

## **Rentabilidad y creación de valor de 125 empresas españolas en 2010 (hasta el 4 de junio)**

**Pablo Fernández**

Profesor de finanzas del IESE

e-mail: [fernandezpa@iese.edu](mailto:fernandezpa@iese.edu)

Web: <http://webprofesores.iese.edu/PabloFernandez//>

**Javier del Campo**

Research Assistant del IESE

e-mail: [JdelCampo@iese.edu](mailto:JdelCampo@iese.edu)

### **Resumen**

En 2010 (hasta el 4 de junio), la rentabilidad del IBEX 35 fue **-23,6%** y la rentabilidad ponderada del mercado continuo fue **-27%**. Las 125 principales empresas del continuo destruyeron valor para sus accionistas por importe de **€155** millardos.

Pero lo más preocupante del momento actual es el diferencial del bono del estado español respecto al alemán. La rentabilidad exigida al bono español a 10 años es 4,59% mientras que la exigida al bono alemán es 2,57%. Esto significa que si por un bono del estado español se pagan 100€, por otro idéntico, pero alemán se pagan 117,6€. Hasta mediados de 2007 ambos bonos tuvieron el mismo precio. ¿Qué ha pasado desde entonces? Los inversores y los gobiernos extranjeros han ido descubriendo la “calidad”, la “seriedad” y la “veracidad” de nuestros dirigentes.

La “crisis” se superará cuando el sentido común, el trabajo bien hecho, la competencia profesional y la veracidad vuelvan a ser la tónica dominante en la sociedad (dirigentes políticos, directivos de empresas, organismos reguladores, empleados...).

**8 de junio de 2010**

Palabras clave: Creación de valor, IBEX 35, Rentabilidad para los accionistas, Capitalización bursátil.

JEL: G12, G31, M21

xPPplhr

---

IESE. Universidad de Navarra. Camino del Cerro del Águila 3. 28023 Madrid.  
Tel. 91-357 08 09. Fax 91-357 29 13.

## 1. Datos de 2010

En 2010 (hasta el 4 de junio), la rentabilidad del IBEX 35 fue **-23,6%**, sensiblemente inferior a la de otros índices internacionales como se puede ver en la **tabla 1**.

En 2009, la rentabilidad del IBEX 35 fue **38,3%** y hubo 89 empresas (entre 125) con rentabilidad positiva. Considerando conjuntamente los años 2009 y 2008, sólo 10 empresas tuvieron rentabilidad positiva. En 2008, la rentabilidad del IBEX 35 fue **-36%** y sólo hubo 3 empresas (entre 136) con rentabilidad positiva.

**Tabla 1. Rentabilidad de algunos índices mundiales en 2008, 2009 y 2010 (incluye dividendos)**

	IBEX 35	S&P500	EuroStoxx 50	FT100	DAX	CAC	Topix
2010 (4 junio)	-23,6%	-5,0%	-12,2%	-4,4%	-0,9%	-10,9%	-4,5%
2009	38,3%	26,5%	25,7%	27,3%	23,8%	27,6%	7,66%
2008	-36,5%	-37,0%	-41,2%	-28,3%	-40,6%	-40,3%	-41,8%
8/Nov/07* - 30/dic/08	-39,3%	-38,0%	-42,4%	-28,0%	-38,8%	-40,4%	-43,4%

\* El IBEX 35 alcanzó el 8/Nov/07 su máximo histórico. Fuente de los datos: Datastream

La **creación de valor para los accionistas** de las 125 empresas del continuo fue **-€155** millones en 2010. Este último dato se puede desglosar entre 14 empresas que crearon **€2,3** millones para sus accionistas<sup>1</sup> y 111 empresas que destruyeron **€157,7** millones.

La **creación de valor para los accionistas** de las empresas del continuo en 2009 fue **€100** millones en 2009 (74 empresas que crearon **€127** millones para sus accionistas y 51 empresas que destruyeron **€27** millones). La **destrucción de valor para los accionistas** de las empresas del continuo fue **€17** millones en 2007 y **€420** millones en 2008: 2 empresas (Unión Fenosa y Funespaña) crearon **€1,5** millones para sus accionistas y 134 empresas destruyeron **€421,5** millones.

La tabla 2 es un resumen de algunos resultados.

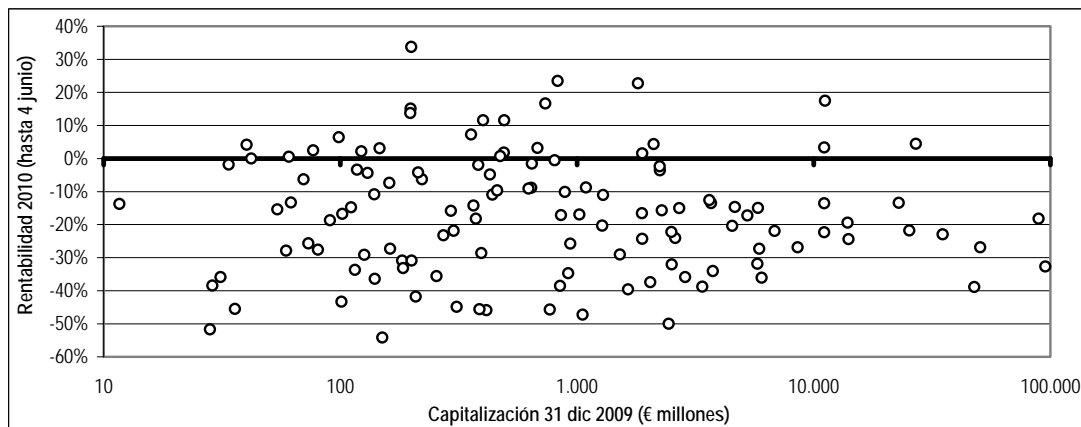
**Tabla 2. Algunos resultados de este trabajo**

(cifras en € millones)	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Nº de empresas analizadas	125	125	136	125	123	119	123	125
Empresas que crearon valor	14	74	2	29	102	99	97	108
Mayor creación de valor	EADS 1.490	Santander 39.809	U.Fenosa 1.505	Telefónica 26.828	Santander 16.234	Santander 10.404	Telefónica 8.077	Telefónica 15.382
Mayor destrucción de valor	Santander -35.306	Cepsa 13.658	Arcelor -58.067	BBVA -8.820	EADS 7.284	Telefónica -5.842	Santander -3.777	Inditex -5.270
Creación de valor total	-155.425	100.100	-419.987	-15.173	156.496	78.125	49.778	68.838
Rentabilidad media	-17%	19,7%	-45,4%	- 6,4%	50,0%	42,2%	26,7%	35,1%
Rentabilidad media ponderada por Cap.	-27,2%	29,6%	-40,1%	+ 6,4%	45,9%	23,4%	20,9%	31,9%
Mayor rentabilidad	Exide (ex Tudor) 33%	Vueling 274%	U. Fenosa 19%	CAF 105,5%	Inmocaral 390%	Sniace 389%	Mecalux 101%	Sogecable 223%
Menor rentabilidad	Gral. Alq. Maquinaria -54%	Sos Cuétara -81%	Astroc -92,0%	Astroc -87,4%	Jazztel -22%	Miquel y Costas -31%	Avanzit -25%	Jazztel -37%
Nº de empresas con rentabilidad > 0	23	89	3	51	111	108	110	116

La **figura 1** muestra la relación rentabilidad - capitalización de las empresas en 2010.

**Figura 1. Rentabilidad y capitalización de las empresas analizadas**

<sup>1</sup> La creación de valor en un periodo es la capitalización al principio del periodo multiplicada por la diferencia entre la rentabilidad para los accionistas y la rentabilidad exigida. Por consiguiente, existe creación de valor para los accionistas en un periodo cuando la rentabilidad para los accionistas es superior a la rentabilidad exigida.

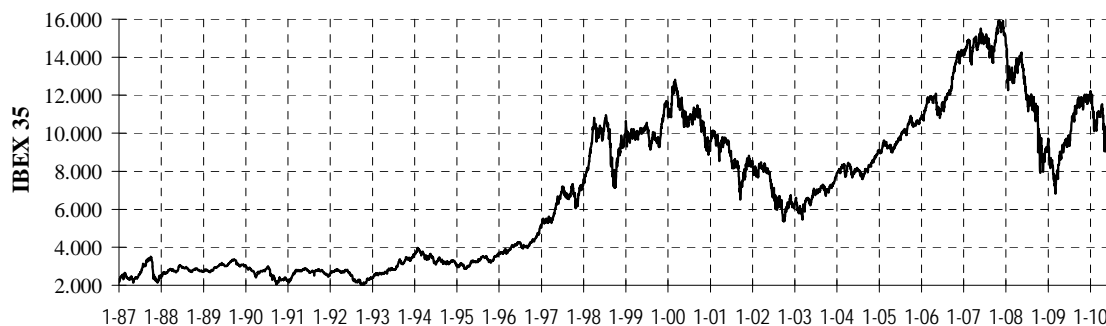


## 2. Evolución de la bolsa española:

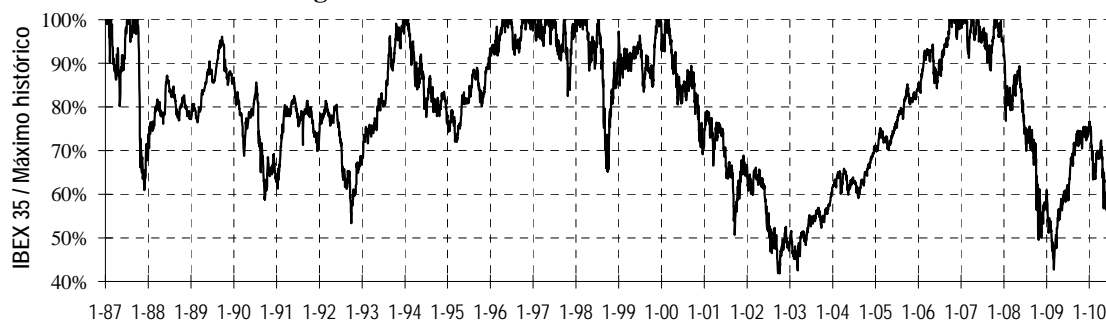
La **figura 2** muestra la evolución del IBEX 35 en los últimos 23 años: el descenso de las cotizaciones en 2008 (de 16.000 a 9.000) vino precedido por una subida (de 6.000 a 16.000) y de un descenso (de 13.000 a 6.000). No es nada nuevo: lo que sube acaba bajando y viceversa<sup>2</sup>.

La **figura 3** se obtiene de la figura 2 (basta dividir en IBEX de cada día entre el valor máximo del IBEX anterior) y permite comprobar que el descenso de 2008 fue menor que el de 2002 (enloquecimiento debido a Internet).

**Figura 2.** Evolución del IBEX 35 en los últimos 23 años. Datos diarios



**Figura 3.** IBEX 35 de cada día / máximo histórico



<sup>2</sup> Esto es cierto para índices bursátiles y carteras diversificadas. Para valores individuales la segunda parte (“viceversa”) no se cumple siempre: hay cotizaciones de acciones que descienden y ya no vuelven a subir porque la empresa desaparece.

**Figura 4. IGBM de cada mes / máximo histórico**

La **figura 4** permite comprobar que el descenso de 2008-9 fue inferior al de 1980 (eso sí que fue un descenso y, además, acompañado de alta inflación); y similar a los de 1947, 1958, 1992 y 2002.

Pero el IGBM y el IBEX 35 **NO** representan a la **economía española** sino que reflejan principalmente la evolución en bolsa de 5 empresas (Telefónica, Santander BBVA, Iberdrola y Repsol) que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España. La capitalización de estas empresas supuso el 65% de la del IBEX 35 en 2008 y 2009.

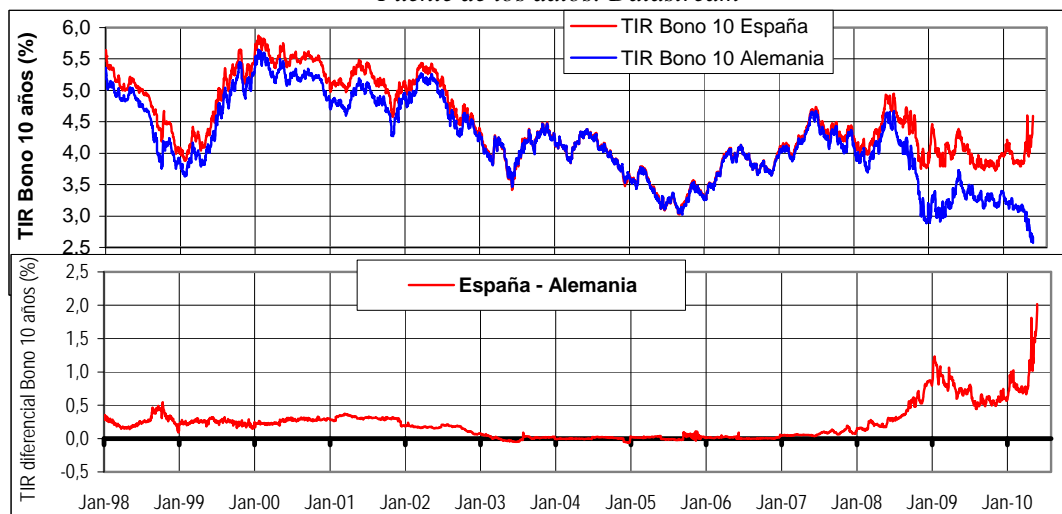
### 3. ¿Tan importante es el que el tipo de interés a 10 años del bono español sea 4,59% y el del bono alemán 2,57%?

Sí. Esto significa que si por un bono español se pagan 100€, por otro idéntico, pero alemán, se pagan 117,6€. Hasta mediados de 2007 ambos bonos tuvieron el mismo precio, como puede verse en la **figura 5**. Esta es una medida de la diferente confianza que inspiran los dos países (y sus gobiernos). Esta diferencia también afecta (más) a la financiación de las empresas y a su valor.

¿A qué se debe el diferencial? A que los inversores y los gobiernos extranjeros han ido descubriendo la “calidad”, la “seriedad” y la “veracidad” de nuestros dirigentes.

**Figura 5. TIR de los Bonos del Estado español y Alemán a 10 años.**

*Fuente de los datos: Datastream*



El **anexo 1** contiene algunas preguntas sobre la crisis que me han formulado en los últimos años alumnos, antiguos alumnos y otras personas (jueces, árbitros, clientes,...).

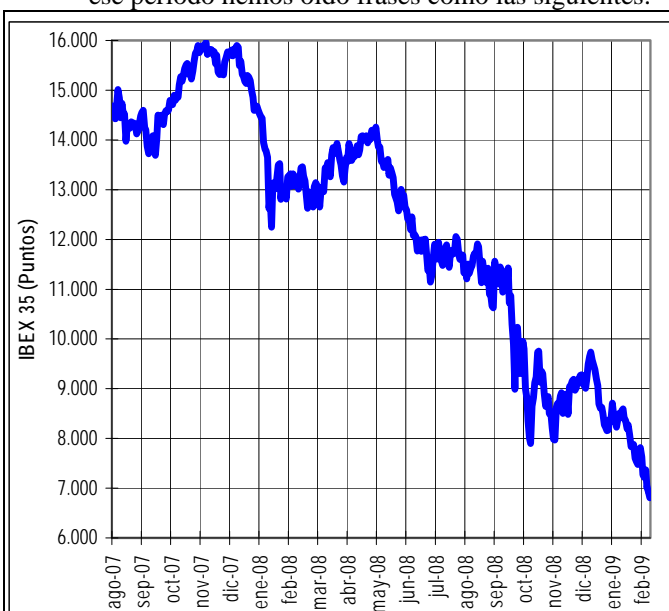
#### 4. Algunas lecciones que serán útiles para preparar las próximas crisis

1. A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija. Sólo los accionistas que compraron al final de 1997 y 2001 (burbuja de Internet) y en 2005-2006 (burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del estado.
2. Siempre es mejor comprar acciones tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.
3. Si tiene un asesor de inversiones, asegúrese de que sabe ganar cuando la bolsa sube y cuando la bolsa baja.
4. No es sostenible el producir durante varios años más del doble de la demanda final (ejemplo: casas)
5. Negar la evidencia (mentir) es siempre perjudicial. Es mejor reconocer las crisis y prepararse para acometerlas que negarlas y, después, no hacer casi nada sensato.

#### Anexo 1

Preguntas sobre la crisis que me han formulado en los últimos años alumnos, antiguos alumnos y otras personas (jueces, árbitros, clientes,...)<sup>3</sup>.

1. La bolsa española (el IBEX 35) ha caído desde 15.946 (nov 2007) hasta 6.817 (marzo 2009). Durante ese periodo hemos oído frases como las siguientes:



**21 agosto 2007.** Zapatero: España está a salvo de la crisis financiera.

**1 sep 2007.** Solbes: la morosidad en los créditos no es un problema a corto plazo.

**6 sep 2007.** Zapatero: El modelo económico español es un modelo internacional de solvencia y eficiencia.

**11 sep 2007.** Zapatero: España ha entrado en la Champions League de la economía mundial.

**16 octubre 2007.** Zapatero: No hay atisbo de recesión económica.

**24 octubre 2007.** Solbes: pensamos que el 3,3% de crecimiento en España es razonable.

**11 dic 2007.** Solbes: La economía española crecerá a velocidad de crucero durante los 2 próximos años, en los que avanzará en torno a un 3%.

**15 diciembre 2007.** Zapatero: en la próxima legislatura la economía española tendrá una tasa de crecimiento medio del 3%...de este modo la tasa de desempleo se mantendrá en torno al 8% durante estos años.

**14 enero 2008.** Zapatero: La crisis es una falacia, puro catastrofismo. Estamos creciendo por encima del 3%.

**11 febrero 2008.** Solbes: Los que auguran el riesgo de recesión no saben nada de economía.

**25 feb 2008.** Zapatero: Y en los próximos 4 años me propongo... llegar al pleno empleo...

**7 marzo 2008.** Zapatero: España está en condiciones para llegar al pleno empleo.

**28 abril 2008.** Zapatero: La actitud de quienes exageran sobre el alcance de la actual situación económica es antipatriótica, inaceptable y demagógica.

**8 mayo 2008.** Solbes: Nuestras previsiones apuntan a una recuperación de las tasas de crecimiento de la economía ya en el 2º semestre del 2009, que en 2010 nos permitirán crecer a un ritmo medio cercano al 3%.

**5 junio 2008.** Corredor: éste es el momento adecuado para la compra de una vivienda.

**17 junio 2008.** Blanco: No estamos en situación de crisis, sino en un problema de dificultades

**23 junio 2008.** Zapatero: Tendremos un crecimiento débil a corto plazo pero no un estancamiento verdadero.

<sup>3</sup> Apartado 12 del documento *201 preguntas sobre finanzas*. Descargable en: <http://ssrn.com/abstract=1617323>

29 junio 2008. Zapatero: España tiene condiciones para ambicionar el pleno empleo técnico.  
 4 julio 2008. Zapatero: Ser optimistas es algo más que un acto de racionalidad, es una exigencia moral... A trabajar, y también conviene que consumáis.  
 8 julio 2008. En esta crisis, como ustedes quieren que diga, hay gente que no va a pasar ninguna dificultad.  
 24 julio 2008. Solbes: A recesión no llegaremos en ningún caso, y a crecimiento negativo espero que tampoco.  
 24 septiembre 2008. Solbes: Nosotros no hemos negado nunca la crisis.  
 9 octubre 2008. Solbes: Ninguna entidad española está en riesgo  
 19 octubre 2008. Zapatero: Yo creo que el 2º semestre del año que viene estaremos ya con una actividad económica de crecimiento intertrimestral.  
 24 octubre 2008. Corbacho: La crisis financiera en dos meses debería estar finiquitada  
 18 diciembre 2008. Zapatero: En marzo comenzará a crearse empleo de manera intensa.  
 18 enero 2009. Solbes: Hemos utilizado todo el margen que teníamos contra la crisis.

¿No te parece que tantas mentiras y tonterías dañan la reputación internacional de España?

R 1. **Sí.** En el documento *"Rentabilidad y creación de valor de 136 empresas españolas en 2008"* afirmaba que *Esta "crisis" se superará cuando el sentido común, el trabajo bien hecho, la competencia profesional y la veracidad vuelvan a ser la tónica dominante en la sociedad (dirigentes políticos, directivos de empresas, organismos reguladores, empleados...)*. Parece obvio que "Verdad" y "Responsabilidad" serán, cada vez más, características competitivas de los países y en ambas cosas España está ahora bajo mínimos. Sin embargo, los analistas y prestamistas internacionales tardarán todavía algunos meses en reaccionar: no terminan de creerse (muchos piensan que es un problema de traducción, de idiosincrasia cultural...) lo que ven y oyen. La presidencia española de la UE ayudará a que finalmente "se lo crean".

2. En tu artículo *la rentabilidad de las empresas españolas en el 1er. trimestre de 2008* dices que *"La moderada caída del primer trimestre (-12%) contrasta con las negativas expectativas de muchos sectores y presagia ulteriores descensos en las cotizaciones de muchas empresas... Parece que los precios de la bolsa española todavía no reflejan plenamente el impacto que los problemas específicos de España, que ya van aflorando, tendrán en las empresas"*. ¿No te parece esto demasiado negativo?

R 2. **No.**

3. ¿Qué opinas sobre las siguientes declaraciones del Pte. del Gobierno (*"Ninguna de las tensiones actuales... procede de la existencia de problemas españoles"*, 9 ene 2008) y de una de sus colaboradoras más cercanas (*"el origen de la actual situación de desaceleración económica está en el radicalismo neoliberal que algunos proponen como solución"*, 12 jun 2008)?

R 3. **No son verdad.** Esta "crisis" española no la ha provocado un meteorito caído en la Península Ibérica, ni nadie de fuera (es más, la crisis financiera internacional tiene muchos aspectos positivos para España): es la consecuencia de muchas decisiones tomadas por directivos y consejeros de instituciones financieras y empresas y de la pasividad y de las mentiras de algunos reguladores, auditores y políticos, todos ellos españoles. Para recuperar la credibilidad y restablecer la confianza de consumidores e inversores (de dentro y de fuera de nuestras fronteras) es preciso, urgente y conveniente que los responsables asuman sus responsabilidades: despido, devolución de retribuciones, multas, cárcel... según los casos.

4. ¿Tienes también haces un símil de la crisis con las vacas? ¿Me lo puedes enviar?

R 4. En el anexo 3 del documento *Rentabilidad y creación de valor de 136 empresas españolas en 9 meses de 2009*<sup>4</sup> incluí un símil que, aunque incompleto, creo que sirve para ilustrar la respuesta de los dirigentes españoles a la crisis: *"la Economía Española, en junio de 2009, se parece a un pueblo (Boronia) con varias granjas de vacas que desde hace 2 años dan menos leche. Algunos propietarios les dieron muchos palos en 2004-2007 para que produjeran más.*

*Para curar a las vacas, el alcalde llamó en 2007 a una consultoría de fitness. Tras la consulta, el alcalde dijo durante muchos meses que, aunque escaseaba la leche en el pueblo, las vacas producían como siempre. En octubre de 2008 recomendó añadir agua a la producción para disimular la escasez.*

*Ante la falta de leche (y de salud de muchas vacas), el alcalde llamó recientemente a veterinarios (recomendaron sacrificar alguna, pinchar a varias que tienen virus, sancionar y despedir a los violentos) pero no les hizo caso e ideó un plan: mezclar las vacas enfermas con las vacas sanas para así mejorar el promedio de producción lechera (confiando en que ninguna de las enfermas contagie a las sanas) y no tener que enfrentarse con los de "los palos".*

<sup>4</sup> Descargable en <http://ssrn.com/abstract=1483811>

*Este plan se llamó FROB, pero no recordaba si significaba Fondo para Remunerar Óptimamente a los Brutos o Fuera Responsabilidades Obsoletas en Boronia.*

*A pesar de todo, muchas vacas se acabarán curando solas (empresarios, directivos y trabajadores), pero tardarán mucho más tiempo, habrán contagiado a otras, morirán más y, en conjunto, habrán dado mucha menos leche.*

5. En septiembre me despidieron finalmente. ¿Por cuánto tiempo más crees que deberé aguantar majaderías como las siguientes?

29 abril 2009. Zapatero: Es probable que lo peor de la crisis económica haya pasado ya.

7 mayo 2009. Salgado: "la situación económica está teniendo algunos brotes verdes y hay que esperar a que crezcan".

2 junio 2009. Zapatero: "Hace muchos meses que deseaba poder decir esto: en mayo 70.000 personas encontraron trabajo y el paro disminuyó en 25.000".

3 junio 2009. Sebastián: "Todo el mundo ve brotes verdes menos los acostumbrados a ver billetes verdes"

4 junio 2009. Blanco: La economía verde es el principal abono de los brotes verdes.

8 junio 2009. Salgado: "No hay ninguna caja que necesite ser intervenida. Problemas no tiene ninguna. Si la situación económica se prolongara durante algún tiempo, alguna podría llegar a tenerlos. Pero no hay ninguna identificada".

10 julio 2009. Pajín: "El problema, si me permitís la expresión, es que el PIB es masculino, es claramente masculino, y por tanto el cambio estará en el momento en que las decisiones importantes estén tomadas también por las mujeres"

3 sep 2009. Salgado: "Cada vez tenemos más constancia de que lo más agudo de la crisis lo estamos dejando atrás".

9 septiembre 2009. Zapatero: tengo que decir que claro que hay brotes verdes.

28 septiembre 2009. Zapatero: el momento más duro de la crisis ya ha pasado.

1 octubre 2009. Pajín: el aumento de impuestos puede ayudarnos a salir de la crisis.

5 octubre 2009. Zapatero: Si no se suben los impuestos se renuncia a los principales objetivos.

17 diciembre 2009 Zapatero: "La tierra no pertenece a nadie, salvo al viento"

R 5. Eso depende de ti. Si te afectan mucho las declaraciones de este estilo, procura no ver mucho la tele, ni oír mucho la radio, ni leer todo el periódico. Dedícate a buscar trabajo y a leer publicaciones serias y libros sensatos.

6. Leo en un paper tuyo que *"la negación de la realidad es un hecho generalizado muy preocupante para el trabajo y el futuro de los españoles. Es imposible curar una dolencia si se ignora o si se diagnostica otra distinta"*. Está claro que esto pasa en España. ¿Cómo no reaccionan los responsables?

R 6. ¿A qué responsables te refieres? No olvides que esta "crisis" española es, fundamentalmente, la consecuencia de muchas decisiones tomadas por directivos y consejeros de instituciones financieras y empresas, de la pasividad de algunos reguladores y auditores, y de las acciones de algunos políticos.

7. Esta crisis española, ¿la ha producido de verdad Estados Unidos?

R 7. **No.** Esta crisis española se ha producido, fundamentalmente, en España. Decir que la culpa la tiene Estados Unidos es tan sensato como decir que la culpa la tiene Tarzán. Es cierto que la crisis de muchas instituciones financieras de los Estados Unidos ha perturbado los mercados internacionales, pero eso ha sucedido porque muchas instituciones no estadounidenses habían entrado en el juego de comprar instrumentos financieros sin analizarlos razonablemente con los únicos argumentos de que "los vende una *institución de reconocido prestigio*" y/o "también los ha comprado un competidor". La componente "española" de la crisis no es pequeña: no es sostenible construir en España más viviendas que en Francia e Inglaterra, y tampoco es sostenible conceder hipotecas por importe superior al valor de la vivienda y con tipos de interés mínimos.

8. ¿Es cierto que las instituciones financieras españolas no tienen ningún problema y son un ejemplo para el resto del mundo?

R 8. **No.** Algunas sí están bien, pero muchas no. Si la situación de todas las instituciones financieras en España fuera tan buena como nos dicen algunos políticos y algunos reguladores, ¿por qué no confían unas en otras para prestarse dinero? Unos números: el 61% de los créditos concedidos en 2007 por bancos y cajas estuvieron destinados a la construcción: 9% a constructoras; 17% a promotoras inmobiliarias y 35% para adquisición o rehabilitación de viviendas.

9. ¿Te parece que los culpables del descenso de las cotizaciones de las empresas españolas son los *hedge funds*? ¿Convendría cambiar el modelo actual de mercados financieros y prohibir los derivados financieros?

R 9. **No.** Prohibir los derivados financieros equivale a sentenciar: “hay que prohibir los automóviles” porque un conductor borracho que circulaba a 250 Km./hora ha sufrido un accidente. Los problemas principales no los han causado las estructuras de los mercados sino personas concretas. Al igual que conviene no dejar conducir a quien no tiene carnet (y sancionarle si lo hace), conviene no dejar comprar o vender derivados a quien no los entiende (y sancionarle si lo hace). Ya hemos hablado en el apartado anterior sobre la responsabilidad de los vendedores a corto. Respecto a los *hedge funds*, es tal su variedad que es una insensatez el considerarlos como un colectivo con prácticas homogéneas. Sí que es cierto que algunos *hedge funds* han vendido muchas acciones, pero en gran parte ha sido obligados por el reembolso de muchos de sus partícipes y por las peores condiciones en los créditos que les han tratado de imponer algunas entidades financieras.

10. En octubre de 2008 propusiste las siguientes medidas contra la crisis. “*Medidas de solidaridad y ejemplo: a) ERE parlamentario nacional y autonómico (seguro que el parlamento español, el senado y los parlamentos autonómicos funcionan igual de bien con un 20% menos de parlamentarios); b) ERE municipal (reducción de un 20% de los concejales); c) Reducción del sueldo de todos los políticos de un 10%; d) Reducción de las transferencias del Estado a los partidos políticos en un 10%. Medidas de justicia distributiva: a) Destinar las subvenciones curiosas (algunas renovables, “cultura”...) a la reducción de los costes de las familias; b) Devolución de los bonus obtenidos en años pasados por decisiones que han puesto a las instituciones financieras que los han pagado en situaciones que comprometen su continuidad (por ejemplo: concesión hipotecas con baja probabilidad de repago y por importe superior al valor de la vivienda)*”. ¿Crees que siguen siendo válidas en Mayo de 2010?

R 10. **Sí.** Todas. Pero en mayo de 2010 subiría sustancialmente los porcentajes que mencionas.

11. ¿Estás de acuerdo con esta explicación de cómo se ha producido esta crisis en España? ¿Cómo se pudo construir y vender durante más de 5 años más del doble de viviendas que necesitaba España? Con ayuda de instituciones financieras que financiaban la compra de suelo, la construcción y la posterior compra de las viviendas por parte de los usuarios finales o de intermediarios que esperaban volver a venderlas. Un problema apareció cuando para “justificar” ambas financiaciones (la de promotores y la de compradores finales) se utilizan valoraciones falsas, y aumenta cuando esta justificación con valoraciones falsas se prolonga durante años. Una historia repetida: un señor sin ahorros compra un piso por 100.000 euros y recibe una hipoteca por 120.000 euros (con lo que le sobra puede pagar gastos, amueblar un poco, ir de viaje para celebrarlo, comprar un coche...). ¿Cómo se justifica esa hipoteca de 120.000 euros? Con una valoración realizada por un tercero “independiente” que afirma que el valor de ese piso son 150.000 euros.

¿Cómo es posible que si el piso se compra por 100.000 euros una valoración diga que su valor son 150.000 euros? Esto ya es antiguo: se denomina mentira y, en algunos ambientes, falsedad en documento mercantil.

¿Cuántos miles de operaciones como la indicada (o parecidas, pero siempre valorando por encima del precio) se han realizado en los pasados años? Muchos, pero esto sólo lo pueden cuantificar exactamente las instituciones financieras y, con cierta aproximación, los auditores de las mismas y su regulador: el Banco de España. ¿Implicaciones de esta práctica para directivos directamente implicados en ella? Aumentan las ventas de créditos y muchos de ellos han cobrado “bonuses” ligados a esta cifra o a otras similares.

En la operación de financiación de los terrenos intervenían con cierta frecuencia, además de las entidades financieras correspondientes, algunos políticos o allegados para desarrollar y contribuir a la creación de riqueza en su territorio (ámbito del término “su territorio” para distintas personas: para las honradas se extiende a todos sus conciudadanos, para otras se restringe a sólo algunos de ellos, y para algunas a su bolsillo).

¿Problema de construir y vender más del doble de viviendas que necesita España? Que no es sostenible. ¿Problemas adicionales cuando gran parte de esa actividad se ha financiado con deuda, como se ha descrito y se ha realizado a gran escala? Que en algún momento, las entidades financieras que han arriesgado el dinero en este peligroso juego a) quedan pilladas con créditos (de promotores y de clientes finales) con escasa probabilidad de cobro; b) pierden la confianza de



las entidades financieras locales y extranjeras; c) pierden la confianza de los mercados financieros, d) tienen dificultades de conseguir “dinero fresco” (salvo el que le siguen dando entidades gubernamentales y cercanas), e) no pueden dar créditos a otras empresas... Todo esto va acompañado con despidos, caída del consumo, cierre de empresas, más paro... y en nuestro caso por muchísimas mentiras (las más relevantes, las de algunos gobernantes negando la situación, culpando de la misma a la crisis internacional, a los que consumen poco...).

Pero las mentiras se acaban descubriendo hasta por los inversores y políticos extranjeros, España pierde más credibilidad... y empeora el problema todavía más: a) cae la confianza internacional, b) cuesta mucho vender deuda del estado español; c) al Gobierno le sale más dinero de su caja del que le entra... y otros gobiernos más sensatos le obligan a arreglar esto.

**R 11. Sí.** Me parece muy ajustada a la realidad.

12. ¿Qué te parece el que los funcionarios y los pensionistas sean los primeros paganos de la crisis?

**R 12. Mal.** Lo más justo sería que, primero, pagaran los que tienen más culpa de la crisis:

a) Los responsables de las prácticas descritas en el apartado anterior en las entidades financieras que están “efectivamente” quebradas.

b) El regulador de estas instituciones, ejemplo mundial de cómo actuar según algunos miembros del Gobierno. El problema es que su actuación hasta abril de 2010 se resume en dos palabras: hacer nada. La principal razón de ser del Banco de España es evitar situaciones, no ya como las que tenemos en 2010, sino evitar situaciones como las que ya teníamos en 2007.

c) Los miembros del Gobierno y sus colaboradores cercanos por haber mentido machaconamente (negado la crisis durante mucho tiempo, buscando causas indignas hasta para el TBO...), por haber estado preocupados fundamentalmente por su trasnochado proyecto de “hombre nuevo”, por haber empeorado la situación con tres años de mentiras en lugar de acciones sensatas,... y por aceptar y mantener su cargo siendo poco idóneos (ejemplos: ministra de economía que no sabe de economía, ministra de cultura que afirmó “el dinero público no es de nadie”,...)

d) Otros que aparecen en las líneas anteriores: algunos auditores, algunos tasadores de inmuebles, algunos políticos,...

Una vez que paguen éstos y se eliminen las subvenciones y los gastos que atentan al sentido común de cualquier persona sana, si no se equilibran las cuentas, cabe pedir esfuerzos al resto (y aclarando que la crisis no es una nube exógena inefable sino el resultado de las acciones y omisiones de personas concretas), pero no antes.

13. ¿Tan importante es el que el tipo de interés a 10 años del bono español sea 4,4% y el del bono alemán 2,8%?

**R.13. Sí.** Esto significa que por un bono del estado que promete €4 cada uno de los próximos 9 años y €104 dentro de 10 años se paga 96,82€ si es español, y 110,34€ (un 14% más) si es alemán. Esta es una medida de la diferente confianza que inspiran los dos países (y sus gobiernos). Esta diferencia también afecta (más) a la financiación de las empresas y a su valor.

14. He buscado en el diccionario de la RAE “responsabilidad” y dice “Deuda, obligación de reparar y satisfacer, por sí o por otra persona, a consecuencia de un delito, de una culpa o de otra causa legal. Cargo u obligación moral que resulta para alguien del posible yerro en cosa o asunto determinado”. Como sabes, trabajo en el sector de las cajas. ¿No te parece que muchos consejeros de bastantes cajas tienen “obligación de reparar y satisfacer” “a consecuencia de un delito, de una culpa o de otra causa legal”?

**R.14. Sí.**

15. ¿No te parece una tomadura de pelo lo de las “fusiones frías” de las cajas de ahorros? Resulta que se juntan 3 ó 4 cajas que deberían haber sido intervenidas hace años y, en lugar de cambiar a los responsables del desastre, constituyen una nueva sociedad (un banco) del que serán consejeros (otro asiento remunerado más) los mismos que hundieron o que permitieron el hundimiento de las cajas. Y para colmo, el FROB les da unos millones de euros para que lo celebren.

**R.15.** Ya sabes la teoría del Banco de España: hacer las cosas con discreción, con mano izquierda, sin que se note mucho porque las entidades financieras son muy sensibles a la confianza de los depositantes... Veremos qué resulta de todo esto que ha tardado demasiado en empezar y se le ha dado una posible solución pero muy lenta. En situaciones como la de

2008 (y mucho más en 2010) yo creo que hay que actuar con la mano izquierda y con la mano derecha al mismo tiempo.

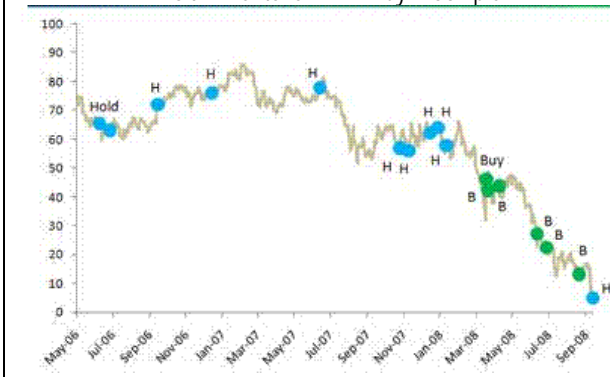
16. ¿Cómo es posible que un banco de inversión de enorme prestigio recomendase comprar acciones de Lehman desde marzo de 2008 hasta el día de su quiebra?

R. 16. La figura muestra las recomendaciones del banco de inversión que mencionas. En efecto, recomendó comprar desde que la acción estaba a 45\$ hasta que llegó a 5\$.

Pero también debo decirte que la quiebra de Lehman no fue previsible para nadie: a) entre 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones entre enero y septiembre de 2008, sólo uno (del 22 de mayo) recomendó vender las acciones de Lehman, el 65% recomendó comprar (por ejemplo, Morgan Stanley el 10 de septiembre de 2008) y el resto recomendó mantenerlas; b) la evolución de la cotización de Lehman a lo largo de 2007 y 2008 fue bastante similar a la de otros bancos de inversión; c) nunca había quebrado una entidad americana con calificación A y con el tamaño de Lehman (5º Banco de Inversión del Mundo). Mira también la pregunta 3.10.

Precio de la acción de Lehman y recomendaciones de un banco de inversión de reconocido prestigio.

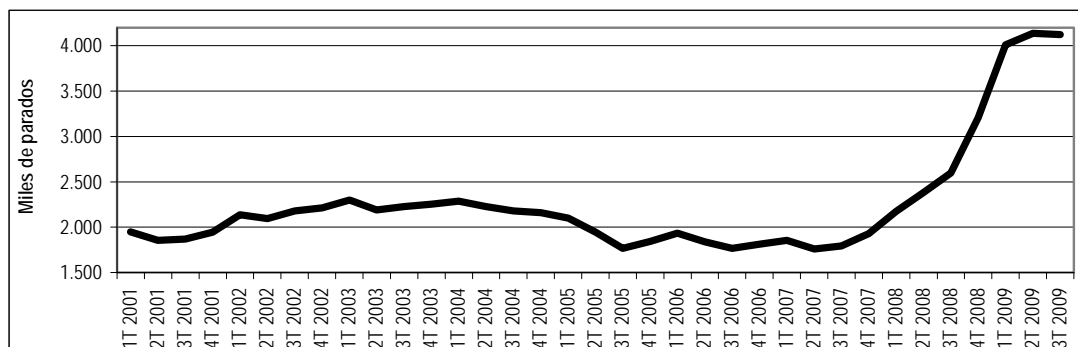
H = Hold = Mantener. B = Buy = Comprar



17. ¿Se puede afirmar lo que dijo Zapatero el 9 de marzo de 2010: "La subida del IVA es social porque servirá para pagar el paro a 500.000 personas"?

R.17. **No.** Los euros que cobra el estado no están marcados: son todos iguales. Con igual rigor podría haber dicho que servirá para pagar la gasolina de los coches oficiales y el teléfono de sus colaboradores. En la caja del Estado (como la de una empresa y en la de una familia) hay euros que entran y euros que salen en un determinado año. Emparejar los euros que entran con los que salen puede ser un pasatiempo alternativo al sudoku, también puede ser poético (si rima la entrada con la salida), pero no responde a la realidad.

18. Miro la evolución del número de parados en este gráfico que te adjunto y leo algunas declaraciones de Zapatero y sus ministros que tengo guardadas: "Vamos a crear 2 millones de empleos en la próxima legislatura y vamos a seguir creciendo por encima de la media europea" (enero 2008); "Los que auguran el riesgo de recesión no saben nada de economía" (febrero 2008); "No estamos en situación de crisis, sino en un problema de dificultades" (junio 2008); "La crisis financiera en dos meses debería estar finiquitada" (octubre 2008); "Es probable que lo peor de la crisis económica haya pasado ya" (abril 2009); "La situación económica está teniendo algunos brotes verdes y hay que esperar a que crezcan" (mayo 2009); "Cada vez tenemos más constancia de que lo más agudo de la crisis lo estamos dejando atrás" (septiembre 2009); "Tengo que decir que claro que hay brotes verdes" (septiembre 2009). ¿Cómo es posible que no se hayan ido ya los autores de estas declaraciones?



R.18. Coincido contigo.

19. El otro día criticaste muy rápidamente las primeras medidas del Gobierno para disminuir el gasto público. No me quedó claro por qué. A mí me parece bien que se reduzca el gasto público.  
 R 19. A mí también me parece bien que se reduzca el gasto público. Pero mira R 12. Por otro lado, una cosa es sanear las cuentas del Estado (tratar de equilibrar las entradas y salidas de dinero) y otra (muy distinta aunque suele englobar la anterior) el reestablecer en España las condiciones para que empresas y bancos serios creen riqueza y den trabajo a los españoles.
20. Hablas en tu artículo de “*institucionalización de la mentira*”. Un poco fuerte, ¿no?  
 R 20. A mí no me parece fuerte. Creo que describe adecuadamente la realidad (ver preguntas 1, 3, 5, 18). Pero este efecto no se restringe a España ni a su Gobierno. Un ejemplo. El artículo *Rewriting History*<sup>5</sup> analiza los informes de analistas escritos entre 2000 y 2007 contenidos en la base de datos I/B/E/S. Muestra, por ejemplo, que de los 450.225 informes que contenía la base de datos en 2004, 135.025 (un 30%!) fueron alterados después hasta 2007 (comparan el mismo informe: 135.025 escritos antes de 2004 eran distintos al descargarlos en 2004 y al descargarlos en 2007). Las alteraciones fueron: cambio de recomendación (ej. donde ponía comprar pusieron vender), eliminación del nombre del analista y añadidos/borrados de datos. Esto no es por hablar mal de los analistas: es una constatación del aumento de la mentira en éste y en muchos otros ámbitos

	Número de informes	Número de informes con cambios	%
2004 vs. 2007	450.225	135.024	30,0%

21. ¿Te parece aplicable al día de hoy, en España, la siguiente cita de Marco Tulio Cicerón (Año 55 a .C.)?: “*El presupuesto debe equilibrarse, el Tesoro debe ser reaprovisionado, la deuda pública debe ser disminuida, la arrogancia de los funcionarios públicos debe ser moderada y controlada, y la ayuda a otros países debe eliminarse para que Roma no vaya a la bancarrota. La gente debe aprender nuevamente a trabajar, en lugar de vivir a costa del Estado.*”  
 R 21. Estoy plenamente de acuerdo con todo excepto con que “*la ayuda a otros países debe eliminarse*”. También me parece poco concreta la última frase: en vez de “*la gente*” en general creo que hay que apuntar más concretamente a políticos, ayudantes de políticos, algunos miembros de algunas asociaciones... y aplicar otro dicho clásico: “*el que no trabaja ni quiere trabajar no cobra; el que roba o causa grave perjuicio a sus conciudadanos devuelve el dinero y se le aplica la ley*”.

<sup>5</sup> Ljungqvist, A., C.J. Malloy & F.C. Marston (2009), *Rewriting History*, Journal of Finance 64 (4), pg. 1935-60. Descargable en: <http://ssrn.com/abstract=889322>