

## IDEAS Y DEBATES



Los inversores recuperarán algunas pérdidas y surgirán nuevas oportunidades, pero falta mucho para una recuperación sólida de los mercados”

# Bolsa: nuevas perspectivas

**ROBERT TORNABELL**

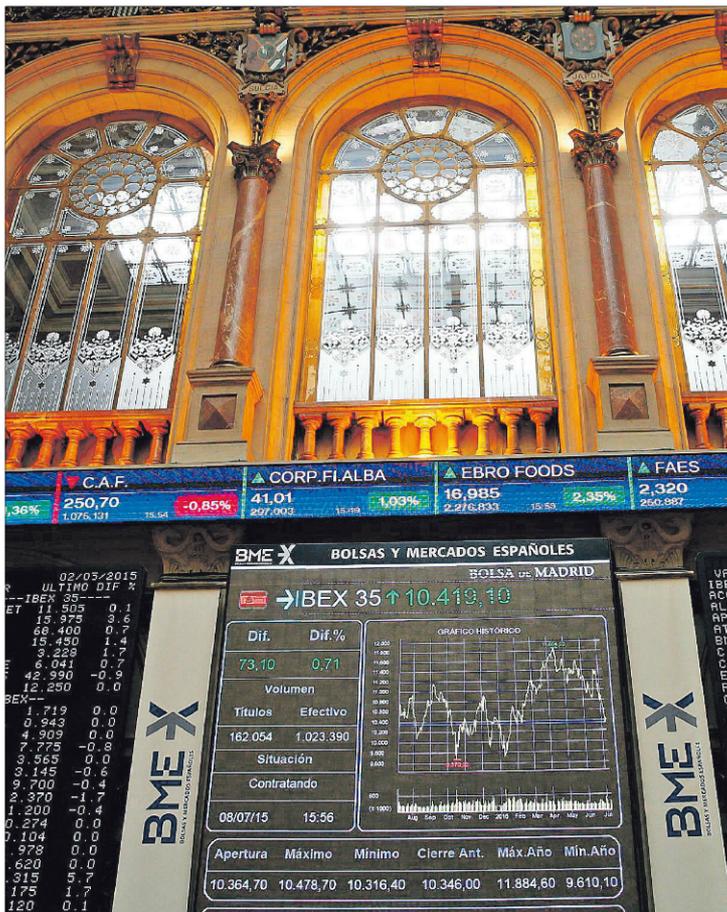
PROFESOR  
EMÉRITO Y EX  
DECANO DE  
ESADE BUSINESS  
SCHOOL



Las bolsas europeas han tenido que hacer frente a tres crisis, que en la mayoría de mercados se llevaron las ganancias del año. La crisis de Grecia tiene todavía muchos flancos vulnerables y se vio magnificada por su larga duración. Desde el pasado diecisiete de abril, la bolsa padece una especie de “mar de fondo”, provocado por las ventas masivas de la deuda pública alemana a diez años. Fueron ventas inesperadas y de efectos devastadores, provocaron caídas en los precios y, por su relación inversa, los rendimientos pasaron de apenas cinco milésimas a más de un 1 por ciento.

Se encarecieron todos los títulos de renta fija, algo que habíamos anticipado en esta misma sección, perdieron valor las acciones y durante demasiadas semanas añadieron incertidumbre al temor a una quiebra o salida del euro del país heleno. Por si fuera poco, en los últimos días vino a sumarse la grave crisis de las bolsas de China, que contagió a las de Hong Kong y buena parte de las de la cuenca del Pacífico y rebotó en Europa, agudizando las caídas de las cotizaciones que oscilaban al ritmo de las negociaciones entre Atenas y Bruselas. ¿Qué mercados podían resistir tanto, en tan poco tiempo y con repercusiones mundiales?

La crisis de Grecia se fue repitiendo hasta llegar al rescate del año 2012. Los errores son siempre iniciales, y es posible que todo empezara al pedir Grecia su



Una vista del parguet de la Bolsa de Madrid

BLOOMBERG

ingreso en la zona euro, porque se manipularon las estadísticas de la economía helena y estas se dieron por buenas en Bruselas. El Gobierno de Syriza prometió a los electores lo que no podía conseguir nadie. Se renegociarían las duras condiciones del último rescate y se pediría una reestructuración de la deuda, una forma de esconder una quita o reducción de lo que se debe a los acreedores. Las estrategias del primer ministro Tsipras le llevaron a convocar un referéndum acelerado. Todo lo demás ya es una lamentable historia.

Al cierre, en pocas horas el Senado griego debía aprobar leyes más duras, que van desde la privatización de activos hasta el aplazamiento de la edad de jubilación y privatizar puertos, ferrocarriles y todas las infraestructuras para crear un fondo de 50.000 euros que permita recuperar la credibilidad del país ante los acreedores. En las guerras, la población civil siempre pierde, y en esta guerra de amenazas que circularon a través de medios curiosos llegó a sugerirse que Grecia podía quedar en una especie de limbo durante cinco años, fuera del euro y sin un rescate y pagar a los funcionarios con papeles avalados por Atenas pero sin valor internacional, con lo que el país podría perder la capacidad de importar alimentos, medicinas y todo lo que necesita del extranjero, pues es altamente dependiente de los suministradores de otros países. ¿Es una crisis que se ha cerrado en falso?

La crisis de China es distinta. En pocos días, las bolsas de Shanghai y la tecnológica de Shenzhen per-



Con las recientes crisis la bolsa española ha perdido más de lo que el FMI aconsejó que debía recibir Grecia en préstamo”

## Vulnerabilidad financiera de las empresas

**JOAQUÍN MAUDOS**

CATEDRÁTICO DE  
LA UNIVERSIDAD  
DE VALENCIA-  
IIME-CUNEF



El Fondo Monetario Internacional (FMI) vuelve a la carga al advertir sobre el elevado endeudamiento y vulnerabilidad de las empresas españolas y el lastre que supone para la recuperación de la inversión. Ya lo hizo en su informe global de estabilidad financiera de octubre del 2013, donde comparaba la situación de las empresas españolas con las de Alemania,

Francia, Italia y Portugal. Y lo acaba de repetir en su informe monográfico de Italia donde compara la situación de las empresas italianas con las de España. El mensaje es similar: a pesar del desapalancamiento realizado y de la caída del coste de la financiación, hay un 30% de empresas vulnerables, ya que son incapaces de obtener ingresos netos suficientes para pagar los costes financieros de la deuda. La situación es más preocupante en las micro y medianas empresas (menos de 50 trabajadores), ya que casi el 50% son financieramente vulnerables.

El análisis del FMI pone el dedo en la llaga al vincular el endeudamiento y vulnerabilidad finan-

ciara de las empresas con la morosidad bancaria, por un lado, y con la recuperación de la inversión, por otro. Cuanto menor es la rentabilidad y mayor el endeudamiento, más dificultades tiene una empresa para hacer frente al servicio de la deuda, y por tanto mayor es su vulnerabilidad ante posibles factores que reduzcan su rentabilidad y/o aumenten sus gastos financieros. Los resultados del análisis muestran que: una caída del 10% en la rentabilidad empresarial aumenta 2 puntos porcentuales (pp) el número de empresas vulnerables; un aumento de 100 puntos básicos del coste de la financiación lo aumenta en 4,4 pp; y la combinación de los dos shocks negativos hace que

el número de empresas vulnerables aumente 6,6 pp. Ante estos shocks negativos, obviamente se deteriora la salud financiera de las empresas y aumentan las restricciones para acceder a la finan-



El FMI advierte sobre el elevado endeudamiento y la vulnerabilidad de las empresas y el lastre que supone para que se recupere la inversión”

ciación. Y el resultado final es caída en la inversión y aumento de la morosidad bancaria.

Además de estos mensajes generales, la letra pequeña del informe del FMI aporta detalles de interés cuando desciende en el análisis por tamaño empresarial. Así, la rentabilidad aumenta claramente con el tamaño, mientras que al endeudamiento le ocurre lo contrario. Por tanto, las pymes son financieramente más vulnerables, ya que además soportan un mayor coste medio de la deuda. La combinación de todos estos factores es que el porcentaje de micro y medianas empresas en situación de vulnerabilidad (beneficio -ébitda- inferior a los costes financieros) es de casi un



**La crisis griega ha puesto de manifiesto hasta qué punto pertenecer a la eurozona supone una reducción de la soberanía nacional**

# Grecia y la soberanía nacional



**JORDI GUAL**  
ECONOMISTA  
JEFE DE  
LA CAIXA Y  
PROFESOR  
DEL IESE

dieron un tercio de su valor y dejaron de cotizar la mitad de las acciones, pero la policía ha descubierto que se debió a una serie de prácticas fraudulentas. Se manipularon operaciones en el mercado de futuros; se falsificaron operaciones utilizando las cuentas de otros inversores y se extendió la burbuja especulativa en el mercado de crédito. Por si fuera poco, se multiplicaron las apuestas a la baja, es decir, sin tomar acciones prestadas (lo que se denomina "cortos al desnudo") se vendieron a futuro, creando un efecto bajista injustificado. En España, en los peores momentos de la crisis financiera, la CNMV prohibió las ventas a corto sobre entidades financieras y, por supuesto, siempre han sido ilegales las ventas al desnudo o sin haber tomado prestadas las acciones con apuestas a la baja.

¿Cuánto ha perdido la bola española en estas crisis? Según Bloomberg, más de lo que el FMI aconsejó que debía recibir en préstamo Grecia, aunque más del 70% de las acciones de Ibx 35 pertenece a no residentes. Otra medida es la que el domingo 12 ofrecía esta sección bajo el título: "Un mar de pérdidas" y, según Primo González, la mayor salida de dinero se produjo en los fondos de renta fija, que en los seis primeros meses del año representaron un tercio de las deserciones de los inversores.

Las bolsas bajan cuando la incertidumbre provoca una mayor aversión al riesgo. El viernes 10, el Ibx 35 subió más de un 3% porque el mercado anticipó un resultado positivo de las negociaciones en Bruselas. El lunes celebró los acuerdos, aunque para algunos fue una derrota humillante para Grecia. La volatilidad de los tipos de interés nos acompañará por un tiempo, pues el gobernador Draghi advirtió que cuando los tipos de interés son muy bajos aumenta la volatilidad. Los inversores recuperarán algunas pérdidas y surgirán nuevas oportunidades, pero queda mucho por hacer para tener una recuperación con buenos fundamentos de los mercados de acciones y de renta fija. De nuevo, lo esencial son las inversiones muy selectivas.

Con motivo de la crisis griega se ha hablado mucho de conceptos como la humillación de Grecia, la dignidad del pueblo griego y la necesidad de magnanimidad. Se ha llegado a afirmar que la construcción europea solamente es posible si nos conduce a una Europa solidaria. El uso de estos términos es revelador de la gran distancia que separa el actual entorno institucional y político europeo de la Europa ideal que muchos tienen en mente.

Nada de lo que ha sucedido en Grecia es sorprendente o inesperado. La crisis griega ha puesto de manifiesto hasta qué punto pertenecer a la eurozona supone una reducción de la soberanía nacional.

Que la adopción del euro comporta una pérdida de soberanía es un hecho que sólo hemos ido reconociendo a medida que pasaban los años. En un principio, se entendió exclusivamente como una falta de control sobre la política monetaria y el tipo de cambio, con algunas restricciones, más o menos exigentes, en las políticas presupuestarias. A lo largo de la crisis financiera, hemos comprobado que vivir en la eurozona no es posible si no se consigue una convergencia económica en términos tanto reales (nivel de vida, paro...) como nominales (crecimiento de los costes y los precios, estabilidad financiera...). En último término, exige muchos cambios en el funcionamiento de las instituciones y el conjunto de la sociedad.

La falta de convergencia, por otro lado, puede ser el resultado

de la incapacidad de los países afectados de llevar a cabo los cambios institucionales y las reformas necesarias, pero también puede ser una consecuencia del funcionamiento imperfecto de los mercados.

También hemos aprendido, y esto es aún más importante, que si la convergencia entre países no se produce peligrará la propia existencia de la eurozona y se deben activar mecanismos centralizados de disciplina que suponen una intromisión de las autoridades europeas en las políticas de los estados miembros.

El drama de la eurozona es que su viabilidad a largo plazo exige un grado de integración política que hoy en día no tenemos y que es muy poco probable que alcancemos a corto plazo. Mientras, la eurozona opera con mecanismos de restricción de la soberanía de sus estados miembros que, aun siendo lógicos

dadas las restricciones políticas actuales, aparecen como graves atentados a la soberanía nacional a los ojos de los ciudadanos de los países que son objeto de intervención por parte de las autoridades centrales. La eurozona, en definitiva, necesita estos instrumentos coercitivos centrales para poder funcionar de ma-

nera efectiva y preservar su integridad, pero son unos mecanismos que la población percibe como carentes de legitimidad democrática.

La pregunta clave es si es posible una eurozona distinta con el actual nivel de compromiso político de los estados miembros. La respuesta es que seguramente no, puesto que, sin disponer de un verdadero gobierno europeo que cuente con su propio presupuesto y rinda cuentas al conjunto de la ciudadanía de la eurozona, no se concibe una unión monetaria en la que -como sucede en el seno de los estados soberanos- se lleven a cabo transferencias regulares entre territorios, que reflejen la solidaridad política entre los ciudadanos.

Sin pasos hacia la unión política, mediante lo que podría ser inicialmente un embrión de presupuesto de la eurozona, el modelo actual comporta de forma inevitable que cada uno de los estados miembros sea responsable fiscalmente ante sus propios electores y que se deban imponer restricciones vinculantes al conjunto de los países de la zona monetaria para impedir que la irresponsabilidad fiscal de uno de los miembros perjudique al resto.

En definitiva, si tenemos en cuenta el marco político e institucional actual de la eurozona, la valoración de los acontecimientos en Grecia se puede hacer de una manera menos apasionada. La humillación de Grecia no ha sido nada más que una aplicación extrema de las normas de un club, la eurozona, que, por diseño, puede ser extraordinariamente intrusivo. Casi como lo sería el Gobierno central de un país soberano, pero sin que tenga un mandato político suficientemente satisfactorio. Por otro lado, magnanimidad y solidaridad son conceptos intrínsecamente relativos. La nueva ayuda a Grecia no es la primera, ni la segunda, y puede no ser la última. Y, probablemente, la solidaridad esté llegando a sus límites.

**La humillación de Grecia no ha sido nada más que una aplicación extrema de las normas de un club, la eurozona, que, puede ser muy intrusivo"**



Protesta ante el Parlamento griego, en Atenas, el pasado miércoles. M. LLOYD BLOOMBERG

50%, frente al 30% del total de empresas.

A pesar de esta imagen preocupante que se obtiene de la situación de endeudamiento y vulnerabilidad de las empresas españolas, hay elementos que invitan a un cierto optimismo. Así, el esfuerzo por reducir la deuda desde su nivel máximo ha sido importante, al caer la ratio deuda/PIB de las empresas del 190% (incluyendo el crédito comercial) en el 2007 a en torno al 150% en el 2014. También es de destacar la recuperación de la rentabilidad en las pymes. La reducción de la deuda y el aumento de la rentabilidad han mejorado la situación financiera de las empresas. El resultado final es una caída en el porcentaje de empresas en situación de vulnerabilidad financiera, aunque marginal, ya que ha pasa-

do del 31% en el 2012 al 30% en el 2013. Además, la información más reciente referida al 2014 muestra que el desapalancamiento ha continuado y que la rentabilidad ha aumentado, por lo que la vulnerabilidad financiera habrá mejorado.

El análisis del FMI aporta otra información relevante y es el número de empresas en situación de

vulnerabilidad financiera según la intensidad de esa vulnerabilidad. La mayor vulnerabilidad tiene lugar cuando una empresa no tiene un beneficio (ebitda) suficiente para hacer frente a los gastos financieros. Pero también es preocupante que una empresa tenga que destinar al menos el 50% de ese ingreso neto a pagar los intereses de la deuda. En este caso, en España hay un 42% aproximadamente de empresas vulnerables, con una ligera caída del 2012 al 2013. En el 2013, esas empresas poseen el 47,5% de toda la deuda empresarial. Las empresas que tienen gastos financieros superiores al beneficio, poseen el 35% de la deuda.

Toda esta información invita a una reflexión y es el impacto que una hipotética subida de la prima de riesgo en el actual contexto de inestabilidad financiera en torno al desenlace de la situación de

Grecia podría tener sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas y por esta vía sobre la inversión. Si la actual situación de preocupación se tradujera en un aumento del coste de la financiación de las empresas de 100 pb, el número de empresas en situación de vulnerabilidad financiera aumentaría del 47,5% al 55%. Y si además por otras vías distintas a

la subida del tipo de interés la rentabilidad empresarial disminuyera, aumentaría hasta el 57,5%.

En resumen, si bien la situación de endeudamiento y vulnerabilidad de las empresas españolas ha mejorado tras el desapalancamiento realizado, la recuperación de la rentabilidad y la reducción del coste de la financiación, todavía hay un elevado porcentaje de empresas excesivamente endeudadas y con reducidos niveles de rentabilidad, lo que las aboca a una situación de vulnerabilidad financiera. En este contexto, es necesario que se afiance la recuperación económica y que prosiga un desapalancamiento suave, para lo que es necesario que sigan mejorando las condiciones en el acceso a la financiación. Cruce-mos los dedos para que esta mejora no se vea truncada por una potencial tragedia griega.



**La rentabilidad aumenta claramente con el tamaño, mientras que las pymes son financieramente más vulnerables"**



**El esfuerzo por reducir la deuda ha sido grande, al caer la ratio deuda/PIB de las empresas del 190% en el 2007 a en torno al 150% en el 2014"**