por dividendo en el momento de producirse el pinchazo de la bolsa	1%	2,5%
Rentabilidad media por dividendo un año después del pinchazo de la bolsa	0,6%	5%
Revalorización aproximada de la bolsa en los cinco años anteriores al pinchazo	450%	90%
Revalorización aproximada de los inmuebles en los cinco años anteriores al pinchazo	500%	60%

Figura 3.20. Diferencias entre la situación de Japón en 1990 y la crisis de 2008-2009.

3.6. CONCLUSIONES

De lo expuesto se desprenden las conclusiones siguientes:

- Un escenario posible es que, tras la recuperación del sector financiero y una vez se hayan producido bajadas significativas en el precio de la vivienda, se venda el stock del millón de viviendas pendientes y, poco a poco, se vuelva a poner en marcha la maquinaria del sector de la construcción, con su beneficioso impacto para el resto de la economía. De todas formas, los niveles de la actividad constructora no volverán a ser los de los años anteriores al 2008, lo cual puede favorecer un crecimiento más sostenible. El gran reto será dar empleo a todas las personas que ya no volverán a este sector.

- La recuperación de liquidez por parte de las entidades de crédito puede volver a incrementar la financiación a empresas y familias.
- Todo ello es el revulsivo que necesita la economía para volver a crecer.
- Como hemos recordado en otras partes de este libro, a los economistas no nos gusta demasiado concretar las previsiones porque la marcha general de la economía es difícil de prever, ya que en definitiva es consecuencia de lo que decidimos entre todos. Por tanto, con toda la prevención que requiere la formulación de previsiones, un escenario posible, aunque algo optimista, (véase la figura 3.21) sería que:
 - El sector financiero recupere confianza y liquidez entre finales de 2008 y 2009.
 - La bolsa se recupere en 2009. En función de lo que hagan el resto de variables, esta recuperación podría demorarse hasta 2010 o 2011.
 - Los precios de la vivienda bajen de forma significativa hasta 2009 y 2010. En caso de que los propietarios tarden más en bajar precios, esto podría retrasar los apartados siguientes.
 - El stock de viviendas se venda entre 2009 y 2010. Si los precios tardan más en bajar, la venta de este stock se podría demorar más.
 - El sector de la construcción se empiece a poner de nuevo en marcha a partir de 2010 y 2011. Si hay retrasos en la venta del stock de viviendas, esta puesta en marcha se podría retrasar también.
 - El PIB y el empleo vuelvan a empezar a crecer entre 2010 y 2012. Para ello es preciso que se cumplan las previsiones de los apartados anteriores.
 - Finalmente, el consumo se empiece a recuperar a partir de 2010 y 2012.

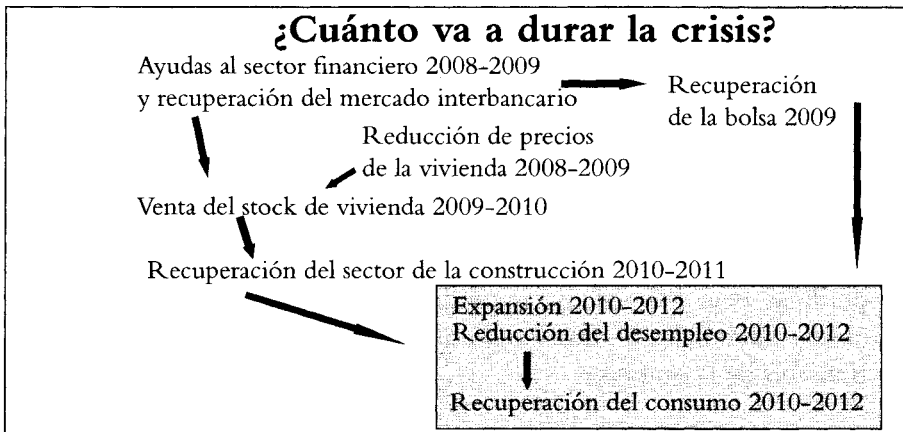


Figura 3.21. ¿Qué pasará?

- En relación con el sector inmobiliario y de la construcción, se hace imprescindible tomar medidas encaminadas a:
 - Rediseñar el modelo de negocio para poder funcionar con una demanda inferior a la de los años 2003 a 2006 con un nivel menor de gastos para poder soportar menores márgenes de beneficios.
 - Apostar por los negocios relacionados con la gestión medioambiental.
 - Diversificar los segmentos de actividad para depender menos de la evolución del sector inmobiliario.
 - Deberán revisarse los niveles de capitalización y endeudamiento, y es posible que la mayor parte de las empresas tengan que incrementar los recursos propios para aligerar el endeudamiento y disponer de una situación holgada de liquidez.
- Los propietarios de viviendas y las inmobiliarias tienen varias opciones en relación con el stock de viviendas pendientes de vender. Si el propietario no tiene un exceso de endeudamiento quizá puede esperar a que el mercado se recupere, y también se puede plantear alquilar las viviendas, en lugar de intentar venderlas.
- Los propietarios o inmobiliarias que tengan dificultades financieras tienen menos opciones:
 - Capitalizar la empresa con la entrada de capital que les permita reducir la deuda y así poder hacer la travesía del desierto sin peligro de ir

a un concurso de acreedores. La capitalización favorecería aguantar durante unos años las viviendas sin reducir su precio, a la espera de que los precios se normalicen. Esta alternativa puede ir combinada con el alquiler de las viviendas, y así siguen generando ingresos, mientras llega el momento de venderlas a un precio interesante.

- Hacer un descuento importante (20-30%) en los precios de las viviendas y venderlas cuanto antes. Esta última opción implica asumir pérdidas, pero más vale no incrementar las pérdidas con gastos financieros adicionales de una deuda que puede poner en peligro la continuidad de la empresa.

4

Sobrevivir a una crisis y aprovechar las oportunidades

*Creería en Dios si me enviase una señal clara,
como ingresar dólares en mi cuenta en un banco suizo.*

Woody Allen

4.1. INTRODUCCIÓN

En medio de una crisis, y especialmente en la fase de pánico e histeria, es más difícil actuar de forma racional, pero no hay nada mejor que analizar los acontecimientos de forma serena. Una crisis es el momento donde una mala decisión puede ser nefasta y, en cambio, es cuando suelen presentarse las grandes oportunidades.

En este capítulo se hacen algunas consideraciones sobre algunas de las principales decisiones que toman los particulares y familias en temas de consumo, ahorro e inversión. Una de las decisiones clave se refiere a la vivienda: alquilar, comprar, hipoteca...

Un aspecto curioso del comportamiento humano es el denominado efecto riqueza, al que ya nos hemos referido anteriormente, que se produce en una burbuja inmobiliaria. Como la vivienda va subiendo de valor, muchas personas se sienten más ricas como consecuencia de que la vivienda en la que viven está subiendo de valor. El efecto riqueza hace que las familias consuman más, vayan a mejores restaurantes, hagan viajes más lujosos y se cambien el coche, simplemente porque su vivienda vale

más. En cambio, cuando la burbuja inmobiliaria ha pinchado, y cuando la vivienda empieza a valer menos, aparece el efecto pobreza y las personas, aunque sean funcionarios que tienen el sueldo garantizado, empiezan a reducir el consumo porque se sienten más pobres.

También se analizan en este capítulo las inversiones financieras, y especialmente la inversión en bolsa. En este tipo de decisión es fundamental elegir adecuadamente el momento de entrar y de salir, así como las empresas a adquirir y cómo diversificar los riesgos...

Finalmente, otro aspecto analizado es el de las estrategias empresariales cuando el problema es que las ventas se están reduciendo, y cuando empieza a aumentar peligrosamente el riesgo de morosidad. En plena crisis es cuando las empresas que han sido conservadoras en los años de bonanza disponen de recursos para efectuar adquisiciones a precios mucho más bajos que nunca.

4.2. AHORRO, CONSUMO Y VIVIENDA

Las necesidades de consumo e inversión en una familia cambian considerablemente a lo largo de la vida. No es lo mismo los primeros años de una pareja, cuando están iniciando su vida profesional, que unos años más tarde, cuando empiezan a tener hijos, o que veinte años después, cuando profesionalmente ya están en una etapa de madurez y los hijos empiezan a marcharse. De todas formas, a nivel general, suelen darse por buenas ciertas pautas en relación con el consumo, el ahorro y la inversión.

En estos temas cada caso es diferente, por lo que hay que tener muy en cuenta las características de cada persona (nivel de ingresos, situación familiar, tipo de vida que desea llevar, fiscalidad...).

4.2.1. Ahorro, consumo e inversión

Uno de los temas clave es qué parte de los ingresos ha de destinarse al consumo y qué parte ha de ir al ahorro o inversión. Por ahorro entenderíamos los recursos que se emplean en depósitos bancarios, por ejemplo, y también el dinero que posteriormente se invertirá. Por inversión entenderíamos el dinero destinado a la compra de vivienda, del vehículo o de acciones de empresas, por ejemplo.

En general se considera adecuado destinar al ahorro alrededor del treinta a cuarenta por ciento de los ingresos totales. En los primeros años de una

familia este dinero puede colocarse en depósitos bancarios, y así, cuando unos años después se adquiriera una vivienda, se dispondrá de fondos para poder pagar la entrada y no asumir un préstamo excesivo. Más adelante, cuando la hipoteca ya esté pagada, estos recursos pueden destinarse a otras inversiones, como una segunda vivienda, valores bursátiles o similares.

	1993	2006
Alimentos y bebidas no alcohólicas	19,5	13,0
Bebidas alcohólicas, tabaco, narcóticos	2,4	2,6
Vestido y calzado	8,1	5,7
Vivienda, agua, gas, electricidad	13,1	15,7
Mobiliario, equipamiento del hogar y conservación de la vivienda	6,9	5,7
Salud	5,2	3,6
Transporte	13,5	11,6
Comunicaciones	1,1	3,5
Ocio, espectáculos y cultura	5,8	9,8
Educación	1,8	1,4
Hoteles, cafés y restaurantes	16,1	17,2
Otros bienes y servicios	6,6	10,1
Consumo total	100,0	100,0

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Figura 4.1. Estructura del consumo de los hogares en España.

En la figura 4.1 se acompaña la estructura del consumo medio de las familias. Puede apreciarse el peso creciente del gasto en vivienda (agua, gas, electricidad...), comunicaciones y ocio. En cambio, la alimentación y la ropa están reduciendo su participación en el total.

4.2.2. Vivienda

Una de las decisiones financieras clave de una familia tiene que ver con la compra de la vivienda. En este tema un error puede ser fatal. En algunos casos, es mejor alquilar que comprar. Por ejemplo, cuando no hay ahorros para pagar la entrada, o los ingresos anuales son muy reducidos o inseguros.

Si aún no se ha adquirido la vivienda y se está pensando en ello, vale la pena recordar que todos los indicios existentes a finales de 2008 apuntan a que, como ya se ha tratado en el capítulo anterior, el precio de la vivienda aún ha de bajar más de precio. Si ya ha caído alrededor de un diez por ciento, se espera que caiga alrededor de un veinte por ciento más. De todas formas, aunque hay consenso en que los precios han de bajar, el alcance de la bajada es menos claro.

En la figura 4.2 se acompañan diversas previsiones realizadas antes de que pinchase la burbuja inmobiliaria. En ellas puede comprobarse que varias de las previsiones se sitúan alrededor del treinta por ciento. Este tipo de previsión suele disgustar a las empresas inmobiliarias y a las personas que tienen viviendas por vender, pero han de aceptar que se ha producido una burbuja y que en este sector se ha ganado mucho dinero, quizá demasiado, durante bastantes años. Además, si caen los precios de las viviendas podemos llegar a una situación menos injusta en relación con las personas jóvenes y/o con menor nivel de riqueza que desean adquirir una vivienda. Está claro que nunca llueve a gusto de todos.

Por otro lado, hay que recordar que los costes de transacción en la compra o venta de una vivienda (notaría, impuestos, comisión de intermediación, tasación, comisiones de las entidades de crédito...) son importantes, y normalmente se sitúan entre el seis y el diez por ciento, por tanto, no se puede cambiar de vivienda demasiadas veces a lo largo de la vida. En otros países, como el Reino Unido, donde los costes de transacción son mucho más reducidos (entre el dos y el cinco por ciento), es mucho más fácil ir cambiando de vivienda a lo largo de la vida. Por tanto, en países como España hay que pensárselo mucho más antes de adquirir una vivienda. Se ha de tener en cuenta que los medios y necesidades a lo largo de la vida de una familia cambian considerablemente en función de los ingresos, número de hijos que viven en la casa...

Fondo Monetario Internacional	Alta probabilidad de que se produzca una corrección severa a nivel mundial.
OCDE	Debería bajar moderadamente (referido a los países más desarrollados).
Banco de España	Debería bajar un 30% (referido a España).
Goldman Sachs	Debería bajar un 15-20% (referido a Estados Unidos).
Capital Economics	Debería bajar un 20% (referido al Reino Unido).
National Institute of Social and Economic Research	50% de probabilidad de que se produzca un crack (referido al Reino Unido).
Financial Times (Jim Pickard)	Debería bajar un 30% (referido a Europa).

Figura 4.2. Predicciones realizadas entre 2004 y 2007 sobre lo que debería ocurrir con el precio de la vivienda.

Si se toma la decisión de adquirir una vivienda, una vez se haya producido la bajada, o sea, a partir de 2009 o 2010, es importante cómo se financia. Es razonable poder pagar una entrada con medios propios, o con ayudas familiares, que represente al menos el veinte por ciento del precio de la vivienda y que los pagos anuales estén por debajo del treinta o cuarenta por ciento de los ingresos familiares. También es conveniente que el plazo de la hipoteca no supere los veinticinco o treinta años. Otro tema importante es el del tipo de interés: normalmente se hacen a tipo de interés variable, pero esto añade un riesgo adicional, ya que, como las hipotecas tienen plazos muy largos, se pueden producir situaciones de subidas de tipos que hagan imposible atender las cuotas. Recordemos que los impagos de hipotecas *subprime* se están produciendo sobre todo en las que tienen tipos variables. La ventaja del tipo fijo es que se elimina un riesgo a costa de pagar más en momentos de bajada de tipos, pero está claro que si la cuota con el tipo fijo es asumible se garantiza más que se podrá atender, pase lo que pase con los tipos de interés. Para personas que

cuenten con mayor seguridad en los ingresos quizá no es mala opción contratar la hipoteca a tipo fijo, y así ya saben lo que pagarán siempre.

En caso de que se adquiriera la vivienda con hipoteca y se produzca la imposibilidad de atender las cuotas, conviene tomar medidas rápidas antes de que el banco la embargue, con lo que se puede perder la vivienda y todo lo que se ha pagado. Hay que anticiparse a los problemas e intentar renegociar el plazo, los intereses o conseguir unos meses en los que se interrumpa el pago del principal o incluso de toda la cuota del préstamo.

Además, ante un embargo el propietario de la vivienda puede solicitar el concurso de acreedores y así interrumpir las acciones emprendidas por los acreedores que intentan cobrar sus deudas. El problema de esta acción es que los costes, sobre todo jurídicos (abogado, procurador...), pueden ser importantes. Según la OCU suelen rondar sobre los doce mil euros. La legislación mercantil sobre esta temática está diseñada para permitir que el deudor alcance un acuerdo con sus acreedores, ya sea reduciéndola (que se denomina «quita») o aplazándola (que se denomina «espera»). De acuerdo con la legislación, hay limitaciones a la «quita y espera», ya que no se aceptan reducciones superiores al cincuenta por ciento de los créditos ni esperas que excedan el plazo de cinco años. En caso de que no haya acuerdo, se iniciara la liquidación del patrimonio del deudor.

Otro tema a considerar ante las dificultades para atender la hipoteca es el de la reunificación de las deudas. Este tipo de empresas han proliferado en los últimos años, y conviene calcular los costes que suponen o asesorarse adecuadamente para asegurarse de que la reunificación es acertada en coste y plazo.

4.3. INVERSIONES FINANCIERAS

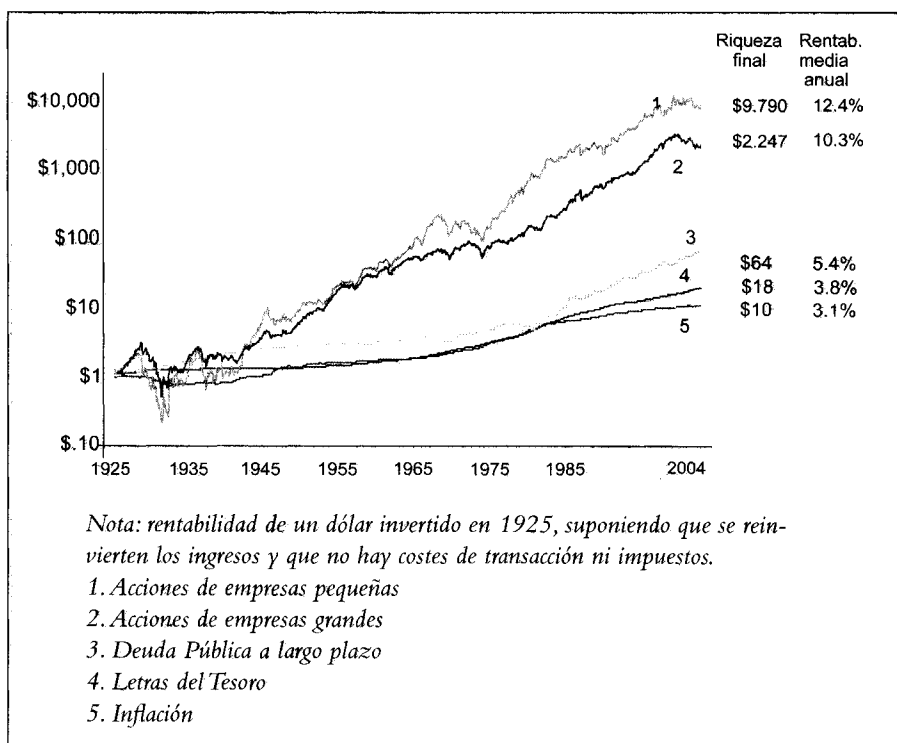
En amores y valores, no asesores.

Anónimo

En principio, no existe una estrategia que sea infalible y que garantice que siempre se puede ganar con las inversiones financieras y, en especial, en

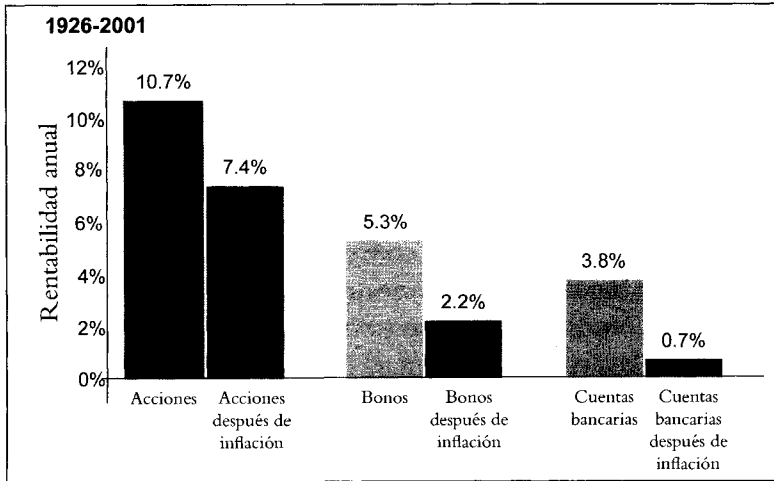
bolsa. De todas formas, existe un cierto consenso en que a largo plazo es más rentable invertir en renta variable (acciones) que en renta fija (Deuda Pública, Letras del Tesoro, depósitos bancarios...). En las figuras 4.3 y 4.4 se acompañan estudios que demuestran que la rentabilidad de las acciones a largo plazo es bastante más elevada que la de las alternativas restantes.

Sin embargo, en función del perfil del inversor, de su fiscalidad y de sus necesidades a corto y largo plazo, es conveniente distribuir adecuadamente los recursos. En la medida que el inversor sea más conservador, primará la renta fija y los depósitos bancarios; en cambio, cuando el perfil es de mayor riesgo, el peso de las acciones aumentará (véase la figura 4.5).



Fuente: Elaborado por Xavier Brun con datos de Bloomberg

Figura 4.3. Rentabilidad de un dólar invertido en acciones o renta fija desde 1925 hasta 2004.



Fuente: Bloomberg

Figura 4.4. Rentabilidad media anual desde el año 1926 hasta el año 2001, teniendo en cuenta la inflación.

	Conservador	Agresivo	Joven
Edad	Normalmente de 45 años en adelante	Normalmente de 30 a 55 años	Normalmente de 25 a 35 años
Objetivos de las inversiones	Mantener el valor del capital sin sobresaltos.	Aumentar el valor del capital.	Aprender y conseguir un capital que pueda ser utilizado para inversiones más adelante. Cuando quiere adquirir vivienda se vuelve más conservador.
Aversión al riesgo	No quiere riesgos y está dispuesto a perder oportunidades a cambio de seguridad.	Acepta el riesgo y está dispuesto a invertir en productos sofisticados.	Acepta el riesgo, aunque cuando llega el primer hijo puede ser que se vuelva más conservador.
Distribución de las inversiones financieras	30% Acciones 40% Renta fija 30% Depósitos bancarios	50% Acciones 35% Renta fija 15% Depósitos bancarios	80% Acciones 15% Renta fija 5% Depósitos bancarios

Figura 4.5. Algunos de los principales perfiles en relación con las inversiones financieras.

Es posible que pocos temas se hayan investigado tanto, y durante tantos años, para llegar a unos resultados tan pobres como los que tenemos sobre la predicción bursátil. La evolución de la bolsa a corto plazo, como ya se ha expuesto en el capítulo 1, suele ser la consecuencia de la irracionalidad humana.

En consecuencia, hay que analizar los hechos en lugar de fiarse solamente de las opiniones. A pesar de estas consideraciones, existe un cierto consenso en determinadas pautas que pueden favorecer los resultados de la inversión en bolsa:

- Invertir sólo una parte de los recursos disponibles.
- Entrar en bolsa cuando está barata.
- Diversificar con un determinado número de sectores.
- Diversificar con un determinado número de empresas.
- Invertir con una óptica de largo plazo.

A continuación se exponen con más detalle estas pautas.

4.3.1. Invertir sólo una parte de los recursos disponibles

*Hay que entrar en bolsa cuando resuenan los cañones,
y salir cuando tocan los violines.*

Anónimo

En primer lugar, en bolsa sólo se ha de invertir una parte del dinero que no se necesitará durante varios años. ¿Por qué? Porque hay que diversificar en diversos tipos de inversiones (depósitos bancarios, bolsa, inmuebles...) y porque las acciones pueden bajar en cualquier momento; para no materializar las pérdidas puede ser conveniente esperar a que las acciones se recuperen, y esto puede llevar varios años.

4.3.2. Entrar en bolsa cuando está barata

En segundo lugar, hay que entrar cuando la bolsa está barata, o sea, después de un crack. Se trata de no caer en la ceguera de la mayoría de las personas que en ese momento, presas del pánico y la histeria colectiva, no ven que ése no es el momento de salir, ya que la bolsa está demasiado barata. En la figura 4.6 diríamos que hay que entrar en los momentos A y E. ¿Cómo se puede saber que estamos en un momento de entrar en bolsa? Indicios como los siguientes permiten detectarlo:

- La bolsa ha caído entre un 40% y un 50%.
- Las cotizaciones han caído mucho en relación con los beneficios que generan las empresas. Así, el PER (del inglés *price earnings ratio*, ratio que divide la cotización de una empresa entre el beneficio por acción) ha bajado y se ha situado alrededor de 7 u 8 veces.
- La rentabilidad por dividendo que ofrecen las empresas cotizadas supera la retribución de la renta fija, por ejemplo, el 4% o 5% en el año 2008.

A finales de 2008 y principios de 2009 se dan todas estas condiciones. Otra cosa es que quizá la bolsa pueda bajar más. Esto puede ocurrir perfectamente, pero lo que ha de importar al inversor es comprar barato. Nunca podrá saber a ciencia cierta si aún podría comprar más barato. Como se ha indicado, a corto plazo, es decir, a uno o dos años, es imposible predecir con seguridad lo que hará la bolsa.

Cuando la tendencia se invierte y la bolsa empieza a subir suele subir todo, tanto las mejores empresas como las que no son tan buenas. El problema es que muchas personas entran en bolsa cuando hace tiempo que oyen a conocidos suyos decir que han ganado mucho dinero en poco tiempo. En estos casos estas personas suelen entrar en el punto más alto de la bolsa, que es cuando la mayoría de las acciones están muy caras. En realidad, a medida que los precios suben más allá de lo razonable es cuando hay que salir de bolsa. Una frase que debería aplicarse en el mundo de la bolsa es «el último euro que lo gane otro».

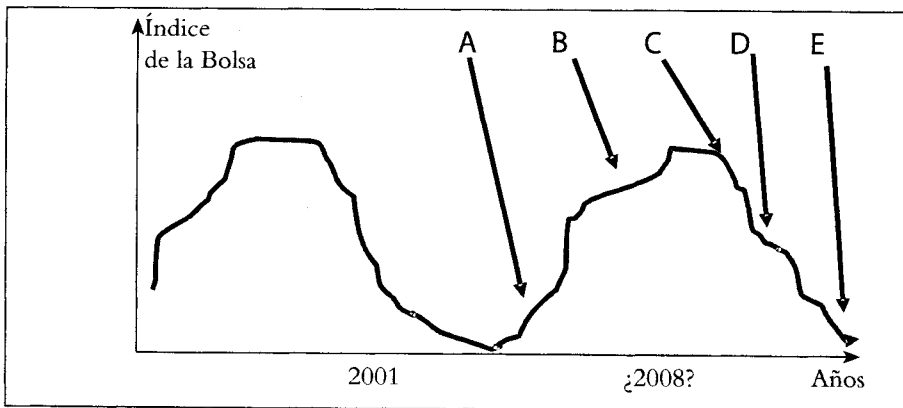


Figura 4.6. Para entrar en bolsa hay que hacerlo después de un crack (A y E en el gráfico).

4.3.3. Diversificar con un determinado número de sectores

En tercer lugar, hay que diversificar la inversión para no poner todas las manzanas en la misma cesta. Hay que seleccionar sectores sólidos y con buenas perspectivas de futuro, y huir de los sectores más especulativos, como las nuevas tecnologías, por ejemplo. Entre los sectores sólidos suele incluirse, normalmente, la banca, (aunque a finales de 2008 y principios de 2009 existen incertidumbres que hay que considerar), las compañías eléctricas, autopistas, agua y gas, por ejemplo. Como se visualiza en la figura 4.7, la investigación sobre el riesgo de invertir en bolsa y el número de sectores indica que para reducir el riesgo hay que invertir en más de un sector. A medida que se va incrementando el número de sectores se va reduciendo el riesgo, pero cuando ya se está invirtiendo en unos cuatro o cinco sectores, es difícil reducir más los niveles de riesgo. Por tanto, conviene invertir en cuatro o cinco sectores.

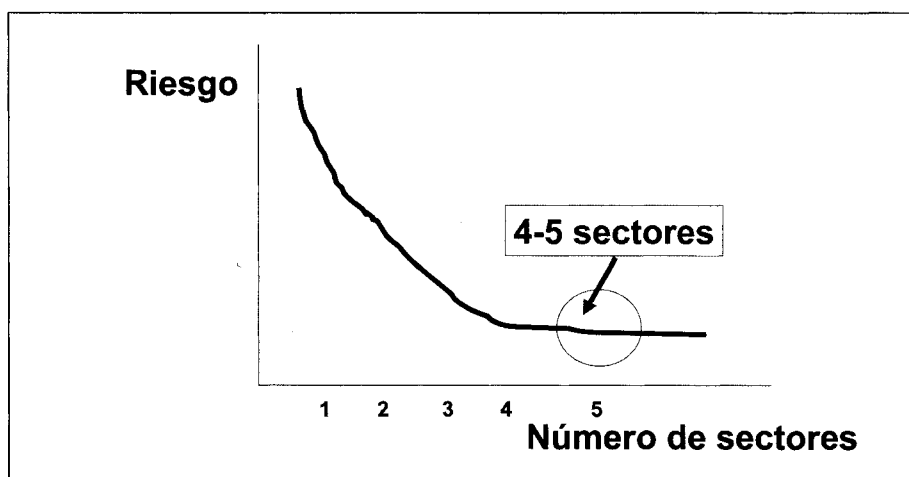


Figura 4.7. Relación entre riesgo y número de sectores en los que se invierte.

4.3.4. Diversificar con un determinado número de empresas

En cuarto lugar, los investigadores financieros recomiendan invertir en un número de empresas que oscile entre doce y quince (véase la figura 4.8). Menos empresas puede ser arriesgado, y más empresas es innecesario desde el punto de vista de la diversificación del riesgo. De esta forma se reduce el riesgo de que se produzca una quiebra imprevista en una de las empresas que hemos comprado.

Existen dos tipos principales de metodologías para analizar empresas que cotizan. Por un lado, está el denominado análisis fundamental, que consiste en analizar la estrategia y la operativa de la empresa, y también su evolución patrimonial, financiera y económica, para determinar si sus acciones están caras o baratas.

Por otro lado, también existe el denominado análisis técnico, que formula predicciones sobre la evolución de las acciones usando datos de mercado (precio, volumen...) y gráficos de la evolución de estas variables. El análisis técnico se empezó a usar a principios del siglo XX, cuando las empresas no publicaban sus cuentas anuales y, por tanto, no se podía realizar un análisis fundamental.

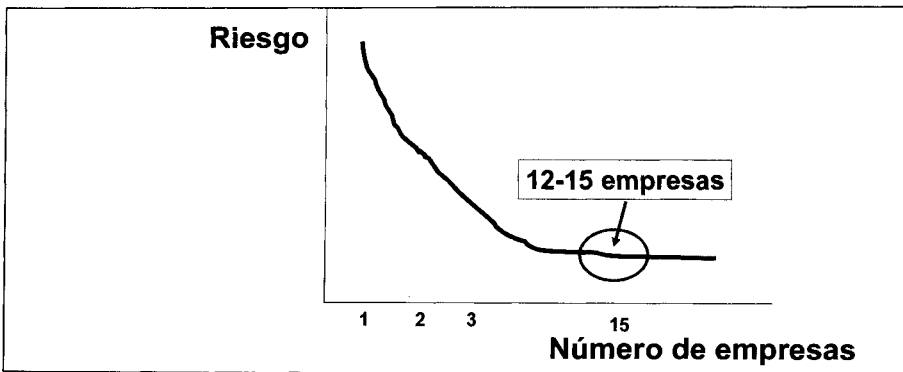


Figura 4.8. Relación entre riesgo y número de empresas en las que se invierte.

Dado que para hallar el valor de una empresa y saber si sus acciones están caras o baratas hay que utilizar el análisis fundamental, en este apartado se exponen algunos de los principales indicadores que se utilizan para hacerlo.

Cuando se analiza una empresa que cotiza en bolsa, además de analizar su situación patrimonial (endeudamiento, solvencia a corto plazo...) y su capacidad de generar riqueza (ventas, beneficios y rentabilidad), también se utilizan varios ratios específicos, entre los que destacan los siguientes:

Comparación entre valor de mercado y valor contable de la acción:

$$\frac{\text{Valor de mercado (cotización) de la acción}}{\text{Valor contable de la acción}}$$

El valor de mercado es la última cotización de la acción. El valor contable de una acción es igual al capital más reservas dividido por el número de acciones. Cuando el valor del ratio es elevado indica que la acción está cara en bolsa o bien que el valor contable o valor en libros está infravalorado.

A finales del 2008 y principios del 2009 hay bastantes empresas que cotizan en bolsa por debajo de su valor contable, lo que es un indicio de que están baratas.

Ratio precio beneficio: también denominado PER (del inglés *price earnings ratio*), divide la última cotización de la acción de una empresa por su beneficio por acción:

$$\frac{\text{Valor de mercado (cotización) de la acción}}{\text{Beneficio por la acción}}$$

El beneficio por acción se obtiene dividiendo el beneficio neto total de la empresa por el número de acciones que integran el capital social.

Si el PER es alto indica que las acciones están caras y que quizá ha llegado el momento de venderlas. En cambio, cuando el PER es bajo indica que las acciones están baratas.

El valor ideal del PER está relacionado con la rentabilidad que desea el inversor. Así, si el inversor desea una rentabilidad mínima del 8%, como el PER es el inverso de la rentabilidad, una rentabilidad del 8% significa que el PER máximo debería oscilar alrededor de 12,5 (que es el inverso de 8%). En general se considera un indicio de que una empresa está barata cuando su PER oscila alrededor de 7 u 8. De todas formas, hay que compararlo también con otras empresas del mismo

sector, ya que a veces un PER bajo puede ser indicador de que la empresa tiene unas perspectivas negativas. Ahora bien, cuando el PER promedio de la bolsa está alrededor de 7 u 8, es posible que sea una señal de que la bolsa está barata.

En cambio, si el inversor se conforma con una rentabilidad menor, del 5% por ejemplo, un valor aceptable del PER podría llegar hasta 20, que es el inverso de 5%. Como un 5% es poco para una empresa que cotiza en bolsa, por el riesgo que comporta, un PER de 20 se consideraría indicio de que la empresa puede estar cara. En líneas generales, cuando el PER supera el valor de 14 o 15 empieza a indicar que la empresa puede estar cara.

Dividendo por acción: se obtiene dividiendo el dividendo pagado en el último ejercicio por el número de acciones:

$$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Número de acciones}}$$

Para el accionista conviene que sea lo más alto posible.

Rentabilidad por dividendo: se divide el dividendo por acción por la última cotización de la acción. Desde la perspectiva del accionista también debe ser elevado:

$$\frac{\text{Dividendo por acción}}{\text{Cotizaciones de la acción}}$$

Cuanto mayor sea el valor del ratio, más interesante será para el accionista.

Política de dividendo: se divide el dividendo por acción por el beneficio por acción:

Dividendo por acción
Beneficio por acción

Desde la perspectiva de asegurar una suficiente autofinanciación, es conveniente que el ratio no sea muy elevado. Dado que al accionista le interesa que la rentabilidad por dividendo sea elevada, la única forma de compatibilizar los intereses de la empresa de los accionistas es generando mucho beneficio.

Usando los ratios anteriores se puede determinar que las acciones de una empresa están baratas y que, por tanto, quizá es un buen momento para comprarlas si:

- El ratio de precio sobre valor contable tiene un valor reducido comparado con el de otras empresas del mismo sector.
- El PER es más bajo que el de las empresas del mismo sector.

Si, además, se trata de una empresa que ofrece una buena rentabilidad por dividendo y que, al mismo tiempo, destina a la autofinanciación la mayor parte de los beneficios, es posible que sea una buena inversión a considerar.

Una vez se haya entrado en bolsa no se han de esperar rentabilidades a corto plazo, sino que hay que esperar seguramente de dos a cinco años. Como se ha demostrado anteriormente, en todos los cracks de los últimos ciento cincuenta años, excepto el de 1929 y el de Japón de 1990, la bolsa se recuperó en un período de uno a cuatro años. Como se visualiza en la figura 4.9, si la recuperación del crack de 2008-2009 se produce en un año, la rentabilidad puede ser del 109%. En cambio, si se tarda cinco años la rentabilidad media anual será del 21,8%. A los porcentajes anteriores hay que añadir el dividendo, que después de un crack suele ser próximo al 6% anual.

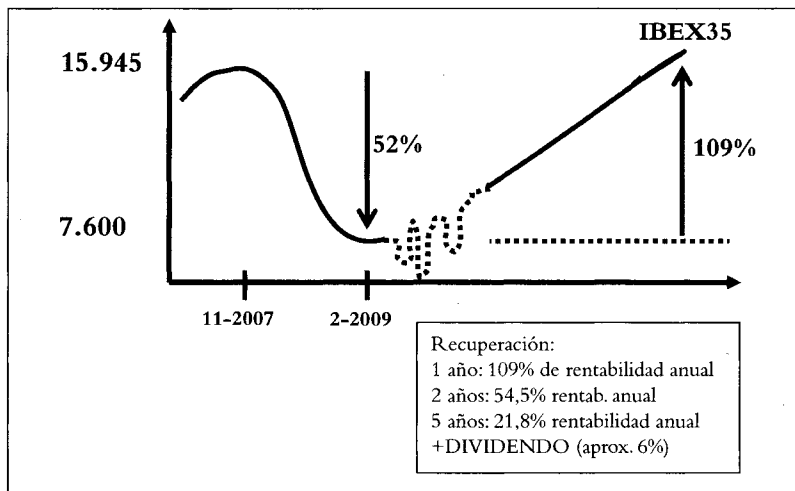


Figura 4.9. Rentabilidad anual en función de lo que tarde en recuperarse la bolsa.

Hay que seleccionar empresas que cuenten con buenos equipos directivos, que tengan estrategias conservadoras desde el punto de vista financiero, con buenos productos y que actúen en mercados con gran proyección. En definitiva, se trata de empresas que a la larga han de ir mejorando sus beneficios.

4.3.5. Invertir con una óptica de largo plazo

Finalmente, hay que invertir con la expectativa de rentabilizar las inversiones a largo plazo, ya que la evolución a corto plazo de la bolsa es impredecible.

Una vez se han comprado las acciones, se recomienda no seguir su evolución cada día, es mejor hacerlo una vez cada varios días. De esta forma se pueden controlar las inversiones de una forma más relajada y fría. En algunas ocasiones es posible que no se cumplan las previsiones que hemos hecho para una determinada empresa y que su rentabilidad empiece a disminuir. Si no hay expectativas de que las cosas mejoren habrá llegado el momento de vender esas acciones, pero en caso contrario, si se trata de una situación coyuntural, merece la pena esperar a que vuelvan a subir.

Finalmente, hay que tener suerte, y esperar que el conjunto de decisiones que se han tomado den sus frutos a medio o largo plazo.

Como ya se ha expuesto, la bolsa ha sido objeto desde siempre de comportamientos irracionales por parte de la mayoría de los inversores. Estas conductas explican la ocurrencia periódica de cracks. La evolución de la bolsa a corto plazo es la consecuencia de la irracionalidad humana que genera una combinación de esperanza, avaricia y pánico. Esta combinación provoca que normalmente las decisiones de inversión en bolsa se tomen de forma muy irracional. El entorno económico es caótico, y la mayoría de las previsiones son muy inexactas.

En consecuencia, hay que analizar los hechos en lugar de fiarse solamente de las opiniones. A pesar de estas consideraciones, existe un cierto consenso en determinadas pautas que pueden favorecer los resultados de la inversión en bolsa.

Seguramente usted se estará preguntando por qué, si estas reglas son tan sencillas, hay tan pocas personas que las sigan. La respuesta es muy simple. Muchos inversores hacen exactamente lo contrario como consecuencia del perfil psicológico predominante (ambición de riqueza, glotonería, soberbia, ceguera, miedo, histeria, pánico...), y entran en bolsa cuando perciben que todo el mundo está ganando mucho dinero (o sea, que no entran después de una fuerte bajada sino todo lo contrario, entran cuando la bolsa lleva tiempo subiendo); además, suelen entrar invirtiendo un dinero que necesitarán a corto plazo. Tampoco tienen en cuenta que deberían diversificar e invierten sólo en unas pocas empresas. Además, invierten en empresas que no entienden y de las que no han estudiado las cuentas. Y, finalmente, cuando la bolsa baja muchos inversores no tienen paciencia y no recuerdan que tras la bajada siempre ha venido, más tarde o más temprano, una fuerte subida.

4.4. ESTRATEGIAS EMPRESARIALES EN ÉPOCAS DE CRISIS

*Cuando se ha hundido el barco hay que rezar
... pero sin dejar de nadar hacia la orilla.*
Anónimo

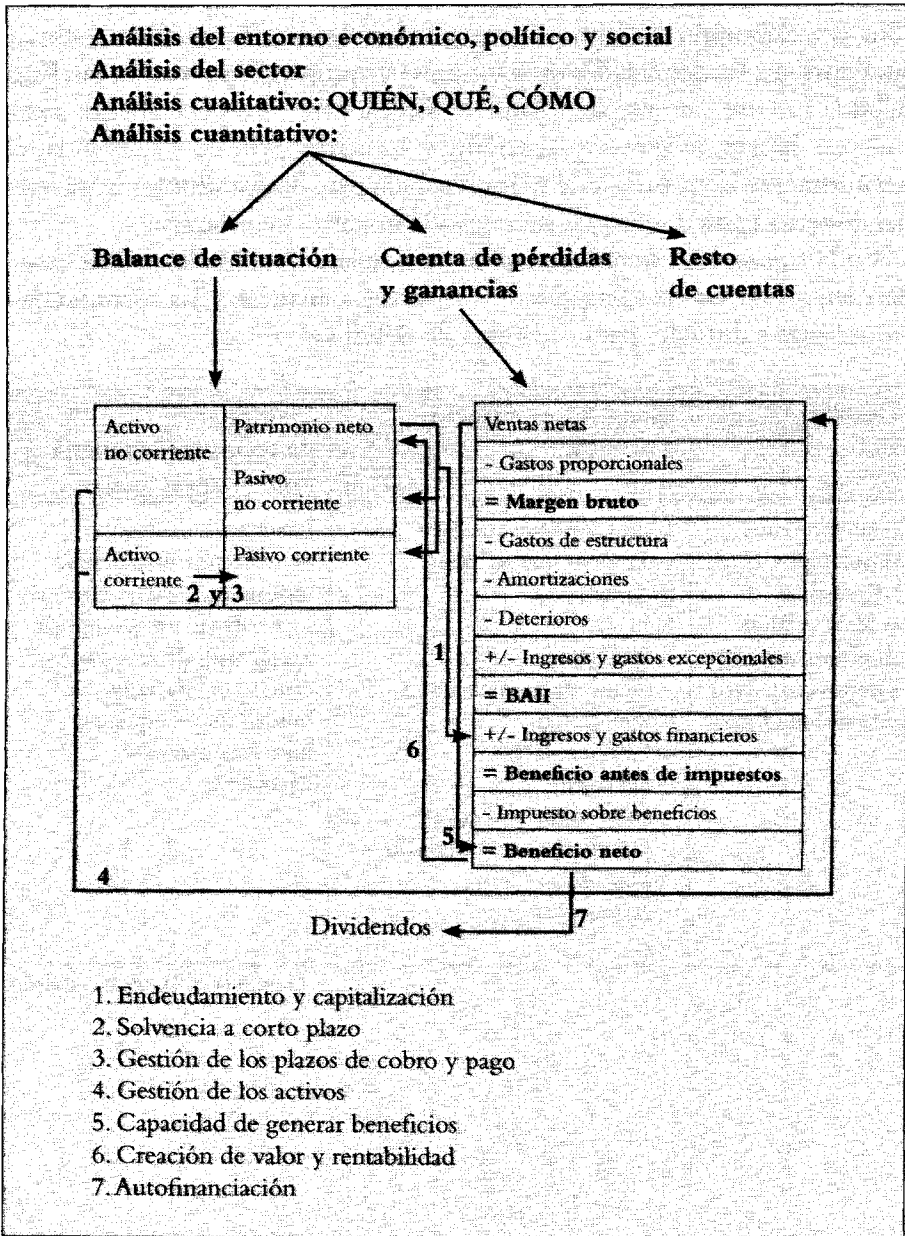
La recesión económica no afecta por igual a todos los sectores ni a todas las empresas. Para determinar las medidas que una empresa puede consi-

derar en épocas de crisis, se proponen seguidamente algunos temas que pueden tener relevancia.

4.4.1. Diagnóstico de la empresa

Parece oportuno aprovechar esta situación para efectuar un análisis del entorno general y sectorial y evaluar la posición en que se encuentra la empresa en relación con sus fortalezas y debilidades, así como en relación con las amenazas y oportunidades que se están presentando (análisis DAFO).

En cuanto a las fortalezas y debilidades, éstas se pueden dividir entre las de naturaleza cualitativa y las de tipo cuantitativo. Las primeras se refieren al QUIÉN (los propietarios, directivos y empleados de la empresa), QUÉ (sector de actividad y productos que tiene la empresa, competencia...) y CÓMO (operativa de la empresa). Las segundas son de tipo patrimonial, financiero y económico, tal y como se esquematiza en la figura 4.10.



Fuente: Amat, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Profit editorial

Figura 4.10. Visión integral de las partes del análisis de una empresa.

Una vez elaborado el diagnóstico se pueden detectar las medidas a tomar para corregir las debilidades de la empresa y aprovechar sus fortalezas. Esto debería hacerse siempre de forma periódica, pero es especialmente indicado en épocas de recesión económica. La corrección de las debilidades permitirá que la empresa esté más preparada para poder afrontar la travesía del desierto hasta que llegue de nuevo la bonanza económica.

En la figura 4.11 se relacionan las principales debilidades que se pueden encontrar en una empresa, los aspectos a analizar y las recomendaciones más habituales para cada tipo de debilidad.

Debilidad	Ejemplos de aspectos a analizar	Ejemplos de recomendaciones a implementar
¿Quién?: temas relacionados con las personas (socios, equipo directivo, mandos intermedios, resto de colaboradores)	Socios, equipo directivo y personas que trabajan en la empresa: <ul style="list-style-type: none"> - Selección - Grado de implicación - Formación - Conocimiento del sector - Habilidades directivas - Conflictos entre personas - Pesimismo - Arrogancia - ... 	Revisar los sistemas de selección, formación, incentivos... de las personas que trabajan en la empresa. En las fases de recesión es cuando el liderazgo y la calidad de los equipos humanos son más necesarios.

Continúa en la página siguiente

<p>¿Qué hace la empresa?: temas relacionados con la estrategia</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Sector (perspectivas, competencia...) - Barreras de entrada - Productos y servicios que ofrece la empresa - Plan estratégico (adecuación, implementación...) - Dependencias de factores externos (proveedores, clientes, tecnologías...) 	<p>Revisar el plan estratégico. Hay que decidir qué tipo de estrategia es más conveniente: liderazgo en costes, liderazgo en calidad, liderazgo en diferenciación... Modificar la cartera de productos y servicios ofrecidos. En recesión, posiblemente, desaparecerá algún competidor; por tanto, es el momento de prepararse para incrementar la cuota.</p>
<p>¿Cómo lo hace la empresa?: temas relacionados con la operativa</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Innovación - Compras - Calidad - Logística - Comercialización - Servicio posventa - Administración - Sistemas de información - ... 	<p>Es el momento de replantear el modelo de negocio. Si hay que reducir gastos, en momentos de recesión es cuando todo el mundo puede ser más receptivo para entenderlo. Hay que asegurar que el modelo de negocio permite generar el máximo valor desde el punto de vista del cliente con la máxima eficiencia posible. Revisar los procesos para solucionar los problemas operativos detectados.</p>
<p>Insolvencia a corto plazo</p>	<p>Relación entre activo corriente y pasivo corriente Previsiones de flujos de efectivo</p>	<p>Ampliar capital. Reconvertir deuda a corto plazo en deuda a largo plazo. Vender activos. Cobrar antes y pagar más tarde.</p>

Continúa en la página siguiente

Endeudamiento excesivo	Pasivo en relación con el total del balance Coste de la deuda Capacidad de devolución de los préstamos	Ampliar capital. Vender activos. Pedir subvenciones.
Mala gestión de activos	Ventas en relación a los activos Plazo de existencias	Vender activos. Gestionar los activos de forma más eficiente.
Plazos desequilibrados	Plazo de cobro Morosidad de la clientela Plazo de pago	Gestión del crédito a clientes <i>Factoring</i> Seguro de crédito Ofrecer descuentos pronto pago a clientes
Ventas insuficientes	Crecimiento de las ventas Cuota de mercado	Revisión del plan de marketing Innovación
Gastos excesivos	Gastos sobre ventas Absentismo	Recortar gastos. Dar incentivos a las ideas de reducción de costes.
Rentabilidad insuficiente	Rentabilidad del patrimonio neto Rentabilidad del activo	Mejorar el margen. Mejorar la rotación. Endeudarse si la deuda es rentable para la empresa.
Crecimiento desequilibrado	Expansión de ventas, activos, deudas y beneficio	Aumentar las ventas más que los activos y las deudas, para incrementar más el beneficio.

Fuente: Amat, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Profit editorial

Figura 4.11. Principales debilidades, técnicas de análisis y recomendaciones.

Los problemas citados son sólo una muestra de los que pueden hacer que una empresa tenga dificultades para superar el período de crisis o que sea inviable. Dado que en años de recesión todo es más difícil, es más

importante afrontar las debilidades. A la mayoría de las empresas se les reducen las ventas y, en cambio, les aumenta la morosidad, por tanto, los beneficios se reducen y la liquidez también.

4.4.2. Habilidades directivas imprescindibles en épocas de recesión

Seguidamente, se proponen una serie de estrategias y medidas para solucionar las debilidades y aprovechar las oportunidades que presenta una crisis como la expuesta. Pero antes conviene recordar que muchas de estas propuestas requieren de habilidades directivas imprescindibles por parte de las personas que deben llevarlas a cabo:

- Actitud proactiva para afrontar los momentos difíciles con entusiasmo y mentalidad positiva.
- Análisis racional y abstracción del pánico para poder vislumbrar las oportunidades en medio del pesimismo generalizado.
- Visión a largo plazo para no dejarse llevar por el pesimismo del corto plazo y buscar la generación de valor en un horizonte temporal amplio. No nos hemos de dejar arrastrar por el pánico ni tampoco esconder la cabeza debajo del ala. Es curioso que tanta gente se obsesione tanto con las pérdidas de un banco o de una empresa, del trimestre actual o del año actual o del siguiente, porque quizás lo que hay que hacer, es mirar que ganó ese banco en los diez años anteriores y que va a ganar en los diez siguientes. Y si en un entorno de veinte años o quince años ha habido un año de resultados reducidos o pérdidas, no es tan grave.
- Liderazgo para conseguir la complicidad de colaboradores, clientes, proveedores, bancos, Administración y demás partes relacionadas con la empresa. Se dice que en un entorno de crisis importante como el existente en 2009 es cuando se descubren los verdaderos directivos. Es fácil despertar admiración cuando todo va muy bien y todo va hacia arriba y cuando se reparten dividendos, bonus, incentivos, incrementos de sueldo... En plena recesión es cuando son imprescindibles los líderes de verdad.
- Capacidad de convencer.
- Comunicación interna y externa para que dentro y fuera de la empresa exista la máxima alineación en relación con las estrategias aprobadas. Se trata de una habilidad muy importante sobretodo en los momentos malos, cuando los rumores que hay en una empresa pues

suelen ser negativos. Hay que controlar mucho e intentar influir al máximo en una comunicación positiva interna y externa. Hacia el interior y el exterior de la empresa.

- Diálogo y consenso para conseguir la máxima colaboración de todos.
- Gestión de reuniones y trabajo en grupo.
- Empatía, para saber ponerse en la piel de las demás personas, especialmente cuando han de negociar, ya sea un banco, un proveedor, un cliente, un empleado...
- Ética...

Un ejemplo interesante es el del grupo cooperativo vasco MCC que a finales de 2008 consensuó con socios y trabajadores no pagar la paga extra de navidad con el compromiso de que no se despediría a nadie en los años siguientes. Lógicamente, hay empresas que quizá no tienen otra alternativa que hacer ERE (Expedientes de Regulación de Empleo) y despidos, ya que cada caso es diferente pero el ejemplo de MCC es de gran interés.

Las anteriores son habilidades directivas que siempre son importantes pero en un momento como el actual aún son más decisivas.

4.4.3. Medidas para solucionar debilidades y aprovechar las oportunidades de una recesión

Antes de iniciar la exposición de las medidas a tomar podemos recordar algo que dijo Albert Einstein, que como lo dijo él seguro que tenía razón:

La crisis trae progresos... porque la creatividad nace de la angustia.

En las crisis nacen los inventos, los descubrimientos...

La verdadera crisis es la crisis de la incompetencia.

Albert Einstein

A continuación, se resumen las estrategias y medidas propuestas para afrontar una recesión y sacar partido de las oportunidades.

4.4.3.1. Asegurar la liquidez

Teniendo en cuenta que en épocas de recesión la tesorería puede quedar gravemente dañada, hay que tomar las medidas oportunas para asegurar que se podrán atender las obligaciones de pago sin problemas.

Aumentar el nivel de capitalización

Si la empresa está descapitalizada y tiene un exceso de deudas, es el momento de ampliar el capital y reducir el endeudamiento. Una característica común a la mayoría de empresas que perduran en el tiempo es que gozan de un nivel alto de patrimonio neto sobre el total del activo. Por ejemplo, en 2008, El Corte Inglés tenía esta proporción en un 61% e Inditex en un 58%, muy por encima de lo que se considera adecuado, que en términos generales es el 40%.

Aquellos accionistas que sean reacios a ampliar capital tienen que considerar que seguramente en los años anteriores a la recesión, la empresa ganó mucho dinero. Por tanto, más que pensar exclusivamente en las pérdidas del año actual, lo que puede ser útil es ver qué beneficios se produjeron en los últimos cinco años y cuales habrá en los próximos cinco. Seguramente, aunque en plena recesión se generen pérdidas, si se calcula la media de diez años, es posible que los niveles de beneficios pueden ser suficientes para retribuir adecuadamente el capital invertido.

Aprovechar las líneas de crédito oficiales

Para asegurar la liquidez puede ser recomendable acogerse a las líneas de crédito oficiales subvencionadas que los gobiernos están poniendo a disposición de las empresas para aminorar el impacto de la reducción del crédito como consecuencia de la crisis bancaria. En España, por ejemplo, se han aprobado importantes líneas de crédito por parte del ICO (Instituto de Crédito Oficial).

Eliminar o retrasar inversiones no imprescindibles

Otra medida a considerar consiste en concentrarse en las inversiones estratégicas y, por tanto, eliminar inversiones suntuarias y retrasar aquellas que aunque estén justificadas no sean urgentes.

Creecer de manera equilibrada

Finalmente, en este apartado podría incluirse el planificar un crecimiento equilibrado en el que la gestión de activos se haga de forma eficiente para que crezcan menos que las ventas y la deuda crezca menos que los activos para que la estrategia financiera sea suficientemente conservadora.

4.4.3.2. Aprovechar precios bajos

Aquellas empresas que han sido conservadoras en los años de bonanza, es posible que se encuentren en una posición en la que les sobre liquidez y tengan un bajo nivel de endeudamiento. Entonces pueden aprovecharse de oportunidades que trae la recesión ya que casi todo suele bajar de precio.

Compra de inmuebles con descuento

Entre las oportunidades de compra cabe destacar los inmuebles que, como ya se ha indicado han de experimentar importantes reducciones. En este sentido, hay varias posibilidades. Una sería retrasar la compra hasta que se haya materializado la reducción del precio. Otra alternativa, es anticiparse negociando con el vendedor y ofrecerle comprar un inmueble con un importante descuento, así la parte vendedora se ahorra el coste financiero de seguir financiando su activo.

Compra de acciones de empresas baratas, rentables y con buenas perspectivas

Como ya se ha expuesto anteriormente, otro tipo de activos que se abaratan mucho como consecuencia de una recesión son los valores bursátiles. Ya se ha indicado que uno de los momentos claros para la inversión bursátil es precisamente después de un crack.

Compra de empresas

También se puede comprar una empresa competidora, porque en medio de la recesión seguro que será más barata que unos años antes. Por tanto, es el momento de sentar las bases de un gran crecimiento futuro. Esto es lo que hizo a finales de 2008 la empresa Nutrexpa cuando adquirió al fabricante de galletas Cuétara. El precio final ascendió a 195 millones de euros, que es una cifra bastante inferior a los 300 millones que estuvo a punto de pagar un año antes por la misma operación. La recesión en este

caso jugó a favor de la parte compradora que pudo comprar mucho más barato.

4.4.3.3. Ganar eficiencia

Un tercer tipo de medidas sería mejorar la eficiencia con la que trabaja la empresa. Por eficiencia se entiende relacionar los resultados obtenidos con los medios necesarios para ello. Por tanto, se trata de hacer lo mismo, o más, con menores costes.

Mejor selección y fidelización de empleados

Entre las medidas para ganar eficiencia estarían la mejor selección y fidelización de las personas que trabajan en la empresa. En plena recesión, cuando el paro aumenta y es más difícil encontrar empleo es cuando llegan más currículums al hacer una selección para cubrir un puesto de trabajo. Por tanto, se puede seleccionar mejor.

Revisión de la política de incentivos

Otra medida sería revisar la política de incentivos de directivos y empleados para que esté alineada con los objetivos perseguidos a largo plazo y los resultados alcanzados. A primeros de 2009 el presidente de un banco español comunicó que se había decidido aumentar el sueldo de la alta dirección y los consejeros en un 35% y un 37%, respectivamente. El presidente, por otro lado también incrementó su sueldo en un 18% hasta los 3,1 millones de euros al año y, además, se acordó blindar su contrato con una indemnización de 6,4 millones de euros, en caso de despido. Teniendo en cuenta que este banco tuvo una caída de su cotización en Bolsa del 38% en el año 2008 y que el beneficio había aumentado sólo un 2% en dicho periodo, parece que se trata de decisiones poco coherentes con los intereses de los accionistas. Es un caso de no alineación entre incentivos y resultados obtenidos. Parece que esta es una práctica habitual, como muestra otro botón. En la prensa del 10 de febrero de 2009, en pleno chaparrón económico se publicaba la noticia siguiente referida a otro gran banco español:

El presidente del Banco, y su consejero delegado, ganaron un 5% menos en el ejercicio de 2008.

El Banco anunció hace unos días la congelación del sueldo de la alta dirección del banco en 2009. Ayer se supo que el presidente, y el consejero

delegado, percibieron el año pasado una retribución de 5,3 y 4,3 millones de euros, respectivamente, incluyendo la retribución fija y la variable.

El sueldo del presidente bajó un 5,1% frente al año anterior, mientras que el del consejero delegado se redujo un 5,5%, debido al descenso del 10% de la retribución variable, según se desprende de la documentación que el banco ha enviado a la CNMV para la convocatoria de su Junta de Accionistas. El consejero secretario general, ganó 1,5 millones, un 1,9% menos.

Los altos directivos del Banco recibirán, además, este trimestre las acciones correspondientes al Plan de Retribución en Acciones a Largo Plazo 2006/2008. El Banco adoptó como criterio para establecer los incentivos la posición que alcanzaría en el ranking de "retorno de valor al accionista" frente a su principales competidores.

Quedó tercero, y como resultado, en función de las condiciones previstas en el plan, el Presidente recibirá 454.000 acciones del banco que, a precio de cotización de ayer, tienen un valor aproximado de 3,3 millones de euros. El Consejero Delegado, a su vez, obtendrá 383.400 acciones, por un valor de 2,8 millones. La caída de la acción del Banco (a principios de 2006 cotizaba en más de trece euros y ayer cerró en 7,2 euros) provoca que el importe del plan es un 36% inferior al del periodo 2003/2005, que se pagó en efectivo.

Los restantes miembros del Comité de Dirección recibieron un total de 1,596 millones de acciones, y el resto de beneficiarios 11,220 millones. La Junta de Accionistas, convocada para el próximo 13 de marzo, tendrá que aprobar el nuevo Plan de Retribución en Acciones para el periodo 2009/2010. Como en el anterior plan, los ejecutivos recibirán acciones en función de su responsabilidad y cargo.

Al vencer el plan, recibirán esta cantidad de títulos, multiplicada por un coeficiente de entre 0 y 2 en función de la posición que el Banco alcance en un ranking de retorno total de valor al accionista. El Banco se mide con 18 Bancos.

Lo que no bajó el año pasado fue el sueldo del consejo. Los 11 consejeros no ejecutivos cobraron un total de 3,5 millones de euros, con un alza del 7,3% frente a 2007. Estos consejeros tienen acumuladas 173.522 acciones del Banco, tras sumarse 40.898 el pasado ejercicio. Recibirán los títulos cuando cesen de su cargo.

El banco tiene provisionados por los compromisos de jubilación del presidente y el consejero delegado 72,5 millones y 52,5 millones, respectiva-

mente. Si el Banco decidiese prescindir en 2009 del Presidente debería pagarle 93,7 millones de euros. La indemnización del Consejero Delegado sería de 68,7 millones y la del Secretario de quince millones.

Lo más chocante de estos casos, es que mientras estos altos directivos recibían estas retribuciones, el Estado estaba invirtiendo en los bancos importantes sumas de dinero público para evitar que tuvieran más tensiones de liquidez. Otra paradoja curiosa es que estos altos cargos, por un lado tienen contratos blindados con cláusulas galácticas, pero por otro lado suelen defender el despido libre. Sin duda, se trata de desequilibrios que necesitan alguna corrección para que el conjunto sea más coherente.

En medio de una recesión importante tiene mucho sentido replantear los sistemas de incentivos. Las tendencias actuales van en la línea de:

- Buscar la fidelidad a largo plazo del empleado.
- Premiar en base a objetivos cuantitativos (beneficios, tesorería generada...) y cualitativos (satisfacción de clientes, calidad de productos y servicios, clima laboral, sugerencias aplicadas...).
- Tener en cuenta también los resultados de equipos de trabajo, departamentos, unidades de negocio, divisiones y la empresa en su conjunto; y no sólo el rendimiento individual.
- Los criterios anteriores implican que a menudo es conveniente que los incentivos se calculen a partir de la suma de incentivos concretos para diversas variables. Por ejemplo, un directivo puede percibir un porcentaje sobre los beneficios de la compañía y adicionalmente una cantidad adicional si se consiguen determinados objetivos cualitativos.
- Evitar el incentivo de rendimientos a corto plazo que pueden perjudicar la generación de riqueza a largo plazo. A veces, se toman decisiones que hacen subir el beneficio del año a costa de reducir los beneficios en el futuro. Por ello, hay empresas que retrasan unos años el pago de determinados incentivos para verificar que no se produzcan estas incoherencias. En estos casos, suele usarse el sistema de cuenta corriente en la que los incentivos no percibidos devengan unos intereses. Así, cuando si al cabo de tres o cuatro años no se ha producido ningún resultado negativo, el directivo recibe el incentivo

que se ingresó en la cuenta corriente al que se añaden los intereses devengados correspondientes.

Como ejemplo de situaciones que se podrían evitar con el sistema de cuenta corriente puede citarse el caso de Merrill Lynch. En 2008, 700 directivos del banco recibieron 3600 millones de dólares como incentivos variables por su gestión en ese año, cuando en ese ejercicio el Banco perdió 27.000 millones de dólares y tuvo que ser rescatado por el gobierno norteamericano.

- Para conseguir que directivos y empleados se comporten como si fuesen accionistas suele recomendarse que los incentivos no tengan techos, ya que si el incentivo tiene un límite el empleado pierde interés en seguir generando riqueza a partir de ese punto. En la figura 4.12 puede comprobarse que si el incentivo crece una vez el resultado generado (ventas, beneficios, flujo de caja...) supera el nivel A, pero tiene un límite máximo que está en el punto B, se está provocando que el directivo tenga menos interés en generar riqueza una vez se alcanza el punto B.

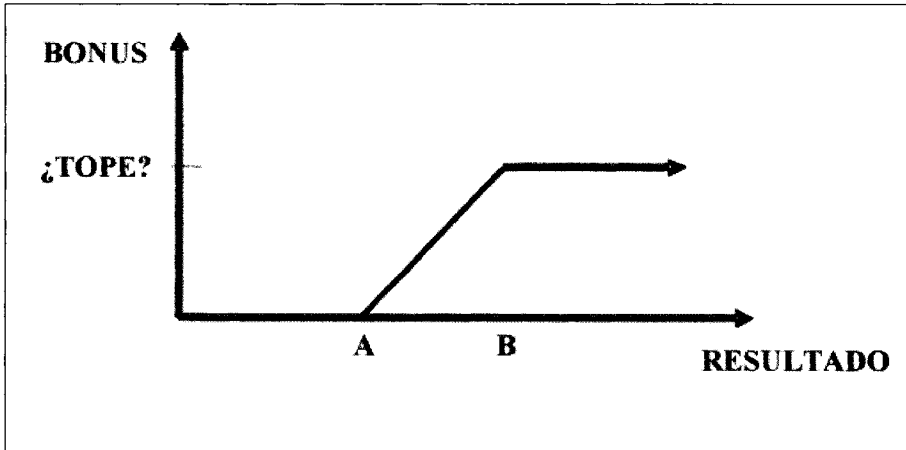


Figura 4.12. Cálculo del incentivo (bonus) cuando existe un mínimo de resultado a generar (A) y un máximo de resultado que tiene incentivo (B).

Mejorar la eficiencia en el uso de activos con el EVA

En la misma línea estaría las medidas para mejorar la eficiencia en el uso de activos. Hay empresas que han conseguido avances en este tema im-

plantando objetivos de mejora del denominado EVA (*Economic Value Added* o Valor Añadido Económico) que consiste en:

$$\text{EVA} = \text{Beneficio operativo después de impuestos} - (\text{Activo} \times \text{Coste del dinero})$$

El EVA⁴ es una forma alternativa de medir la riqueza generada y se calcula restando al resultado operativo, osea antes de intereses, pero después de impuestos el total del activo al que se le aplica el coste del dinero. Para maximizar el EVA es imprescindible mejorar el beneficio operativo, pero también reducir los activos.

Rediseño del modelo de negocio

En épocas de recesión es cuando las empresas deben reconsiderar el modelo de negocio que están utilizando. Un modelo de negocio es el conjunto de elecciones que la empresa hace en las diferentes etapas de la cadena de valor (diseño, aprovisionamiento, producción, distribución, logística, venta, cobro, servicio post-venta...) para satisfacer mejor las necesidades de sus clientes. Por ejemplo, Inditex no hace publicidad de su marca ni de sus productos pero se da a conocer a través de sus tiendas que están ubicadas en los mejores puntos de las ciudades en que opera. En cambio competidores como Mango o Benetton, hacen publicidad en vallas publicitarias y otros medios. Otro ejemplo sería la decoración de los locales, Inditex contrata a empresas para el diseño y habilitación de las tiendas. En cambio, otro competidor como Desigual tiene la política de que los locales sean decorados por los propios clientes que asisten a la inauguración del local. Por otro lado, Inditex tiene un modelo de negocio muy flexible que integra el diseño, la fabricación y aprovisionamiento, las tiendas la distribución y la logística que permite que transcurran muy pocos días entre que detectan una necesidad en cualquier lugar del mundo y que los nuevos modelos lleguen a la tienda correspondiente. Esto explica que el plazo de las existencias en Inditex sea de 77 días entre que compran las materias primas y venden el producto. Este plazo en Adolfo Domínguez es de 231 días y en Cortefiel de 141 días.

4. En la página web www.eva.com se presentan casos de empresas que han mejorado su eficiencia gracias al uso de esta técnica..

Al revisar el modelo de negocio es útil analizar cómo lo hacen otras empresas para conseguir liderazgo en sus respectivos mercados. No se puede ser mejor que los competidores en todo (calidad, coste, imagen de marca...) y hay que apostar por un determinado enfoque. Por ejemplo, las empresas siguientes consiguen ser líderes en determinados ámbitos:

- Experiencia para el consumidor: Starbucks, Harley Davidson, Corte Inglés...
- Imagen de marca: BMW, Louis Vuiton...
- Innovación de producto: Miguel Torres, Danone, Zara, Mango, Desigual, Tous...
- Logística: Inditex...
- Calidad: Toyota, Lexus...
- Posicionamiento: Tetra, Desigual...
- Responsabilidad Social Corporativa: La Fageda, cajas de ahorros...
- Costes: IKEA, EasyJet, Dell, Mercadona, LIDL, Bon Preu...

Como decíamos, la empresa tiene que decir en qué atributos quiere asumir el liderazgo en su sector, ya que si se quiere vender de todo a todo el mundo seguramente no se venderá nada a nadie.

Renegociar todos los precios con los proveedores

En medio de una recesión profunda es cuando todo el mundo puede comprender que es posible intentar renegociar los costes de todo. A modo de ejemplo, se acompaña el coste unitario de una empresa que produce y comercializa coleccionables que se anuncian por televisión y se venden en kioscos. Hace unos años esta empresa tenía un coste unitario del ejemplar número 1 de la colección de 3,90 euros. Como se vendía el número 1 por 2 euros, ya que era un precio de promoción para captar clientes, las pérdidas del número 1 se compensaban con las ventas de los números siguientes, que al no tener tantos regalos tenían un coste mucho menor. El problema es que últimamente las ventas a partir del número 2 son muy reducidas, lo que obliga a ganar dinero con el número 1. La empresa lo que ha hecho es renegociar con todos sus proveedores (incluyendo autores y televisión) y así ha conseguido que el número 1 reduzca su coste hasta 1,70 euros, lo que permite ganar 0,30 euros por ejemplar vendido. Algunos proveedores han reducido sus precios a cambio del compromiso de un programa anual de compras. En otros casos se ha ex-

ternalizado el proceso. En la figura 4.13. se acompaña el cálculo del coste y beneficio unitario antes y después de la reducción de costes.

	Antes	Ahora
Fotocomposición	0,10	0,05 (programa anual)
Papel	0,30	0,20 (programa anual)
Imprenta	0,30	0,20 (programa anual)
Autor	0,80	0,05 (programa anual)
Publicidad	0,60	0,30 (programa anual)
Distribución	0,60	0,30 (programa anual)
<u>Otros</u>	<u>1,20</u>	<u>0,60</u> (externalización)
Total	3,90	1,70
Beneficio unitario	-1,90	0,30

Figura 4.13. Antes y después del coste unitario y beneficio (suponiendo un precio de venta de 2 euros por unidad) del número 1 de un coleccionable.

Reducción de costes con la técnica del coste objetivo

Otro enfoque que puede resultar útil es el de reducir costes desde el momento en que se inicia el diseño del producto con la técnica del coste objetivo (del inglés, *target costing*). Se trata de diseñar un producto partiendo del precio de venta al que debería venderse de acuerdo con las necesidades del mercado. De este precio de venta objetivo se resta el margen deseado por unidad de producto y así se determina el coste máximo que debería costar el producto:

$$\begin{array}{r}
 \text{Precio de venta objetivo} \\
 - \text{Margen de beneficio deseado} \\
 \hline
 \text{Coste objetivo}
 \end{array}$$

Una vez se conoce el coste máximo que debería costar una unidad de producto se trata de iniciar el proceso de diseño para ver si es posible hacer producir un producto con las características necesarias sin que su

coste supere el coste objetivo. Este enfoque se conoce también con el nombre de ingeniería simultánea ya que requiere la colaboración de las funciones de I+D, contabilidad, marketing y fabricación, entre otras.

Gestionar mejor los costes con el ABC y ABM

El sistema de costes basado en las actividades (ABC; del inglés *Activity Based Costing*) permite conocer el coste de cada una de las actividades necesarias para producir un producto y comercializarlo. Una vez se conoce el coste de cada actividad se puede hacer una gestión basada en las actividades (ABM, del inglés *Activity Based Costing*). Esta gestión divide a las actividades en las categorías siguientes:

- Actividades que generan valor, que son las que tiene un cliente externo o interno (otra unidad de la propia empresa) que está dispuesta a pagar por esa actividad. Estas actividades, a su vez pueden dividirse en:
 - Actividades con coste razonable: ningún problema.
 - Actividades con coste demasiado elevado: han de ser objeto de un análisis para determinar cómo se puede reducir su coste.
 - Actividades que no generan valor, es decir que ningún cliente externo o interno está dispuesto a pagar por ella. Posiblemente se trata de una actividad que debería dejar de hacerse.

Externalizar procesos

La externalización (o subcontratación) de procesos es otra técnica que puede contribuir a reducir los costes. Se trata de un planteamiento que debe hacerse con ciertas prevenciones para asegurar que los precios y calidades que ofrece el subcontratista se van a mantener en el futuro. Además, sólo deberían externalizarse aquellos procesos en los que la empresa no sea competitiva y que no sean estratégicos, tal y como se visualiza en la figura 4.14.

	Estratégico (se trata de un proceso que es imprescindible que la empresa siga haciendo directamente)	No estratégico
Competitivo (la empresa produce el proceso en condiciones adecuadas de calidad, precio y plazo)	Continuar igual que hasta ahora	Continuar igual que hasta ahora, o bien plantear una segregación (<i>spin-off</i>) que consiste en crear una nueva empresa especializada en ese proceso que inclusive lo pueda comercializar a otros clientes
No competitivo	Mejorar el proceso	Externalizar

Figura 4.14. Decisión a tomar en relación con un proceso en función de si es estratégico o no, y de si la empresa es competitiva en el mismo o no.

En la figura 4.15 se acompaña la situación de las principales actividades de la cadena de valor de EasyJet. Se puede comprobar que, en relación con otras líneas aéreas, una parte significativa de las actividades se han eliminado o se han subcontratado. En la figura 4.16 se comprueba que este modelo de negocio funciona ya que la compañía ha conseguido aumentar sus beneficios en unos años en que muchas aerolíneas han generado pérdidas. En dicha figura aparecen el EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos) y el EBITDAR (beneficio antes de intereses, impuestos, amortizaciones y alquileres).

Actividad-proceso	Situación de la actividad-proceso
Marketing	Interna
Televentas	Se realiza a través de internet
Agencias de viaje	Eliminada
Gestión de reservas	Eliminada
Emisión de billetes	Eliminada
Administración de billetes	Eliminada
Planificación de los vuelos	Subcontratada (Air Foyle)
<i>Check-in</i>	Subcontratada (Reed Aviation)
Avión	Interna
Mantenimiento aviones	Subcontratada (Monarch Engineering)
Fuel	Subcontratada (Esso y otras compañías)
Pilotos	Interna
Azafatas	Interna
Azafatas de Business Class	Eliminada
Catering durante el vuelo	Eliminada
Venta de productos durante el vuelo	Subcontratada (Alpha Catering)
Gestión de equipajes	Subcontratada (Reed Aviation)
Manipulación en tierra	Subcontratada (London Luton Airport y otros)
Subactividad	Eliminada
Contabilidad y finanzas	Interna
Gestión de subcontratistas	Interna
Calidad	Interna
Servicio post-venta	Interna

Fuente: ACCID, 2007

Figura 4.15. Cadena de valor de EasyJet en relación con otras líneas aéreas.

	2007		2006	
Ventas	1626	90%	1488,4	92%
Otros ingresos	171,2	10%	131,3	8%
Total ingresos	1797,2	100%	1619,7	100%
Personal de tierra	-156,1	-9%	-144,1	-9%
Cargos aeropuertos	-305,8	-17%	-258,4	-16%
Fuel	-425,5	-24%	-387,8	-24%
Gastos de navegación	-141,8	-8%	-121,2	-7%
Tripulación	-204,1	-11%	-160	-10%
Mantenimiento	-98,1	-5%	-109,5	-7%
Publicidad	-38	-2%	-38,2	-2%
Incentivos	-20,6	-1%	-17,9	-1%
Seguros	-12,1	-1%	-15,8	-1%
Otros	-96,9	-5%	-88,3	-5%
EBITDAR	298,2	17%	278,5	17%
Depreciación	-33,3	-2%	-27,4	-2%
Amortización	-0,9	0%	-0,8	0%
Leasing aviones	-91	-5%	-122,9	-8%
Leasing aviones a largo plazo	-1	0%	-9,6	-1%
EBIT	172	10%	117,8	7%
Intereses cobrados	54,6	3%	35,4	2%
Reversión del deterioro de activos	10,6	1%	0	0%
Gastos financieros	-35,4	-2%	-24,1	-1%
Beneficio financiero	21,8	2%	11,3	1%
Minoritarios	0,1	0%	0,1	0%
BAI	201,9	11%	129,2	8%
Impuesto sobre beneficios	-49,6	-3%	-35,1	-2%
Beneficio	152,3	8%	94,1	6%

Figura 4.16. Cuentas de pérdidas y ganancias de EasyJet de los años 2006 y 2007 (datos en millones de libras esterlinas).

Eliminar segmentos de negocio

Otra alternativa de reducción de costes es la que consiste en eliminar aquellos segmentos de negocio (tiendas, fábricas, departamentos, filiales...) que contribuyen negativamente al conjunto de la empresa, en el supuesto de que no hay posibilidades de mejorarlo en el futuro. Por contribución negativa entenderíamos la generación de pérdidas o de otros

resultados más cualitativos que también sean negativos en términos de imagen o similar. Para ello, ha de analizarse la cuenta de resultados de la empresa con el segmento en cuestión y compararlo con la cuenta de resultados que tendría la empresa sin ese segmento. Además, este cálculo ha de hacerse para varios años para adoptar un enfoque a largo plazo. En la figura 4.17 se acompaña un ejemplo de cuenta de resultados con y sin el segmento que se está cuestionando. En este caso, si a largo plazo las cifras fuesen similares, la empresa debería considerar eliminar el segmento ya que su contribución al resultado es negativa, siempre que no hubiese otros argumentos sobre aportaciones no monetarias del segmento. Por aportaciones no monetarias entenderíamos, por ejemplo, la imagen, el prestigio o similares que aporta el segmento. Como dijo Albert Einstein: *«Ni todo lo que puede contarse, cuenta; ni todo lo que cuenta puede contarse.»*

	Cuenta de resultados global de la empresa	
	Con segmento X	Sin segmento X
Ingresos	150	140
Costes	-130	-100
Resultado	20	40

Figura 4.17. Cuenta de resultados con y sin el segmento que se está evaluando para considerar su posible eliminación.

Reducción de costes «por decreto»

Algunas compañías han aplicado con éxito la técnica de reducir costes «por decreto». Se trata de que la Dirección de la empresa da la instrucción de que hay que reducir todos o parte de los costes en un determinado porcentaje o en una cifra monetaria concreta. Por ejemplo, en febrero de 2009, la Presidencia de Repsol comunicó que ponía en marcha un plan de reducciones de costes que permitiría ahorrar 1.500 millones de euros en un año, o sea un 10% de los costes totales. Dentro de este plan se incluían medidas tales como la congelación de la retribución de todos los directivos y que todos los costes eran revisables. La columna vertebral de este plan es la denominada Oficina de seguimiento de gastos e inversiones.

Reducir costes con el presupuesto base cero

También puede ser de utilidad el enfoque del presupuesto base cero, que persigue el despilfarro cero. Este planteamiento consiste en eliminar la denominada empresa fantasma o lo que es lo mismo, el despilfarro. Para ello lo que se hace es revisar todos los costes partiendo de cero y no dando por bueno ninguno de los costes que han existido hasta el momento y, por tanto, se analizan euro a euro.

Este planteamiento puede evitar comportamientos que se producen en algunas empresas al preparar los presupuestos de costes para el próximo año al dar por bueno el coste del año anterior y añadir la inflación, nuevos programas e inclusive el PSP (Por Si Pasa). El PSP es común en los directivos que preparan el presupuesto de gastos hinchándolos, por si cuela. Este tipo de actuaciones provoca que los presupuestos crezcan de forma acelerada dificultando mejoras de eficiencia (véase la figura 4.18).

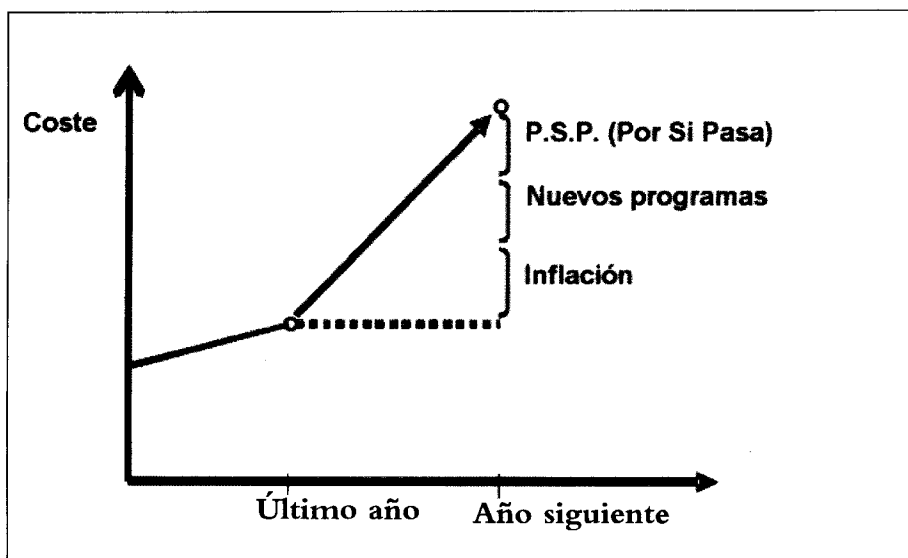


Figura 4.18. Planteamientos habituales que dificultan la mejora de la eficiencia a causa del crecimiento descontrolado en presupuestos de costes.

Rediseño organizativo para reducir costes

Se trata de rediseñar el organigrama o las responsabilidades de los departamentos de una forma que permita alcanzar un mayor nivel de eficiencia. Un ejemplo de rediseño organizativo es lo que hizo IBM hace unos

años, cuando estaba generando importantes pérdidas. En este caso, lo que hicieron fue crear los centros de beneficios y cada departamento vendía sus servicios a otros poniendo un precio de transferencia. Sin embargo, cada centro tenía la opción de comprar estos servicios de proveedores externos si lo podían conseguir en mejores condiciones de calidad, precio o plazo. Esto provocó toda una serie de reingenierías que permitieron obtener beneficios al cabo de un año.

Otro ejemplo de rediseño sería el de los centros de excelencia. Ford selecciona la factoría que hace mejor un determinado tipo de proceso y se lo encarga para toda una región. En concreto, la planta de Ford en Almusafes (Valencia) hace la contabilidad de gestión de todas las plantas de Europa. Cada unidad de negocio se especializa en algo que hace muy bien.

En algunos casos, hay empresas que intentan mejorar los costes a través de la centralización. Así, crean centros de servicios compartidos para reducir costes de estructura.

Asignar costes para reducirlos

Otra forma de reducir costes es asignarlos a un departamento o a una persona. Cuando un coste no es responsabilidad de nadie es más fácil que se descontrolé y aumente. Imaginemos una empresa que tiene dos fotocopadoras, una está en una zona donde la gente puede hacer las fotocopias que quiera, otra esta en otra zona donde el que haga una fotocopia recibe un cargo. Por tanto, en este segundo caso el departamento que hace esa fotocopia, al final de mes, le hacen un cargo por las fotocopias hechas. La pregunta que podría hacerse es: A final de mes, ¿qué fotocopadora hace más fotocopias? ¿La que es de consumo libre o la que tiene un control? Con toda seguridad la que es de consumo libre. Moraleja: asignar costes contribuye a reducirlos.

Cuando se asignan costes conviene recordar que los costes generan conductas. Cuando tenemos costes y los repartimos por departamentos, según cómo repartamos, crearemos conductas. Por ejemplo, supóngase una empresa con varios departamentos y que reparte la energía eléctrica en base a poner un contador en cada departamento y midiendo el consumo de cada departamento. Al final de mes cargan el consumo a los departamentos, utilizando las mediciones de los contadores. Si se pide al responsable de cada departamento que optimice los costes, seguramente que apagara la luz cuando sale del despacho. En cambio, si el consumo

de luz se asignase a los diferentes departamentos según los metros cuadrados ocupados, los directivos intentarían que se su departamento ocupe menos metros cuadrados, en lugar de apagar la luz, si se quiere reducir el coste de electricidad que se les imputa. Por eso los criterios de reparto son conductistas, promueven conductas. Por tanto, al decidir los criterios de asignación conviene prever las conductas que se van a promocionar.

Gestionar mejor el balance

Una mejor gestión del balance de situación permite reducir los activos y, por tanto, costes tales como financieros, mantenimiento, amortizaciones...

Medidas a considerar en este sentido serían alquilar en lugar de comprar, reducción de existencias, reducción de los días que van desde que se compra la materia prima y se cobra de los clientes, gestión del crédito a clientes y gestión de tesorería.

¿Podemos mejorar el ciclo de maduración, desde que compramos el producto hasta que cobramos? Un ejemplo interesante es el de Amazon (ver figura 4.19), empresa que vende libros por Internet. Desde que compran un libro hasta que cobran transcurren: 22 días. Como pagan los libros el día 50, les sobra dinero durante 28 días.

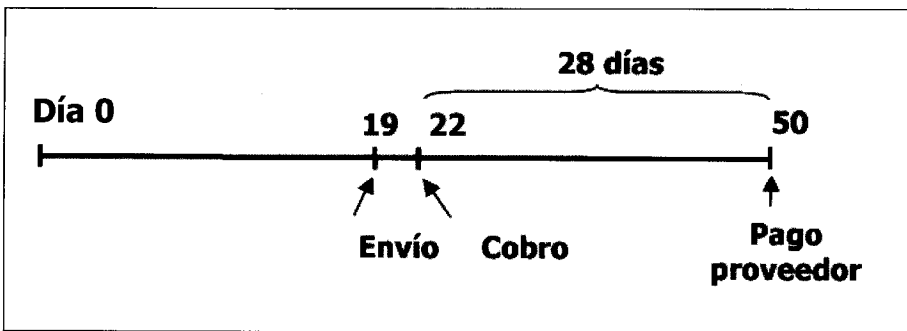


Figura 4.19. Ciclo de maduración en Amazon.

Optimizar la cuenta de pérdidas y ganancias

Mejorar la estructura de gastos, por ejemplo, reduciendo el catálogo de productos. Mercadona redujo a principios de 2009 los productos a la venta en un 10%. Sin embargo, otros proveedores como Carrefour o Bon Preu optaron por no hacer esta reducción para permitir que el cliente

siga teniendo la posibilidad de escoger con una gama más amplia de catálogo. El tiempo dirá quien tiene razón.

Otra forma de reducir los costes de compras es con contratos a largo plazo con los suministradores.

Algunas empresas están optando por pasar costes de fijos a variables.

Tampoco podemos olvidar que se pueden optimizar los costes fiscales acogiéndose a desgravaciones fiscales o deduciendo el IVA de operaciones no cobradas, por ejemplo.

Un ejemplo de éxito es el de IKEA (ver figura 4.20) que se basa en un modelo de negocio orientado a la reducción de costes desde la fase de concepción del producto.

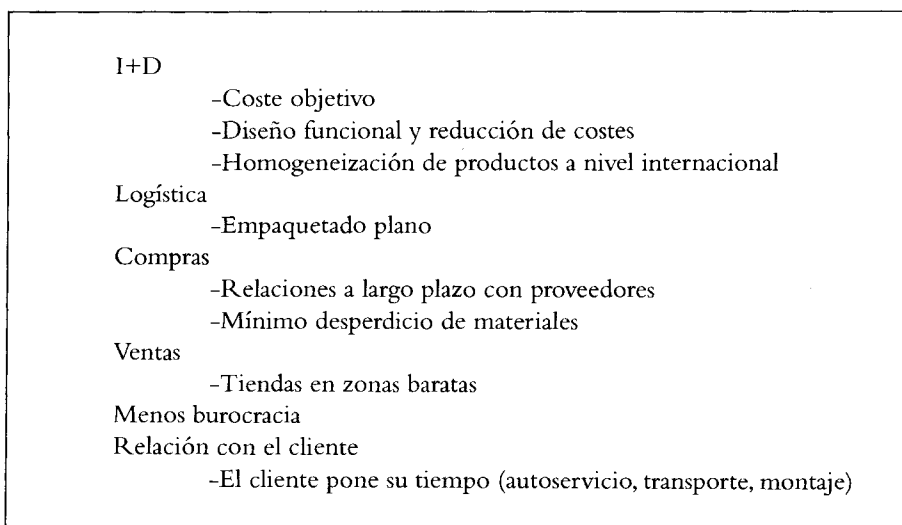


Figura 4.20. Síntesis del modelo de negocio de IKEA para conseguir productos de calidad, funcionales y a precios bajos.

4.4.3.4. Generar ingresos

En medio de una recesión, aumentar ingresos parece lo más difícil, pero también se presentan oportunidades.

Cuando hay crisis es el mejor momento para empezar.

Luciano Benetton

Crear una empresa

Cuando empieza la recesión y se pierde el empleo, para muchas personas una salida es la creación de su propia empresa. Seguro que no es fácil, pero tampoco será fácil encontrar un empleo cuando lo que se prevé es mucha reducción de puestos de trabajo.

Vender más unidades bajando el precio de venta

En muchos sectores, en medio de la crisis parece que se venden mejor los productos de precios más reducidos. Aquellas empresas que tiene modelos de negocio *low-cost* (coste bajo) son las que incrementan sus ventas, mientras que sus competidores ven como sus ventas se van reduciendo. Por ejemplo, en el sector de la carne y los embutidos, las salsichas y las hamburguesas se venden mejor en épocas de crisis.

Innovar en marketing

Otra vía para aumentar ingresos puede venir de la innovación en marketing, osea en producto, precio, publicidad, promoción... Un ejemplo interesante es el del restaurante Little Bay de Londres. Se trata de un restaurante que estaba vacío y al propietario se le ocurrió una fórmula que permite al cliente ir a comer y al final decidir qué es lo que paga. Esta propuesta tan original permite que el restaurante esté lleno y los números salen ya que lo que los clientes acaban pagando está en línea con lo que permite obtener beneficios.

Algunas empresas han apostado por las marcas blancas, dado el auge que están teniendo en épocas de crisis. En cambio, otras empresas (Danone, Johnson & Johnson...) mantienen su voluntad de no trabajar para otras marcas.

Otras empresas están apostando por las tiendas de marca (Danone, Miguel Torres, Lindt, Knorr, Nutella...) para ampliar su potencial.

Aprovechar las nuevas tecnologías

Utilizar las nuevas tecnologías para ofrecer nuevos productos o nuevas formas de llegar a los clientes o de reducir costes. Por ejemplo, una empresa de formación ha eliminado todos los anuncios y mailings en papel y los ha sustituido por emailings con coste casi nulo y ha conseguido bajar muchos sus costes y al mismo tiempo aumentar sus ingresos. Procter & Gamble es un ejemplo de empresa que está potenciando las ventas por Internet.

Innovar en producto

En muchos sectores no es fácil encontrar clientes nuevos, por lo que a veces puede ser interesante innovar en producto para vender productos nuevos a los clientes actuales. La conservera gallega Miau detectó que con la crisis se venden más salsichas y decidió lanzar un nuevo producto que resultó un gran éxito: salsichas de atún. Otro ejemplo interesante, es el de la bodega Miguel Torres que innovó con un nuevo producto, Natureo, un vino sin alcohol.

Abrir mercados internacionales

China ofrece grandes posibilidades de expansión.

Isak Andik, MANGO

A veces la recesión no afecta por igual a todos los países. Así, en 2009, la reducción de ventas es mayor en España que en muchos países europeos y de Latinoamérica. Por ello, puede ser interesante apostar por crecer en países menos vulnerables a la recesión. A principios de 2009 Mango ya tiene 1230 tiendas en 91 países y acaba de abrir la tienda número 51 en China.

Apostar por líneas emergentes

No todo se está hundiendo, hay actividades que pueden generar ingresos crecientes. Por ejemplo, puede citarse:

- Servicios a las personas (sanidad, entrenadores personales...)
- Productos y servicios para consumidores con necesidades específicas (diabéticos, celíacos...)
- Seguridad
- Cobro de morosos
- Externalización
- Asesoramiento (ERE, reestructuraciones...)
- Internet y TIC
- *Low cost*
- Reciclaje
- Medio ambiente

Ocupar el espacio de los competidores que desaparecen.

Como se ha indicado, otras oportunidades son las que se deben a que en años de recesión algunos competidores van a desaparecer a causa del exceso de deudas, la morosidad de sus clientes y la caída de las ventas. Por tanto, las empresas que gocen de una posición sólida pueden ocupar una mayor cuota de mercado.

4.4.3.5.Reformas estructurales

A continuación, se tratan un tipo de medidas que afectan más directamente a la Administración Pública, pero que es responsabilidad de todos animar a que se lleven a cabo. Una crisis importante puede ser el motor de una regeneración de la vida pública y de la mejora en aspectos que afectan a la legislación, infraestructuras...Nos estamos refiriendo a reformas estructurales tales como las siguientes:

Combatir de forma efectiva la corrupción

Según los informes de la ONG Transparency International la mayoría de los países del mundo cuentan con niveles inaceptables de corrupción que afectan a los partidos políticos, Administración, jueces...lo cual genera que los ciudadanos cuenten con unas infraestructuras y reciban unos servicios peores que los que se merecen. La situación extrema provocada por una crisis puede ayudar a tomar medidas efectivas contra este problema.

Aumentar la eficiencia en el sector público

Este es otro reto en la mayoría de países. De hecho, excepto en algunos países anglosajones, la gestión pública requiere importantes transformaciones para mejorar su eficiencia y así contribuir a un mejor control y resultados del gasto público.

Otro aspecto mejorable es el del plazo de pago de las Administraciones Públicas de los bienes y servicios que adquiere.

Mejora de las infraestructuras para mejorar la productividad

Una de las medidas habituales cuando hay recesión es el incremento del gasto público para animar la actividad económica. Esta medida puede ser adecuada pero conviene que la inversión se oriente a conseguir que el país sea más productivo.

Mejora en la legislación

Cambios en la legislación para combatir la morosidad, concursos de acreedores, favorecer la creación de empleo... Una situación de crisis puede hacer posible un pacto de Estado entre partidos y otros agentes sociales (sindicatos, patronales...) para aprobar mejoras en la legislación que en otras situaciones son muy difíciles de consensuar. Desgraciadamente, los periodos de recesión económica son vistos por los partidos de oposición como una oportunidad para recuperar el poder y para ello suelen poner trabas a las reformas necesarias.

Cultura del esfuerzo

Finalmente, la crisis ofrece la oportunidad de recuperar actitudes que a la larga hacen que un país pueda ser mucho mejor. Nos estamos refiriendo a la cultura del esfuerzo, por ejemplo.

4.5. CONCLUSIONES

TÚ tienes que ser el cambio que querías en el mundo.
Gandhi

Como síntesis de los temas tratados en este capítulo se puede indicar que:

- La recesión puede provocar modificaciones en los hábitos de consumo, ahorro e inversión de las familias.
- Cuando se está en la fase de creación de una burbuja, sobre todo si es de tipo inmobiliario, aparece el efecto riqueza. Al revalorizarse la vivienda, muchas personas se sienten más ricas y empiezan a aumentar su consumo. Posteriormente, cuando la burbuja inmobiliaria pincha, aparece el efecto pobreza y las personas empiezan a reducir el consumo porque se sienten más pobres.

Como criterio general, es importante seguir algunas pautas en temas de consumo, ahorro e inversión. Las pautas que se proponen a continuación son de tipo genérico y deberían adaptarse a cada caso particular en fun-

ción de la edad, nivel de ingresos, fiscalidad, tamaño de la familia, tipo de vida que se desea llevar...:

- El ahorro debe representar una parte significativa de los ingresos totales (por ejemplo, el 30%).
- Tras el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, antes de adquirir una vivienda vale la pena esperar a que los precios de la vivienda acaben de bajar (por ejemplo, hasta un 30%).
- Cuando se adquiera la vivienda, el porcentaje financiado con hipoteca no puede ser excesivamente elevado (por ejemplo, un máximo del 80%), y los pagos anuales no pueden superar un determinado porcentaje de los ingresos (por ejemplo, entre el 30% y el 40%).
- El plazo de la hipoteca no debe ser demasiado largo (por ejemplo, un máximo de 20 o 30 años).
- Hay que ir con precaución con las hipotecas de interés variable, porque según la evolución de los mercados se puede llegar a la imposibilidad de atender las cuotas.

Sobre las inversiones, cabe decir que hay algunas pautas que suelen considerarse adecuadas:

- Es bueno diversificar entre varios tipos de inversiones (depósitos bancarios, bolsa, inmuebles...) para reducir los niveles de riesgo.
- A largo plazo la inversión en bolsa es más rentable, aunque también más arriesgada.
- Los depósitos bancarios tienen una seguridad prácticamente total, sobre todo en Europa, donde la mayoría de los gobiernos garantizan la totalidad o cifras muy elevadas, en función del país en el que se tenga el depósito.

En relación con la inversión en bolsa, también se puede indicar que conviene:

- Invertir sólo una parte de los recursos disponibles.
- Entrar en bolsa cuando está barata. Se puede detectar que la bolsa está barata cuando:
 - Ha caído entre un 40% y un 50%.

- Las cotizaciones han caído mucho en relación con los beneficios que generan las empresas. Así, el PER (ratio que divide la cotización de una empresa entre el beneficio por acción de dicha empresa) ha bajado y se ha situado alrededor de 7 u 8 veces.
- La rentabilidad por dividendo que ofrecen las empresas cotizadas supera la retribución de la renta fija, por ejemplo, el 4% o 5% en el año 2008.

- Diversificar con un determinado número de sectores, por ejemplo, 4 o 5 sectores son suficientes.
- Diversificar con un determinado número de empresas, por ejemplo, de 12 a 15 empresas son suficientes. Además, hay que seleccionar empresas con equipos directivos y estrategias adecuadas.
- Invertir con una óptica de largo plazo.
- Si el inversor no tiene tiempo o los conocimientos para hacer este tipo de análisis es mejor que no invierta en bolsa, o que si lo hace lo haga a través de un fondo de inversión y con la ayuda de una entidad de su confianza.

A nivel empresarial, los períodos de crisis complican enormemente las posibilidades de actuación. Por ello se pueden considerar propuestas como las siguientes:

- Las estrategias financieras conservadoras son las que mejor permiten atravesar períodos de recesión.
- Al llegar el período de crisis hay que evaluar la situación actual y las perspectivas de la empresa con el fin de poder tomar decisiones adecuadas que permitan alcanzar mejor sus objetivos. Con un diagnóstico acertado de la situación en que se encuentra la empresa se pueden poner en marcha aquellas actuaciones que corrijan las debilidades y afronten las amenazas que pueden perjudicarlo, al mismo tiempo que se saca provecho de las fortalezas y oportunidades para que la empresa alcance sus objetivos.
- Asegurar la liquidez:
 - Ampliar el capital y reducir el endeudamiento.
 - Acogerse a líneas de crédito oficiales subvencionadas.
 - Eliminar o retrasar inversiones no estratégicas o no urgentes.
 - Crecimiento equilibrado con una gestión eficiente de los activos y una política financiera conservadora.

- Aprovechar precios bajos:
 - Compra de inmuebles
 - Valores bursátiles
 - Compra de empresas
- Ganar eficiencia:
 - Mejor selección y fidelización de personas
 - Revisar la política de incentivos para que esté alineada con los objetivos perseguidos y los resultados alcanzados.
 - Mejorar la eficiencia en el uso de activos.
 - Revisar el modelo de negocio y las diferentes elecciones que la empresa hace en relación con la cadena de valor (diseño, aprovisionamiento, producción, distribución, logística, venta, cobro, servicio post-venta...) para satisfacer de la mejor forma posible las necesidades de sus clientes.
 - Renegociar todos precios con los proveedores.
 - Reducir costes desde el momento en que se inicia el diseño del producto con la técnica del coste objetivo.
 - Externalizar aquellos procesos que no sean estratégicos y en los que la empresa no sea competitiva en atributos tales como la calidad, el precio o el plazo.
 - Eliminar segmentos de negocio que contribuyen negativamente al conjunto de la empresa.
 - Reducción de costes por decreto.
 - Reducción de costes con el presupuesto base cero.
 - Rediseño organizativo para reducir costes
 - Gestionar mejor el balance.
 - Gestionar mejor la cuenta de pérdidas y ganancias
 - Acogerse a deducciones fiscales para reducir el coste fiscal de la empresa.
- Generar ingresos:
 - Crear una empresa
 - Vender más unidades bajando el precio de venta
 - Innovar en producto
 - Abrir mercados internacionales
 - Apostar por líneas emergentes
 - Innovar en marketing
 - Aprovechar las nuevas tecnologías

- Ocupar el espacio de los competidores que desaparecen
- Reformas estructurales:
 - Combatir de forma efectiva la corrupción
 - Mejora de las infraestructuras para mejorar la productividad
 - Mejora en la legislación
 - Cultura del esfuerzo

Si todas las propuestas anteriores se tuviesen que resumir en dos, se podría decir que:

- En los temas de consumo, ahorro e inversión, particulares y empresas deben actuar siempre con mucha prudencia. Como se dice a menudo: En finanzas hay dos estrategias: la conservadora... y la mala.
- Además, en toda situación, ya sea en fases expansivas de la economía o en fases de recesión, se debe analizar la situación con una perspectiva a largo plazo y con un cierto distanciamiento del ruido del día a día, así evitaremos la ceguera colectiva que suele imperar habitualmente.

Anexo.

El engaño de los inversores con maquillajes contables

El contable típico es un hombre de mediana edad, delgado, arrugado, inteligente, frío, pasivo, que no se compromete a nada, con ojos de rape, educado, insensible, calmado, detestablemente sosegado como una estaca o una figura de yeso, petrificado, con un corazón de feldespató y sin ningún encanto, como los microbios, no tiene pasión ni sentido del humor. Afortunadamente, se reproduce poco y finalmente acaba en el infierno.

Elbert Hubbard

INTRODUCCIÓN

La información contable es fundamental en el proceso de toma de decisiones de inversores y directivos de las empresas. Para que esta información sea útil es imprescindible que sea fiable.

Una de las constantes en la mayoría de las crisis económicas es la manipulación de la contabilidad, que engaña a los usuarios de la información financiera. En el año 2001 el pinchazo de la burbuja de las puntocom fue acompañado de maquillajes contables de empresas como Enron, Worldcom, Parmalat, Gescartera... Parece que este tipo de prácticas se está repitiendo ahora, a finales de 2008. Si se analizan las cuentas de enti-

dades que han quebrado en el año 2008, como Lehman Brothers, por ejemplo, se puede comprobar que hasta muy poco antes de la quiebra las cuentas no avisaron de que había problemas. Cuando finalmente se publicó información de lo que estaba pasando ya era demasiado tarde.

Lamentablemente, demasiado a menudo las cuentas no son fiables debido a las manipulaciones practicadas. A veces se trata de maquillajes ilegales, cuando se realizan prácticas no permitidas por la legislación vigente; en otros casos se trata de maquillajes legales, ya que uno de los problemas que presenta la normativa contable en cualquier país del mundo es que permite un margen muy amplio para la denominada contabilidad creativa.

El objeto de este anexo es analizar la problemática de los maquillajes contables y proponer técnicas para su detección.

CONTABILIDAD CREATIVA

La contabilidad creativa, o gestión del beneficio, es un tipo de maquillaje que aprovecha los vacíos legales, las alternativas previstas en la legislación y las posibilidades de efectuar estimaciones más o menos optimistas con el objeto de conseguir que las cuentas reflejen lo que interesa a directivos y administradores. De esta manera no se informa de la realidad y se engaña a los usuarios de las cuentas. De lo anterior se desprende que la contabilidad creativa puede ser a menudo un tipo de maquillaje contable que se realiza sin vulnerar la legislación (véase la figura anexo 1).

	Maquillajes contables	Transacciones reales
Legales	Contabilidad creativa. Por ejemplo, escoger una alternativa contable, como activar un gasto o incluirlo en la cuenta de resultados, no tanto para alcanzar la imagen fiel sino para conseguir unas cuentas anuales que se aproximen a lo que más interesa a la empresa.	Efectuar operaciones reales que afectan a las cuentas de las empresas. Por ejemplo, adelantar o retrasar una transacción, o hacer una operación con una empresa ajena al grupo para generar un resultado ficticio.
Ilegales	Maquillajes contables contrarios a la legislación. Por ejemplo, ocultar deudas o gastos, registrar ventas o gastos ficticios...	Operaciones reales que no están autorizadas por la legislación vigente. Por ejemplo, efectuar transacciones ilegales a través de paraísos fiscales ¹ .

Figura anexo 1. Clasificación de prácticas de manipulación de las cuentas.

La contabilidad creativa es muy negativa, ya que distorsiona las cuentas anuales y modifica la opinión que tienen los usuarios de la información financiera, inversores, accionistas o bancos, por ejemplo.

La contabilidad creativa se sustenta en varios ejes:

- En primer lugar, de acuerdo con la normativa contable, muchas transacciones se pueden reflejar contablemente de diversas formas. Esto posibilita utilizar criterios contables más conservadores o menos conservadores en función de lo que interese. Por ejemplo, el gasto de investigación y desarrollo puede considerarse como un gasto o, si se cumplen determinadas condiciones, puede activarse. La primera opción hace bajar el beneficio, en cambio, la segunda opción lo hace subir. Por otra parte, en algunos casos las empresas pueden cambiar los criterios contables utilizados de un año a otro, aunque esta circunstancia tiene que explicarse en la memoria y los auditores tienen que reflejarla como una salvedad.
- En segundo lugar, hay transacciones en las que, para poderse contabilizar, se pueden aplicar supuestos más o menos optimistas sobre acontecimientos futuros. Esto afecta, por ejemplo, a la cuantificación de los deterioros y las provisiones.

- En tercer lugar, a veces las empresas obtienen autorizaciones especiales de las Administraciones para dejar de aplicar la normativa contable vigente y así ofrecer unas cuentas anuales más beneficiosas para sus intereses. Por ejemplo, en octubre de 2008, y ante la caída de los resultados de la banca, las autoridades europeas han permitido a la banca valorar sus instrumentos financieros a precio de coste y no de mercado. Esta autorización está permitiendo a la banca presentar unos resultados mejores que los que habría si se reflejasen las pérdidas producidas en los mercados financieros.

La combinación de estos ejes explica que algunas empresas maquillen sus cuentas amparándose en la normativa.

A modo de ejemplo, en la figura anexo 2 se acompaña el caso real de una empresa en la que el beneficio declarado ascendió a 100 (el resultado se ha puesto en base 100 para hacer más comprensibles las cifras siguientes). En dicha figura puede comprobarse que el resultado (beneficio o pérdida) podría ser de unas pérdidas de 41 o unos beneficios de 193, y ello simplemente manipulando las cuentas siguiendo las posibilidades legales. Estas proporciones no son generalizables, ya que se basan exclusivamente en una empresa real de la que se han analizado todas las operaciones de un año y se les han aplicado las tres normativas contables (PGC de 1990, PGC de 2007 y NIIF).

Normativa aplicada a las transacciones	Resultado utilizando los criterios más habituales	Criterios más conservadores	Criterios menos conservadores
Plan General de Contabilidad de 1990 (PGC 1990)	100	-23	166
Plan General de Contabilidad de 2007 (PGC 2007)	112	-41	193
Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)	126	-68	247

Figura anexo 2. Fluctuación del resultado de una empresa real que presentó un resultado de 100 en función de las normativa utilizadas y según se utilicen criterios contables más o menos conservadores (elaboración propia).

El problema que tienen las NIIF es que ofrecen más posibilidades de tratamientos alternativos (en concreto son más de 120) que los que presenta la normativa española actual (que son algo más de 50). Por tanto, las NIIF pueden favorecer un incremento de los maquillajes contables.

Mientras no se consiga que la normativa contable reduzca la gran variedad de tratamientos alternativos admitidos, seguirá habiendo diferencias contables y maquillajes, y de vez en cuando estallarán los escándalos.

El maquillaje contable en relación con las autoridades fiscales se hace para reducir el pago de impuestos de forma fraudulenta. Consiste en efectuar ajustes como los siguientes, algunos de los cuales no son ilegales:

- Reducir activos tales como existencias, clientes o inmovilizados con amortizaciones o provisiones excesivas.
- Reducir existencias con cambios en los criterios de valoración.
- Reducir reservas y/o el resultado del ejercicio.
- Ocultar ventas o elevar gastos para reducir el beneficio.
- Retrasar la contabilización de ventas o adelantar la contabilización de gastos.
- Considerar como gastos del período inversiones en concepto de inmovilizado.
- Transferir resultados de una empresa a otra en el interior de un grupo empresarial.
- Introducir transacciones con accionistas que no responden a la realidad.

En cambio, el maquillaje de la información contable que se presenta a las entidades de crédito, que también pone de manifiesto un comportamiento poco ético por parte de la empresa, consiste en hacer lo contrario de las prácticas anteriores.

En la figura anexo 3 se relacionan algunos de los principales tipos de maquillajes. Una parte de ellos pueden realizarse sin vulnerar la normativa contable vigente.

Técnicas de maquillaje	Ejemplos
1. Aumentar o reducir gastos.	<ul style="list-style-type: none"> - Deterioro del inmovilizado inmaterial. - Deterioro del inmovilizado material. - Deterioro de inversiones inmobiliarias. - Deterioro de existencias. - Deterioro de operaciones comerciales. - Deterioro de operaciones de tráfico (garantías de calidad...). - Deterioro de inversiones financieras. - Deterioro de créditos a largo plazo. - Deterioro de créditos a corto plazo. - Amortización de inmovilizado intangible. - Amortización de inmovilizado material. - Amortizaciones de inversiones inmobiliarias. - Reestructuraciones empresariales. - Deuda y gasto en materia de planes de pensiones. - Cuantificación de trabajos realizados para el inmovilizado. - Impuesto sobre beneficios negativo y crédito por pérdidas a compensar.
2. Considerar como gasto o bien activar.	<ul style="list-style-type: none"> - Investigación. - Desarrollo. - Reparaciones y conservación. - Mantenimiento. - Publicidad. - Gastos financieros. - Diferencias de cambio.
3. Contabilizar gastos o ingresos con cargo a patrimonio neto en lugar de llevarlos a la cuenta de resultados.	<ul style="list-style-type: none"> - Ajustes por errores de ejercicios anteriores.
4. Endeudarse a través de compañías que no se consolidan.	<ul style="list-style-type: none"> - Utilización de empresas interpuestas. - Utilización de empresas vinculadas que no consolidan por tener importes poco significativos. - Utilización de empresas vinculadas que no consolidan por otras causas de exención de la obligación de consolidar.

Continúa en la página siguiente

5. Cambiar el criterio de reconocimiento o valoración de los stocks.	<ul style="list-style-type: none"> - FIFO, promedio. - Cuantificación del coste de producción imputando más o menos costes indirectos de fabricación. - Incluir existencias de ciclo largo como activo no corriente.
6. Contabilizar transacciones haciendo estimaciones optimistas o pesimistas sobre el futuro.	<ul style="list-style-type: none"> - Activos. - Pasivos. - Ingresos. - Gastos. - Amortizaciones. - Deterioros. - Provisiones.
7. Generar resultados excepcionales con la finalidad de mejorar las cuentas, o viceversa.	<ul style="list-style-type: none"> - Venta de inmovilizados.
8. Reconocimiento anticipado de ingresos o diferimiento del reconocimiento de gastos.	<ul style="list-style-type: none"> - Gastos anticipados. - Ingresos diferidos.
9. Diferimiento del reconocimiento de ingresos o reconocimiento anticipado de gastos.	<ul style="list-style-type: none"> - Gastos anticipados. - Ingresos diferidos.
10. Ventas ficticias.	<ul style="list-style-type: none"> - Contabilizar depósitos como si fueran ventas. - Contabilizar ventas como si fueran depósitos.
11. Compensar partidas.	<ul style="list-style-type: none"> - Compensar activos con pasivos. - Compensar ingresos con gastos.
12. Transacciones a precios fuera de mercado, irreales y/o con la finalidad de engañar con compañías que no se consolidan.	<ul style="list-style-type: none"> - Utilización de empresas interpuestas. - Utilización de empresas vinculadas que no consolidan por actividad dispar. - Utilización de empresas vinculadas que no consolidan por otras causas de exención de la obligación de consolidar.

13. No aportar información de filiales.	- No consolidar filiales con la excusa de que constituye información de alto valor estratégico o por otros motivos.
14. Cambio de criterios contables.	- Cambio de criterios sobre valoraciones, amortizaciones, provisiones, deterioros... para incrementar o reducir el resultado.
15. Reclasificación de partidas para modificar el peso de cada masa patrimonial.	<ul style="list-style-type: none"> - Consideración de inmuebles en el activo corriente al clasificarlos como activos no corrientes mantenidos para la venta, o viceversa. - Consideración de instrumentos financieros como inversiones de alta liquidez, para clasificarlos como tesorería, en lugar de como inversiones financieras temporales. - Consideración de instrumentos financieros como disponibles para la venta, para imputar sus cambios de valor en el patrimonio neto, en lugar de como cartera de negociación (que deberían ir a la cuenta de resultados).

Fuente: Amat, O. (2008): *Análisis integral de empresas*, Profit editorial

Figura anexo 3. Algunas técnicas de maquillaje.

DETECCIÓN DE MAQUILLAJES

Se han ocultado irregularidades contables, se han hinchado balances...

Se trata de un flagrante engaño perpetrado por los responsables de las empresas... con el error casi absoluto de quien tenía que evitarlo, auditores, consejos de administración, abogados y organismos reguladores. Todo ha fallado.

Harvey Pitt, presidente de la SEC
(Securities and Exchange Commission, EEUU). Julio de 2002

De las prácticas incluidas en la figura anexo 3 hay algunas que no pueden ser detectadas desde el exterior de la empresa y, por tanto, es fundamental el papel de los auditores de cuentas para informar de las mismas, aunque es cierto que en algunos casos también se puede engañar al auditor. En-

tonces la responsabilidad recae en los administradores de la empresa por no haber facilitado a los auditores toda la información relevante.

Hay maquillajes que se pueden detectar a partir de las cuentas anuales de la empresa (figura anexo 4). Por eso conviene analizar los criterios contables utilizados, que se exponen en la memoria que forma parte de las cuentas anuales. Hace falta contrastar estos criterios con los de los años anteriores y con los de los competidores. De esta manera se pueden identificar cambios de criterios en relación a años anteriores, o bien prácticas contables más (o menos) conservadoras que las de los competidores. También es necesario revisar el informe de auditoría por si hay salvedades, que pueden referirse a cambios de criterios en relación con el año anterior o a otras contingencias no recogidas en las cuentas.

Otra técnica de detección de maquillajes es la revisión en el estado de cambios en el patrimonio neto de los ajustes por corrección de errores de ejercicios anteriores, ya que se pueden deber al intento de esconder una variación no deseada de los resultados. También es recomendable el análisis de la evolución de los plazos de clientes, existencias y proveedores con el fin de detectar maquillajes que puedan afectar a estas partidas.

A veces los maquillajes se hacen a través de empresas vinculadas realizando operaciones irreales o a precios diferentes al de mercado, por tanto, hay que analizar las operaciones con empresas vinculadas.

Como ya se ha indicado, ocasionalmente la contabilidad creativa se hace con las autorizaciones pertinentes de los organismos supervisores. Por ello es necesario revisar posibles autorizaciones de tratos especiales, que aun siendo legales, no dejan de ser maquillajes. Por ejemplo, ocasionalmente, el Banco de España ha autorizado a algún banco en dificultades a dejar de aplicar alguna norma relativa a la dotación de provisiones por morosidad.

Hay otros maquillajes que ya no se detectan a partir de las cuentas anuales de la empresa y, por lo tanto, hacen imprescindible la revisión de los libros de contabilidad. De todas formas, se trata de revisiones que se espera que sean hechas por los auditores.

Estas técnicas de detección de maquillajes se tienen que aplicar en momentos especiales como son las salidas a bolsa o los cambios en el equipo directivo de las empresas, por ejemplo.

- I. Comparar con criterios contables de años anteriores.
- II. Comparar con criterios contables e indicadores de los competidores.
- III. Analizar si hay salvedades en el informe de los auditores.
- IV. Revisar libros de contabilidad.
- V. Analizar resultados excepcionales.
- VI. Analizar evolución de los plazos de clientes, existencias y proveedores.
- VII. Analizar operaciones con empresas vinculadas.
- VIII. Revisar posibles autorizaciones de tratamientos especiales.
- IX. Analizar los movimientos de las cuentas de reservas, correcciones de errores de años anteriores y del estado de cambios en el patrimonio neto.

Figura anexo 4. Algunas técnicas de detección de maquillajes contables.

Seguidamente se exponen brevemente algunos maquillajes contables que han contribuido a que muchos inversores tomaran decisiones erróneas en relación con dichas empresas.

MAQUILLAJES CONTABLES EN LA CRISIS DEL AÑO 2001

Hay una crisis en la información contable que facilitan las empresas... El impacto es global... afecta a las bolsas, a los inversores y a las economías de todo el mundo.

Samuel A. DiPiazza,
presidente de PricewaterhouseCoopers, 2002

Como se ha indicado, uno de los componentes de la crisis del año 2001 consistió en el escándalo de los maquillajes de determinadas empresas, que puso de manifiesto importantes problemas de fiabilidad. Seguidamente se recuerdan algunos de estos casos.

Enron

Enron era, a principios del año 2000, una de las empresas más admiradas del mundo, y por tamaño era la séptima empresa más grande de Estados Unidos. Sin embargo, en Enron se produjo un caso de maquillaje conta-

ble ilegal, o sea, un fraude contable, ya que hasta el año 2001 Enron no incluyó en sus cuentas las correspondientes a tres mil filiales constituidas en las Islas Caymán.

Cuando una compañía presenta sus cuentas lo hace de forma consolidada, y así se informa del grupo de empresas como un todo. Hasta el año 2000 Enron no incluyó en sus balances y cuentas de resultados a las filiales de las Islas Caymán, que fueron constituidas por directivos de Enron. Estas empresas se financiaban con préstamos bancarios avalados por Enron. Con estos préstamos, las asociadas adquirieron activos de Enron a precios superiores a los de mercado, con lo que generaron unos beneficios ficticios en Enron por valor de 591 millones de dólares desde 1997 hasta el año 2000. Con estas prácticas, Enron hinchó, además de sus beneficios, los activos y, simultáneamente, ocultó deudas.

En la figura anexo 5 se acompaña el entramado que usó Enron para maquillar sus cuentas. Para ello utilizó bancos a los que otorgó avales para que diesen préstamos a sus filiales en las Islas Caymán (préstamos a través de estas filiales), que adquirirían activos de Enron por encima del precio de mercado (hinchaban beneficios). Las filiales no se consolidaban, ya que oficialmente estaban controladas por el director financiero de Enron y no por Enron. Sin embargo, entre Enron y su director financiero existía un contrato secreto (del que no se había informado a los auditores) que era un compromiso de recompra de acciones a través del cual Enron se reservaba el control real de las filiales.

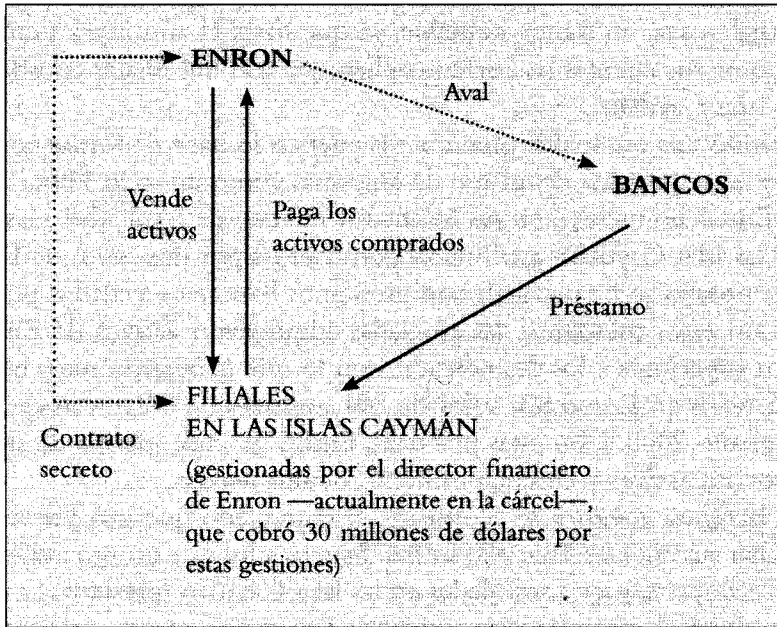


Figura anexo 5. Entramado que utilizó Enron para ocultar deudas e hinchar sus beneficio a través de las filiales de las Islas Caymán.

Con estas prácticas Enron hinchó, además de sus beneficios, los activos y, simultáneamente, ocultó deudas. El tratamiento correcto de todas estas prácticas implica reducir los beneficios de Enron desde 1997 hasta 2000 en 591 millones de dólares y reducir los fondos propios a finales de 2000 en 1.164 millones de dólares (véase la figura anexo 6). Es importante tener en cuenta que el importe de los beneficios hinchados (591 millones de dólares) a lo largo de cuatro años representa más o menos el dieciséis por ciento de los beneficios totales que tuvo Enron en ese mismo período. Por tanto, el importe total del maquillaje es una pequeña parte del beneficio en términos relativos. Por otro lado, la contrapartida de la reducción de fondos propios debería ser una elevación de las deudas y una reducción de los activos.

	<u>1997</u>	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>6 meses</u>	<u>Acumulado</u>
B° Neto	105	703	893	979	829	3.509
B° Neto corregido	26	564	635	842	869	2.936 (-16%)
Deuda	6.254	7.357	8.152	10.229	12.812	
Deuda corregida	6.965	7.918	8.837	10.857	12.812	
Patrimonio neto	5.618	7.048	9.570	11.470	11.740	
Patrimonio neto corregido	5.309	6.600	8.724	10.289	10.787	

Figura anexo 6. Reformulación de las cuentas (datos en millones de dólares).

Otro aspecto destacable es que Enron consiguió, gracias a sus buenas relaciones con el presidente y vicepresidente norteamericanos, que el Gobierno modificará la legislación del sector eléctrico y algunas normas contables que la favorecían.

En el año 2000 las acciones de Enron cotizaban a 82 dólares (véase la figura anexo 7), lo que suponía asignar a Enron un valor total de unos 70.000 millones de dólares. Teniendo en cuenta que los beneficios declarados de ese año fueron de 979 millones de dólares, es un ejemplo típico de burbuja financiera, ya que el valor era totalmente desproporcionado en relación a los beneficios que generaba la empresa. En ese momento el PER (ratio que divide la cotización por el beneficio por acción) era de 90, que es elevadísimo. Cuando la recesión hizo caer los márgenes se conoció que la empresa había estado maquillando las cuentas de los años anteriores, y los inversores vendieron sus acciones de forma súbita, con lo que su precio se hundió. Poco después la empresa suspendió pagos. Otro aspecto a recordar es que Enron especuló utilizando derivados, ya que en las cuentas del año 2000 se informaba de que la empresa mantenía derivados sobre sus propias acciones, pues se comprometía a pagar cincuenta millones de dólares por cada dólar de descenso en la cotización, si ésta caía por debajo de los 68 dólares.

Un aspecto que también sorprendió en este caso es que, según informó *The Wall Street Journal* (30-1-2002), un analista de BNP Paribas fue

despedido en agosto de 2001 por alertar en un informe de los riesgos de Enron.

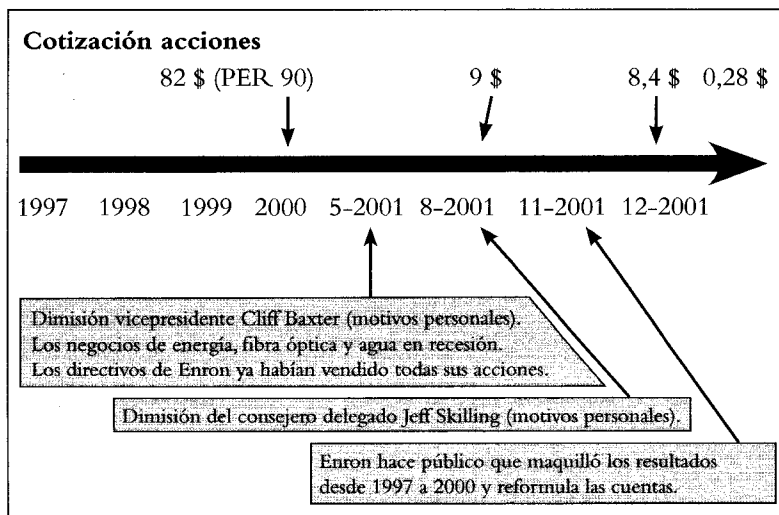


Figura anexo 7. Evolución de la cotización de las acciones de Enron.

Parece ser que los directivos ocultaron los problemas hasta el último momento, y unos días antes ya se habían vendido todas sus acciones, con lo que obtuvieron beneficios de 1.100 millones de dólares. Es un caso de uso de información privilegiada.

¿Y los auditores? Lo que se pide básicamente a los auditores es que opinen sobre si las cuentas se han preparado de acuerdo con la normativa vigente. ¿Pueden haber cometido errores de apreciación al no haber incluido las asociadas en las cuentas Enron? Sobre esto hay que tener en cuenta que, en determinados casos, la normativa norteamericana permitía su no consolidación, aunque sí se tiene que informar de ellas en las notas que acompañan a las cuentas anuales, tal y como venía haciendo Enron durante todos estos años. Sin embargo, como ya se ha señalado, entre Enron y las filiales existía un compromiso secreto de recompra de las acciones que sí que hacía obligatoria la consolidación, ya que demostraba el control efectivo de Enron sobre ellas. Como declaró en su momento el presidente, Arthur Andersen, ante el Congreso de Estados Unidos, los auditores no fueron informados del compromiso secreto de recompra de acciones. En algunas ocasiones la sofisticación de los maquillajes utilizados hace muy

difícil, si no imposible, que los auditores los detecten. Hay que recordar que, dos años después del escándalo, un jurado de Nueva York sentenció que los auditores eran inocentes en relación con el caso Enron.

¿Actuaron prudentemente los pensionistas de Enron? Los pensionistas que invirtieron todos sus planes de pensiones en acciones de Enron tampoco fueron demasiado prudentes. Siempre se dice que una parte importante de los planes de pensiones tiene que invertirse en productos de bajo riesgo como la renta fija. Además, si se opta por invertir en renta variable siempre se recomienda diversificar, y eso implica normalmente invertir en un mínimo de diez a quince empresas. Por tanto, estos pensionistas no actuaron muy prudentemente, o lo hicieron mal aconsejados.

Vale la pena recordar que la normativa española obligaría a consolidar estas empresas aunque no existiera el compromiso secreto de recompra de acciones.

Otro aspecto espinoso es el relacionado con la destrucción de documentación relacionada con la auditoría. En este terreno hay que tener en cuenta que es una práctica habitual que al finalizar una auditoría, como cualquier otro trabajo de revisión, se destruyan los papeles auxiliares de trabajo que no son relevantes. También hay que pensar en si es conveniente que las propias firmas de auditoría presten servicios de consultoría, dada la dificultad que habrá posteriormente en auditar los temas sobre los que se han prestado estos servicios. Se tendrá que reflexionar sobre si la legislación actual es la más conveniente para la protección de los derechos de los usuarios de las cuentas anuales de las empresas. Por otro lado, hay que tener en cuenta que estos mismos auditores tienen un historial que demuestra que cuando han tenido conocimiento de situaciones fraudulentas las han denunciado.

¿Y las agencias de *rating*? De hecho son las agencias de *rating* las que han de valorar los riesgos que ofrecen las empresas. En este caso, cuando avisaron ya era demasiado tarde. Como se oye a menudo, parece que a veces la economía sólo sirve para predecir el pasado.

Otro tema que lleva a la reflexión es la noticia de que una conocida empresa de analistas de inversiones norteamericana despidió a uno de sus analistas por emitir un juicio negativo sobre Enron unos meses antes de que se hiciesen públicos los problemas de esta empresa. Esta situación cuestiona la independencia de algunos analistas.

¿Qué podemos aprender de este caso? Por un lado, habría que revisar la legislación contable para adecuarla a las nuevas realidades empresariales y

así garantizar que las empresas contabilizan adecuadamente las transacciones que efectúan. En segundo lugar, habrá que revisar la legislación concerniente a la auditoría para garantizar los intereses de los usuarios de las cuentas. En tercer lugar, los accionistas deberían ser más prudentes en las épocas de expansión económica y dejar de pagar precios astronómicos por las acciones de las empresas. Sin embargo, la historia de los mercados bursátiles nos dice que esto es una pura utopía. Seguiremos viendo precios exorbitantes en los años de vacas gordas y precios infravalorados en los años de vacas flacas. Otro problema es el que se refiere a la anticipación de los riesgos y a la posible falta de independencia de algunas firmas de analistas de inversión y agencias de *rating*.

Por suerte, hay países en los que, si se localiza a los culpables de un delito, lo acaban pagando en la cárcel, como ha sucedido con los principales directivos de Enron.

Parmalat

Analizando lo que ocurrió en Parmalat se aprecia un esquema que es común a la mayoría de los escándalos financieros. Todo empieza con una empresa innovadora que, a través del trabajo duro, alcanza el éxito. Parmalat se convirtió, en cuarenta años, en un grupo con más de 36.000 empleados y filiales por todo el mundo. Al presidente, Calisto Tanzi, lo apodaban *San Calisto*, por sus milagros económicos. Sus relaciones con Silvio Berlusconi eran tan estrechas como las de Enron con el presidente y vicepresidente norteamericanos. A continuación el líder del proyecto se emborracha con su éxito y empieza a creer que todo lo que toque se convertirá en oro. Ahí está el primer error. No es lo mismo ser excelente con los lácteos que en la ruinosa división turística que gestionaba la hija de Tanzi, o el equipo de fútbol de Parma, en el que la empresa enterró muchos millones.

El segundo error está en pensar que se puede robar dinero sin límites. Los millones que ha reconocido Tanzi que desaparecieron no los soporta ninguna empresa. A él se le acusa de haber robado unos quinientos millones de euros. Como en otros escándalos, muchas de las transacciones fraudulentas se hicieron con filiales en las Islas Caymán.

El tercer error está en esconder que la empresa ya no iba bien. En Parmalat hace años que los beneficios bajaban y las deudas crecían. Se usaron todo tipo de fraudes, tales como maquillajes contables y falsificación de

documentos, para engañar a auditores y analistas. Los contables de Parmalat llevaban hasta cuatro contabilidades diferentes. Normalmente, cuando se llevan a cabo estos fraudes contables se suelen hacer pensando que en unos meses todo se va a arreglar y, claro, lo que ocurre es todo lo contrario.

El cuarto error es usar información privilegiada y vender acciones de la empresa antes de que estalle el escándalo. Es un error porque se acaba sabiendo. Los escándalos suelen estallar cuando la empresa no puede afrontar sus deudas. Así ocurrió en Parmalat, y a partir de ahí se hundió su cotización en bolsa. Lo que viene a continuación ya es lo de siempre, un rosario de detenciones, cárcel, ruina de los accionistas, pérdidas de empleo, cuestionamiento de la legislación, dudas sobre los auditores y analistas... y suicidio de algún directivo. De todo ello se desprenden varias lecciones. Lo que pasó en Enron puede repetirse en cualquier lugar donde haya falta de ética empresarial. Muchas crisis empresariales nacen de una diversificación alocada. Si la empresa va mal, lo mejor es reconocerlo a tiempo. El objetivo de la auditoría es verificar que se han seguido los principios contables, y no detectar fraudes tan sofisticados. Al evaluar empresas hay que usar el sentido común. Sorprende que nadie se preguntara qué hacía una empresa lechera con siete mil millones de euros en las Islas Caymán. En los informes anuales se han de incluir las filiales en paraísos fiscales, en lugar de distraer al lector con un exceso de información irrelevante. Como todo empieza con un pequeño fraude, lo más saludable es no hacer ni siquiera fraudes pequeños. Lo más rentable es ser ético.

Fórum Filatélico y AFINSA

Cuando en el año 2001 se decía que los escándalos contables de Estados Unidos no podían producirse en Europa, aparecieron algunos casos con ciertas similitudes. Se trata de dos empresas que fracasaron y tuvieron que ser intervenidas por el Gobierno.

Es sorprendente que la historia se repita y que no aprendamos de los escándalos financieros que se van sucediendo. La falta de información y la ignorancia de muchos pequeños ahorradores es un terreno abonado para los interesados en el dinero ajeno, y esto explica muchas de las burbujas que han ido explotando a lo largo de los años. Forum Filatélico y AFINSA consiguieron que más de trescientas cincuenta mil personas les

confiases sus ahorros con la promesa de obtener rentabilidades de entre el seis y el diez por ciento anual, muy por encima de las que ofrecía el mercado.

Había señales suficientes para sospechar que este tipo de inversiones no podían acabar bien.

En primer lugar, se trataba de un tipo de inversión que no tiene ninguna posibilidad de ser viable a largo plazo. Para poder retribuir muy por encima del mercado a los inversores, hace falta que los sellos se vayan revalorizando. Así, es preciso que el número de ahorradores vaya aumentando exponencialmente, puesto que los nuevos ahorradores son los que aportan el dinero que permitirá retribuir a los que entraron antes. Este ciclo se ha de ir repitiendo, puesto que se trata de una inversión de tipo piramidal que funcionará mientras vayan entrando nuevos incautos. Se trata de una operativa regulada en la legislación vigente, que prohíbe expresamente la venta en cadena o piramidal.

En segundo lugar, se trataba de empresas con síntomas claros de mala gestión. Por ejemplo, si echamos un vistazo al informe de los auditores de AFINSA de varios años antes de la quiebra, había muchos indicios de gestión fraudulenta. Dos años antes de la quiebra los auditores ya cuestionaban el valor que se estaba asignando a los sellos, y se quejaban de que la empresa no les había entregado información clave, como las cuentas de determinadas filiales. Como los informes de auditoría son públicos, cualquier inversor los podía haber consultado. De nuevo es una situación de falta de prudencia.

De cara al futuro, esta experiencia debería poder servir para ser más racionales con los ahorros. Si tenemos en cuenta los tipos de interés de la Deuda Pública, cualquier inversión que dé una rentabilidad mucho mayor ha de ir acompañada de una dosis superior de riesgo. Para evitar problemas, conviene controlar el riesgo que se quiere asumir y, por tanto, invertir sólo en empresas muy bien gestionadas y con unas buenas perspectivas de negocio. Pero, además, parece que debería conseguirse que las empresas corrigieran sus cuentas incorporando las salvedades propuestas por los auditores.

Maquillajes contables en la crisis de 2008

Durante el año 2008 diversas entidades, algunas de ellas centenarias, han quebrado o han tenido que ser rescatadas por los gobiernos de sus res-

pectivos países. En Estados Unidos nos estamos refiriendo a entidades como Bear Sterns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG... En el Reino Unido el Gobierno ha nacionalizado totalmente entidades como Northern Rock, o parcialmente bancos como HBOS, RBS y Lloyds. En Francia el Gobierno ha inyectado miles de millones de euros en el Crédit Agricole, BNP Paribas, Société Générale, Crédit Mutuel, Caisse d'Épargne y Banque Populaire. Situaciones similares se han producido en Bélgica, Holanda, Alemania, Suiza, etcétera. Lo que sorprende en todos estos casos es que, si se analizan las cuentas que estas entidades publicaron hasta poco antes de la quiebra o del rescate por parte del gobierno correspondiente, se constata que no había indicios de problemas graves como los que realmente se han producido.

Si tenemos en cuenta que el deterioro de estas entidades se ha producido esencialmente a causa de las pérdidas generadas por las hipotecas *subprime*, por las pérdidas en instrumentos financieros y por las caídas de la bolsa, parece que los datos contables no informaron puntualmente de lo que estaba pasando. El tiempo nos dirá lo que ha pasado, ya que en estos momentos algunas de las entidades mencionadas están siendo investigadas para comprobar si ha habido algún fraude de tipo contable, pero es posible que se hayan producido diversas circunstancias:

- La mayoría de las entidades de crédito utilizan las llamadas provisiones genéricas para traspasar resultados de los años buenos a los años malos. Ésta es una práctica legal, denominada alisado de beneficios, que consiste en dotar provisiones ficticias que reducen los resultados de los ejercicios en los que el beneficio es muy elevado. De esta forma el exceso de provisiones puede ser utilizado en ejercicios con bajos niveles de beneficios para subirlos.
- Los informes de las agencias de *rating* no han avisado a tiempo de la mayoría de las quiebras que se han producido desde 2007.
- Las autoridades de la Unión Europea han autorizado a las entidades de crédito a que no informen de las pérdidas producidas con instrumentos financieros como consecuencia del crack bursátil.
- En determinados temas, como la morosidad, por ejemplo, algunas entidades han retrasado la contabilización de pérdidas.
- Bastantes entidades están generando resultados atípicos para mantener sus niveles de beneficios. En concreto, se trata de bancos que

- venden sus filiales aseguradoras, por ejemplo, para generar beneficios que compensen las pérdidas de las actividades ordinarias. Este tipo de atípicos permite mantener los beneficios, y así cuesta más detectar que, en realidad, la entidad está disminuyendo considerablemente los beneficios.
- Hay otros maquillajes que se hacen con el visto bueno de las autoridades que otorgan tratamientos especiales. Por ejemplo, como ya se ha indicado, en octubre de 2008 las autoridades monetarias europeas autorizaron a las entidades de crédito a valorar sus instrumentos financieros a valor de adquisición en lugar de aplicar el valor de mercado, como obligan las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Esto permite a estas entidades no informar de las pérdidas que están teniendo en sus inversiones en bolsa. Sobre este punto se constata que cuando los mercados financieros iban al alza los bancos estaban encantados de aplicar las NIIF, ya que podían ir revalorizando sus carteras con los valores de mercado y así aumentar sus beneficios. Sin embargo, cuando a partir de 2007 se hundieron las bolsas, empiezan a aparecer las primeras quejas en relación con las NIIF, ya que con ellas aumenta la volatilidad. Otro ejemplo de este tipo de problema lo tenemos en el sector eléctrico. Todo el mundo coincide en que las actuales tarifas que pagan los clientes por el consumo de electricidad no cubren costes, pero la Administración no permite subir las tarifas para no perjudicar la inflación. Sin embargo, todas las eléctricas declaran elevados beneficios. Parece una contradicción tener beneficios y declarar que las tarifas no cubren los costes. Una posible explicación de lo que ocurre es que la mayoría de estas compañías pueden activar determinados gastos y así pueden seguir declarando beneficios. Esta activación excesiva de gastos se hace con la autorización de la Administración, que lo consiente a cambio de no autorizar aumentos de las tarifas. Al ser una práctica contable que se realiza con la autorización pertinente, los auditores dan por buenas las cuentas de las eléctricas que lo hacen.

Otro aspecto que da que pensar es el que se deriva de las declaraciones del presidente del Banco Central Europeo, que dijo antes del verano de 2008 que la banca española debería informar de los efectos de la crisis en sus cuentas.

CONCLUSIONES

De lo expuesto en este anexo se desprende que:

- Las cuentas anuales no siempre son fiables, ya que hay empresas que efectúan maquillajes contables. Algunas de estas prácticas son claramente ilegales.
- Otras empresas maquillan las cuentas al amparo de normas legales. Estas prácticas se denominan contabilidad creativa o gestión del beneficio, y consisten en:
 - Aprovechar las alternativas permitidas para contabilizar las operaciones de la forma que más les conviene.
 - La posibilidad de aplicar estimaciones subjetivas que pueden ser más o menos optimistas.
 - Utilizar tratamientos contables especiales autorizados por las autoridades.
- Los maquillajes contables pueden perjudicar seriamente a los inversores, ya que éstos toman decisiones sin conocer la realidad de las empresas. Demasiadas veces las empresas que tienen problemas los ocultan hasta muy poco antes de que estalle el escándalo.
- Para evitar en lo posible tomar decisiones con datos erróneos es conveniente detectar posibles maquillajes. Esto implica revisar sobre todo la memoria, el estado de cambios en el patrimonio neto y el informe de auditoría.
- Pero para que la contabilidad sea más fiable es imprescindible que se reduzca al mínimo el amplio abanico de alternativas que se ofrecen para contabilizar de maneras diferentes una misma realidad económica. Este problema es el que explica que una empresa un día diga que está ganando dinero y poco después informe de que, aunque las cifras anteriores no vulneraban la legislación vigente, en realidad la empresa estaba perdiendo dinero. En caso contrario, no se resolverán, si no que pueden agravar los problemas actuales, y seguirán produciéndose de forma periódica situaciones que hacen que la fiabilidad de la información contable esté en cuestión.
- A pesar de todas las reformas mercantiles y contables que se pusieron en marcha tras el escándalo de Enron, en el año 2001, lo que está sucediendo desde el año 2007 con la crisis financiera e inmobiliaria hace pensar

que buena parte de los problemas siguen sin resolverse. Parece que aún no hemos aprendido la lección de lo perjudiciales que son los maquillajes.

- En el caso de las entidades de crédito, el hecho de que no estén informando de manera fiable de la situación en la que están a finales de 2008 es un factor que contribuye a la desconfianza de los inversores, e incluso de las propias entidades entre sí. Parece que lo que está sucediendo entra en lo que se denomina alisado de beneficios, es decir, en los años buenos los bancos dotan unas provisiones genéricas que en realidad lo que hacen es reducir de forma ficticia el beneficio; así, en los años de recesión se puede incrementar el beneficio anulando las provisiones genéricas de años anteriores. Esta es una práctica legal, ya que se hace siguiendo la normativa correspondiente. Por otro lado, también hay síntomas de que algunos bancos no están informando de los niveles reales de morosidad que tienen, con lo cual están declarando unos niveles de beneficios mayores en relación a los reales. Finalmente, la autorización que han recibido las entidades de crédito para valorar sus inversiones financieras a valor de coste y no de mercado, implica dejar de declarar las pérdidas producidas por las caídas de los mercados financieros. Esta desinformación o manipulación contable puede tratarse de lo que se denomina una mentira piadosa para remediar males mayores; la duda está relacionada con el nivel de madurez de los inversores: si no se les informa de lo que está pasando realmente, es que se piensa que no están preparados para saber la verdad, por lo que quizá es mejor esconderse. Sin embargo, la situación actual de desinformación puede contribuir a magnificar el problema, ya que cuando se sospecha de lo que está ocurriendo, la opinión quizá es más negativa de la que habría si se informara de la verdad.
- En definitiva, sigue siendo una asignatura pendiente disponer de una normativa contable que garantice a los usuarios de las cuentas su derecho de saber qué pasa exactamente con las empresas en las que invierten. Ya se está empezando a demostrar que las NIIF no resuelven este problema, sino que lo agravan, con la gran cantidad de alternativas contables que permiten, y además las autoridades lo complican más al autorizar tratamientos especiales que esconden la realidad en momentos de recesión.
- Si realmente se quiere conseguir que la información contable gane

fiabilidad y las cuentas informen lo antes posible de la situación real que tienen las empresas, se hace imprescindible eliminar el máximo número de alternativas y los tratamientos especiales, de esta forma se reduce el campo de actuación de la contabilidad creativa. Otra medida que aumentaría la fiabilidad de las cuentas consistiría en obligar a las empresas a corregir sus cuentas incorporando las salvedades detectadas por los auditores de cuentas. De esta forma se podría garantizar mejor el derecho que tienen los usuarios de la contabilidad de recibir información fiable que les permita tomar mejor sus decisiones.

Bibliografía

- ACCID (2007): *Nuevas tendencias en contabilidad y control de gestión*, Deusto, Barcelona
- Briys, E. y De Varenne, F. (1999): *The fisherman and the rinoceros*, Wiley, Nueva York.
- Biosca, E. (2008): *Optimismo global*, Ariel Rivadeneira, Barcelona.
- De la Vega, J. (2008): *Confusión de confusiones*, Profit, Barcelona.
- DeVitto, D. (2001): *Irrational markets*, Glenlake Publishing Company, Chicago.
- Galbraith, J.K. (2006): *El crash de 1929*, Ariel, Barcelona.
- Keynes, JM. (1964): *The general theory of employment, interest and money*, Harvest Harcourt, Orlando. (Publicada originalmente en 1936).
- Lifson, L. (1999): *The psicology of investing*, Wiley, Nueva York.
- Lucas, S. (2006): *Wealth*, Wharton School Publishing, Nueva Jersey.
- McElvaine, R. (1993): *The great Depression*, Random House, Nueva York.
- Rye, D. (2001): *25 stupid mistakes you don't want to make in the stockmarket*, Contemporary Books, Nueva York.
- Tvede, L. (20001): *The psicology of finance*, Wiley, Nueva York.
- Zarlenga, S. (2002): *The lost science of money*, American Monetary Institute, Valatie.

Relación de términos utilizados en el libro

(a la derecha de cada término se indica el capítulo y apartado en el que aparece).

AA, 2.5.
AAA, 2.5.
ABC (Sistema de Costes Basado en las Actividades), 4.4.3.3.
ABM (Gestión de Costes Basada en las Actividades), 4.4.3.3.
Acciona, 3.2.
ACS, 3.2.
Acuerdo de Basilea, 2.3.
Adolfo Domínguez, 4.4.3.3.
AFINSA, Anexo.
Ahorro, 4.2.1.
Albert Einstein, 4.2.2, 4.4.3.3.
AIG, Anexo.
Amancio Ortega, 3.2.1.
Amazon, 4.4.3.3.
Ambición de riqueza, 1.3.
Análisis fundamental 4.3.4.
Análisis técnico, 4.3.4.
Antonio Castro, 3.2.1.
Años de salario para pagar la vivienda, 3.2.
Arthur Andersen, 2.5 y Anexo.
Astroc, 2.7. y 3.2.1.
Atentados del 11 de septiembre de 2001, 2.2 y 3.4.

Banco Barings, 1.4, 2.4.
Banco Central Europeo, 2.6.2. y Anexo.
Banco de España, 2.6.1, 2.6.2, 4.2.2.
Banque Populaire, Anexo.
BBB, 2.5.
Bear Sterns, Anexo.
Benetton, 4.4.3.3.
BMW, 4.4.3.3.
BNP Paribas, Anexo.
Bolsa, 1.1.
Bon Preu, 4.4.3.3.
Burbuja inmobiliaria, 2.6.
Burbuja, 1.1, 1.2.1 y 1.3.
Caisse d'Épargne, 1.4 y Anexo.
Cajas de ahorro, 4.4.3.3.
Calisto Tanzi, Anexo.
Capacidad de devolución de los pagos de deuda, 2.5.
Capital Economics, 4.2.2.
Capitalización, 4.4.3.1.
Carrefour, 4.4.3.3.
Ceguera, 1.3.
Centros de servicios compartidos, 4.4.3.3.
Charles D. Roosevelt, 1.2.3.
Charlie McCreevy, 3.3.
CISCO, 1.2.6.
CNMV, 4.4.3.3.
Collateral Debt Obligations, 2.4.
Colonial, 3.2.1.
Compagnie d'Occident, 1.2.
COMSA, 3.2, 3.2.2.
Comsa, 3.2.3.
Consumo, 4.2.1.
Contabilidad creativa, Anexo.
Corte Inglés, 4.4.3.1 y 4.4.3.3.
Cortefiel, 4.4.3.3.
Coste objetivo, 4.4.3.3.
Cotización, 4.3.4.

Crack (*crash*), 1.2 y 1.2.3.
Crack de 1929, 1.2.3, 3.4, 3.5.1 y 4.3.4.
Crack de 2007-2008, 3.1 y 3.5.1.
Crack de las empresas puntocom, 1.2.4, 2.2, 3.1 y Anexo.
Crédit Agricole, Anexo.
Credit Mutuel, Anexo.
Crisis de Japón, 3.5.2.
Crisis del petróleo de 1973, 1.2.4.
Crisis económica, 2.9.
Crisis financiera, 2.8.
Cuétara, 4.4.3.2.
DAFO, 4.4.1.
Danone, 4.4.3.4.
Deflación, 1.2.3.
Dell, 4.4.3.3.
Depósitos bancarios, 4.3.
Depresión, 1.2.3.
Derivados financieros, 2.8.
Derivados, 2.8.1.
Desigual, 4.4.3.3.
Detección de maquillajes contables, Anexo.
Deuda Pública, 4.3.
Diagnóstico de la empresa, 4.4.1.
Diversificar, 4.3.3 y 4.3.4.
Dividendo por acción, 4.3.4.
Dolores Ortega, 3.2.1.
Don Piso, 3.2.1.
Duff & Phelps Credit Rating Co., 2.5.
East India Company, 1.2.
EasyJet, 4.4.3.3.
EBIT, 4.4.3.3.
EBITBAR, 4.4.3.3.
Efecto pobreza, 4.
Efecto riqueza, 2.6 y 4.
Elbert Hubbard, Anexo.
Emilio Cuatrecasas, 3.2.1.
Enron, 2.2, 2.4 y Anexo.

Envidia, 1.3.
ERE, 4.4.2.
Espera, 4.2.
Estafa piramidal, 2.8.1.
Estanflación, 1.2.6.
EVA (Valor Añadido Económico), 4.4.3.3.
Externalizar, 4.4.3.3.
Exuberancia, 1.1.
FADESA, 3.2.1.
FCC, 3.2.1.
Ferrovia, 3.2.1.
FIFO, Anexo.
Financial Times, 4.2.2.
Fitch Investors Services, 2.5.
Fondo Monetario Internacional, 2.6.2 y 4.2.2.
Ford, 4.4.3.3.
Forum Filatélico, Anexo.
Frank McKinney, Presentación
Frieling & Horowitz, 2.8.
Gaesco, 2.8.
Gandhi, 4.5.
George Soros, 3.5.1.
Gescartera, Anexo.
Goldman Sachs, 4.2.2.
Gran Depresión, 1.2.3.
Habilidades directivas, 4.4.2.
Habitat, 2.3 y 3.2.1.
Harvey Pitt, Anexo.
Harley Davidson, 4.4.3.3.
HBOS, anexo.
Herbert Hoover, 1.2.3.
Hesperia, 3.2.1.
Hipotecas subprime, 2.2, 2.3 y 2.4.
Histeria, 1.3.
IBEX 35, 3.4.
IBM, 4.4.3.3.
ICO, 4.4.3.1.

IKEA, 4.4.3.3.
Inditex, 4.4.3.3.
Inflación, 2.6.
Inmobiliaria
Irving Fisher, 1.2.3.
Isaac Newton, 1.2.2.
Isak Andik, 3.2.1.
Islas Caymán, Anexo.
Jane Bryant, 3.4.
Jim Pickard, 4.2.2.
John Kenneth Galbraith, 1.2.3.
John Maynard Keynes, 1.2.3.
Johnson & Johnson, 4.4.3.4.
Jové, 3.2.1.
Junichiro Koizumi, 1.2.5.
Knorr, 4.4.2.4.
La Caixa, 3.2.1
La Fageda, 4.4.3.3.
Lehman Brothers, 2.8 y Anexo.
Leopold Fechtner, 1 y 1.2.4.
Letras del Tesoro, 4.3.
Lexus, 4.4.3.3.
Liberalismo económico, 1.2.3 y 3.5.1.
LIDL, 4.4.3.3.
Lindt, 4.4.3.4.
Little Bay, 4.4.2.4.
Lloyds, Anexo.
Louis Vuiton, 4.4.3.3.
Maddoff, 2.8.1.
Mango, 3.2.1, 4.4.3.3.
Maquillajes contables, Anexo.
Marina d'Or, 2.7, 3.2.1 y 3.2.2.
Martinsa Fadesa, 2.3 y 2.7.
MCC, 4.4.2.
Mercadona, 4.4.3.3.
Merril Lynch, 4.4.3.3., Anexo.
Miau, 4.4.3.4.

Miedo, 1.3.
Miguel Torres, 4.4.3.3. y 4.4.3.4.
Modelo de negocio, 4.4.3.3.
Moody's, 2.5.
Myron Scholes, Presentación.
NASDAQ, 1.2.6.
National Institute of Economic and Social Research, 4.2.2.
New Deal, 1.2.3.
NIC (Normas Internacionales de Contabilidad), 3.3 y Anexo.
Nicolas Sarkozy, 3.3.
NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera), 3.3 y Anexo.
Nikkei, 1.2.5 y 3.5.2.
NINJA, 2.4.
Northern Rock, 2.8 y Anexo.
Nutella, 4.4.3.4.
Nutrexpa, 4.4.3.2.
OCDE, 4.2.2.
OCU, 4.2.2.
OHL, 3.2.
OPEP, 1.2.4.
Pánico, 1.3.
Paquetes de hipotecas, 2.4.
Paraísos fiscales, Anexo.
Parmalat, Anexo.
Paul Valery, 3.
Pautas para invertir en bolsa, 4.3.
PBC (Presupuesto Base Cero), 4.4.3.3.
PER de la vivienda, 3.2.
PER, 1.2.5, 3.4, 4.3.2, 4.3.4 y Anexo.
Perfil del inversor, 4.3.
Perfil psicológico del inversor, 1.3.
Peter Drucker, Presentación
PGC 1990, Anexo.
PGC, 2007, Anexo.
Procter & Gamble, 4.4.3.4.
PSP (Por Si Pasa), 4.4.3.3.
Puntocom, 1.2.4, 3.1, Anexo.

Quita y espera, 4.2.
Quita, 4.2.
Rating, 2.4., 2.5. y Anexo.
RBS, Anexo.
Recesión, 1.2.3.
Rentabilidad por dividendo, 4.3.4.
Repsol, 4.4.3.3.
Rescate de la banca, 3.3.
Reserva Federal 2.2.
Riesgo, 4.3.3 y 4.3.4.
Robert Maddoff, 2.8.1.
Robert Merton, Presentación.
Rodés, 3.2.1.
Sacyr, 3.2.
Samuel Goldwyn, 3.5.
San José, 3.2.
SBS, Anexo.
SEC, Anexo
Sector de la construcción, 3.2.
Sector inmobiliario, 3.2.
Securitization, 2.4.
Silvio Berlusconi, Anexo.
Soberbia, 1.3.
Société Générale, 1.4, 2.4 y Anexo.
South Sea Company, 1.2.2.
SP 500, 1.2.6.
Spin-off, 4.4.3.3.
Standard & Poors, 2.5.
Starbucks, 4.4.3.3.
Subcontratar, 4.4.3.3.
Subprime, 2.4, 2.8, 3.1, 4.2.
Target Costing, 4.4.3.3.
Tetra, 4.4.3.3.
Tipos de interés, 2.2, 2.6.
Titulización, 2.4.
Torres Gemelas, 2.2.
Tous, 4.4.3.3.

Toyota, 4.4.3.3.
Transparency International, 4.4.3.5.
Tulipmanía, 1.2.1 y 1.3.
Unión Europea, 3.3.
Urbis, 3.2.1.
Valor contable, 4.3.4.
Valoriza, 3.2.
Vendedores de hipotecas, 2.4.
Vivienda, 4.2.2.
Wall Street Journal, Anexo.
Warren Buffett, 1.2.6.
Woody Allen, 4.
Worldcom, 2.2, Anexo.
Xerox, 2.2.
Yahoo, 1.2.6.
Yen, 1.2.5.
Yon Kippur, 1.2.4.
Zara, 4.4.3.3.

Euforia y Pánico

La crisis del 2008-2009 tiene similitudes con crisis anteriores y también diferencias significativas.

Se trata de una situación en la que se mezclan datos económicos complicados con la psicología habitual de la mayoría de personas. Esto explica muchas decisiones irracionales de empresas y particulares, provocada por la euforia en unas fases y por el pánico en otras.

Este libro analiza qué está pasando y formula predicciones, seguramente optimistas, sobre lo que puede suceder a corto, medio y largo plazo. También se proponen más de 30 estrategias concretas para corregir debilidades y oportunidades para aprovechar la situación existente, desde el punto de vista de empresas y particulares. Las medidas se clasifican en: asegurar la liquidez, aprovechar los precios bajos, mejorar la eficiencia, generar ingresos, reformas estructurales y actitud proactiva.

Sobre este libro se ha dicho:

«Un espléndido libro para entender la crisis actual.» **Cándido Marquesán**, *El Periódico de Aragón*

«Excelente el libro del profesor Oriol Amat. La crisis actual, bien explicada. Y qué hacer para salir de ella.» **Juan Carlos Cubeiro**, Director de Eurotalent

«Un libro pedagógico» **Francisco Pascual**, *El Mundo*

«Una exposición clara de los grandes errores colectivos que explican la aparición de las burbujas especulativas y las crisis económicas.» **Juan B. Casas**, Decano del Colegio de Economistas de Catalunya

«*Euforia y Pánico* propone un recorrido por cinco siglos de crisis financieras para llegar a la de las hipotecas basura, que explica con un lenguaje ameno...» **Juan Carlos Jiménez**, *El País*

En la web www.profiteditorial.com y en el blog: www.oriolamat.blogspot.es puede estar al día de las últimas novedades en relación con este libro.

Visite nuestra WEB:

www.profiteditorial.com



 **PROFIT**
editorial

Travessera de Gràcia, 18-20, 6º 2º
Tel. 93 410 97 93 · Fax 93 410 28 44
08021 Barcelona
e-mail: info@profiteditorial.com


12€
P.V.P.

ISBN 978-84-96998-02-5



9 788496 998025