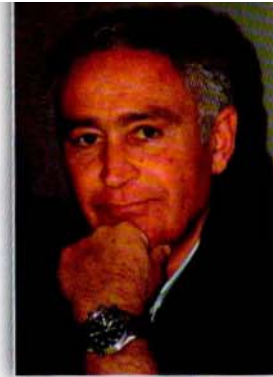


De sobresalto en sobresalto... 'transparencia' en la picota

Antonio Pedraza.

Presidente de la Comisión Financiera del Consejo General de Colegios de Economistas.
Presidente de Esesa y de la Fundación Manolo Alcántara



"Señoreaje del dólar, por el cual los demás (que se resignan a recibir menos intereses por la moneda fuerte, mientras el retorno de las inversiones exteriores norteamericanas es más alto) le financian sus gigantescos déficits"

Barry Eichengreen, *Exorbitant privilege*, Oxford, Nueva York, 2011

El filósofo del pensamiento económico Philip Mirowski, de la Universidad De Notre Dame, en un interesante ensayo bajo el título de 'Nunca dejes que la crisis te gane la partida', ha acabado acuñando un nuevo término para el acervo del léxico económico: agnotología. Se refiere a todo aquello relacionado con la información y a la forma de imprecisar la misma o de mal formarla de cara a confundir a la población, y ello por motivos interesados. Es una forma de nublar la mente de quienes pueden nos estar preparados, incluso para los que lo están de cara a que no profundicen en las informaciones.

Vivimos en tiempos de prisas y, salvo aquellos que por obligación tienen que profundizar en los temas, el común de los mortales solemos dar crédito a lo que se nos proyectan sea información contable, financiera o política, máxime si la misma parece venir de fuente solvente o seduce lo suficiente al aparentar comportar todas las bendiciones previa a su salida a luz. Sin sopesar, que detrás puede estar una manipulación no exenta

de intenciones, donde normalmente subyace la especulación y el fraude. En el terreno de la política, siendo este uno de los motivos, asistimos a esa grave desafección hacia la misma con la que convivimos en estos tiempos.

El último episodio

Ahora, por si fueran pocos, ha saltado el caso de la salida a Bolsa de Bankia. Ya se sabe, aquello de "no cabíamos en casa y parió la abuela". El patio no puede estar más distraído en este epígrafe. El asunto de las preferentes, donde todo un colectivo fue anestesiado con una información engañosa y que sigue coleando en toda su magnitud, no ha podido ser más grave. Tampoco hemos salido del escándalo con mayúsculas de Gowex, con las consecuencias sabidas de terminar la empresa en concurso de acreedores con multitud de damnificados. Caso sobre el que es obligado reclamar la atención, porque subyace algo tan significativo como que la empresa au-

El sistema hace aguas por algún sitio. Por muchos, seguramente. Sin embargo, no es la primera vez que la actuación o la no actuación de una firma auditora cambia el futuro de una compañía

ditora de la compañía, M&A Auditores, validó las cuentas de la que hasta ese momento era la compañía que mejor se comportaba en el Mercado Alternativo Bursátil, donde cotizaba y donde eran pléyade los accionistas embaucados y captados. No deja de ser significativa esa validación de la auditora.

Es a lo que vamos en las observaciones o reflexiones en las que nos queremos extender seguidamente a la vista de las situaciones que nos sobresaltan con recurrente intermitencia, hasta el punto de llegar a preguntarnos cuál será el siguiente. El sistema hace aguas por algún sitio. Por muchos, seguramente. Sin embargo, no es la primera vez que la actuación o la no actuación de una firma auditora cambia el futuro de una compañía.

Pero, desde luego, no es algo exclusivamente nuestro, de este país que se nos dice de pícaros y 'pequeños nicolases'. Referencias, en esta ocasión, fuera de contexto cuando la ocultación, el engaño emana del poder o de la Gotha de nuestro capitalismo. No, los casos a nivel planetario de Deloitte y Parmalat, de Andersen y Enron, Gassó MRL y Astroc vienen a decirnos que la patente no es solo nuestra. Pero sí que nuestro terreno también se muestra abonado para ello, basten para añadir al citado de M&A Auditores y Gowex, los de BD y Pecanova y el más reciente de Deloitte y Bankia; que hacen pensar que la agnotología, ese 'atontamiento' del público objetivo es algo que no es solo patrimonio de nuestra política y que está bien asentada en el mundo empresarial y en su falta de trans-

parencia. Aunque, desde luego y afortunadamente, no sea un tema a generalizar cuando muchas de nuestras empresas son un ejemplo a nivel mundial en cuanto a credibilidad y predicamento en todos los ámbitos.

Recuérdese que en el caso de Enron: en el 2002, se descubrió que la mayor parte de sus beneficios eran falsos, que la empresa tenía una deuda mayor de lo que se conocía y que, en general, toda la empresa era un auténtico fraude. Detrás de todo su auditora, que maquillaba estas prácticas mostrando informes con cuantiosas ganancias cuando las deudas superaban ampliamente aquéllas. La empresa suspendió pagos y los accionistas su dinero. Ahora, lo de Bankia no deja de ser mayúsculo y paradigmático, también con una auditoría validando todo un proceso donde salió a Bolsa sin cubrir ningún riesgo de su división inmobiliaria, en este caso. Unos 350.000 inversores han podido perder unos 3.000 millones de euros. El proceso de fijación del precio al que compraron estos miles de inversores estuvo condicionado por órdenes de compra de empresas ligadas a Bankia, algunas de las cuales vendieron a los pocos días esquivando las pérdidas de los incautos inversores que mantuvieron sus títulos. vamos, ¡de juzgado de guardia!

Una lectura preocupante

Los informes que han emitido los peritos judiciales del Banco de España acaban cuestionando el papel del auditor, y las cuentas de la entidad de 2011, incluso las que reformuló tras en 2012 su actual presidente, José Ignacio Goirigolzarri—me quedo con la duda de si he escrito bien el apellido—, admitiendo que el anterior presidente y otros directivos tuvieron ánimo de ocultación de las tarjetas opacas. Bueno, la peor lectura: a esta salida a bolsa acudieron lo más granado y notable de los inversores institucionales. ¿Fueron obligados a entrar? ¿conocían sus cuentas? Lo cierto es

ECONOMÍA ESPAÑOLA INDICADORES

	2013	2014*
PIB	-1,2	1,2
SALDO EXTERIOR (aportación al crecimiento PIB en pp)	-2,7	1,9
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	4,3	4,1
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS	-0,5	7,3
INDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL	-1,5	1,5
TASA DE PARO "EPA"	26,1	24,7
AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL (evolución)	-2,9	1,5
IPC	1,4	-0,1
IPC (subyacente)	1,4	0,0
DEFICIT ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	-6,3	-6,1

Fuente: Funcas. (Se han reflejado últimos datos conocidos).

Nota (*) Media del periodo para el que se disponen datos.

No nos extrañemos que las auditoras entren por el aro y se plieguen a las exigencias de los consejos de administración, en definitiva, a quienes pagan

que la mayor parte de ellos vendió sus acciones a partir del día siguiente de la salida a bolsa.

La lección que se saca de todo esto es la falta de credibilidad de los informes de las auditoras. Ojo, no es algo a generalizar, Dios nos libre. Pero en estos casos que venimos refiriendo y que han contribuido a crear esa mala información a los inversores, siempre ha habido una auditora detrás que simplificando ha validado la misma. A esto vamos, sin dudar de la profesionalidad de su integrantes, de sus excepcionales equipos —estamos acostumbrados a constatarlo—, el sistema en su conjunto deja mucho que desear. Aquí la competencia, llevando la contraria a las bondades del sistema de libre mercado, actúa de forma pernicioso. Por captar grandes cuentas, grandes empresas, por conservarlas... no nos extrañemos que las auditoras entren por el aro y se plieguen a las exigencias de los consejos de administración, en definitiva, a quienes pagan. Aquí esta el quid de la cuestión, que cada uno saque sus conclusiones.

Por lo demás, avanzamos por el felpudo de un 2015 que se presen-

ta veleidoso. En el escenario internacional, nos encontramos con la atonía europea, la debilidad de China y la recesión que se observa, no levanta cabeza, en Japón. Todas las miradas en este contexto de cierta incertidumbre se dirigen una vez más a EEUU que podría convertirse en el gran motor que impulse la demanda mundial en el transcurso del año. Los datos de crecimiento en el último trimestre hacen presagiar que los americanos crezcan a niveles superiores al 3% en el transcurso del ejercicio, apoyado ello en la expansión ya constatada del empleo, de la inversión, del gasto de los hogares. Por otra parte, no se espera que la fortaleza del dólar perjudique sensiblemente sus exportaciones.

Un dólar alto —se piensa que todavía tiene capacidad de revalorización cercana al 20%— está perjudicando, sin embargo, a los países emergentes que ven estancado su crecimiento y poseen una deuda pública en dólares. Si las monedas de China, Brasil o Turquía, valgan los ejemplos, se debilitan, los inversores abandonarían estos países para buscar activos con más rendimiento en dólares en EEUU.

DIVIDENDOS 'EL CLAVO AL QUE AGARRARSE'

	Rentabilidad por dividendo	Dividendo por acción
Santander	7,47	0,51
Repsol	6,23	1,01
BME	5,77	1,82
Telefónica	5,75	0,72
Abengoa	5,53	0,11
Endesa	5,48	0,84
Mapfre	5,20	0,15
Enagás	5,17	1,32
Iberdrola	5,00	0,28

Fuente: Bloomberg (Rentabilidad por dividendo con cargo a 2015, según previsiones del consenso de analistas encuestados por esta firma).

En este punto, debemos hacer una llamada de atención, los economistas siempre escudriñando a ver lo que sacamos, aunque siempre estemos tan lejos del acierto. Los tipos de interés reales al alza en Estados Unidos, bien porque la FED suba los de corto plazo como se espera, bien por la baja inflación esto no deja de ser un mensaje negativo para la evolución de las bolsas reñidas siempre con la subida de tipos. Es solamente una observación.

En América latina los efectos son diversos. Los países que han adoptado el dólar como moneda interna (Panamá, El Salvador y Ecuador) pierden competitividad, al encarecerse sus exportaciones. En Colombia, México, Chile y Perú un dólar fuerte les favorece al hacer sus productos más baratos. En Europa, Grecia -irá a las urnas el 25 de enero, con la ultraizquierda como favorita: el ascenso de Syriza, equivalente a nuestro Podemos- destapa el fantasma de la inestabilidad de la deuda. La caída del precio del petróleo hunde

DÉFICIT Y DEUDA AUTONOMÍAS

DÉFICIT (3er. Trimestre 2014) En % de PIB		DEUDA (3er. Trimestre 2014) % variación con 2011	
Extremadura	2,02	Murcia	138
Murcia	1,88	Andalucía	87
Andalucía	1,57	Cantabria	85
Cataluña	1,53	C. la Mancha	81
C. Valenciana	1,38	Aragón	76
C. la Mancha	1,30	C. Valenciana	64
Madrid	1,05	Castilla y León	63
Aragón	1,03	Madrid	62
Galicia	0,86	Baleares	59
La Rioja	0,84	Asturias	59
Castilla y León	0,79	Canarias	54
Cantabria	0,67	La Rioja	48
Baleares	0,61	Extremadura	46
Asturias	0,43	Cataluña	43
Canarias	0,40	Galicia	39

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Presupuestos Generales del Estado.

en el marasmo a Rusia, lo que perjudica el crecimiento alemán. Reino Unido y Noruega padecerán también por la caída del crudo, aunque lo de Rusia debe afectar más al escenario europeo.

La lectura que nos ofrecen ese ascenso del partido de extrema izquierda en Grecia, los euroescépticos del UKIP británico, pasando por el movimiento 5 Estrellas del cómico italiano Beppe Grillo es que la crisis nos está dejando un legado en forma de movimientos más o menos de antisistema o extremistas en las principales economías europeas. Algo para ponerse a temblar por la incidencia que puede tener en lo económico cuando parece que estamos dejando la crisis atrás.

El caso de España es paradigmático, porque en creamiento va a andar a la cabeza de la Zona Euro. En un año preelectoral, donde se van a olvidar los recortes y con el

maná que suponen los tipos de interés tan bajos para financiarse y la también propina de la reducción de la factura del petróleo. A esto se llama que nos visite la suerte, ¡que nos toque el gordo!

El mapa de la inversión, enfilando el año

Ahora más que nunca y con los tipos de interés tocando suelo, vale aquella premisa de que 'la rentabilidad exige riesgo'. En un entorno donde también prima la baja inflación, los inversores deberán abandonar los depósitos y la renta fija en busca de mayores beneficios. Las bolsas, los fondos, los ETF los ofrecen, pero exigiendo la asunción de riesgos.

En el caso de la renta fija, después de años en que todo ha sido ganancias, las expectativas para 2015 son las más bajas de la historia. En los tramos cortos la incerti-

La lectura que nos ofrecen el ascenso de partidos de extrema izquierda en Europa es que la crisis nos está dejando un legado en forma de movimientos más o menos antisistema o extremistas en las principales economías europeas

La Bolsa está marcada por el derrumbe del petróleo, la caída del rublo, el temor al contagio sobre otros emergentes y la crisis política griega

dumbre se transforma en volatilidad, siendo el riesgo de pérdida mayor que en los tramos largo de la curva. Los intereses de los tipos a corto ofrecen un retorno próximo a cero, por lo que la posibilidad de que se estrechen más se dificulta. Por ello, para buscar rentabilidad los inversores tienen que buscarla en vencimientos largos, a lo que favorecería que se aprobasen en Europa más estímulos monetarios, ya sea con bajadas adicionales de tipos o con un programa de compra de activos por el BCE. Otra opción, adquirir títulos de menor calidad, lo que implica mayor riesgo, como los bonos corporativos o deuda empresarial. En esta deuda privada y *high yield*, los retornos son más altos, pero ya se sabe, mucho mayor riesgo.

Siempre hablamos de los fondos como el vehículo idóneo en estas circunstancias, por su versatilidad y tributación. Tampoco deben olvidarse los ETF, que permiten responder a valores índices con fidelidad absoluta y que, en el caso de los dividendos, reciben los de las empresas donde invierten; si el inversor opta por cobrarlos deberá tributar, de lo contrario, se reinvierten adquiriendo más participaciones.

En el caso de los derivados –permiten jugar o apostar con más dinero del que se deposita–, lo repetimos hasta la saciedad, su riesgo es muy superior al de otros vehículos de inversión, siendo solo aptos para invasores expertos o bien asesorados. Su valor depende de la evolución de los activos subyacente, y el apalancamiento, la posibi-

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA ESPAÑOLA* DESDE 1909

1909	101	A pesar de venir cayendo tras crisis 1898
1920	31,3	Neutralidad durante la Gran guerra
1945	22,4	Caída por intensa inflación
1975	7,3	Final dictadura, endeudamiento en mínimos históricos
1996	67,4	Su crecimiento, por la crisis de 1993
2007	36,3	La fuerte expansión económica hace que la deuda se deduzca a la mitad en 15 años
2014	96,8	Desenfreno

Fuentes: FMI, Cinco Días y B. de España.

* En % de PIBN

lidad de ganar con las caídas y subidas de cualquier producto que se elija, son sus ventajas.

En cuanto a la Bolsa, marcada al final del año por el derrumbe del petróleo, la caída del rublo, el temor al contagio sobre otros emergentes y la crisis política griega, factores que no dejan de presagiar un nuevo año muy volátil, pero con potencial y vaticinando que nuestro índice cierre el 2015 cercano al 12.000 puntos. Aunque el mercado que se ve con más potencial a pesar de sus alturas actuales, es el americano. La forma de entrar en el mismo más aconsejable es a través de fondos expertos en aquel escenario. Sin olvidar en el mismo, que la revalorización del dólar puede proporcionar rentabilidad añadida.

Ante depósitos bajo cero, es obligado pensar en los dividendos: Santander y Repsol serán los valores del Ibex más rentables en este epígrafe; destacando también Telefónica, Abengoa y BME entre los valores que pagan solo en efectivo –esto último a tener en cuenta–. Los valores más recomendados: las grandes constructoras y compañías ligadas a la salud y tecnología. Ante un cambio de ciclo, en general aquellas compañías ligadas al mismo. Aunque vale la pena recordar que desde enero de este año, desaparece la exención fiscal para los dividendos, que cubriría hasta los primeros 1.500 euros cobrados. También es novedad que desaparece la penalización que existía para la inversión en valores en ventas a corto –vender pronto–, porque ya no habrá distinción en-

tre ganancias y pérdidas patrimoniales generadas en menos de un año o más de un año. Hasta ahora, las plusvalías de menos de 12 meses estaban penalizadas al tipo marginal.

Hay que dar la bienvenida a una nueva fórmula de ahorro, el llamado plan de ahorro 5, que se articularán como cuentas de ahorro o seguros vinculados a cualquier activo financiero. En los mismos podrán realizarse aportaciones de hasta 5.000 euros año por persona. Su principal ventaja es que los intereses generados estarán exentos de tributar, pero siempre que el dinero se mantenga al menos 5 años. De todas formas, sus rendimientos en consonancia a como está los tipos, no deben dar rentabilidades por encima del 2%. En el caso de los planes de pensiones, la nueva reforma fiscal y a partir de este año, contempla que el dinero se podrá rescatar al cabo de 10 años y no sólo al jubilarse.

Por último el sector inmobiliario, lo venimos comentando, la buena compra en los momentos actuales, donde los precios parecen haber tocado suelo, de pisos, oficinas y locales, podrían rentar en el mercado de alquiler: un 5,3%, el 6,4% o un 7%. Que no está nada mal. Eso sí, pensar en ganancias por revalorización de la adquisición, eso es, a estas alturas, ser demasiado optimista.

Como vemos, hay ofertas para todos los gustos. Pero si se persiguen rentabilidades, ya se sabe, hay que pasar por las Caudinas Horcas del riesgo. Algo reñido con las digestiones placenteras. ■