

CRISIS EN LOS MERCADOS DE VALORES

LA BOLSA SE QUEDA SIN AMIGOS

TODOS LOS MOTORES QUE IMPULSARON AL MERCADO DURANTE LOS ÚLTIMOS AÑOS SE HAN VUELTO EN SU CONTRA Y NO ENCUENTRA MOTIVOS PARA SUBIR

**POR M. DE LA CRUZ / R. LÁNDER / P. DRAKE
FOTOGRAFÍA ÁNGEL BECERRIL**

Se acabaron los años de vino y rosas. La época dorada en que la coyuntura económica y empresarial se esforzaban cada día por sacar brillo al parque ha dado paso a un periodo de castigos bursátiles e incertidumbre. A los mercados de valores les han traicionado sus principales amigos. La economía se debilita, las compañías empiezan a revisar sus resultados a la baja, los precios están disparados y el Banco Central Europeo sube los tipos de interés.

Lejos quedan los máximos del

pasado noviembre, cuando la bolsa acarició los 16.000 puntos. Desde entonces, el Ibx 35 ha perdido 150.000 millones de euros, el 25% de su valor. Nadie se aventura a prever cuándo acabara este calvario.



El Ibx 35 marcó su máximo histórico en noviembre de 2007 al tocar durante la sesión los 16.000 puntos. El júbilo por la superación de dicha cota psicológica ocultaba la verdad del mercado: hacía meses que el ciclo bursátil había cambiado tras cuatro años consecutivos de subidas. En febrero de 2007, el primer desplome de Astroc marcó el inicio de la crisis inmobiliaria española. Cuatro meses más tarde, en junio, los problemas de dos fondos de inversión de Bear Stearns ponían fecha al comienzo de la crisis financiera. De ahí que cuando el indicador español acarició los 16.000 puntos, muchos valores llevaban meses cayendo.

En 2007, Telefónica, Santander e Iberdrola mantuvieron con vida al Ibx 35 mediante respiración asistida gracias a su fuerte ponderación en el índice. El ejercicio se salvó con una subida del 7%. Pero el mercado ya estaba en fase terminal. En marzo de 2008, con la noticia del rescate del banco de inversión Bear Stearns por parte de la Reserva Federal estadounidense y JPMorgan, se evitó el colapso del sistema financiero y las bolsas se tomaron un respiro hasta mayo. Pero la desaceleración económica y la inflación dieron la puntilla a los mercados. Desde noviembre, las 35 principales empresas cotizadas han vis-

to cómo se volatilizaban 150.000 millones de capitalización bursátil.

Sólo en lo que va de año, el índice español ha caído el 22%. Pero no es el único. Porcentajes similares recortan los mercados alemán y francés. En el caso del Euro Stoxx 50, la caída es superior (25%). En Estados Unidos, donde comenzó la crisis, la caída se limita al 15% (12% en el caso del índice tecnológico NASDAQ) y en Japón, al 14%.

¿Hasta dónde puede seguir cayendo la bolsa española? Nadie se atreve a dar respuesta a la pregunta del millón de dólares. Lo que tienen claro los analistas es que el mercado tiene casi todo en contra para que se dé la vuelta y vuelva a subir.

Todo comenzó con la crisis de las hipotecas *basura* de Estados Unidos que provocó la quiebra de dos fondos de Bear Stearns. La crisis se trasladó en un principio al sistema financiero. Con los bancos atenazados por una crisis de liquidez que mermó su capacidad y sus ganas de conceder créditos, la desestabilización se extendió al resto de la economía. El crecimiento económico ha experimentado una fuerte desaceleración en Estados Unidos y en partes de Europa. El estallido de la bur-

buja inmobiliaria en la que vivían países como Reino Unido, Irlanda, España y Estados Unidos, más la reaparición global de la inflación por la escalada del petróleo y los alimentos, ha empeorado la situación.

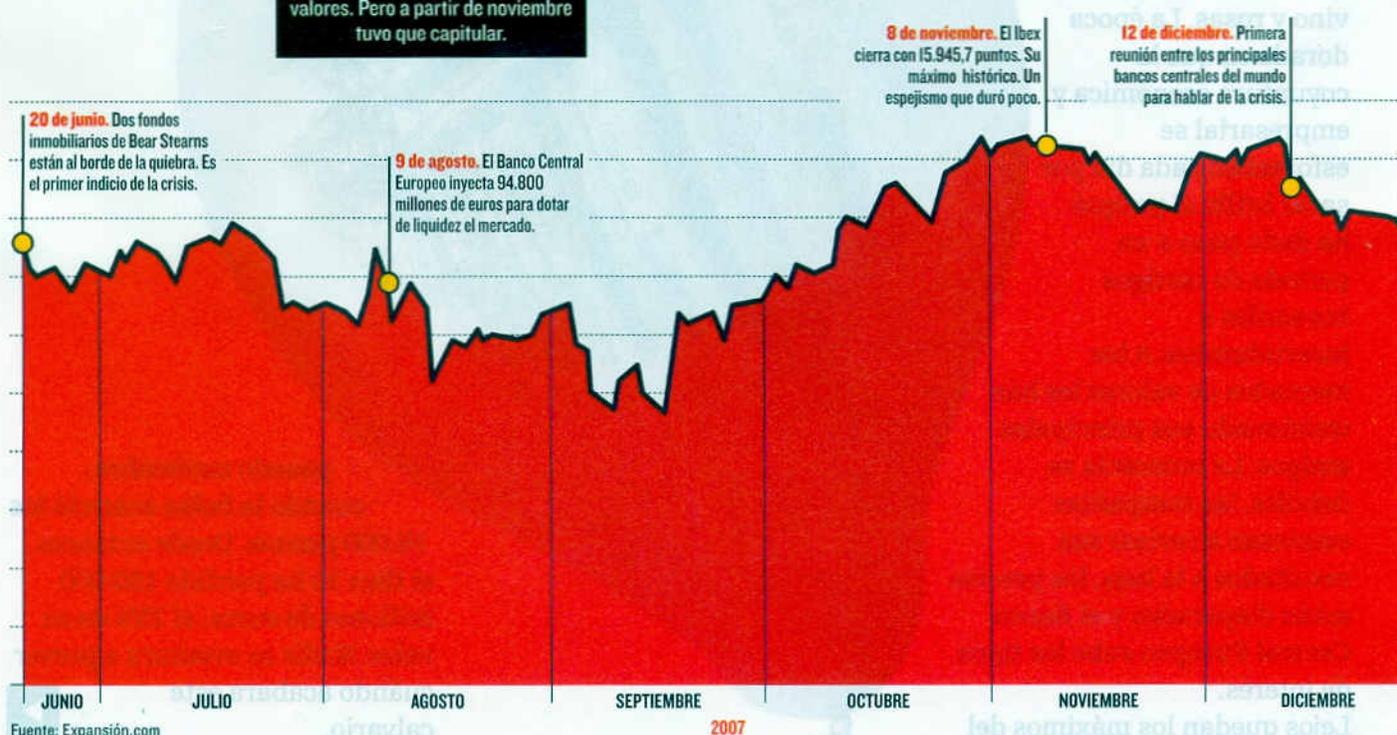
En nuestro país, el goteo a la baja de las expectativas de crecimiento es constante. Uno de los últimos organismos en dar previsiones para la economía española fue la OCDE, que estima que crecerá el 1,6% en 2008 (nueve décimas menos que la previsión que hizo seis meses antes) y el 1,1% en 2009 (1,3 puntos inferior a la estimación de diciembre de 2007). Pero la realidad puede dejar atrás esas menguadas previsiones.

6,3%

Es el porcentaje de caída del beneficio ordinario de las empresas no financieras en el primer trimestre del año, según la central de balances del Banco de España.

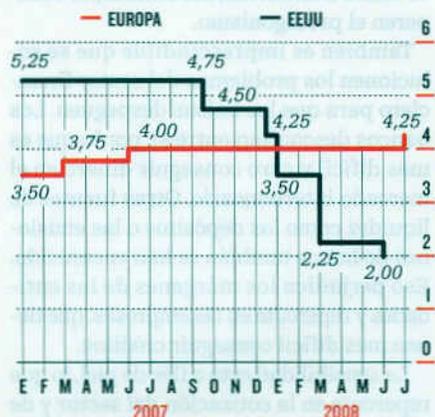
UN AÑO DE INFARTO
Al principio, el Ibx 35 se libró de la crisis por el impulso de los grandes valores. Pero a partir de noviembre tuvo que capitular.

RESULTADOS A LA BAJA. La crisis económica ya comienza a dejarse sentir en los resultados empresariales. En el primer trimestre del año, el beneficio de las 35 principales empresas que cotizan en bolsa aumentó en 16,7%. Pero fue gracias a los pesos pesados del mercado, como Telefónica, Santander o BBVA, con fuerte presencia en países emergentes que crecen a mayor ritmo que los desarrollados. La realidad es otra. Según los datos de la central de balances del Banco de España recogidos de 666 compañías no financieras, el benefi-

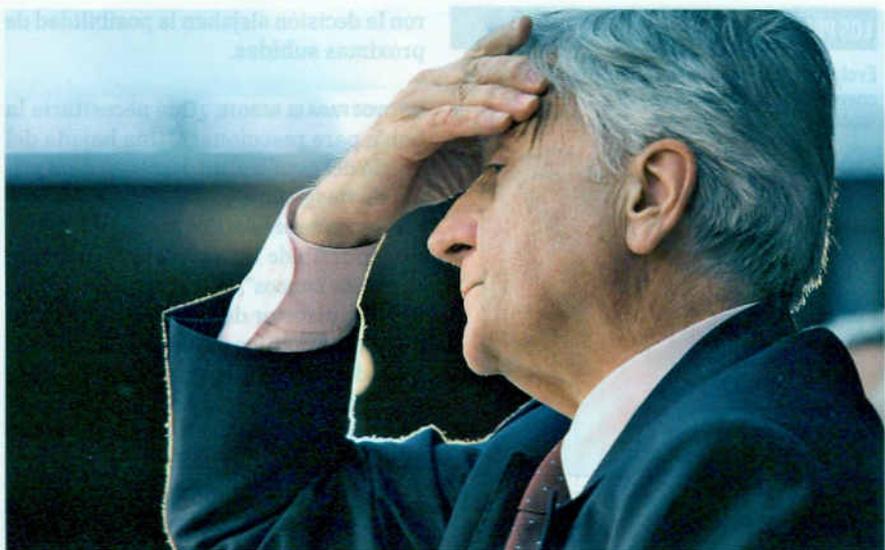


DOS ESTILOS MUY DIFERENTES

Evolución de los tipos de interés en Estados Unidos y Europa desde enero de 2007. En porcentaje.



Fuente: FED y BCE.



Jean-Claude Trichet, presidente del BCE, alejó la posibilidad de nuevas subidas de tipos tras situarlos en el 4,25%.

cio ordinario de las compañías españolas cayó el 6,3% en los tres primeros meses del año. El beneficio neto aumentó el 9,2%, pero estas cifras están maquilladas por las fuertes plusvalías logradas en operaciones de venta de acciones y por la revalorización de activos financieros.

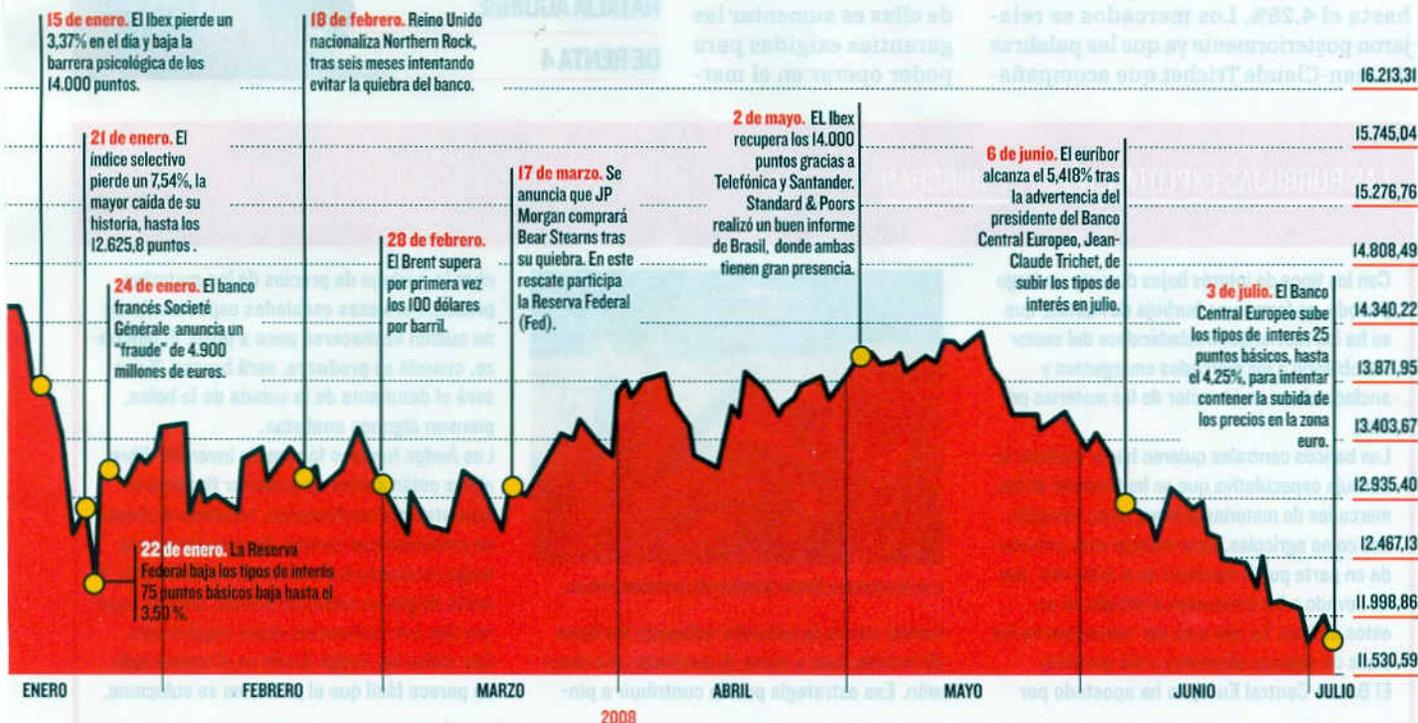
Tampoco parece que a las entidades financieras les vaya a ir mejor. La morosidad ya supera el 1,3% y, aunque sigue en tasas históricamente bajas, encadena 11 meses de aumento desde el 0,68% de ju-

nio de 2007. La agencia de calificación crediticia Standard & Poor's acaba de revisar a la baja los ratings y perspectivas de varios bancos y cajas de ahorros por el "agudo deterioro de la economía en España", donde la exposición de las entidades al crédito inmobiliario es "grande" y el ritmo de acumulación de problemas de pago en hipotecas "se está acelerando".

Sin el apoyo de los resultados empresariales parece difícil que el mercado pueda tirar. "En enero se hablaba de que los be-

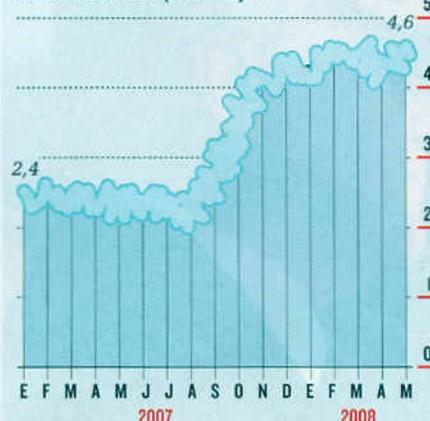
neficios empresariales crecerían en torno al 10% en el primer semestre. Me parece una predicción muy optimista. Todo indica que va a haber un goteo a la baja", augura Daniel Sánchez, de Analistas Financieros Internacionales.

Los elevados niveles de inflación son otro de los obstáculos para que la bolsa pueda abandonar la espiral bajista que atraviesa desde hace meses. Los precios del petróleo y las materias primas no han dejado de crecer y han situado la



LOS PRECIOS POR LAS NUBES

Evolución de la tasa de inflación interanual desde enero de 2007. En porcentaje.



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

inflación en España en niveles del 5%. En la eurozona, la inflación se sitúa en el 4%.

El intento de control de la inflación ha sido, precisamente, el argumento esgrimido por el presidente del Banco Central Europeo (BCE) para subir los tipos de interés, otro freno más al mercado de valores. El cambio de enfoque del banco central, del que se esperaba hasta hace unos meses que abaratará el precio del dinero ante la desaceleración económica, ha sido otro impacto para los mercados. El pasado 3 de julio, el BCE subió los tipos 0,25 puntos porcentuales hasta el 4,25%. Los mercados se relajaron posteriormente ya que las palabras de Jean-Claude Trichet que acompaña-

ron la decisión alejaban la posibilidad de próximas subidas.

MOTIVOS PARA EL REBOTE. ¿Qué necesitaría la bolsa para reaccionar? "Una bajada del precio del petróleo, un descenso de la prima de riesgo en el mercado interbancario [donde se prestan los bancos dinero entre sí], el fin de los problemas financieros de los bancos", enumera Manuel Montesinos, director de inversiones del grupo financiero Riva y García. "La publicación de resultados empresariales del tercer trimestre, que permitirá ver claramente el impacto real de la crisis, puede ser un punto de inflexión importante".

Para la mayoría de los analistas, el detonante de la subida bursátil será el pinchazo de la burbuja de las materias primas, que provocaría un descenso de la inflación y quitaría presión al BCE para recortar los tipos. Aunque para José Manuel Campa, profesor de IESE, "no parece que vaya a producirse ese escenario a corto plazo". La participación de los especuladores en el mercado del petróleo tiene parte de culpa de que el barril de petróleo haya superado los 140 dólares. En EEUU, el Congreso está planteando medidas para atajar la acción de estos inversores financieros. Una de ellas es aumentar las garantías exigidas para poder operar en el mer-

cado de futuros del 5% al 7% del importe del contrato. Asimismo, quiere que los agentes que realmente buscan el producto físico (refinerías, aerolíneas,...) recuperen el protagonismo.

También es imprescindible que se solucionen los problemas del sector financiero para que las bolsas despeguen. Los bancos desconfían entre sí, por lo que es más difícil y caro conseguir dinero en el mercado interbancario. Otras fuentes de liquidez como los depósitos o las emisiones de bonos también se han encarecido. Eso perjudica los márgenes de las entidades y repercute en las empresas, que tienen más difícil conseguir créditos.

La sensibilidad está a flor de piel, lo que repercute en la cotización del sector y de todo el mercado, donde la banca suele tener un peso importante. Cualquier noticia puede casuar estragos. La semana pasada fue un informe de Goldman Sachs sobre la banca europea en el que alertaba sobre la po-

LAS VALORACIONES

ACTUALES SON ATRACTIVAS

AUNQUE CAIGAN LOS

BENEFICIOS, OPINA

NATALIA AGUIRRE,

DE RENTA 4



LAS BURBUJAS EXPLOTAN, NO SE DESHINCHAN

Con los tipos de interés bajos durante un largo periodo, se formó una burbuja de liquidez que se ha ido moviendo, trasladándose del sector inmobiliario a los mercados emergentes y anclada ahora en el sector de las materias primas.

Los bancos centrales quieren hacer explotar la burbuja especulativa que se ha formado en los mercados de materias primas, tanto energéticas como agrícolas. Esta burbuja está provocada en parte por el aumento de la inflación, que ha llevado a los inversores a refugiarse en estos activos. Lo que a su vez retroalimenta las alzas de algunos alimentos y del petróleo. El Banco Central Europeo ha apostado por



Los inversores tienen hambre de materias primas.

luchar contra la inflación subiendo los tipos de interés, aun a costa de provocar una recesión. Esa estrategia podría contribuir a pin-

char la burbuja de precios de las materias primas. Pero esas escaladas espectaculares no suelen deshacerse poco a poco. El pinchazo, cuando se produzca, será brusco. Y ese será el detonante de la subida de la bolsa, piensan algunos analistas.

Los *hedge funds*, o fondos de inversión libre, ahora están *cortos* en el sector financiero: apuestan por su descenso, tomando acciones en préstamo que venden de inmediato para luego recomprarlas a un precio más barato. Y están *largos* en materias primas, porque esperan que sus cotizaciones sigan engordando. Con todos los *hedge funds* en el mismo lado, no parece fácil que el problema se solucione.

sibilidad de que los bancos precisaran reforzar su capital entre 60.000 y 90.000 millones de euros.

Con la que está cayendo en los mercados, el pequeño inversor ha decidido huir de la renta variable. Las familias están endeudadas y están deshaciendo posiciones en los activos más líquidos, como los fondos y la bolsa, para refugiarse en la seguridad de los depósitos y, en general, en los activos libres de riesgo. El problema, como siempre, es que el inversor particular suele llegar tarde a los cambios de ciclo bursátiles. "Muchos pequeños inversores que entraron en bolsa al final del mercado alcista van a salir y les va a costar volver a entrar. Lo que tengo claro es que, cuando vuelva la confianza, lo hará antes a la bolsa que al sector inmobiliario, cuyo pinchazo va a tener un impacto superior", asegura Montesinos.

BURBUJAS DISTINTAS. Para los expertos, esta crisis va a ser distinta a la última que sufrieron los mercados, en el año 2000, cuando estalló la burbuja de las *puntocom*. Entonces, las valoraciones estaban desorbitadas y los múltiplos a los que cotizaban las compañías, altísimos. "Aquella fue una crisis provocada por una superproducción en el sector de internet y tecnológico, que desembocó en un ajuste. Esta crisis, en cambio, es generalizada y afecta al consumo. La economía se va a estancar y, por culpa de la inflación, vamos a perder competitividad", afirma Prem Thapar, director de inversiones de BNP Paribas Gestión.

Pero los analistas consideran que esta crisis no va a ser peor para la bolsa. Entonces el mercado estaba caro en términos de PER (número de veces que el beneficio está contenido en el precio de la acción. Cuanto menor sea, más barato). El Ibx 35 cotizaba a un PER de 35 veces el beneficio previsto, mientras que en la actualidad cotiza a un PER de 12-13 veces. "El potencial de caída es mucho más limitado", coinciden los expertos.

"En mi vida había visto la bolsa española tan barata como ahora. Sólo en los años setenta se vieron valoraciones tan bajas, pero entonces, los tipos de interés estaban al 14% y la gente no quería bolsa, sino renta fija", comenta Thapar, para

quien la situación no está tan mal como la que refleja la bolsa. "Tendría que empeorar mucho el escenario para ver caídas fuertes añadidas. Y a mí me cuesta creerlo", asegura un analista.

Pero una cosa es que la renta variable esté barata y otra muy distinta que suba. "Uno de los riesgos es que en los resultados del segundo trimestre se comiencen a anunciar *profit warnings* [revisión a la baja de la estimación de beneficios]", anuncia Natalia Aguirre, directora de Análisis de Renta 4. Aguirre recuerda que un valor defensivo como Carrefour ha caído un 25% en un mes tras un *profit warning*. Montesinos cree que habrá revisiones a la baja de los resultados empresariales, "pero la bolsa está descontando un escenario muy pesimista, de un crecimiento de resultados de entre el 0% y el 10%. Eso significa que los resultados deberían ser muy malos para que la bolsa cayera más; al menos por este motivo".

Paradójicamente, uno de los argumentos que emplean los expertos para decir que el comportamiento del Ibx 35 mejorará no es que la economía española vaya a ir bien -que lo dudan-, sino que el indicador no es representativo de ésta. El 67% del peso del índice tiene exposición a Latinoamérica; las telecomunicaciones, que son valores defensivos, ponderan el 20%, frente al 9% en Europa. En plena crisis inmobiliaria, el sector no tiene representación en el Ibx tras la

LAS MATERIAS PRIMAS

SE HAN LLEVADO LA LIQUIDEZ

QUE ESTABA EN LA BOLSA,

SEGÚN JOSÉ MANUEL

CAMPA, PROFESOR

DE IESE

salida de Metrovacesa y Colonial. Las constructoras sólo pesan el 6% y la banca centrada en el mercado doméstico, el 5,5%.

También ayudaría el empuje de Wall Street, que es, en definitiva, el que marca el ritmo de los mercados. La Reserva Federal ha recortado los tipos de interés 3,25 puntos porcentuales en el último año y el gobierno estadounidense ha puesto en marcha un paquete de medidas fiscales

EN CAÍDA LIBRE

Máximo valor de la acción de las empresas del Ibx 35 desde enero de 2007. Mes en el que se produjo y porcentaje de caída a 7 de julio de 2008.

LOS MAYORES DESPLOMES

EMPRESA	MÁXIMO (%)	MES DEL MÁXIMO	CAÍDA (%)
Iberia	4,07	abr-07	-65,8
Sacyr Vallehermoso	47,88	feb-07	-64,1
Telecinco	22,15	jun-07	-63,2
FCC	82,65	feb-07	-57,6
BME	51,3	nov-07	-54,7
Ferrovial	81,51	abr-07	-54,6
Bankinter	14,6	dic-07	-53,8
Abengoa	36,96	jul-07	-52,2
Banco Popular	15,74	abr-07	-48,3
Banesto	18,54	abr-07	-48,1
Cintra	13,52	abr-07	-48,0
Inditex	53,25	nov-07	-47,9
OHL	36,9	jun-07	-46,0
Banco Sabadell	9,03	feb-07	-42,0
Acerinox	22,56	ene-07	-41,4
Acciona	241,9	nov-07	-40,1
ACS	49,69	jun-07	-39,1
BBVA	19,49	feb-07	-38,6
Abertis	23,78	dic-07	-38,1
Criteria Caixacorp	5,35	oct-07	-29,3
Iberdrola Renovables	6,28	ene-08	-27,4
Endesa	40,09	sep-07	-25,8
Unión Fenosa	48,63	dic-07	-25,4
Telefónica	23,21	dic-07	-25,0
Banco Santander	15	dic-07	-24,3
Iberdrola	11,9	nov-07	-21,8
Mapfre	3,98	abr-07	-21,6
Enagás	21,56	dic-07	-21,0
Repsol YPF	30,29	jul-07	-19,4
Gas Natural	45,1	jul-07	-18,8
Técnicas Reunidas	61,4	nov-07	-17,9
Indra	20,73	nov-07	-17,7
Red Eléctrica	44,88	jun-08	-11,3
Gamesa	36,3	nov-07	-10,6
Grifols	20,53	jun-08	-3,1

Fuente: Expansión.com y elaboración propia.

para impulsar la economía. Los analistas creen que la recuperación llegará antes en Estados Unidos que en Europa. Pero como recuerda José Manuel Campa, este año hay elecciones presidenciales e "históricamente, antes de las elecciones, en verano y otoño, la bolsa suele ser bajista, y se produce un boom alcista si hay un cambio de Administración. Y este año está claro que lo habrá".



CON PERMISO

JOAQUÍN TRIGO

VALORES Y EMPRESA

La conjunción de las palabras 'valores' y 'empresas' suele remitir a los títulos cotizados en bolsa, cuyo valor se registra cada día. Pero hay una acepción vecina que alude a pautas de comportamiento que se consideran deseables a nivel individual, porque son buenas para las personas que las comparten y para la sociedad.

El hecho de que alguien se lance a una corriente torrencial a salvar a una criatura en peligro merece encomio por el riesgo asumido por salvar una vida, que podría ser la de un hijo nuestro, y porque quien realiza el salvamento antepone la seguridad de una personita indefensa a la propia.

En la vida económica, apreciar una cosa se refiere a ponerle precio o hacer una estimación de lo que se puede pagar por ella. La comparación valorativa, en las cosas, se remite a la utilidad relativa que se les atribuye o, en otras palabras, a la ordenación de las preferencias de las personas expresadas a través de la disposición a pagar más o menos por ellas.

Una empresa no es cosa ni persona (excepto a efectos jurídicos), pero las acciones representativas de cuotas del capital cotizan en bolsa, su cuenta de explotación permite pagar sueldos, intereses y beneficios y su oferta satisface necesidades. A modo de metáfora, se le atribuyen cualidades similares a las de las personas, aunque sin éstas la empresa no es más que una entelequia artificial.

Cuando se dice que una empresa se comporta de tal o cual manera, se hace referencia a las pautas y criterios usados para su toma de decisiones y la actuación cotidiana. Si se trata de una entidad madura, puede tener definida su misión, su visión, sus valores y su estrategia. Y a veces, un código ético y publicaciones sobre su responsabilidad real o presunta, con certificaciones externas y la parafernalia que se le ocurra, lo que puede significar mucho, nada o cualquier cosa intermedia.

OBLIGADAS POR LA ÉTICA. Para que una empresa honre a la sociedad en que trabaja, los que la forman deben recordar que son personas y, por tanto, están obligadas por la ética. Son ciudadanos y, por tanto, están obligados por las leyes. Son empresas y, por tanto, les obliga el mercado. En el tercer plano se exige que cada decisión pase por los dos filtros previos y por el específico de su condición, donde lo más visible es el beneficio. Éste, a la vez, es un objetivo y el mejor indicador de que las cosas se han hecho bien.

La relación de los valores propios de la empresa incluye, entre otros, la responsabilidad de evitar daños y, si pese a todo ocurren, minimizarlos y compensarlos. La eficiencia obliga al uso óptimo de recursos productivos escasos, al aprove-

chamiento de energía, capital, tiempo y espacio. El compromiso con la calidad y la innovación permite fidelizar clientes, estar a la altura de sus expectativas y mejorar las prestaciones de sus productos y servicios. La consideración de trabajadores, clientes y proveedores como personas que son titulares de derechos y obligaciones y respecto a las que la relación eficiente y madura requiere que sea libre, bien informada y de beneficio mutuo. El respeto a contratos, compromisos y obligaciones que dan confianza y permiten actuar pensando en el largo plazo. La flexibilidad para adaptarse a cambios técnicos, de la demanda, la competencia, la coyuntura, el entorno de la regulación y el monetario. La sencillez que hace fácil la vida propia y ajena. La orientación al cliente con rechazo de actitudes oportunistas en forma de abuso de la asimetría informativa u otros. Todo se remite a un compromiso de dedicación y excelencia que da sentido a la vida y profesión de las personas que la forman.

EL PLENO ENCAJE DE LAS PERSONAS EN LA EMPRESA PASA POR EL PLENO RESPETO A LOS VALORES Y A LAS OBLIGACIONES DE CADA PROFESIÓN

El pleno encaje de las personas en la empresa pasa por el pleno respeto a los valores y obligaciones de cada profesión. Muchas personas son profesionales, lo que añade a los imperativos éticos y legales que respeta, los que son propios de la función que realiza. Desde el juramento hipocrático de los médicos a los códigos de los colegios profesionales, hay pautas de actuación que reflejan los valores subyacentes, que deben aplicarse en la vida laboral e inspirar actitudes y comportamientos que no hayan sido establecidos formalmente.

CONTRADICCIONES. Cuando hay contradicción entre los enfoques personal o profesional y el empresarial o el legal, la causa puede radicar en disfunciones o malentendidos que conviene clarificar para evitar distorsiones. Por el contrario, cuando los cuatro bloques de valores son coherentes entre sí, la conducta de las personas es previsible, el estudio acerca de su capacidad de cumplimiento de obligaciones es superficial o innecesario, si las reglas son sensatas también son fáciles de cumplir. En estas situaciones, el coste de transacción, que incluye contratos, averiguaciones, asesorías, garantías, supervisión y exigencias de cumplimiento o penalización, es bajo. Ello aumenta la propensión a invertir a largo plazo, a asumir riesgos de mercado, a contratar por tiempo indefinido y a corresponder al buen trato de forma recíproca. Si se añade la consideración del esfuerzo y el mérito y una administración servicial y eficiente, se tienen las condiciones para mantener un país desarrollado.

Joaquín Trigo es director ejecutivo de Fomento del Trabajo Nacional.