

DANIEL LACALLE

GESTOR DE FONDOS DE INVERSIÓN Y
HEDGE FUNDS EN LONDRES

NOSOTROS, los MERCADOS

QUÉ SON, CÓMO FUNCIONAN Y POR QUÉ RESULTAN IMPRESCINDIBLES

DEUSTO

Índice

Portada

Índice

Dedicatoria

Parte I. Los mercados financieros, qué son, quiénes son, cómo funcionan

1. «Think against the box»

2. El mercado financiero, complejo y volátil

3. Bienvenido a Londres

4. El mercado no ataca, se defiende

5. La crisis de Lehman y el cambio de mentalidad. Hábitos y costumbres

6. Traders, robots y especuladores

Parte II. La crisis de deuda y la gran mentira del dinero gratis

7. El mercado de deuda

8. ¡Bienvenidos inversores!

9. La crisis europea y de deuda soberana

10. Las agencias de calificación

11. Cuando el problema parecía ser sólo Grecia

12. ¿Por qué se temía la ruptura del euro?

13. Los malvados especuladores. La culpa es del otro

14. La bola de nieve de deuda

15. La maldita prima... de riesgo

16. Los derivados, ¿un arma de destrucción masiva?

17. La ilusión del dinero fácil, los bancos de inversión y el gran engaño

18. Las políticas de estímulo y la patada hacia delante

19. Mentiras y errores de la crisis de deuda
20. Libertad económica y austeridad
21. España y el debate sobre el rescate
22. Las medidas que recuperarían la competitividad de España

Parte III. Hedge funds y mercado bursátil

23. Hedge funds, ¿los malos de la crisis?
24. Gestión activa
25. Críticas y realidad
26. Estrategias
27. Construcción de carteras
28. Inversión. El roce es el cariño
29. Las posiciones cortas dan alegría a la cartera
30. La prohibición de los cortos
31. Recomendaciones
32. El espejismo del largo plazo... y la oportunidad
33. Un caso curioso. La cartera de empresas con políticos
34. La comunicación con el mercado y el atractivo inversor
35. Por qué invertir en un hedge fund
36. Diez reglas de oro a la hora de invertir
37. Las frases y los comentarios «alarma»
38. Libros, cine y música sobre mercados
39. El día a día de un hedge fund
40. Despedida

Libros recomendados

Agradecimientos

Actualización para la 3ª edición. Chipre, otro episodio «excepcional» de la crisis europea

Notas

Créditos

A mis hijos, Jaime, Daniel y Pablo, que son mi orgullo y lo mejor que me ha pasado.

A Patricia, mi vida.

A mis padres, Ángela y José Daniel, que me educaron para pensar de manera independiente.

A mi abuelo José Daniel, que me enseñó a confiar en mí mismo.

PARTE I

Los mercados financieros, qué son, quiénes son, cómo funcionan

«Think against the box»**«Nos encantaría hacerte una oferta»**

Liverpool Street, Londres, invierno de 2005. Me llamaron un jueves por la mañana a mi puesto en un banco de inversión. «Daniel, he hablado con mis colegas y les gustaría conocerte y que vinieras a charlar con algunos del equipo.» La voz al otro lado del teléfono era Toby, un cliente y amigo que gestionaba 1.000 millones de dólares en uno de los *hedge funds* —fondos cubiertos— más grandes del mundo.[1]

—Claro, no hay problema —dije yo, intrigado y a la vez ilusionado—. Dame fechas.

—Tienes un billete reservado esta tarde a las ocho. Así llegas aquí mañana viernes de madrugada y puedes aprovechar el día —me dijo Toby—. Si te da tiempo, comemos algo, suerte.

«¿Si me da tiempo? —me pregunté—. ¿Cómo que si me da tiempo? ¿Suerte? En fin.»

Se lo comenté a mi mujer, di una excusa en el banco para no ir el viernes, hice la maleta y me dispuse a salir camino a Heathrow.

No fue un mal viaje. Tengo la suerte de dormirme subido al palo de una escoba y tampoco esperaba nada en particular de las entrevistas, así que vi una película sobre la vida de un traficante de armas titulada *El Señor de la Guerra* (*Lord of War*, de Andrew Niccol), con Nicolas Cage de protagonista; leí un poco (*Freakonomics*, de Steven Levitt); y a dormir...

Llegué a Estados Unidos y un coche me llevó a las oficinas.

El edificio impresionaba. Una enorme torre de cristal donde el fondo de

inversión ocupaba cuatro plantas: una dedicada a salas de reuniones; otra a departamentos de operaciones, lo que se conoce como «*back office*», donde se encuentran los servicios de contabilidad, legal, recursos humanos y otros; y dos pisos con gestores, analistas y *traders*. Sin jerarquías, sin comités, sin reuniones eternas. Casi 1.500 personas para gestionar decenas de miles de millones de dólares, y un jefe, el dueño.

El fundador de este fondo es una de esas pocas personas a las que yo me atrevo a calificar de genio. Como otros famosos gestores de grandes fondos alternativos, su principal característica era una pasión por las matemáticas y el análisis riguroso, y la tendencia a cuestionar los dogmas establecidos. Absorbía información como nadie y escuchaba a todo el mundo. Sus armas eran la pasión por el trabajo y estar alerta 24 horas, y cuando algo le inducía a cometer un error, levantarse, aprender y hacerse más fuerte. Empezó en los 90 en el campus de la universidad con un poco de dinero prestado por sus familiares, y en lugar de entregarse a la fiesta bursátil se fue banco por banco tratando desesperadamente de abrir cortos, es decir, pedir prestada una acción pagando un interés para venderla después y devolverla a un precio inferior si cae la bolsa. En aquella época, en plena ebullición de las puntocom, con la bolsa subiendo un 2% diario, eso parecía una locura. En 2005 su fondo gestionaba más de diez mil millones y se situaba en el Top 3 de los gestores que más ganaban, con 1.200 millones de dólares anuales, según el *Financial Times*.

Nada más llegar vi salir a unos cuantos chicos con unas cajas. Todos despedidos. Buen comienzo.

—Dame seis *longs* y seis *shorts* —fue la primera pregunta que me hizo Dylan, un matemático que, según contaba la leyenda interna, tenía prohibida la entrada en los casinos de Las Vegas porque contaba las cartas gracias a su memoria fotográfica.

Un «*long*» es una inversión tradicional, comprar un valor con la esperanza de que suba o lo haga mejor que el mercado. Un «*short*», es lo que comentaba antes, una inversión en corto, también mal llamada bajista. Se trata de tomar prestado el valor pagando un interés, para luego venderlo, esperar a que baje o a que lo haga peor que el resto, comprarlo de nuevo y devolverlo a quien lo ha prestado, generando un beneficio con ello si la acción ha caído. Pero el objetivo fundamental de los «*shorts*» es cubrir el riesgo exógeno de las inversiones

«*long*». Mitigar el efecto ruido blanco, es decir, la volatilidad de mercado, que se llama «*beta*».

Me pedían una cartera con el mismo número de *longs* y *shorts*, que es lo que se denomina una cartera «neutral», es decir, que no esté sujeta a los movimientos de la bolsa en su conjunto, sino que genere beneficios si el análisis personal es adecuado, haga lo que haga la bolsa. Por ejemplo, esa cartera funciona y genera beneficios si los seis *longs* caen, pero caen menos que los seis *shorts*. A esa estrategia se le llama «*market neutral*», y es mi favorita, pues no depende de predecir si Bernanke o Draghi o Merkel o Rajoy van a decir o hacer algo. De todo ello hablaremos con detalle en capítulos posteriores.

El ambiente en un *hedge fund* no tiene nada que ver con lo que se ve en las películas. No hay hombres y mujeres repeinados, con traje y tirantes, gritando a los teléfonos. Me sorprendieron el silencio y la tranquilidad que se respiraban. La mayoría de la gente andaba por la oficina vestida de forma informal. Casi todos los hombres con camisa polo, pantalones chinos y camiseta blanca. Todo el mundo a lo suyo: intentar ganar dinero. Y yo, como un «pringado», vestido como si fuera a una boda.

Todos los analistas, gestores, operadores hablaban entre ellos a través de chats en Bloomberg.^[2] Una herramienta esencial para cualquier gestor u operador. Además de los cientos de pantallas que ofrece con datos instantáneos de precios de cualquier cosa, tiene una aplicación de chat, similar a whatsapp, donde todos los suscriptores pueden comunicarse en vivo. Tiene la ventaja de que todas esas conversaciones se registran, y así nadie puede decir que se le ha malinterpretado, por lo que es de enorme utilidad para el regulador financiero, sea la SEC (Securities and Exchange Commission), o la FSA (Financial Services Authority). Todas las conversaciones del fondo se hacían a través de chat.

Durante el día se sucedieron las entrevistas. Matemáticos, físicos, economistas, médicos, antiguos funcionarios del gobierno, exmilitares... Preguntas sobre todo tipo de temas profesionales y personales, una y otra vez, sin parar. No, no comí.

La última entrevista fue con el CIO (*Chief Investment Officer*), el Jefe de Inversiones. Me preguntó qué haría si fracasaba. Le dije: «Reconocerlo y procurar no volver a fracasar». Me hizo dos preguntas más: «¿Qué libro estás leyendo?»; «¿Cuál ha sido la última película que has visto?» Cuando le hube

contestado, se levantó y se fue. Estaba convencido de que había metido la pata hasta el cuello y que había respondido con dudas. No estaba seguro de si había sido consistente con mis afirmaciones anteriores cuando me preguntaban dos o tres veces lo mismo. Por la tarde me recogió el coche y me llevó de vuelta al aeropuerto O'Hare.

Cuando llegué a mi apartamento le dije a mi mujer que había sido la experiencia más surrealista que había tenido en mi vida. Debo decir que, por una parte, el ambiente asustaba, pero por otra parte suponía un reto realmente interesante por la oportunidad de rodearse de tal cantidad de mentes privilegiadas.

El lunes me llamaron de nuevo. «Nos gustaría que vieras a más gente.» Durante un mes tuve hasta seis sesiones de interrogatorio continuado, pruebas de personalidad y tests de todo tipo. Estaba claro que buscaban algo más que un perfil profesional sólido y unos buenos conocimientos del mercado. Buscaban una forma específica de entender y analizar el mundo.

De repente, silencio. Lo di por perdido.

Un mes más tarde, estando en Copenhague de viaje con el banco, me llamó el jefe de recursos humanos del fondo. «Nos encantaría hacerte una oferta.»

Por lo que me contaron, lo que les llevó a decidirse por mí en vez de otros candidatos, a pesar de ser mayor y tener menos años de experiencia en la City, era lo que ellos llamaban «*think against the box*». «Pensar contra la caja.» No buscaban sólo alguien que pensara «*out of the box*», «fuera de la caja», es decir, fuera de lo normal, de lo que piensa la mayoría, sino alguien que pensara en contra de lo establecido.

Empezaba a entender por qué había tal diversidad de perfiles y por qué muchos de los gestores de éxito no provienen de carreras profesionales «tradicionales». Alfred Winslow, considerado creador del primer *hedge fund* de la historia, era sociólogo y periodista. Bill Gross —el rey de los bonos— estudió psicología. André Kostolany estudió filosofía e historia del arte. James Simons, de Renaissance Technologies, el fondo con la mejor rentabilidad del mundo, muy por encima de Warren Buffett, es matemático. En muchos casos, la carrera de economista, el máster típico, no ayuda porque las escuelas existentes se centran en la ortodoxia y en una visión uniforme y consensuada, casi diplomática de la economía. Tener éxito en un fondo de estas características

requiere pasión por la economía, pero no ortodoxia ni análisis tradicional, y mucho menos estar de acuerdo con la opinión mayoritaria. Exige ver las cosas desde un punto de vista único, original, y cuestionar el *statu quo*. Así es cómo se descubren cosas como la crisis «subprime» o la burbuja de la deuda soberana, la sobrevaloración de las puntocom o las constructoras. Por eso tienen tanto éxito los que vienen de fuera de la economía tradicional pero sienten pasión por ella, pues son personas que estudian y analizan la cosas con enorme detalle pero desde un punto de vista objetivo, único e independiente. Se trata de saber cuestionar las valoraciones de consenso, atacar con argumentos los dogmas tradicionales y arriesgarse.

Viví un tiempo en Estados Unidos antes de volver a Londres. Al llegar a la oficina el primer día me encontré un ordenador con seis pantallas. En una de esas pantallas estaba la cartera que me pidieron en la primera entrevista con seis posiciones largas y seis posiciones cortas. Por lo visto, el día de mi entrevista invirtieron \$100 millones en mis recomendaciones, y durante todo el proceso de selección habían estado generando beneficio... o pérdida. Por suerte, el color de la pantalla era verde. Beneficio. Casi me da un ataque al corazón.

Había entrado en un *hedge fund*. Que nadie diga que los sueños no se cumplen. Con treinta y seis años.

El mercado financiero, complejo y volátil

Mi decisión de intentar saltar al mundo financiero se remonta más o menos al año 2003. En aquella época solía preguntarme: «¿Cómo es posible que no hayamos aprendido nada de las dos crisis, rusa y latinoamericana, que hemos sufrido recientemente?» «¿Por qué estamos cometiendo los mismos errores?»

Tras casi diez años en Repsol, donde trabajé en varios departamentos desde 1991 hasta 2000, pasé a encargarme de la Dirección de Relaciones con Inversores en Enagás, posición desde la que participé en la salida a bolsa de la empresa. Tenía varios años de experiencia en gestión de la comunicación corporativa y relaciones con inversores en Repsol, pero vivir el proceso de salida a bolsa de una empresa desconocida para el mercado fue una experiencia fascinante. Trabajar con bancos de inversión para preparar la documentación, entender cuáles eran los principales mensajes que debíamos transmitir para mostrar el atractivo de la empresa, analizar y revisar los modelos e informes de los analistas, salir de viaje por el mundo a explicar la estrategia de la empresa... Nada de ello era nuevo para mí, pero hacerlo desde una empresa relativamente desconocida y sin historial cotizado me dio una perspectiva completamente distinta. Hay que ganarse cada pequeño éxito, y alcanzar cada objetivo es una labor compleja y ardua.

Enagás era una empresa muy tradicional, que no había cotizado nunca, con activos regulados y un equipo de buenos gestores que no sólo tenían poco interés por el mercado, sino que lo veían con recelo. Afortunadamente, también contaba con un presidente que conocía el mundo financiero de primera mano y había participado desde Repsol, donde habíamos coincidido previamente, en muchas operaciones de salida a bolsa, viajes institucionales para explicar a inversores

potenciales la estrategia de la empresa (los llamados «*roadshows*») y había preparado varias presentaciones. Para mí fue un privilegio tener la oportunidad de trabajar en una empresa que acudía a bolsa por primera vez y contar con el apoyo absoluto de un ejecutivo que entendía a la perfección este mundo, sus necesidades y la importancia crucial de la comunicación financiera. Es cierto que llegamos a la empresa con experiencia, pero el trabajo que teníamos por delante era monumental. Convencer a los accionistas potenciales de que una empresa pequeña, desconocida, con importantes riesgos e incertidumbres regulativas, podía ser una buena inversión.

No era fácil. Recuerdo un viaje por Estados Unidos en el que íbamos a los lugares más recónditos, como Des Moines (Iowa), en medio de la América profunda, para hablar por ejemplo con un fondo de pensiones de granjeros, y al término de la reunión volábamos inmediatamente hacia otro estado donde alguien nos quisiera escuchar. Poner una empresa española en el mapa bursátil no es fácil. Muchos inversores nos recibían con dudas, suspicacia o directamente con aburrimiento. Cubríamos cinco estados en cuatro días, para luego volver a Europa y hacer seis países en otros cuatro días. Teníamos que sacar la cabeza entre las decenas de miles de valores que competían por el capital inversor, y la única manera de resaltar era siendo mejores, más transparentes y más dedicados.

Era como tener un enorme lienzo en blanco y una paleta llena de colores para crear el cuadro que siempre habíamos querido pintar. En aquellos años nos matamos a viajar, creamos un departamento completo de relaciones con inversores, organizamos juntas de accionistas, toda la documentación periódica e hicimos cuanto estaba en nuestras manos por poner a la empresa en el mapa. Gracias a un equipo espectacular, que sigue ahí actualmente, el precio de la acción se dobló en tres años, y a día de hoy sigue siendo una de las pocas salidas a bolsa desde 2001 que ha creado valor para el accionista, a pesar de las grandes incertidumbres sobre los resultados del grupo, de la falta de concreción regulativa y de que algunos accionistas mayoritarios tenían que reducir sus participaciones.

Los éxitos que conseguimos en aquella época, incluidos varios premios a la mejor labor de Relaciones con Inversores y a la mejor Oferta Pública de Valores del año, cimentaron mi interés y mi pasión por los mercados financieros. Y llegamos al año 2003.

España estaba viviendo una explosión de crecimiento, todo subía, Europa nos miraba con envidia y nos ponía como ejemplo de milagro económico. Nuestras empresas se volvían cada día más grandes, absorbiendo todo tipo de compañías extranjeras a precios de oro, pero no importaba. A pesar de haber vivido la crisis latinoamericana pocos años antes, una crisis que puso a muchos grupos empresariales al borde de la quiebra, volvíamos a conquistar el mundo... con deuda. De golpe, el vecino de enfrente era un experto en inmuebles, acciones e inversiones. «A largo plazo todo sube.»

Tal vez yo fuera un bicho raro, pero notaba algo... todo esto no me cuadraba. Y lo que no cuadraba era algo que para mí tenía mucha importancia —y en el futuro la tendría aun más—: los números. Nos habíamos olvidado del balance, la deuda no importaba. Aún recuerdo una conversación con un alto ejecutivo de una empresa cotizada que me explicaba, sin ruborizarse, que la deuda de las recientes adquisiciones estratégicas llevadas a cabo por la empresa «no debe tenerse en cuenta», porque «cuando vendamos a precios muy superiores la repagaremos y aun generaremos beneficio». Nos dominaba la cultura de la llamada «*greater fool theory*» (la teoría del «tonto más grande»), según la cual después de una mala inversión o de una compra cara siempre aparecerá alguien, preferiblemente extranjero, que compre aún más caro.

En las charlas con mis amigos, la frase más repetida era: «Te equivocas, Daniel, esto puede seguir y seguirá». Muy poca gente dudaba de que fuera posible vivir niveles de crecimiento del tres por ciento anual durante los próximos 20 años. Yo lo dudaba... y mucho.

Una crisis reveladora y un verdadero *shock*

Debo decir que mi caso tal vez era diferente. Acababa de vivir la crisis argentina, en los años 1999-2001, justo cuando iban a nacer mis hijos. Sí, trillizos en medio de una crisis que casi se lleva por delante la empresa en la que llevaba 10 años trabajando, Repsol. Por alguna razón, mi sentido de la prudencia y percepción del riesgo se vieron afectados drásticamente por aquel *shock* que nos hizo pasar de ser la envidia del mundo por nuestras operaciones estratégicas a buscar formas de garantizar la liquidez diaria. Esas experiencias no se olvidan.

Cuando saltó la crisis y se produjo la devaluación masiva del peso argentino, vivíamos en una nube y de repente los éxitos, la bonanza, la euforia, el «todo va bien» desaparecieron y tuvimos que enfrentarnos a los problemas de supervivencia. Esta situación había impactado especialmente a Repsol, la empresa donde trabajaba, hasta el punto de que varios bancos de inversión llegaron a dudar de la supervivencia del grupo. Vivir la crisis latinoamericana y aprender de gestores corporativos que supieron salvar la empresa del desastre me ayudó a centrarme en lo que es realmente importante a la hora de seguir una empresa, un valor, un bono, un Estado.

Nos encantan las frases vagas sin significado concreto como «es una empresa de toda la vida», «siempre ha sido así», «a largo plazo se soluciona», y olvidamos los números. Lo que realmente cuenta es la caja, el balance, la deuda, el capital circulante. La liquidez y la solvencia. Sin embargo, solamente tres años después del *shock* latinoamericano pocos parecían acordarse de esos indicadores. En las escuelas de negocios se hablaba todos los días de cosas como «aumentar la deuda mejora el coste de capital» o «cómo se crea valor endeudando un activo», ideas que son correctas hasta cierto punto, pero que dejan de serlo si se olvida el umbral de saturación de deuda; es decir, ese momento a partir del cual una unidad adicional de endeudamiento no genera rentabilidades marginales positivas, sino negativas.

En Inglaterra siempre dicen: «Espera lo mejor pero prepárate para lo peor». Me daba la impresión de que en España habían saltado todos los filtros de seguridad, de que todas las lecciones de las crisis anteriores se habían olvidado. Todas las comunidades autónomas tenían un derecho adquirido a más deuda, un aeropuerto, un AVE, el mismo modelo económico de expansión y los mismos recursos ilimitados. Pocos hablaban de la burbuja inmobiliaria, y desde luego muchos menos hablaban de la burbuja de las infraestructuras que iba de la mano de esas estimaciones de demanda creciente eterna. Un exceso en infraestructuras que yo ya comentaba en mis artículos de *Cotizalia* en 2009. Nadie se preguntaba de dónde salía el dinero, y mucho menos cómo se iba a devolver.

Los gestores prudentes, los que alertaban sobre esta locura derrochadora, eran apartados de sus puestos por «fastidiar la fiesta». Yo tuve la suerte de aprender y formarme profesionalmente al lado de algunos de esos gestores prudentes, con experiencia acerca de cómo manejar los ciclos y las crisis. Por

eso, igual que les sucedía a otros, me chirriaba aquel optimismo pagado con deuda.

El caso es que volvíamos a la misma euforia pre-crisis argentina y yo empezaba a ponerme nervioso. Me había preparado para un gran cambio que llevaba años rumiando, desde que empecé a trabajar en el departamento de relaciones con inversores. Pasé ocho años desarrollando esa labor en las dos empresas mencionadas. Mi trabajo era coordinar la comunicación de la empresa, informar y atender a diario a los inversores en acciones y bonos. Esta experiencia me abrió los ojos a la realidad del sector financiero y a los distintos operadores del mismo, desde los bancos de inversión a las agencias de calificación, los inversores de deuda y renta variable, las empresas competidoras y los diferentes sectores. Pero sobre todo me dio la oportunidad de entender mejor algo que la mayoría de las personas no perciben: la verdadera naturaleza de los mercados. Cómo piensan, qué buscan, cuáles son sus preocupaciones.

Una de las primeras lecciones de mi experiencia fue entender la naturaleza de la información económica que recibimos. La mayoría de la información que llega a los actores financieros es reactiva. Sólo nos dice qué ha pasado y es además información tardía, filtrada, muchas veces maquillada y en algunas ocasiones contaminada por relaciones de poder y apariencias.

No es una casualidad que se llame «el mercado»

La gran pregunta que me hacen constantemente es: ¿Quiénes son en realidad «los mercados financieros»? La mejor definición que he encontrado en mi vida la dio mi buen amigo Marc Garrigasait, gestor en Koala Capital, en un artículo publicado en *Cotizalia*: «Los ahorros de tu madre».[3] Siendo más estrictos, los mercados financieros son los ahorros de todos los padres y madres del mundo, aunque tienen mucho más peso los padres y madres de los países que tienen más patrimonio y pueden prestarlo/invertirlo en otros países. El dinero de los fondos de pensiones, los encargados de garantizar que no se pierdan los ahorros de toda una vida, está invertido vía «los mercados financieros» en bonos, acciones y divisas como activos básicos. Los gestores de estos grandes fondos de pensiones deben velar por conseguir una rentabilidad razonable anual para que, cuando las

familias se jubilen, reciban la mayor cifra posible. Por tanto, si temen que el dinero prestado (bonos) o invertido (acciones) en un país o en una empresa determinados pueda perderse, inmediatamente decidirán retirarlo e invertirlo o prestarlo en otro país o empresa que les transmita confianza y seriedad. También son parte del mercado países con enormes excedentes de dinero como consecuencia de sus superávits, como China, India, Brasil, Rusia o Noruega, los cuales invierten sumas astronómicas en bonos y acciones de los principales países occidentales.

Mi hijo Daniel, al enterarse de que su abuela iba a publicar su primer libro, creó el slogan «haga feliz a mi abuela, compre su novela». Con esa sencilla frase me hacía ver que entendía el alma del mercado. Es un proceso vendedor, y dentro de ese comercio hay dos partes, el proveedor y el cliente. El vendedor apela a nuestro instinto emocional para ganarse clientes. Haga feliz a una abuela. Compre bonos del Estado por el bien del país. Compre acciones de la empresa X por su contribución a la sociedad.

Las empresas, los gobiernos, los bancos de inversión, los analistas, todos son vendedores en dicho mercado. Venden su producto a los compradores, es decir, a los inversores y a los ciudadanos, que son a su vez, consumidores de la «mercancía» que venden dichas entidades. Esto es muy importante entenderlo, porque no comprender la naturaleza vendedora de algunos actores nos puede llevar a malinterpretar o sobreestimar la información que recibimos.

En un centro comercial con distintos quioscos, intermediarios y clientes finales, la parte vendedora se esfuerza siempre en mostrar las mejores cualidades de su producto, es optimista y ofrece perspectivas que tienden a ser positivas. Del mismo modo, y aunque hoy pensemos que no es así, el mercado funciona a partir de impulsos positivos. Es algo que surge de la propia naturaleza humana, la cual necesita creer en el largo plazo para sobrevivir, necesita ser optimista y recibir noticias esperanzadoras, incluso cuando se informa de eventos negativos.

Así pues, no se trata de que el mercado trate de engañar, sino de que las partes vendedoras apelan a las ansias de crecimiento y mejora de la naturaleza humana, y a través de su publicidad ofrecen la mejor cara posible de su producto, igual que en esas fotos familiares donde la gente siempre sale feliz, o en esos anuncios donde siempre se muestra una imagen atractiva; o igual que el padre que siempre piensa que su hijo es el más listo y el que más lejos va a llegar

en el mundo.

Entre los vendedores y los compradores hay una serie de agentes o intermediarios que facilitan las operaciones de comercio financiero. En primer lugar están los «brókers». Estos agentes se encargan de encontrar una contraparte para sus clientes, es decir, son meros intermediarios que se limitan a cruzar órdenes de compra con órdenes de venta y sacar una comisión de ambas transacciones. Los brókers pueden ser tanto pequeñas firmas como grandes bancos. Por otro lado están los «dealers», o negociadores, que juegan una parte más activa en el proceso. Estos agentes hacen *trading* con sus clientes, es decir, compran y venden valores. Posteriormente colocan el remanente que genera su actividad a otros clientes suyos que busquen realizar la operación contraria. Ofrecen liquidez a sus clientes y corren el riesgo de que el precio se mueva en su contra antes de deshacerse del producto.

Muchos de estos intermediarios se concentran en los bancos de inversión — los principales son Goldman Sachs, JP Morgan, Bank of America, Merrill Lynch y Citigroup—, pero también los hay en bancos tradicionales como Santander, laCaixa o BBVA. Estos bancos también ofrecen análisis de renta fija y variable, estudios económicos y servicios corporativos de asistencia a las empresas en el acceso a los mercados para la emisión de acciones y deuda.

Dentro de este engranaje, los bancos son como el aceite para el motor. Son una parte fundamental para que el sistema financiero funcione adecuadamente. Nos olvidamos de ellos cuando todo va bien porque la liquidez y el acceso inmediato a las operaciones son cosas que damos por hechas. Cuando un cliente decide vender o comprar, no duda jamás de que vaya a encontrar una contraparte. Lo da por hecho. Olvidamos la importancia básica de los bancos como intermediarios porque asumimos que la liquidez está garantizada y que siempre va a existir. Sólo nos acordamos de los bancos para lo malo, que por supuesto debe conocerse y solucionarse.

El mercado, tanto por el lado de los vendedores como por el de los intermediarios, no hace más que reflejar esa naturaleza humana de la que hablábamos. Por eso me hace gracia que se hable de «ataques» del mercado. El 67% de los fondos bajo gestión son exclusivamente alcistas, sólo pueden entrar desde el lado comprador. Y en los fondos de inversión alternativa, que analizaremos más tarde, la media de exposición neta alcista muy raramente baja

del 30%.

Así como los gobiernos, las empresas y los bancos de inversión desempeñan el papel de vendedores e intermediarios, el papel de clientes corresponde a los inversores. Y como tales se pueden equivocar al elegir un producto. Para ello asumen riesgo. Y como clientes, tienen todo el derecho a ser exigentes con la calidad de lo que compran. Cuando se olvida que el mercado es una relación vendedor-producto-cliente y empezamos a exigir un supuesto derecho adquirido a que nos compren nuestra mercancía, aunque sea de mala calidad, es cuando empezamos a romper la cadena de valor y confianza.

Para mí, entender que la relación vendedor-cliente en los mercados financieros es exactamente igual a la de cualquier otra actividad de comercio ha sido valiosísimo para llevar a cabo la transición desde el mundo corporativo al de la banca y la gestión. Es absolutamente imperativo comprender y valorar las necesidades de tus clientes, esforzarte por ofrecer un producto competitivo y de calidad. Sea el producto que sea, un bono soberano o una acción de una empresa. Y luego atraer clientes, atraer capital, no esperar a que llueva del cielo.

¿Qué era lo que me fascinaba de aquellos inversores que venían a ver nuestras empresas? En las reuniones con la alta dirección no tenían miedo de hacer preguntas incómodas, de poner patas arriba balances, ideas, previsiones, rentabilidades pasadas, etcétera. Al principio me preguntaba: «¿Cómo se atreven a hablar con tanta franqueza y tan directamente a nuestros presidentes, consejeros delegados, directores financieros, que dentro de la empresa y del país tienen un trato casi de realeza?». ¡Pero si son nuestros clientes, actuales o potenciales! ¡Tenían todo el derecho! No hacían más que demostrar lo que les preocupaba. Querían analizar y entender lo que iba a pasar, no lo que ya había pasado.

Un inversor es tu cliente, no te hace un favor, no hace una donación. Asume un riesgo, pone su dinero y busca maximizar las posibilidades de obtener beneficio con respecto al riesgo que toma. Y nuestro producto es uno más de los miles de productos que tiene a su disposición en el mercado mundial. No sólo tenemos que ser mejores que los demás en imagen y en cifras actuales, debemos dar credibilidad a nuestras expectativas de «padre orgulloso» de que nuestro producto crecerá y se desarrollará fuerte y sano.

Recuerdo una reunión con un gran inversor internacional, Mark Mobius. Su

mayor preocupación no era «¿Cuánto voy a ganar?» sino «¿Cuánto podría perder?».

Fue durante este proceso de aprendizaje sobre la naturaleza de los mercados cuando me di cuenta de que en España, a pesar del proceso de modernización vivido desde la transición, el concepto de un comercio internacional abierto y transparente era aún muy rudimentario, por la existencia de núcleos duros (accionistas mayoritarios) y la falta generalizada de alineación de intereses entre los actores del lado vendedor (empresas sobre todo) y los clientes (accionistas minoritarios). Se mantenían en un entorno proteccionista.

Esta experiencia me llevó a buscar la posibilidad de cambiar de carrera e intentar pasar al lado de los inversores... pasar a ser el cliente, el que invierte, el que asume los riesgos. También pensaba en mi carrera y en mi perfil profesional. Durante los últimos 12 años había estado en 2 empresas y empezaba a necesitar diversificar, añadir experiencias, ampliar conocimientos que pudiesen empujarme hacia puestos donde mejorar mi independencia y, por supuesto, ganar más dinero.

El mercado me proporcionó la ocasión de tomar la decisión.

Tras varios meses de búsquedas infructuosas, se puso en contacto conmigo un cazatalentos (*headhunter*) para sondear las posibilidades de que dejara España para ir a trabajar, como analista, en un banco de inversión de Londres, ¡en la City!

Era una oportunidad a considerar. Entrar en el mercado financiero, en particular en la City, es muy difícil. Si tienes la posibilidad de ponerte en contacto con ese ambiente, tienes que tomarte muy en serio la respuesta que vas a dar. Dejar pasar ese tren podía significar cerrar una avenida directa a conseguir mi objetivo a largo plazo.

En la entrevista que tuve con el cazatalentos, me preguntó donde me veía en un periodo de 5 años y yo le contesté «trabajando en un *hedge fund*». El cazatalentos me miró y se sorprendió. Me dijo que era un objetivo muy ambicioso y terriblemente difícil. No sólo eso, me advirtió de que más de la mitad de los gestores de fondos alternativos son despedidos cada dos años. «*Careful what you wish for*», cuidado con lo que deseas, me dijo.

No era una decisión fácil. Pasaría de ser director en una buena empresa, un puesto seguro y de poco riesgo en un entorno estable, a ser analista, lo que

suponía dar un paso atrás en «jerarquía» y pasar a un sector extremadamente competitivo, con un riesgo muy alto y gran parte del sueldo dependiente de los «bonus», o primas por consecución de objetivos.

Iba a dar un paso hacia atrás con el objetivo de dar tres pasos adelante a medio plazo. Era una decisión de mucho riesgo pero que me daba la posibilidad de conseguir aquello que deseaba, ser inversor, y por supuesto la remuneración que conlleva. Todo este proceso de decisión suponía una carga de ambición personal innegable.

Si vas a entrar en el mundo financiero te tiene que gustar el dinero y tienes que aspirar a ganar mucho. Para «ampliar experiencia», «conocer gente» y «estudiar en detalle otros sectores» hay miles de trabajos. Hay que saber para qué se está y para qué están los demás. Todos. No iba a trabajar para una ONG ni para una empresa de ingeniería. Iba a entrar en el «mercado de hacer dinero».

Recuerdo una conversación con mi familia cuando anuncié que, a mi edad («treinta por el lado malo»), con tres niños (trillizos) recién nacidos, dejaba un puesto directivo cómodo, fijo y bien remunerado, el sueño de cualquier madre para un hijo, para ir a «probar suerte» en Londres. Todo mi entorno, obviamente, empezó a decirme que era un error, que era arriesgado, que no dejara lo conocido por lo desconocido... toda la serie de frases típicas.

En el libro *The New Market Wizards: Conversations with America's Top Traders* (Los nuevos magos del mercado: conversaciones con los mejores traders de América) de Jack D. Schwager, todos los entrevistados coinciden en decir que para tener éxito se necesita tener una magnífica relación y apoyo de tu pareja. Mi caso fue muy similar. Tener un proyecto común, un objetivo claro y estar dispuestos a arriesgar, incluso a estar separados durante un tiempo, fueron cruciales para lanzarnos a esta aventura.

En aquella época todos nos decían que era una locura, pero la decisión estaba tomada.

Me fui a Londres dejando a mi familia en España. Los fines de semana, cuando podía, me levantaba a las cuatro de la mañana del sábado para tomar un avión y verles unas cuantas horas, para luego volver a Londres el domingo a las 12 de la noche. Tras dos años de hacer lo que se llama «commuting» (ir y venir de Londres a Madrid semanalmente), mi mujer dejó su trabajo como directiva en una gestora de inversión para dedicarse a cuidar de los niños y venir a Londres,

donde es prácticamente imposible compaginar trabajo y familia por los horarios, las vacaciones y las exigencias del sistema de educación privado británico. Pasamos de tener dos buenos salarios fijos y seguros a la incertidumbre de la City y el riesgo de la prima anual, bonus o remuneración variable.

Hoy, nos dicen que hemos tenido mucha suerte y que fue una buena decisión. No es suerte ni era una locura. Es arriesgar y estar dispuesto a sacrificarse.

Bienvenido a Londres

Había dejado a mi familia en Madrid y alquilé un minúsculo apartamento al lado del London Stock Exchange que no tenía ni calefacción y en el que alguna vez recibí la visita de los ratones de la cocina del Starbucks de abajo. Qué poco *glamour*. Pero había que ahorrar, que para eso tenía tres niños pequeños. Esta aventura no era para vivir la vida de un personaje del *Wall Street* de Oliver Stone. Era para trabajar, trabajar y luego, trabajar un poco más.

Me contrataron como analista financiero. Mi experiencia como tal era prácticamente nula. Por supuesto, había leído miles de informes, conocía a muchísimos analistas, pero me faltaban conocimientos prácticos, entre ellos cómo hacer modelos matemáticos.

El edificio de Liverpool Street impresionaba. Enorme, todo de cristal, personas entrando y saliendo por sus puertas a todas horas. La sala de *trading* imponía respeto. Cientos de vendedores y *traders* cerrando operaciones. Lo había visto muchas veces pero no me había dado cuenta de la energía y la electricidad que desprendía. Había llegado.

Pensaba que habría algún tipo de entrenamiento, un tiempo de adaptación, una ayuda. Pues no. Me indicaron cuál sería mi puesto, en una hilera junto a docenas de analistas que hablaban por teléfono, introducían datos en hojas de Excel y escribían informes. Me proporcionaron un teléfono y todo lo necesario y... a trabajar.

Fue un *shock* cultural total. Nada de cursos de aprendizaje, nada de reuniones para ver qué tal iba, nada de evaluar mi progreso. Yo con todos y contra todos. El mundo financiero es muy competitivo, totalmente darwiniano. No es un entorno sindical, colectivista, familiar, confortable. No quieren perder el tiempo

enseñándote. Se supone que has sido contratado por tu capacidad y que eres capaz de generar los resultados esperados, y que eres lo suficientemente capaz e independiente para conseguirlo sin guías. Si tu trabajo no es de los mejores, tu porcentaje de la prima anual se lo llevará alguien que haya trabajado mejor.

Así que me lo tomé como una guerra personal. Yo no iba a fracasar.

Me acordaba de mi primer día de universidad. Un profesor entró en el aula y dijo: «Que sepan ustedes que de media voy a suspender al 80% de la clase», y en ese instante supe que era yo contra él. En mis inicios en Londres hice exactamente lo mismo... me lo tomé como una guerra personal y me sumergí totalmente en conseguir mis objetivos, en estar entre aquellos que lo conseguían. Lo pasé francamente mal y hubo muchas ocasiones en las que me arrepentí de estar allí, en ese apartamento horroroso con mi familia a miles de kilómetros, cuando podía haber estado tranquilamente en mi puesto fijo, cómodo, seguro, español.

El primer gran reto fue superar el examen del regulador financiero británico, la FSA (siglas inglesas de Autoridad de Servicios Financieros), para poder operar. Me da una rabia tremenda cuando leo en la prensa que los mercados financieros no están bien regulados y que los inversores y analistas campan a sus anchas como vaqueros en una película. Los pondría a todos a hacer los exámenes de CFA o CIIA (títulos internacionales de analista financiero), y desde luego pondría a todos esos periodistas a estudiar —y aprobar— los exámenes de la FSA. Día tras día, hora tras hora estudiando los detalles de una de las regulaciones más complejas y detalladas del mundo. A mi edad. Treinta y cinco años. Todo un ex director corporativo español de corbata Hermés y traje azul.

«Yo no fallo, no voy a volver a España con un fracaso. Yo no soy el más tonto de todos los que están aquí... así que esto lo consigo o lo consigo, no hay otra opción.» Y lo aprobé. Primer asalto.

Mi estrategia iba a ser muy clara. Maximizar la ventaja de haber trabajado en «el otro lado», en el mundo corporativo, de haber estado años tratando con inversores, de mi conocimiento de los procesos internos de las empresas: cómo piensan, qué temen, qué estrategias usan para invertir. Y usar esa experiencia a la vez para aprender todo y más sobre la creación de modelos matemáticos, los múltiplos y las ratios de análisis, y absorber todo lo que pudiese de lo que hacían mis compañeros. Iba a analizar las empresas, sus resultados, pero iba a usar mi

experiencia al leer esos números porque sabía cómo los presentaban y por qué.

Los modelos de valoración

Cuando ustedes leen en prensa que una empresa ha vendido un activo o ha comprado algo, es difícil saber con certeza si esa noticia tendrá un impacto real sobre la acción. Es fácil equivocarse atribuyendo demasiada importancia a las noticias o, peor aún, dando por válida nuestra reacción inicial. Para entender bien la evolución del mercado se necesitan modelos. No tienen por qué ser extremadamente complejos, pero si ustedes se crean sus propios modelos estoy seguro de que evitarán errores de inversión y de sobrevaloración de ciertas noticias en muchas ocasiones.

Para un analista, lo más importante es crear un modelo que le permita analizar los resultados de la empresa. Para entender correctamente qué es lo que tiene un verdadero impacto sobre los resultados y la rentabilidad es muy importante desarrollar simulaciones con las que nos sintamos cómodos, ya sean individuales, sectoriales o macroeconómicas. Un modelo no es un reloj que dé respuestas exactas a cada instante, sino una herramienta de valoración que, por supuesto, incluye datos y estimaciones que son personales del analista que lo crea. Se nutre de dos tipos de información:

- Información económica pasada y actual, ofrecida por la empresa o el país.
- Estimaciones personales o bien de agencias y asesores externos a corto, medio y largo plazo.

Hay muchos tipos de modelos, pero el esqueleto principal consta básicamente de cinco segmentos:

- Estimaciones macroeconómicas e «inputs» externos. Son estimaciones del entorno externo a la propia empresa, desde el producto interior bruto de los países donde opera hasta los precios de las materias primas, el tipo de cambio de la moneda, la inflación, etcétera.

- Datos actuales y pasados de pérdidas y ganancias, caja y balance. Se toman de los informes públicos, las cuentas anuales y las presentaciones de empresas y estados.
- Estimaciones a medio plazo ofrecidas por el país o la empresa. Se toman de los planes estratégicos y los presupuestos públicos.
- Estimaciones a medio plazo basadas en nuestra propia percepción de dichas estimaciones. Es muy importante intentar entender, con nuestras herramientas, si la empresa o el país quedará por encima o por debajo de sus estimaciones. Recordemos que tanto las empresas como los países son reactivos a la hora de dar la información. Por ejemplo, en 2008, en medio de la crisis, la mayoría de las empresas decían que la fortaleza de sus negocios no se había visto afectada y que los planes de futuro se mantenían. Cuatro años después más de la mitad han recortado sus expectativas y sus dividendos.
- Conclusiones de valoración: suma de partes o valoración de los activos, ratios de solvencia, liquidez. Este análisis es el que nos dice si un país o una empresa es rentable, solvente, atractivo.

No voy a entrar en detalles sobre la construcción de modelos, ya que no es el objetivo de este libro, pero si tienen interés les recomiendo el libro *Valoración de Empresas* del profesor Pablo Fernandez del IESE, o el documento «Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales» del profesor Pereyra Terra, de la Universidad ORT de Uruguay, que es extremadamente didáctico.[4]

Así que allí estaba yo, luchando por hacerme un hueco, y aprendiendo sobre la marcha a construir estimaciones y a interactuar con mis clientes, los vendedores y los banqueros corporativos. El mejor consejo me lo dieron tres amigos: Harold, uno de los mejores analistas de la City y curtido en mil batallas después de muchos años en el mundo financiero; Lem, un bróker que empezó en los años ochenta y era conocido como Míster Salida a Bolsa, pues era capaz de distribuir entre sus clientes la colocación bursátil de cualquier empresa; y John, vendedor en un banco de inversión que tenía una excelente habilidad para resumir cualquier análisis, por muy detallado que fuera, en unas pocas frases que atrajeran a los clientes. Los tres trabajaron juntos en un banco alemán antes de seguir cada uno su camino, y en aquella época como equipo les llamaban «The

Three Too: Too Fat, Too Tall y Too White» (Los tres demasiados: demasiado gordo, demasiado alto y demasiado blanco). No, en el mercado financiero no se estila lo políticamente correcto.

A Lem, por ejemplo, le era a veces tan fácil sacar adelante una salida a bolsa que incluso se permitía hacer bromas, como aquella de una empresa que se llamaba Double Dimblo y que comentaba con sus clientes que sonaba a Double Dildo (consolador doble); colocó todas las acciones. Harold y Lem conocían los vericuetos de la City como nadie, habían visto los buenos momentos, los aviones privados, las facturas de miles de libras en restaurantes y las primas (bonus) que permitían comprarse una casa en un mes sin hipoteca, pero también conocían los tiempos difíciles, las épocas en que se echaba a 50.000 personas cada semestre, cuando la gente se encontraba con que su tarjeta para entrar en la oficina no funcionaba y le indicaban donde podía recoger la caja con sus enseres personales para irse a su casa, cuando profesionales con años de experiencia perdían todo lo ahorrado en su vida porque las acciones de su banco se desplomaban.

Lem era un hombre de personalidad peculiar. Escocés recio, con un ácido sentido del humor pero leal, colaborador y gran amigo de sus amigos. Llegó a la City por casualidad, cuando daba clases de guitarra eléctrica a un banquero que se dio cuenta de su potencial y talento. De ahí pasó a tener tal influencia que se permitía decirle a la presidenta de un gran banco que si se ponía minifalda tendría más éxito en sus reuniones con inversores, o comentarle a un consejero delegado que si se comía un BigMac y publicaba la foto daría imagen de cercanía.

Harold era un genio del análisis. Conocía las empresas y su sector como nadie, y respiraba análisis financiero en cada poro. Su blog (<http://haroldhutchinson.com>) es visita obligada para cualquier inversor. Como tantos, había llegado al mercado por casualidad, le habían contratado desde una empresa donde llevaba la Dirección de Estrategia, para cubrir sectores muy diferentes y tras años de pelea, era para mí un referente de rigor profesional, compañerismo y generosidad... ¡A pesar de ser competidor!

«*Consensus will only take you to mediocrity*», me dijeron los tres. Piensa «fuera de la caja», cuestiona los dogmas porque mantenerte en el consenso, en el rebaño, sólo te llevará a la mediocridad.

Sí, Harold había vivido la época dorada de la City, cuando el dinero fluía.

Pero también había visto los años en que los operadores esperaban uno a uno, como corderos antes del sacrificio, para reunirse con el jefe del banco y saber si estaban en la lista de despedidos o no, si les tocaba sobre de compensación o no, si tenían tiempo para buscar otro trabajo o no. «Es la guerra, y los cadáveres se amontonan cada semestre, la época del dinero fácil terminó hace mucho, mucho tiempo, y lo único que te salvará es diferenciarte.» Y así me lo planteé. Entrar como un elefante en una cacharrería e intentar desmontar los dogmas que circulaban por la comunidad de los analistas, que en parte eran amigos, pero sobre todo competidores.

¿Qué es esto del consenso? Como he dicho antes, el ser humano necesita ser positivo y necesita predicciones esperanzadoras. Y el mercado refleja esa necesidad. Se llama consenso a la media ponderada de las estimaciones y recomendaciones de los analistas sobre un valor, o sobre el precio de las materias primas, los bonos o las estimaciones macroeconómicas. En el consenso está la tranquilidad: «La empresa X o el país Y han tenido unos resultados económicos en línea con las estimaciones de los analistas» (aunque todos esos analistas hayan ido «recortando» sus estimaciones para la empresa X o el país Y hasta alcanzar un consenso aceptable). En el consenso, todos contentos. La equidistancia y la seguridad del grupo es parte del juego financiero.

Un porcentaje significativo de los analistas hacen lo mismo. Reproducen casi literalmente la información que las empresas, los gobiernos y las agencias les proporcionan, y publican con gran preferencia opiniones positivas y alcistas: compra, compra, compra. Es el lado vendedor. No importa mucho si se equivocan. Si ustedes toman las estimaciones y recomendaciones de cualquier banco de inversión de cualquier país encontrarán, pase lo que pase, una media aproximada de 65% de recomendaciones de compra, y como mucho un 15% de recomendaciones de venta. Y luego está la recomendación más curiosa: «mantener». Ni frío ni calor, ni me mojo ni molesto. Agua tibia.

La vida en el consenso no era lo mio. Yo tenía que intentar parecerme a los grandes del análisis, al genio que descubrió que Enron estaba en quiebra mientras otros decían que era «lo mejor de lo mejor»; a Harold que había llegado a la conclusión de que las estimaciones de dos empresas que seguía estaban infladas en un 25%; a Sue, Irene, Caroline o Jeremy, que cuando yo trabajaba en Repsol escribían análisis extremadamente duros pero justos sobre las empresas a

pesar de las cartas de queja que los directivos de dichas entidades mandaban a los bancos donde trabajaban; a amigos españoles como Bosco, Raimundo, Jesús, que no se dejaban amedrentar por las presiones de empresas y gobiernos y escribían lo que pensaban, con independencia y rigor, y que se habían atrevido a escribir informes negativos sobre compañías con las que su banco tenía negocios importantes. Además, me tenía que parecer a los que, como mi amigo Alejandro, habían encontrado joyas escondidas, valores desconocidos para el gran público que subirían un 100-120%. Ésos eran mis referentes. Los grandes. Los independientes. Los que hicieron del análisis financiero un trabajo apasionante, no un artículo de consumo sin sabor ni color.

Es curioso, pero en análisis a veces no importa mucho equivocarse con una recomendación positiva porque igual que ocurre con la publicidad los compradores buscan más allá de la recomendación, rascan entre los datos y entre las palabras de cada informe. Igual que con cualquier producto, leen los datos y hacen su estimación. ¿Son creíbles? ¿En que se diferencian del resto de analistas?

En cambio, acertar en las predicciones pesimistas vende poco y genera muchos sinsabores. Si un analista dice que todo irá mal, la gran mayoría de clientes simplemente no le escucha, y eso aunque acierte. No culpemos pues a los bancos y a los analistas. Los clientes tienen mucha culpa porque demandan un tipo de producto muy específico. Y ese producto, en la mayoría de los casos, es como los anuncios de la televisión británica, donde siempre sale el sol aunque fuera no pare de llover.

Recuerdo una charla con el Jefe de Estudios de una gran empresa nacional. Yo le preguntaba cómo veía las cosas, y él me decía: «Estoy preparando un estudio sobre la coyuntura económica, pero hay que dar buen rollito, que el consejo no quiere escuchar cosas negativas, se ponen muy agresivos». Esa misma tendencia permea toda la cadena del mercado. Y por eso las crisis son tan agudas y supuestamente imprevisibles. Los Estados, las empresas y los inversores están siempre «excelentemente preparados para el crecimiento», todo el mundo es buen gestor en la abundancia. Pero escasean los gestores de crisis como los que superaron la crisis latinoamericana, y los operadores de mercado, ya sean del lado vendedor o del comprador, dispuestos a escuchar malas noticias y a entender los ciclos económicos.

Esta tendencia, afortunadamente, ha cambiado con los años, y a ese cambio ha contribuido la calidad e independencia del análisis que se puede encontrar en blogs, redes sociales y páginas web como *Zero Hedge*, *Seeking Alpha* o, en España, *El Confidencial-Cotizalia*. El análisis es más crítico, los bancos son más independientes y las recomendaciones, a pesar de seguir siendo mayoritariamente positivas, son más variadas.

Pronto encontré la fórmula para hacerme un hueco en el mercado: mostrar con detalle todo aquello que yo pensaba que se desconocía, sobre todo aquello en lo que yo pudiera aportar valor por mi experiencia en el sector energético.

Mi primer informe de análisis tenía que ser un bombazo. Día tras día, noche tras noche y muchos fines de semana trabajando hasta completar 110 páginas en las que detallaba el funcionamiento del sector energético español. La primera frase del informe decía: «Sigue la lucha entre grupos de presión para cambiar el sector eléctrico» y alertaba sobre la tendencia del gobierno a frenar la liberalización e incentivar la construcción de un exceso de capacidad. Pero sobre todo, lo que intenté fue dar todas las cifras posibles, así como el impacto potencial sobre los resultados de las empresas de eventuales cambios regulativos, de demanda y de precio.

Mis informes tuvieron bastante éxito, y a pesar de haber llegado recientemente a la City y trabajar en un banco relativamente mediano, los clientes me llamaban constantemente para pedir mi opinión. El hecho de que siempre evitaba ser «políticamente correcto» y publicaba lo que pensaba, aunque me equivocase, era bien valorado. Es importante entender que los clientes, es decir, los inversores, valoran el análisis profundo, personal e independiente. Eso lo aprendí rápidamente, y tuve la suerte de establecer buenas relaciones con los mayores fondos de pensiones y gestores alternativos del mundo, entre otros el que me contrató un año y medio después. Algunas de esas relaciones son ahora de amistad, pero en aquella época lo que yo buscaba era aprender. Aprender cada día. Aceptar las críticas, los comentarios negativos y positivos, e intentar mejorar. Discutir para aprender, no para imponer mis ideas. Fue una época y un proceso que aproveché tanto como pude.

Ahora que estoy en el lado del cliente y escribo en la prensa con toda libertad, me parece increíble leer mis antiguos informes y ver las filigranas que los analistas tienen que hacer para mostrar su opinión. Recuerdo los filtros que

pasábamos antes de publicar: había departamentos enteros de «compliance» (edición y revisión) para asegurarse de que todo lo que escribíamos se ajustaba a las reglas legales, de conducta y de transparencia del banco y del regulador.

Nunca debemos olvidar que el análisis económico es subjetivo por definición. No existe un análisis totalmente objetivo. Lo importante es que lo que se diga tenga sentido y esté bien argumentado, y que sirva para el debate, ya sea con los clientes o entre economistas. La gente que reclama objetividad en el análisis parte de una interpretación equivocada. El estudio de la realidad económica y sobre todo las estimaciones de futuro siempre pasan por un filtro subjetivo, en el que influyen la experiencia, la opinión y el proceso intelectual del experto. Lo importante es que quien lo lee reconozca que ese proceso es lógico, coherente y que la opinión es racional y ética.

Es una pena, pero estamos acostumbrados a vivir en economías muy planificadas y a pensar que los ciclos económicos son anomalías injustificadas, movimientos especulativos o manipulaciones. Nos asustan los ciclos económicos porque exigimos certidumbre y seguridad, pero no entendemos que la planificación y el intervencionismo no funcionan en un mundo globalizado. Cuando se interviene en un área se subvierte el proceso natural de desarrollo económico en otra. Los ciclos económicos son esenciales y cada vez más intensos porque hoy todas las economías están íntimamente relacionadas. Por eso es un error de análisis conformarnos con lo que nos dicen, creyendo que los grandes agentes económicos tienen todo muy controlado y pueden influir sobre el futuro.

Al ciudadano medio le cuesta entender que las variables son dinámicas y que las políticas dirigidas a modular o alterar una variable suelen producir efectos exponenciales en el resto de indicadores. Cuando se manipulan artificialmente los tipos de interés, o la masa monetaria, o se introducen nuevos impuestos, el impacto se nota sobre toda la cadena económica, incluidas las decisiones empresariales, para bien o para mal.

Cuando entendemos que los grandes agentes económicos (países, bancos centrales, empresas) tienen tres características principales, a saber: son vendedores (buscan vender un producto), reactivos (gestionan una vez que los eventos han ocurrido) y en su gran mayoría tienden a partir de una visión optimista del futuro, resulta mucho más fácil comprender la realidad de los

ciclos económicos. Por eso es tan importante pensar «contra la caja». Se trata de identificar las incongruencias, los cambios de ciclo, o al menos de entender a qué nivel de riesgo nos estamos exponiendo y estudiar las posibles soluciones a los problemas.

Ahora, en mi trabajo diario como gestor de carteras, cuando me presentan un informe no me interesa la recomendación, si es «comprar» o «vender». Me interesan las tres últimas páginas, los datos. Me interesa el análisis, por qué llega a la conclusión que llega, y en qué se basa para hacerlo.

Mi estilo de cuestionarlo todo y no conformarme con los dogmas no me hizo la vida especialmente fácil. Hay mucha gente que se molesta y muchas fuerzas internas y externas que intentan que uno se adapte a la mayoría. No puedo decir que me haya ido mal, todo lo contrario, pero tampoco que haya sido un camino de rosas. Sufrí varios episodios nada agradables, sobre todo por mi análisis de la famosa OPA a Endesa, la eléctrica española, titulado «Más Valor por Separado», donde hablaba de la destrucción de valor que han supuesto las fusiones en el sector energético, y concluía que la valoración de las empresas por separado podía ser muy superior a la de la futura entidad fusionada, y desde luego muy superior a la que se barajaba por consenso. Un análisis que, a pesar de ser absolutamente neutral, y además acertado en mi recomendación, me supuso todo tipo de problemas de presiones internas y externas. Hoy parece una broma, pero estoy seguro de que les parecerá alucinante si les digo que recibí todo tipo de exigencias de rectificación por escribir, por ejemplo, que dicha empresa valía mucho más de 19€/acción —fue adquirida a 41,3€/acción— partiendo de valoraciones de adquisiciones y transacciones pasadas, o por decir que el gobierno seguiría reconociendo el déficit de tarifa y que las plantas de generación eléctrica hidráulica, nuclear y de carbón iban a ser muy competitivas en el futuro.

Pero mi análisis también hizo que recibiera varias llamadas de fondos de inversión y que mi plan de saltar al mundo de la gestión en tres o cuatro años se acelerase y se hiciese realidad en uno y medio.

Estoy convencido de que una de las razones por las que existe un consenso generalizado, ese comfortable anonimato en el que uno se acurruca junto a los demás, es evitar el enorme riesgo profesional y personal que supone cuestionar el statu quo. Y por eso también, los grandes del análisis, los que piensan de

manera diferente si están bien argumentados, siempre serán escuchados. Yo, por supuesto, no llegué ni de lejos a ser uno de esos grandes, ya que pasé muy rápidamente a la parte compradora, a la gestión. Eso sí, lo que aprendí en esa breve etapa de un año y medio como analista en un banco de inversión hasta el día en que me llamaron desde Estados Unidos me servirá para toda la vida.

El mercado no ataca, se defiende

«Con tipos de interés artificiales creamos una economía artificial movida por malas inversiones que llevan a las inevitables burbujas.»

RON PAUL

Yo empecé a escribir en *El Confidencial* tras mi etapa en el *hedge fund* americano. Me ficharon en 2007 en otro fondo de inversión londinense donde, además de mayor responsabilidad y capacidad de gestión, disfrutaba del lujo de la independencia para escribir en la prensa. Mi relación, ahora de amistad, con Alberto Artero (alias S. McCoy) surgió a raíz de una serie de correos electrónicos en los que le hacía llegar mis comentarios sobre valoración bursátil y macroeconómica. Un día que estaba de viaje por España, quedamos a tomar un café en el Hotel Palace de Madrid. Me ofreció escribir una columna semanal sobre energía. Y me pareció una idea estupenda. Así nació mi blog «Lleno de Energía».

Entre 2008 y 2009 escribía exclusivamente sobre petróleo, electricidad y política energética. Sin embargo, cuando estalló la crisis de deuda soberana europea, un día me cansé de leer «los mercados nos atacan», «los especuladores hunden la bolsa» y cosas similares, y me ofrecieron escribir sobre temas generales. Mi primera colaboración se titulaba «Semana de pánico, década de borrachera, año de resaca»,^[5] y en ella explicaba que las caídas bursátiles y la explosión de la burbuja soberana tenían su origen en el despilfarro injustificado del pasado. Desde entonces hasta hoy, mi objetivo ha sido intentar arrojar un poco de luz acerca de cómo se ve la realidad desde el punto de vista de los mercados, y por qué en vez de demonizarlos debemos aprender a entender las

relaciones comerciales financieras y saber que los inversores son nuestros clientes.

Ahí nació mi «grito de guerra»: «El mercado no ataca, se defiende».

Cuando todo va bien, la economía crece, todo sube y hay riqueza, nos encanta el mercado. Los altos directivos se dan palmadas en la espalda por su buena gestión «refrendada por los mercados», los gobiernos se dan autobombo por su «excelente calificación crediticia» y por la enorme afluencia de capital extranjero. Todos son responsables del éxito.

Los gobiernos y los políticos, además, están absolutamente convencidos de que el mercado es manipulable y de que la economía y sus ciclos pueden ser modificados a través de su gestión, pero nunca se responsabilizan de las consecuencias. Como decía Ronald Reagan, las palabras más peligrosas son: «Hola, soy del gobierno y vengo a ayudar».[6]

Somos capitalistas, y mucho, cuando el mercado está al alza. Pero cuando las cosas no pintan bien, los mercados que antes eran «el fiel reflejo de la realidad» se convierten en «malvados» y exigimos que nos rescaten de las pérdidas y deudas que contraemos. Capitalistas al alza, socialistas a la baja.

Cuando yo era un estudiante en los años ochenta todo el mundo era especulador. Familias, empresas, sindicatos, partidos, bancos. Especulador inmobiliario (los pisos nunca bajan), bursátil (a largo plazo todo sube), estatal (los bonos del Estado no sólo dan un buen interés sino que nunca bajan), empresarial (no importa comprar caro, lo que importa es vender carísimo) e imperialista (nuestras empresas se están comiendo el mundo). Éramos el mercado con esteroides. España era «el país donde es más fácil hacerse rico», en palabras de un ministro de economía.

Cuando la bolsa subía, era por «los inversores», cuando la bolsa bajaba, por «los especuladores». Si una empresa se endeuda veinte veces su capital para comprar un porcentaje en otra, «invierte», pero si usted compra una acción y luego la vende, «especula». Sorprendente.

La prensa sólo se acuerda de los mercados cuando las cosas van mal. ¿Por qué? Porque estamos en una economía donde se desprecia el comercio financiero por ideología. Se habla de la «economía real» como si la economía financiera no fuera un elemento esencial para el desarrollo del comercio mundial y de la globalización que todos disfrutamos hoy, aunque la critiquemos.

Seguimos sin valorar la liquidez, el acceso al capital y la interconectividad. Se dan por hechos. Existen por arte de magia.

El mercado no ataca, se defiende, porque intenta proteger su dinero, preservar su capital, ante una política global de «represión financiera».

Represión financiera. Este término económico, que los economistas Carmen Reinhart y Ken Rogoff utilizan constantemente,[7] se refiere a las políticas de subidas de impuestos, devaluaciones forzosas y rebajas de los tipos de interés para sostener el gasto público y la deuda de gobiernos y entes cercanos a los mismos, sean bancos o grandes empresas. Son políticas que meten la mano en el bolsillo del ahorrador para financiar al endeudado. Y el inversor se defiende.

¿Por qué, entonces, los medios de comunicación y los políticos prefieren no difundir ni profundizar en este aspecto positivo? ¿No es magnífico que en la prensa siempre digan «la bolsa baja por la presión de los mercados, o por la situación de Grecia», o por cualquier excusa externa, y en cambio cuando sube digan «la bolsa sube tras el éxito del Tesoro o tras las palabras del presidente...»? Cuando todo va mal hay que acusar a alguien que no seamos nosotros mismos. Hay que tener a mano a alguien a quien atribuir las caídas, y además debe cumplir con ciertas condiciones que lo vuelvan atractivo para la teoría de la conspiración.

Como comentaba Marc Garrigasait en su artículo: «Se decidió que la culpa es de los “mercados financieros”, y la verdad es que la decisión es realmente brillante por varios motivos:

1. Es alguien supuestamente muy poderoso, condición indispensable para ser creíble.
2. Es alguien abstracto, lo que es genial porque no puede defenderse y por tanto nunca podrá negarlo.
3. No está en nuestro país, lo que en el fondo es echar la culpa a gente de otros países que siempre es más fácil en una crisis. Siempre se ha hecho históricamente: el enemigo, mejor extranjero».

Seamos serios. Si varios operadores importantes se sientan cada lunes en Nueva York para decidir a qué país «atacar» —les juro que lo he oído— están haciendo el imbécil. Por un lado, porque se arriesgan a una denuncia de los

reguladores por colusión (maquinación compartida) y a perder su negocio. Por otro lado, si «atacan» y las razones son injustificadas, tendrán detrás a todo un sector con una capacidad de inversión de billones de dólares dispuesto a ganar dinero haciéndoselo perder a ellos.

La prensa olvida que los inversores se juegan su propio dinero además del de sus clientes, y también su prestigio, y que apostar por algo que se sabe incorrecto de antemano es una sandez, cuando ya de por sí cualquier apuesta supone un riesgo y está sujeta a la volatilidad inherente al mercado. Mi teoría de la conspiración favorita es la que llamo «el Club Bilderberg debe ser tonto». Los medios nos cuentan que varios magnates se reúnen para hundir la economía, pero la lista de miembros que sugieren para ese club —los Rothschild, etc.— han visto sus fortunas caer hasta un 60% en la crisis. Menudos conspiradores de pacotilla.

No se me olvida aquel día en que me encontraba de viaje y de repente me llegaron centenares de correos y tweets sobre las declaraciones de un «malvado» trader a la BBC que afirmaba que «soñaba con la recesión».[8] De hecho le llamaban bróker, ejemplo alarmante de desconocimiento de las responsabilidades de cada operador en el mundo financiero. A los 20 minutos de escuchar la entrevista en la BBC comenté que tenía toda la pinta de ser un bulo... Una hora después, todo el mundo sabía que este señor no era ni trader ni bróker, ni nada de nada, lo cual dice mucho sobre el periodismo de investigación, ya que se tarda un minuto en comprobar por Internet si el entrevistado tenía la licencia de la FSA o la SEC (los reguladores británico y norteamericano) para operar. Sin embargo, el vídeo seguía corriendo por Internet como la pólvora.

Todo era para generar alarma y escándalo.

Lo que me asustó en aquel momento y da prueba de la obsesión por demonizar es que, una vez descubierto el timo del trader falso, saltaron varias voces diciendo que no importaba que fuera un bulo, porque el mensaje que transmitió, en realidad, «lo pensamos todos».

La frase mágica era «el mercado sueña con una recesión» y nadie estaba dispuesto a dejar de creer en esa teoría de la conspiración.

¿Por qué nadie en el mercado sueña con una recesión?

Leído en el Chat: *«Fantástico. Me dan bonus cero porque los demás han tenido un mal año. Una maravilla».*

En una recesión no importa que alguno gane dinero, los operadores sufren y mucho. Casi todos. Yo, por ejemplo, en 2008 generé beneficios a pesar de que la bolsa se desplomó. Pues bien:

- En época de recesión no importa si ganas dinero. Las primas (bonus) se pagan en acciones de los bancos, o diferidos en fondos, con lo cual el «malvado especulador» sufre en su bolsillo igualmente. Se desploman las acciones del banco y esa «prima» no vale casi nada o se cercena el múltiplo al que cotiza tu fondo. Se despide a miles de personas. Si conservas tu trabajo te puedes considerar afortunado, pero de «forrarse»... Mucha leyenda y poca realidad.
- En recesión los activos bajo gestión de los fondos caen de manera agresiva e indiscriminada porque los inversores y fondos de pensiones buscan refugio en «caja».
- En recesión los bancos y fondos de inversión despiden a sus operadores indiscriminadamente, incluso algunos que ganan dinero, porque tienen que aligerar la estructura y, en el caso de los bancos, eliminar completamente sus mesas de trading. En 2012 ya hemos visto despidos de más de 70.000 personas en la City de Londres.
- En época de recesión los ingresos por comisiones se desploman, tanto las comisiones por operación de los bancos como las de gestión de los fondos.

No, aquí casi nadie se beneficia de la recesión. Vean ustedes por ejemplo la caída de activos bajo gestión de los fondos que ganaron dinero en 2008.

Otra cosa muy distinta es que un entorno económico difícil sea una oportunidad para generar beneficios refugiándose en activos de bajo riesgo (bonos alemanes, por ejemplo), en caja (no estar invertidos) o abriendo posiciones cortas (mal llamadas bajistas). El mercado es una oportunidad de inversión, no una donación. Si la rentabilidad esperada de una inversión es

menor que la inflación o que los tipos a medio plazo, no es una inversión, es caridad. Y como decía Charles Dickens «la caridad comienza en mi casa».

La «dictadura» del mercado es un invento de países y entidades que han abusado del crédito fácil y barato y de la época de bonanza, y ahora quieren que siga la fiesta sin pagar más ni cambiar nada.

La crisis de Lehman y el cambio de mentalidad. Hábitos y costumbres

Leído en el Chat: «Esta crisis es mucho peor que un divorcio, he perdido la mitad de mi dinero pero sigo casado».

Hasta ahora les he descrito mis inicios en el mercado financiero, mis motivaciones, cómo lo he vivido y cómo me he adaptado. Me parecía importante aclarar algunos mitos y dar mi punto de vista sobre los errores mediáticos, sobre la manera habitual de pensar de los operadores y sobre por qué nunca «atacan» realmente. Pero no hemos hablado todavía de los efectos de la crisis sobre las personas que trabajan en este sector.

Desde el comienzo de la crisis hasta finales de 2012, se han perdido 14 billones de dólares en valor de activos. Probablemente ese valor nunca existió. Las valoraciones que considerábamos adecuadas en 2007 eran simplemente justificaciones de burbujas creadas con el beneplácito y apoyo de los bancos centrales, que empujaban a tomar riesgo con sus políticas expansionistas.

En el año 2007 la City de Londres daba trabajo a unas 420.000 personas. La cantidad total destinada a compensaciones por beneficios a ejecutivos, lo que se llama el «bonus pool», alcanzó los 6.400 millones de libras. Aquel año mi compañero Syman y otros recibieron ofertas de muchos fondos. Syman siempre dice que «I called the peak» (Yo fui el cenit). Efectivamente, las ofertas de trabajo que se recibieron ese año no volverán.

En 2012 el «bonus pool» cayó un 33%, según el Centre for Economics & Business Research Ltd., y se estima que en 2013 se desplomará hasta 1.600 millones de libras, cuatro veces por debajo del nivel que se alcanzó en 2007.[\[9\]](#)

Los trabajadores de la City de Londres aportaron 11.000 millones de libras al gobierno británico en impuestos en 2011, el siete por ciento del total de ingresos del país, y más impuestos que toda Escocia, por ejemplo, según la consultora Ambition.

La City es como una ciudad dentro de otra. Tiene su propio alcalde y sus propios órganos de gobierno, que se coordinan con la alcaldía de Londres y el Estado. Fue durante muchos años, y sigue siendo, una de las industrias más importantes de Inglaterra.

Pero la vida en la City no es fácil. Muchos de los trabajadores viven lejos del centro, algunos muy lejos, a 40 o 50 minutos en tren, en sitios como Kent, por ejemplo. Los horarios salvajes son la norma (en algunos bancos empiezan a las 6 de la mañana) como también la tensión, la competitividad y el estrés de vivir cada año dependiendo de la prima, a todo lo cual se añade ese clima «maravilloso» que tiene Londres, esos inviernos donde uno se levanta y sale de la oficina cuando es noche cerrada.

La vida familiar es también complicada. Mujeres que dejaron sus carreras como médicas, farmacéuticas, ejecutivas, arquitectos, hasta violonchelistas de la Royal Opera House, porque la vida de la City y los colegios privados no permiten fácilmente que los dos cónyuges trabajen. Todas dedicadas a recoger a los niños, hacer los deberes y luego... maratón de actividades extraescolares por las tardes, porque los buenos colegios también son ultra competitivos con los niños, que desde muy pequeños, a los siete años, tienen que aprobar durísimos exámenes de acceso —algunos no los aprobaría ni yo— y un sistema de calificaciones extremadamente exigente que busca formar elites. La competencia por entrar en algunos colegios privados es feroz, y los niños tienen que prepararse durante años para pasar un examen de entrada al que se presentan quinientos chavales para cincuenta o sesenta plazas. Por ello necesitan tutores, clases particulares, entrenamiento para exámenes, idiomas, etcétera. La sociedad de esta pequeña burbuja descarta y selecciona desde la infancia.

Los colegios privados cuestan desde 20.000 euros anuales por niño, las casas son carísimas, con alquileres de 30.000 a 50.000 euros anuales por un piso de un solo dormitorio, el transporte público es prohibitivo, a cinco o seis euros diarios, etcétera. La mayor parte de los trabajadores de la City no pueden vivir con su sueldo fijo, por lo que la prima es esencial. Es el aire que respiran. Cualquier

cálculo que hagan ustedes sobre sueldo en relación con el coste de vida les parecerá imposible. ¿Cómo se puede «sufrir» y no llegar a fin de mes con un salario fijo de 200.000 o 300.000 euros anuales? Londres, la ciudad más cara del mundo en 2011 superando a Tokyo, es la explicación. Por eso muchos trabajadores viven a una hora de Londres, o mantienen a sus familias en Irlanda o Escocia... o España. Ese coste desorbitado, que no ha hecho más que subir desde la crisis —esto es importante decirlo—, tiene también un efecto excluyente. Llega un momento en que la gente simplemente se va.

Como dice mi amigo Nacho, la mayoría de los londinenses viven «pegados a las curvas». La vida es tan cara que muy poca gente se la puede permitir y la que puede prácticamente no ahorra. No sólo es difícil entrar, sino que el propio coste y condiciones de la vida hacen que mucha gente desista. Por supuesto, nadie se queja del sistema. Es así y todos saben que son unos privilegiados, pero cuesta mucha sangre y mucho riesgo. No es ninguna fiesta. De hecho, cuando yo me incorporé a la City en 2004, muchos compañeros sobrevivían desde diciembre hasta febrero, cuando se pagaba la prima, con la ayuda de la tarjeta de crédito o de préstamos.

Por supuesto, cuando vienen años buenos, vienen muy buenos. Durante la década de los noventa y hasta 2005, merecía la pena el sacrificio ante la posibilidad, remota pero no inexistente, de comprar una casa con la prima de un año, permitirse un capricho con un coche deportivo, o ahorrar para mandar a los niños a Harvard.

El estrés era enorme, pero cada año o dos años uno se podía dar el lujo de hacer un viaje a alguna isla exótica o algo así. Por supuesto, hubo gente que hizo mucho dinero. Pero muchos de los bonus se pagaban en acciones de los bancos donde trabajaban la mayoría de los operadores.

Lehman y el desastre de la banca cambió todo eso. Fue como un puñetazo en el estomago de la City del que aún no se ha recuperado.

La sangría de personal (30.000 empleos menos al año en la City), los bonus cero y el empeoramiento de las condiciones laborales se han convertido en algo habitual. Más de 250.000 personas han ido a la calle en tres años. Y son despidos de verdad, nada de dos años de paro. Anunciados diez días antes de Navidad y sin compensación. Tres meses de sueldo, en el mejor de los casos, y a la calle.

Muchos de los lectores pensarán, «bueno, a mucho beneficio, mucho riesgo»,

«no me dan ninguna pena», etcétera. Pero tal vez cambiarían de opinión si conocieran a gente que trabajó durante veinte años como analista, que nunca especuló, que nunca hizo trading agresivo y que con 45 años se encontró sin trabajo y sin ahorros porque estaban invertidos por obligación en acciones de su banco, Lehman. Pensaban tener ahorrado lo suficiente para el resto de sus vidas y... en pocos días lo habían perdido todo. Yo conocí muchos casos de estos.

Cuando cayó Lehman el mundo financiero se dio cuenta de que las advertencias de muchos inversores sobre la excesiva deuda de los bancos no eran «fantasías de *hedge funds*», de que las declaraciones del CEO de Lehman de que lo «único que pasaba era que había ataques cortos contra la acción»[\[10\]](#) no eran correctas y de que quienes llevaban años alertando sobre el balance de la banca y el riesgo de las hipotecas no eran unos aguafiestas sino que llevaban razón. Pero además se vio que «el paraguas de la Fed» (la Reserva Federal, el banco central estadounidense), la tan traída y llevada «seguridad de que los bancos centrales controlan los shocks» de la que presumían Alan Greenspan o ahora Ben Bernanke, era mentira. La caída de Lehman en sí misma no es lo que generó la desconfianza, sino la decisión arbitraria de rescatar a unos y no a otros. Por otro lado, como se demostró en España y otros países, los rescates generaron aún más desconfianza.

En una entrevista en *Sintetia* [\[11\]](#) comenté que «existe una percepción generalizada de que si quiebra un banco se lleva por delante todo el sistema económico. Eso es sólo por las enormes interdependencias que tienen los Estados con los bancos y viceversa. Pero no es cierto. Si quiebra un mal banco, los sólidos se fortalecen. Si todos se mantienen vivos se generaliza la desconfianza y no se diferencia a los buenos de los malos. Y hay grandes bancos. Lo hemos visto en EE.UU. y en Islandia o en los países del Norte de Europa».

Entender un balance de un banco no es fácil, de hecho valorar el precio objetivo de la acción de un banco es de lo más difícil que uno se puede encontrar, por su enorme complejidad, la diversidad de tipos de préstamos y negocios, y la falta de detalle en muchas áreas. En mi opinión, poca gente conocía y entendía mejor las complejidades de los bancos que una amiga mía, y una de las mejores gestoras que he conocido. Se llama Ann.

En 2006 me comentó: «Daniel, no sé qué estoy haciendo mal, pero hago

cada día una y otra vez el análisis de los bancos —que en aquella época subían como la espuma— y me salen valoraciones que son un 70-75% inferiores». Ann tuvo un mal año en 2006, perdió bastante dinero. Los fundamentales, sus valoraciones de la banca, no se correspondían con lo que valoraba el consenso. Ann podría haber sido despedida como tantos otros, por haberse equivocado en su análisis. Sin embargo, sus jefes se interesaron por esa «anomalía» entre su valoración, extremadamente detallada, y el mercado. ¿Cuál era el problema? Según ella, ni los activos valían —a precios normales, que ya estaban empezando a mostrar señales de saturación— lo que se estaba aceptando como correcto, ni la deuda de los bancos era adecuada para el riesgo que esos activos mostraban.

En 2007, el equipo de mi amiga fue el único al que sus jefes permitieron posicionarse «short only» (todo posiciones cortas) ya que el resto de equipos tenían que tener carteras equilibradas o neutrales. Esa gran apuesta se hizo gracias al análisis de esta gestora prudente, escrupulosa en analizar los fundamentales y en los detalles. Ganaron cientos de millones de dólares cuando se levantó la alfombra y aparecieron los riesgos enormes que muchos bancos acumulaban bajo unas cifras de beneficios que parecían sólidas.

El día en que Lehman quebró a mí no me había ido mal. Tenía una cartera muy neutral. Salí de la oficina, y al llegar a Waterloo Station me di cuenta de que casi toda la gente que ocupaba la estación o iba en el tren trabajaba en la City, porque las caras de los que me rodeaban no eran de cansancio, sino de terror. Me dejó impresionado. Nos habíamos despertado del sueño de Greenspan, del estímulo eterno, de los tipos de interés bajos, del crecimiento exponencial y del «a largo plazo todo sube», de la deuda, de los bancos y de eso de que «las valoraciones tradicionales no sirven para sectores de crecimiento»... y ese terrible despertar había pillado a mucha gente «pegada a las curvas» y sin frenos, como decía mi amigo.

Los últimos días de Lehman han sido ampliamente documentados en películas y libros, por ejemplo en *Malas Noticias* de Andrew Ross Sorkin. Yo viví esos días.

Los despidos salvajes que se sucedieron crearon miles de dramas. Personas

que operaban en los mercados desde diferentes posiciones, y en su gran mayoría en absoluto culpables de los excesos de la década de la barra libre. Muchos de ellos perdieron todos sus ahorros porque las acciones de los bancos se desplomaron. Otros muchos tuvieron que vender coches y relojes para poder pagar el colegio de los niños. En el servicio Bloomberg hay una función donde los trabajadores de la City pueden poner a la venta lo que quieran. Aquel año se podían ver páginas y páginas con coches de lujo a precio de ganga, o relojes de marca a precios irrisorios. Urgía vender.

La dureza laboral en Inglaterra y en el mundo de los mercados en particular es impensable para quien está acostumbrado al sistema español. Personas que llegaban al trabajo y la tarjeta no les funcionaba o se encontraban sus enseres personales en una caja en recepción. O que se encontraban con una tienda de campaña improvisada en la puerta del banco por la que tenían que ir pasando antes de entrar en la oficina para que les dijeran si podían entrar o estaban despedidos.

La bolsa se desplomaba, las materias primas se desplomaban, los bonos caían.

Los mensajes que llegaban de los medios decían «es sólo una corrección», «las bases son sólidas», «las empresas no ven razón para revisar a la baja sus estimaciones», «las valoraciones son extremadamente baratas», «los fundamentales no han cambiado», «es una buena empresa» y «tiene buen dividendo». El gran error de ese año fue intentar buscar el suelo de la bolsa y «aprovechar el rebote», que es la estrategia más peligrosa cuando un entorno global macroeconómico está cambiando rápidamente. Los rebotes eran para vender. Cuando el pánico llegó a los clientes y éstos decidieron retirar su dinero de los fondos se perdieron más de 65.000 millones de dólares en activos bajo gestión en un mes.

Obviamente había analistas muy buenos que alertaban de los riesgos, de que la crisis no iba a ser corta y de que los fundamentales no eran tan sólidos como se pintaban... pero en general nadie escuchaba a esas voces. Recordemos que una enorme cantidad de gestores, banqueros, empresas e inversores privados habían ganado mucho dinero jugando al rebote durante una década. Muchos jamás habían vivido una crisis tan profunda, les era muy difícil reconocer las señales que indicaban su magnitud y los peligros de ser demasiado optimista. Los

inversores estaban acostumbrados a que todo se terminaba solucionando y en su mayoría pensaban que ésta era una de esas veces. Y los bancos centrales estaban imprimiendo moneda y expandiendo la base monetaria, la mentalidad «*risk on*» (tomemos riesgo) no era fácil de cambiar.

Sin embargo, un modelo económico basado en la deuda exponencial empezaba a desplomarse. No había vuelta atrás... todo iba a ser diferente. La solidaridad entre competidores fue una de las características que más me sorprendieron de aquella época negra. Yo pensaba que éste era un mundo de cowboys dispuestos a dejar caer a cualquier competidor, y me encontré a mucha gente dispuesta a ayudar, a facilitar un trabajo o incluso a prestar dinero a los que perdieron todo su patrimonio y se encontraron sin fondos para, por ejemplo, pagar el colegio de sus hijos.

En los mercados financieros existe un nivel de competitividad muy elevado, pero a la vez nadie desea la destrucción de los demás, ni de los países ni de las empresas... ni siquiera de los competidores. Intentamos ser mejores y ganar más dinero... Pero como cualquier mercado, necesita que «los demás» sigan existiendo... si no, simplemente desaparece.

Con la crisis de deuda desapareció también el halo de confianza y seguridad que rodeaba a gobiernos y bancos centrales, que no cesaban de repetir que «el riesgo soberano no existe»; que «las posibilidades de un shock financiero están perfectamente cubiertas»; o mi favorita, que «el riesgo de impago no existe porque siempre se puede imprimir» (Alan Greenspan).

Los inversores empezaron a escuchar con atención a los que alertaron sobre la crisis, como Peter Schiff o Ron Paul. Los «aguafiestas» que descubrieron que el Emperador estaba desnudo. El libro *La Gran Apuesta* de Michael Lewis, copaba las listas de ventas. En mi caso me acerqué —a través de Peter Schiff, a quien conocí tras leer su libro *The Real Crash: America's Coming Bankruptcy* (El auténtico crash: la inminente bancarrota norteamericana)— a economistas como Friedrich Hayek y su libro *Los Fundamentos de la Libertad*, que defienden la libertad y que alertan de los excesos del intervencionismo.

En 2008 muchos amigos y competidores perdieron sus trabajos y en algunos casos pasaron hasta 18 meses sin encontrar una oportunidad. Hoy pocos de ellos olvidan la experiencia y cuando les dicen que son demasiado pesimistas, que la recuperación está llegando, que los fundamentales no han cambiado o que a

largo plazo va a mejorar todo, estoy seguro de que por dentro piensan: «Sí claro, lo mismo que escuchamos en 2007». Como dicen en Estados Unidos: «*Fool me once, shame on you, fool me twice, shame on me*», que se podría traducir como «si me engañas una vez, la culpa es tuya, si me engañas dos veces, la culpa es mía».

Traders, robots y especuladores

Leído en el Chat: «Está baratísimo»//«Sí, siempre que hayas comprado hoy al precio de la semana pasada».

En un mundo tan competitivo y tan estresante también hay espacio para el humor, para reírse de uno mismo y para tratarnos entre nosotros con ironía. Una cámara de descompresión que nos ayuda en el día a día. No olvidemos que el mercado es como la película *El Día de la Marmota* (Harold Ramis, 1993): todo lo que hayas conseguido hasta ayer no importa y cada mañana empiezas desde cero. Un día puedes perderlo todo y otro ganar. Y vuelta a empezar. Te pone a prueba cada segundo.

En 2005 un amigo y yo creamos un chat dentro de la plataforma de Bloomberg en el que reunimos a un grupo de amigos inversores y analistas de distintos fondos europeos y americanos, y que hoy hasta incluye un miembro de Singapur. En este chat solemos coincidir unos 12-15 operadores del mundo financiero, todos con trabajos y especialidades diferentes dentro del amplio abanico del sector. Brókers y analistas, perfiles generalistas y especialistas en bonos, bancos, energía, infraestructuras, consumo. Charlamos informalmente sobre todo tipo de asuntos, pero sobre todo de mercados, y además, como todas las conversaciones quedan registradas y grabadas, es totalmente transparente a efectos regulatorios.

La mayoría de los miembros de este chat invertimos dinero real, con las satisfacciones y frustraciones que eso conlleva. Cuando uno realiza una operación cuyo resultado no es satisfactorio, y dado que no es conveniente externalizar sentimientos delante de los responsables de los fondos para los que

trabajamos, y menos aún reconocer nuestro error —los inversores anglosajones son expertos en justificar un mal resultado—, solemos utilizar el chat para desahogarnos. En el fondo somos como una pequeña familia, ya que pasamos más horas compartiendo opiniones entre nosotros que con nuestros cónyuges e hijos.

Los ejemplos que comentaré a continuación tal vez ayuden a hacerse una idea del tipo de personas que forman «el mundo financiero». Los medios de comunicación tienen una imagen de los gestores de fondos muy estereotipada por las películas de Hollywood, con personajes tipo Gordon Gekko (*Wall Street*)... pero la realidad es bien diferente. Muchos gestores son personas introvertidas, un poco tipo «empollón», apasionados del mundo financiero y de sus ineficiencias, justicias e injusticias, que no cuestionan lo que pasa y saben que el precio y el resultado es el único baremo para diferenciar un éxito de un fracaso. No valen excusas tipo «es que el mercado se equivoca». Se equivoca el gestor. No existe un sistema más democrático, claro, preciso y darwiniano.

En mi caso, habiendo vivido la cultura de la gran empresa, que yo también disfrutaba enormemente, el mercado ofrecía una oportunidad de probarme a mi mismo y de mostrar resultados económicos evidentes. Una meritocracia tan dura tiene también sus ventajas si te gusta el reto diario.

La mayoría de los gestores que he conocido son personas con un sentido del humor ácido y autocrítico, y un espíritu combativo, curtido a base de muchos golpes de mala suerte, errores y también éxitos. Los miembros del chat nos reunimos una vez al año e intentamos reírnos de todos un poco. Debo reconocer que la mayoría de las críticas y comentarios irónicos caen primero sobre nosotros mismos, sobre los bancos, sobre el lado vendedor (el «*sellside*»), sobre las empresas destructoras de valor («*value traps*») y sobre los fondos institucionales (los «*long only*»).

En el chat hemos creado algunas siglas sobre los mercados y nuestros amigos, como «BDD» (*Buy Da Dip*, compra la corrección), «LDD» (*Living Da Dream*, viviendo el sueño) o «SDR» (*Sell Da Rally*, vende la subida) y se pueden leer comentarios diarios del tipo: «¿Por qué sube la bolsa?»//«Porque esta mañana hice predicciones negativas, soy un hacha, funciona siempre»; o «¿Por qué cae la bolsa?»//«Los *Long Only* han vuelto del campo de golf y venden» y «Porque compré esta mañana». Cuando se desploma el petróleo

inmediatamente alguien escribe: «¿Quién ha mandado un email alcista a sus clientes?».

También nos reímos de nosotros mismos cuando nos va mal en bolsa. Recuerdo frases como: «Parece que mis *longs* van a rescatar a Grecia»//«Sí, con una ampliación de capital». O cuando se anunciaban los rescates a países: «Mi cartera parece que tenga recesión en mis *longs* y rescate en mis *shorts*». Y las bromas sobre los miembros solteros del chat y sus supuestas novias, que imaginamos todo el día de compras, son constantes: «PIB de Reino Unido sube más de lo esperado: Las novias de Vej y Jeff salieron de compras de Navidad».

Por supuesto, no debemos olvidar los comentarios sarcásticos a la labor de los gobiernos del mundo y sus bancos centrales, empeñados en atiborrarse de bonos e imprimir moneda, como: «La Reserva Federal estadounidense (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE) son como el motel de las cucarachas, todo lo que entra no sale».

Las críticas a la crisis europea no pueden faltar y las eternas cumbres que nunca solucionan nada ocupan un lugar preferente, como: «David Cameron se está planteando meter al Reino Unido en el euro porque nos estamos perdiendo toda la diversión»; o «España no tiene precipicio fiscal, sólo precipicio».

Una de nuestras mayores fuentes de comentarios irónicos son los vendedores de los bancos de inversión que hablan de sus «*paper portfolios*» (carteras virtuales donde incluyen sus mejores ideas como si las gestionaran, pero sin dinero real) y que siempre les van fenomenal... cuando pasan a gestionar dinero real, muchos de ellos apenas duran tres meses. Yo he visto decenas de despidos de gente que prometía rentabilidades espectaculares con sus carteras virtuales. Gestionar dinero de Monopoly es muy fácil, porque no se percibe riesgo. Cuando te juegas dinero de verdad, la cosa cambia. Uno de nuestros colegas del chat trabaja en una de las casas más agresivas de trading y ha visto también a muchos que se dedican al «*day trading*» (intra-día) y prometen rentabilidades impresionantes en sus carteras virtuales, pero cuando pasan a operar en real y con cantidades muy grandes, que no se pueden mover rápidamente, sufren y en 90 días han perdido su puesto. Nuestro personaje ficticio para los vendedores de carteras virtuales se llama Sofie, con comentarios como: «la cartera de Sofie va muy bien, hoy lo ha comprado todo al precio de cierre del viernes»; o «Sofie dice que su cartera virtual ha sido todo un éxito mientras estaba un mes de

vacaciones en la playa»; y «la cartera de Sofie está muy bien diversificada, tiene dieciséis longs y dos shorts».

La locura que vive la bolsa, con sus drásticas subidas y bajadas según los comentarios de uno u otro político, nos llevó a crear unos personajes ficticios para comentar los movimientos. Uno de ellos era Hans, el supuesto bróker de Angela Merkel que vende futuros del Eurostoxx veinte minutos antes de que su jefa hable («Merkel rechaza los eurobonos»//«Hans, vende futuros»; «Merkel apoya al BCE»//«Hans, compra»; «¿Por qué baja la bolsa?»//«Hans se ha leído el discurso de Hollande»); Bonga, la bruja vudú que crea los informes macroeconómicos de Estados Unidos («Bonga estima que el paro puede subir o bajar o mantenerse estable en Estados Unidos, con lo cual hay que imprimir moneda»); o Fluffy, el gato que dictamina la política económica de Europa («Fluffy dice que todo va bien en Europa y que necesitamos una cumbre y un comité»; o «Fluffy dice que Europa gasta poco»).

Tenemos un amigo que es extremadamente pesimista, tal vez porque cubre bancos y aseguradoras. Se llama Ceb. Cada vez que Ceb se va de vacaciones, decimos que sube el mercado. Luego está nuestro amigo que emigró de Londres a Ginebra y que cada día nos cuenta el destrozo de precios de la capital suiza: «Pizza a cincuenta francos, bear market». Y por supuesto Vej, el más joven del chat, que está a punto de casarse y cuya vida de soltero es fuente de chistes constantes. Cada vez que suben las cifras de ventas minoristas o de consumo en Inglaterra o EE.UU., su ritmo de vida siempre aparece como responsable de la subida.

A menudo incluyo comentarios del chat en este libro («Leído en el Chat»), pues me parece que es un buen espejo para recordar que no debemos tomarnos demasiado en serio a nosotros mismos y creernos unos genios. Siempre habrá alguien mucho más inteligente, más ágil y mejor preparado que tú en otro fondo. La crítica feroz de tus propios amigos cuando se te sube un éxito a la cabeza, al igual que su apoyo cuando las cosas te van mal, resulta esencial para sobrevivir en este mundo.

Los Robots y cómo se adaptan los mercados a un entorno cambiante

Leído en el Chat: «El mercado está movido por unicornios, elfos, máquinas. Excusas».

El *hedge fund* nos hacía viajar a los lugares más remotos, a cualquier hora y con muy poco tiempo de aviso, con el objetivo de analizar mejor a empresas y conocer bien a sus directivos. Tras perder una cantidad obscena de vuelos y dinero y pasar horas —a veces días— en aeropuertos, nos reunimos algunos colegas y contratamos una cuenta con una empresa de aviones privados. Al fin y al cabo, el coste lo pagábamos nosotros deduciéndolo de nuestra prima y, por ahorrar, a pesar de tener derecho a chófer, ya nos pasábamos el día en el metro por las ciudades del mundo. Una costumbre, la de usar transporte público, que le costó más de un susto a algún colega en Moscú, por ejemplo, o al loco que decidió coger un autobús en Johannesburgo y se salvó por los pelos de un secuestro.

Así que llegué a Nueva Jersey en un avión privado acompañado de tres de mis colegas. «Ya verás como me toca el jodido “registro aleatorio”, seguro», decía siempre mi amigo Sy, un doctor en ingeniería informática y un auténtico genio que había creado uno de los modelos cuánticos más completos que he visto en mi vida, con más de 300 datos macroeconómicos y microeconómicos para analizar tendencias. «Siempre me toca.» Sy, además de ser indio y de tez oscura, parecía un personaje de la película *Los Albóndigas en Remojo*. Un «look» muy típico entre los gestores de fondos alternativos, aunque a la gente le sorprenda. El «outsider».

A veces desaparecía durante días y nadie sabía dónde estaba. «Estudiando tendencias de consumo en un Ikea», decía. «Llevo todo el día en McDonalds sumando gasto medio.» De hecho, creó un índice basado en el periplo diario de una madre con dos hijos en Chicago que era una auténtica revelación a la hora de analizar hábitos de consumo. El fondo le permitía sus excentricidades porque era un genio. De vez en cuando, salía a tomar unas copas por la noche. Los que salieron con él decían que si le acompañabas en esas raras ocasiones, garantizaba una noche épica digna de John Belushi. Pero si sobrevivías a una, no volvías a acompañarle.

Efectivamente, cada vez que nos poníamos a la cola para pasar el detector de metales, Sy escuchaba... «disculpe, registro aleatorio».

Otro colega que iba en el avión, Bellard, parecía un magnate del oro. Ocupaba él solo dos de los seis asientos. Estaba claramente enfadado, leía informes y papeles y los tiraba al aire como el director de orquesta de los dibujos animados de Bugs Bunny, mientras la pobre azafata iba recogiendo lo que podía. Mientras tanto, yo leía un artículo sobre Renaissance Technologies, el fondo de Jim Simons, un matemático que creó su fondo en 1982 y superaba en rentabilidad a todos los gestores del mundo, Warren Buffett incluido. Jim Simons afirmaba que si usando sistemas matemáticos «podemos saber la órbita de un cometa, también podemos predecir qué hará Citigroup en bolsa».

Nos habían pedido que fuésemos a conocer a los gestores de un fondo cuántico y a un grupo de «high frequency traders». Sonaba a película de James Bond.

Llevábamos un tiempo trabajando en sistemas matemáticos y algoritmos para intentar «neutralizar» el factor emocional y el ruido blanco de las percepciones personales o de grupo en el proceso inversor. Sy había pasado noches enteras perfeccionando modelos y teníamos un departamento dedicado a analizar el mercado desde esa perspectiva. Los algoritmos no se diseñan pensando en lo que sucede en bolsa, ni siquiera pensando en lo que hacen los políticos, se diseñan pensando en lo que harán los valores sobre la base de las cifras que se publican; la combinación óptima de datos que pueden hacer que suba o baje; los números, tanto los macroeconómicos como los propios de la empresa; sin olvidar adelantarse con estimaciones estadísticas a los resultados que puedan dar otros algoritmos que en combinaciones muy precisas generan una señal de compra o venta. Parece todo muy técnico, pero es muy sencillo. Igual que analizamos y predecimos los movimientos de las mareas, o el clima, analizamos la bolsa tratando de eliminar los factores irrelevantes. Y como ocurre con el clima, los modelos también se equivocan. No son infalibles.

Nunca he aplicado esta clase de métodos matemáticos al 100%, porque en todos los fondos que he trabajado el factor personal se valora de manera muy importante, pero desde luego ayudan muchísimo a cuestionar y revisar tus opiniones. Es una herramienta más.

En aquel viaje buscábamos aprender y, por supuesto, no rechazar el invento de la rueda sino tratar de entenderlo. El mercado financiero es un proceso de adaptación diario. Quejarse sólo te lleva a desaparecer, a ser un dinosaurio.

Poner puertas al campo es inútil.

Lo que nos interesaba de verdad era el uso de robots para operar de manera masiva y eficiente. El High Frequency Trading. Se conocen con este nombre las operaciones realizadas mediante algoritmos matemáticos, pero realizadas a enorme velocidad: millones de operaciones que se realizan en muy poco tiempo, normalmente en milésimas de segundo. Por supuesto, para ello se utiliza el software más rápido y avanzado. Hoy en día se estima[12] que una amplia proporción de las transacciones que se realizan son de algoritmos de High Frequency Trading (HFT). El objetivo es realizar muchas operaciones en las que se obtenga una pequeñísima ganancia que poco a poco se vaya acumulando.

Cuando se inventó el automóvil, los fabricantes de sombreros protestaron. A los conductores se les iban volando o tenían que conducir sujetándolos con una mano, con lo que dejaron de usarlos. Los fabricantes de la prenda organizaron manifestaciones y quejas. Igual que los fabricantes de sombreros se quejaban del coche como invento diabólico, hay quien afirma que los algoritmos distorsionan los mercados o los pueden manipular. Sin embargo, cualquiera que los haya utilizado sabe que, como las aplicaciones de iPhone, cada uno es distinto y no responde a los mismos inputs.

Para nosotros, los algoritmos eran increíblemente interesantes por su limpieza y análisis detallado, y porque crean liquidez y reducen los costes de transacción, facilitando a los inversores comprar o vender cuando los inversores tradicionales prefieren no operar activamente. No se mueven por impulsos emocionales, o por lo que diga Merkel o Bernanke tal día, y precisamente por eso, son muy positivos cuando se genera pánico injustificado. En esos momentos, suelen ser los compradores.

Aquellas visitas me abrieron los ojos en muchos aspectos. Viendo aquellos fondos de inversión donde no había cientos de traders mirando pantallas y hablando con otros, sino que sólo se veía a ingenieros, físicos y matemáticos analizando datos, correlaciones, estadísticas. Ni una pantalla, nadie escuchando el último discurso de Bush o de Bernanke o del BCE. No había escuchado tantos términos estadísticos, palabras como multicolinealidad y heterocedasticidad, desde la universidad. Allí, en esas reuniones, las escuché varias veces.

Salimos de esas reuniones como el que ha visto un Ferrari detrás de un escaparate. Maravillados.

No íbamos a hacer como hicieron los fabricantes de sombreros que vieron sus ventas desplomarse cuando se inventó el automóvil. Había que aprender y adaptarse. A la vuelta de ese viaje, unos meses después, cerramos la cuenta con los aviones privados. Por supuesto, seguimos haciendo viajes a Pekín para ver una planta de coches o a Ghana para ver un campo de petróleo, pero sólo cuando era estrictamente necesario. El ruido blanco, perder el tiempo, quitar horas al análisis de los números, fue cercenado al mínimo. No más viajes para escuchar a una empresa decir lo que sabe todo el mundo, asistir a una presentación irrelevante o ver un activo que representa un 2% del valor de la empresa. Nuestros gastos de viaje son hoy cuatro veces más bajos que en 2007.

El mercado de materias primas y petróleo

Leído en el Chat: «El peak oil es como el bonus de 200 millones, todos hablan de él pero nadie lo ha visto».

Ron llegó a Ginebra tras vivir muchos años en Londres y cansado de pagar un 55% de impuestos. Su carrera había comenzado como analista en un gran banco americano y, como yo, había pasado de analizar empresas petroleras y seguir el mercado de materias primas a invertir en él desde un *hedge fund*. Sin embargo, le había salido la oportunidad de unirse a una gran casa de trading de materias primas en Ginebra. No lo dudó. Era una experiencia nueva en un sector tan atractivo como el de las *commodities*.

Ron y yo nos conocimos cuando empecé a gestionar. Yo era cliente y él analista. Su recomendación sobre una refinería italiana fue uno de los éxitos de 2006, y nos hizo ganar mucho dinero. Desde entonces somos buenos amigos, y compartimos la pasión por el sector energético. Una pasión que reflejo publicando mis análisis sobre el mundo de la energía en mi blog personal, «Energy, Markets and Money» (www.energyandmoney.blogspot.co.uk).

Cuando entré en la industria petrolera en 1991 mi mejor amigo me dijo: «¿Cómo haces esa locura? Si la producción global es de 60.000 barriles al día y va a desplomarse, ya no hay reservas más que para 30 años, la industria está muerta, lo dice *Newsweek*». En 2012, la producción alcanzó los 87.000 barriles

al día, las reservas probadas superaban los 30 años y los recursos disponibles más de 150 años.

Durante mi etapa en una empresa petrolera y como inversor he tenido la enorme suerte de viajar por todo el mundo viendo y analizando de primera mano pozos y explotaciones petrolíferas, desde Sierra Leona, Ghana, Nigeria a Rusia, Arabia Saudí, Irán, Venezuela, Colombia, Argentina, Brasil, etcétera. El mundo del petróleo había cambiado mucho desde mediados de los noventa, cuando tenían que venir a buscarte los guardaespaldas a la puerta del avión en Abuja, Nigeria, para que no te secuestraran, o cuando viajábamos en dos coches por Colombia por si asaltaban uno, saltar al otro e intentar escapar. En aquella época, cuando mis compañeros me decían «qué suerte tienes de viajar tanto» les enseñaba las recomendaciones de seguridad del hotel Sheraton en Ikeja, que me traje como recuerdo, donde te rogaban que no contestases al teléfono, que no dejases entrar a nadie en la habitación estando tú dentro, aunque fuese personal del hotel, y que nunca aceptases una invitación para asistir a una reunión fuera del recinto hotelero.

Pues bien, también pude asistir al desarrollo de maravillas como las arenas bituminosas de Canadá, de las que se decía erróneamente que no eran explotables a menos de 120\$/barril, o conocer con detalle e invertir en la revolución energética del siglo XXI, el gas pizarra y los aceites de esquistos (el *shale gas* y el *shale oil*) en Texas. Si quieren profundizar sobre estas tecnologías revolucionarias que utilizan el proceso de fracturación de rocas para extraer gas y petróleo utilizando presión hidráulica, y que según la IEA pueden llevar a Estados Unidos a superar a Arabia Saudí en producción de petróleo en 2030, les recomiendo que visiten mi blog en inglés. La capacidad de la industria de crecer e innovar, de descubrir campos gigantes como Jubilee o Tupi, siempre me fascinó.

Desde que nos conocimos, Ron y yo nos pasábamos horas charlando sobre empresas petroleras, y asistimos juntos a unas cuantas reuniones de la OPEP (Organización de Países Exportadores de Petróleo).

Viena es una ciudad curiosa. Tranquila, apacible, limpia y ordenada. Carísima. Sin embargo, nada más aterrizar y entregar el pasaporte se encuentra uno con una serie de enormes anuncios, incluido alguno de clubs de dudosa moralidad, que tienen como objetivo a un selecto y rico grupo que se reúne allí

periódicamente. La OPEP.

Cada vez que hay reunión, el aeropuerto recibe decenas de aviones privados y la ciudad se inunda de limusinas y coches deportivos. Los hoteles se colapsan y los muy nutridos séquitos de los delegados acaparan las tiendas para comprar objetos de lujo, ropa, relojes, lo que sea. Luego se van... hasta la siguiente.

Las reuniones de la OPEP en Viena se presentan en la prensa como una especie de programa de Telecinco donde todo el mundo se pelea. Pero no es cierto, y es un evento que merece la pena verse. Lo primero que sorprende es el alto nivel técnico de las discusiones, cuando la prensa tiende a ridiculizar la reunión como una merienda de oligarcas ignorantes. Lo segundo es el enorme grado de desunión existente entre sus miembros, no sólo entre Venezuela-Argelia-Irán y el resto, sino entre todos, y que se ha acentuado a medida que se incrementaban las diferencias entre países en el «*break-even price*» (precio del petróleo al cual un país equilibra sus presupuestos).

Los delegados, príncipes y máximos representantes, se reúnen en una sala. La prensa sigue las reuniones desde otra sala y, mientras tanto, los séquitos esperan por si los delegados necesitan algo especial. Todos los delegados se dirigen unos a otros con una exquisita diplomacia, incluso para discrepar de manera radical. No se levanta la voz. Pero, en mi opinión, hay dos voces que reciben la máxima atención: Arabia Saudí e Irán. Polos opuestos en su política con respecto al mundo occidental, y representantes de dos concepciones muy distintas de la estrategia de suministro de la OPEP. La conciliadora y diplomática, Arabia Saudí, frente a la más agresiva y exigente, Irán.

Cuando la prensa habla de la OPEP siempre tiende a olvidar que es un cártel, un oligopolio, y como tal se comporta a la hora de fijar la producción. No es que no puedan producir más, de hecho siempre «engañan» en sus cuotas y producen un poco más, es que tienen un triple objetivo: mantener la demanda bien cubierta, garantizar unos ingresos mínimos para los productores y generar una rentabilidad adecuada para la industria (así lo recoge su «misión»). Efectivamente, la OPEP no es una ONG, no tiene como objetivo demostrarles a los pesimistas que pueden producir más. Sus objetivos son económicos. El propio Matt Simmons, autor de *Twilight In The Desert* (Crepúsculo en el desierto), reconoció su equivocación al asumir que Arabia Saudí entraba en un declive irreversible de su producción.

Al contrario de lo que piensa mucha gente, el comportamiento de los productores de petróleo es pro-cíclico, no contra-cíclico, es decir, incrementan la producción cuando baja el precio para compensar los ingresos perdidos, y la reducen a niveles suficientes cuando el precio es adecuado. Por eso se reúnen como cartel y fijan cuotas, para evitar episodios de exceso de suministro y shocks de demanda.

Yo aprendí mucho sobre materias primas y sobre su análisis con los traders de una de las casas con base en Suiza. Tras años discutiendo si hay reservas suficientes, si el suministro de uno u otro país declina o no, lo primero que aprendí fue que la demanda y su análisis lo es todo para el inversor, porque es lo que realmente dictamina la evolución del precio. Empezaba a entender por qué la OPEP había sido tan poco eficaz a la hora de controlar los precios.

Para los operadores del mercado, lo más difícil ha sido siempre valorar qué parte de la demanda es real, ya que depende mucho de China (8,5 millones de barriles al día), que puede apretar el botón de «stop» en cualquier momento si el gobierno central lo decide. China, con un PIB de 6 billones de dólares, comparado con 14 billones de EE.UU. y 16 billones de la UE, consume el 53% del cemento, el 47% del carbón y el 10% del petróleo mundial. Para un inversor, la duda es si estas cifras son sostenibles. Por eso Irán, Venezuela y Argelia, los países con un coste superior de extracción (*break-even* 78-80\$/barril), se oponen constantemente a un incremento de cuotas en la OPEP. Si el petróleo se desploma, sus economías sufrirían más que las de los otros miembros.

Para un inversor en materias primas, y específicamente en petróleo, la demanda es la gran preocupación. Y es donde se centra la mayor parte del análisis, sobre todo porque siguen gustando mucho tres argumentos que nunca funcionan a medio plazo:

- El gran público piensa que el precio del petróleo no puede bajar porque se está acabando y los países productores necesitan un precio alto para que sus presupuestos estén equilibrados. Es un gran error de análisis, como lo sería decir que los precios de las casas tenían que subir un 30% en España porque era necesario para sanear las cajas. Y si el petróleo se acabase, el precio marginal tendería a cero, porque, como es lógico, el último barril de petróleo tendrá un precio cero, ya que mucho antes se

habrá establecido una alternativa, sea por ajuste de demanda o por tecnología.

- Otro mito es que el precio del petróleo no puede bajar porque el coste marginal de la producción de Canadá y otros países es de 90-95\$/barril. Si la demanda no sube, la producción marginal que sea cara desaparecerá. Canadá puede reducir su producción, pero no es cierto que sea tan cara como asume la gente, y por lo tanto es muy difícil que baje por debajo de 1 millón de barriles al día, como vimos en 2008-2009. Rusia y Arabia Saudí, con un coste marginal antes de impuestos inferior a \$50/barril, no bajarían de 10 y 9 millones de barriles/día ni siquiera con una caída del 5% de la demanda (y las hemos visto).
- Finalmente, no existe un solo trader que invierta pensando en las teorías del pico del petróleo, el «*peak oil*». Ya ha sido rebatida y criticada en muchas ocasiones, pero incluso si les gustan esas teorías, deben saber que 2012 fue el cuarto año consecutivo en que el sector petrolero reemplazó más del 100% de sus reservas, y que a corto plazo el sistema tenía 3 millones de barriles al día de capacidad excedentaria, los inventarios de excedentes mundiales estaban por encima de los niveles de los últimos cinco años, y con la revolución del «*shale oil*» los defensores de la teoría del pico del petróleo, que ya han desplazado varias décadas su fecha del «desastre», la tendrían que desplazar varios cientos de años más.

Todos los análisis se centran, por lo tanto, en la demanda y en estimar lo creíbles y sostenibles que son las proyecciones. En ese sentido, las proyecciones de demanda de la IEA (siglas inglesas de la Agencia Internacional de la Energía) y otros organismos internacionales no se consideran válidas, porque suelen ser extremadamente optimistas y porque recopilan datos suministrados por los propios países, que siempre son generosos con sus estimaciones de crecimiento y tienden a subestimar el efecto sustitución y la eficiencia energética. A título de ejemplo, entre 2001 y 2011 Estados Unidos vio un crecimiento de su PIB del 6,3% mientras que la demanda de gasolina y petróleo se mantuvo prácticamente inalterada (+0,06%).

Para un trader, la demanda es lo único que importa para mantener el precio

del petróleo u otras materias primas. Por eso la OPEP no toma una decisión si no se confirma la recuperación económica. La OPEP, como todo el sector petrolero, suele temer una caída desproporcionada del precio porque el balance demanda-suministro es aún muy cómodo.

Para un gestor no cabe duda alguna de que los movimientos de precios en los últimos años son consecuencia de la política disparatada de impresión de moneda y expansión monetaria. El dólar ha perdido un 95% de su valor como moneda desde la creación de la Reserva Federal. La expansión monetaria desde 1998 ha sido absolutamente brutal: en China de un 20%, en Rusia un 30% en total, y en la OCDE hasta un 6% anual. El petróleo y otras materias primas no han subido prácticamente desde el año 2000 si analizamos el precio referenciado al oro, no al dólar. Este periodo de destrucción masiva de monedas por incremento de masa monetaria es lo que mejor explica la «supuesta subida» de las materias primas... Creamos inflación artificial.

Cuando uno se presenta en Suiza y va a visitar a cualquiera de las grandes casas de trading de materias primas, se da cuenta de dos cosas. Primero, como ya vamos descubriendo en estos capítulos, que los inversores no son malvados especuladores que hacen que suban los precios de los alimentos y el petróleo para que sufran los niños, sino analistas fundamentales que estudian cada día el balance de demanda y oferta de cada una de esas materias primas, y que según decenas de análisis de la CFTC (siglas en inglés de Comisión de Comercio en Futuros sobre Mercancías)[13] tienen un efecto minúsculo sobre el precio. Los traders no son la causa del precio, son operadores que generan liquidez y que estarían encantados de tomar posiciones cortas en materias primas donde la demanda es pobre y hay exceso de oferta, como ocurre con muchas de ellas. De hecho, son operadores esenciales para desinflar burbujas causadas por elementos no fundamentales. Y, oh, sorpresa, otra cosa que se descubre, es que a veces se equivocan: ganan y pierden. El mercado es así.

Entre los años 2005 y 2007 asistimos también a la revolución de las energías renovables. Un billón de dólares invertido en nuevas energías en todo el mundo, un boom poco habitual incentivado lamentablemente por unos gobiernos que a los pocos años cerraron el grifo y hundieron a media industria. Como para fiarse. Otro ejemplo de intervencionismo y mala planificación que hizo mucho daño a muchas buenas empresas. El índice Renixx, que agrupa a las empresas

renovables cotizadas en bolsa, cayó un 98% entre 2008 y 2012. Otra burbuja de valoraciones optimistas, a pesar de ser una industria perfectamente viable.

Tuve la oportunidad de analizar e invertir en grandes empresas solares, de viento, en toda la cadena de valor y siempre con empresas no cotizadas, porque las valoraciones que nos encontramos en el sector cuando salieron a bolsa nos parecieron en su gran mayoría excesivas. Haber trabajado en uno de los fondos con mayores inversiones en renovables de Europa y a la vez analizar el sector de energías convencionales me dio una perspectiva global y crítica de todos los segmentos, del riesgo del exceso de capacidad, de las subvenciones y de las expectativas optimistas. Una experiencia espectacular.

PARTE II

La crisis de deuda y la gran mentira del dinero gratis

El mercado de deuda

Leído en el Chat: «España, un país sin petróleo ni oro que gasta como un oligarca ruso».

Todo lo que sé del mercado de deuda lo aprendí de dos personas: Russell y Damien.

Russell compraba y vendía bonos corporativos y soberanos. En 2004 generó él solo la mitad del beneficio del fondo donde trabajaba. Se decía que había ganado 700 millones de dólares en primas en los últimos tres años. Su libro de cabecera era *Bond Markets, Analysis and Strategies* (Mercados de bonos, análisis y estrategias) de Frank J. Fabozzi.

Si usted se encontrase a Russell por la calle, probablemente le ofrecería una limosna para un café. Es un tipo despeinado, con unas gafas de culo de vaso de esas que afearían incluso a Brad Pitt, y con un estilo de vestir que se reduce a «lo que encuentre en el armario». Tímido, introvertido, muy simpático, ávido lector y un auténtico experto en jazz. Es multimillonario, y sin embargo vive alquilado, no tiene coche y su único «capricho» es que, como nunca vive más de tres meses en ningún país, siempre vuela en avión privado con una cuenta de NetJets. Russell lleva desde 2005 alertando de que la espiral de deuda va a acabar con muchos países de la OCDE. Y hay que reconocer que se comporta de manera absolutamente coherente con su análisis.

Damien, por el contrario, es un tipo deportista y cuida su imagen. Le apasiona el windsurf. Damien era bróker en un gran banco de inversión en Nueva York y pasó a ser gestor poco antes de la crisis de deuda soberana. Cuando era bróker escuchaba dentro del banco los mensajes de euforia ante la

última bajada de tipos de interés, el último plan de estímulo y de expansión monetaria, y en cambio él sólo veía oportunidades de venta. Por eso dejó un puesto tranquilo y se lanzó al mundo inversor con unos millones que le dejaron unos inversores privados. Predijo la crisis de deuda soberana.

«Eso de que la deuda de un país no tiene riesgo es una imbecilidad, es la que más riesgo tiene porque se paga con impuestos, recortes y menos crecimiento.» Hoy a todos ustedes les parecerá un mensaje muy obvio. En 2004 les aseguro que no lo era. Damien me enseñó que:

- Los ratios basados en el PIB son irrelevantes para analizar la solvencia de un país, porque el PIB es una magnitud muy manipulada. Por darles un ejemplo, el PIB de España sólo cayó un 5% durante la crisis hasta 2012, mientras que todos los demás indicadores de liquidez y solvencia cayeron más del doble de esa cifra: ingresos, producción industrial, consumo, capacidad de ahorro, acceso al crédito, etcétera.
- Lo que importa para el inversor de renta fija es la diferencia entre los ingresos y los gastos, y sobre todo la aceleración de los gastos y el deterioro de los ingresos. Es como si usted tiene una tarjeta de crédito, y sus ingresos empeoran, pierde su prima, su pareja se queda sin trabajo, mientras sus gastos no bajan o aumentan. Primero aumenta el coste de la tarjeta de crédito —la prima de riesgo, el coste de la deuda— y luego, cuando ya es insostenible, le retiran la tarjeta y tiene que hacer una reestructuración, una quita y un aplazamiento de vencimientos, durante el resto de su vida.

Damien me comentó ya en 2007 que la prima de riesgo iba a dispararse porque todos los indicadores de liquidez mostraban un altísimo riesgo, y que la espiral de gasto crea un círculo vicioso similar al de una familia que vive de la tarjeta de crédito. El ejemplo no podía ser mejor, en una época en la que ese modo de vida era bastante típico.

Los países viven como esas familias que salen en los anuncios de televisión donde dicen: «Consolide sus deudas y facturas en un solo pago mensual cómodo, y disfrute de la vida». Extienden el plazo y aumentan la deuda al máximo posible con tal de mantener un ritmo de vida simplemente insostenible.

En definitiva, hipotecan el futuro para justificar un despilfarro actual que, por supuesto, nadie considera excesivo.

«Yo nunca he vivido por encima de mis posibilidades» es una frase muy repetida por empresas, familias y Estados, aunque en muchas ocasiones se basa en un análisis generoso y optimista de lo que eran «sus posibilidades». El entorno nos impide entender cuáles son las posibilidades reales porque se nos ha inculcado durante décadas que el acceso a deuda es un derecho. Por eso escuchamos sin pestañear frases como «exigimos tener el mismo derecho a crear déficit que el Estado» por parte de una comunidad autónoma, o que «lo único que hace falta es que fluya el crédito». Tampoco se nos informa de las consecuencias y los efectos perniciosos de la deuda excesiva, como los aumentos de impuestos, los recortes o la inflación desbocada, o del riesgo de impago.

Damien y Russell tenían algo en común. Eran capaces de descifrar un balance y descubrir los fallos o trampas de un estado de pérdidas y ganancias en dos minutos. Analizaban la verdadera solvencia de un país o de una empresa en pocas horas. También tenían en común que no se dejaban embaucar por promesas de «largo plazo y brotes verdes», precisamente porque son el tipo de inversores que compran a más largo plazo, con horizontes de 5 y 10 años.

«El balance, el capital circulante y la caja lo dicen todo, Daniel, y leyendo balances te darás cuenta de que el mundo se ha vuelto loco.» De ellos heredé mi pasión por entender los estados contables. Los números aburridos que muchos no quieren ver y otros intentan que no veamos. Un inversor en bonos es probablemente el más conservador de todos los inversores del espectro del mercado. Al fin y al cabo, comprar un bono es comprar la deuda de un Estado o de una empresa y se espera que el riesgo inherente a ese instrumento sea bajo.

Un bono genera rentabilidad por el cupón (interés) que paga y por su apreciación cuando hay más compradores que vendedores. Así, pueden cotizar «a la par» (a 100, que es el referente prefijado), o bien con prima o con descuento. Los bonos, por lo tanto, no son siempre una oportunidad de bajo riesgo, como nos hacen pensar. Pueden cotizar a un gran descuento sobre «par» y generar pérdidas a pesar de pagar un interés si la diferencia entre el valor actual y el interés recibido es alta.

Bonos, letras, obligaciones, bonos convertibles... Lo que parece no «calar» en la población es que cuando un instrumento de renta fija ofrece una

rentabilidad muy alta no es que sea una ganga, es que su riesgo es muy alto. Los inversores minoritarios —y muchos grandes también— llevan décadas escuchando que la renta fija no tiene riesgo. Es falso. La renta fija, los bonos soberanos y corporativos, tienen riesgo, y cuanto mayor la deuda, mayor el riesgo.

Sin embargo, cuando la señora María o el señor Juan van a su banco piden «algún producto que me dé una buena rentabilidad porque los bonos del Estado pagan muy poco». Sin entenderlo, están pidiendo un producto de mucho mayor riesgo, y sin entenderlo también, el que lo vende minimiza la volatilidad de dicho producto.

Recuerdo a un familiar que me decía: «Fíjate lo que me ha pasado, compré obligaciones convertibles en acciones de un banco porque ofrecían un interés muy bueno y ahora he perdido el 50% de la cantidad invertida». Las palabras «obligación» y «convertible en acciones» deberían haber disparado las alarmas, al saber que estaría expuesto a la fluctuación de la acción de ese banco con la conversión, y que un bono convertible es por definición una ampliación de capital, y por lo tanto una operación de efecto dilutivo y negativo para el precio de la acción de ese banco. Pero el inversor y el emisor prefieren apelar en muchos casos a la percepción de «valor», al interés supuestamente atractivo y al confort de «a largo plazo todo sube» para justificar una inversión de alto riesgo como si apenas tuviera ninguno.

El inversor minoritario y el banco vendedor tienden a infravalorar el riesgo del subyacente (del principal, del capital invertido), nublados por la promesa de un «interés» alto. En el caso de una obligación convertible, no se valora el riesgo del precio de la acción que nos darán al vencimiento. Pero... ¿por qué ofrece un interés alto ese producto? ¿Por generosidad? ¿Por ocurrencia? No, el proceso de fijación del interés que ofrece un producto de renta fija es precisamente un proceso de valoración del riesgo de impago o de pérdida del capital. Cuanto mayor es el tipo de interés que se exige, mayor es el riesgo percibido.

Por supuesto, usted como inversor puede decidir que la rentabilidad exigida por el mercado (el tipo de interés) es demasiado alta e injustificada en comparación con el riesgo real, pero si llega usted a esa conclusión también debe saber que es una opinión que tal vez no esté bien fundamentada, o que se base en los tradicionales principios inútiles de «es de toda la vida» o «me lo ha dicho el

director del banco».

También se dan grandes errores entre los inversores minoritarios en cuanto a los productos de bajo riesgo. Un fondo de renta fija no tiene un riesgo tan bajo como un bono, porque es un producto distinto, más volátil y formado por una cartera. No es lo mismo un fondo de renta fija americano que un bono del Tesoro, porque el fondo incluye muchos productos con distintos niveles de riesgo.

Desde el lado vendedor de esos productos, sean gobiernos, empresas o bancos, se promueve la apariencia de bajo riesgo, y los compradores, todos, hemos aceptado esa propuesta con demasiada credulidad. Estudiar folletos, informarse sobre los riesgos y conocer detalles sobre productos y operaciones similares resulta aburrido y tedioso y, por desgracia, a menudo depositábamos nuestra confianza en vendedores o expertos que en algunos casos encontraban esos detalles y esos números igualmente aburridos, y también se fiaban de otra fuente externa o, simplemente, veían el mundo desde la perspectiva optimista que nos caracteriza como humanos.

Más interés, más riesgo. Por favor, no lo olviden.

Sin embargo, éste es un ejemplo clarísimo de incentivos perversos; los Estados llevan décadas vendiendo la idea de que los bonos «no tienen riesgo» a los pequeños inversores, y como éstos asocian «rentabilidad» con tipo de interés, se olvidan de la famosa frase de Will Rogers, un prestigioso inversor: «Me preocupa más recuperar mi dinero que la rentabilidad de mi dinero».[14] Esta falta de educación financiera es en parte lo que llevó a nuestro país a lanzarse a los bonos de Nueva Rumasa y similares. Hay una razón por la que los bonos de alta rentabilidad se llamaban «junk» (basura).

Fíjense en los ahorradores que repiten día tras día: «Esto va fatal, el país es un desastre», y luego se lanzan a comprar bonos del Tesoro porque dan una buena «rentabilidad». Hay algo que chirría en su análisis del mundo y en su decisión de inversión. O no se creen que todo va fatal, o se equivocan en su percepción del riesgo en su decisión de inversión.

Podemos regular hasta el infinito, pero sin cultura financiera seguirán apareciendo engaños. Es muy importante que el gran público adquiera cultura financiera. Lamentarse después de que «me lo recomendaron» es triste, pero la mejor cura para la ignorancia es la información: aprender y sobre todo darse

cuenta de que la culpa no es de los mercados, sino de las personas que no saben gestionar sus impulsos, se dejan aconsejar por gente que probablemente tiene tan poca idea como ellos, o se dejan llevar por creencias repetidas durante años del tipo «es de toda la vida».

Mejor prevenir que curar. Si algo no se entiende, igual que cuando un producto no muestra con claridad su contenido o sus ingredientes, no lo compre. Aunque venga en un paquete con brillantes colores y se lo ofrezca un chico o una chica atractivo y simpático. Permítanme que lo repita: a mayor interés, mayor riesgo. Si usted decide que ese riesgo está sobrevalorado o mal entendido o que a largo plazo todo mejorará, es su decisión personal.

Toda la regulación del mundo no va a suplir la cultura y el sentido común. Hay que informarse, aprender. No es entretenido, pero es la única manera. Y aún así alguna vez nos equivocaremos.

Leído en el Chat «Tipos cero para países que gastan más de lo que ingresan. Seguro que funciona».

Mientras Estados, empresas y prensa hablaban todo el día de deuda y se transmitía la imagen de que la prioridad absoluta era mantener los tipos bajos y anunciar rescates eternos, se creó otra burbuja, la burbuja de los bonos. Como decía Warren Buffett: «Los bonos deberían venir con un cartel de “peligro”». Las sucesivas inyecciones de liquidez e intervenciones estatales llevaron a los bonos soberanos, particularmente los americanos y alemanes, a un nivel de rentabilidad inaceptable comparada con el riesgo. Pero también a los bonos corporativos, sobre todo los «bonos basura», ahora mal llamados de «alto rendimiento» porque el término esconde su riesgo.

Comprar bonos cuyo riesgo intrínseco está subestimado por presiones intervencionistas es mucho más arriesgado de lo que parece, porque se disfraza su verdadero riesgo. Cuando todos los Estados están empeñados en crear inflación e inyectar liquidez, se incentiva una burbuja en los bonos de los dos extremos del riesgo: los bonos soberanos estadounidenses y alemanes por el lado «bajo riesgo», y los bonos corporativos de alto rendimiento por el lado del «alto riesgo». Ese cero por ciento de interés del bono estadounidense o alemán es tan injustificado como recibir sólo un 8% de cupón en bonos de empresas al borde

del colapso.

La primera regla del capitalismo dice que el individuo es libre para invertir su dinero donde crea que le conviene, y para ello arriesga su dinero. El riesgo de quiebra y de perderlo todo es esencial para que funcione el libre mercado, se premie al buen gestor y se establezcan claramente los riesgos de invertir mal. Sin embargo, cuando entran los rescates y se destruye el principio de responsabilidad crediticia, se generan incentivos perversos, se toman riesgos exagerados ante promesas de rescate y se hunde la credibilidad de todo el sistema.

¡Bienvenidos inversores!

Leído en el Chat: «Europa no tiene un problema de deuda. La deuda tiene un problema de Europa».

Fue en el año 2006 cuando Toby (la persona que me contrató), Russell y yo viajamos a España para visitar al gobierno, empresas constructoras, de infraestructuras, energéticas... España estaba en el centro de todas las noticias económicas por las fusiones y adquisiciones a precio de oro y pagadas con deuda, por el crecimiento de la construcción y el enorme gasto público en infraestructuras.

Llegamos a una gran empresa constructora y nos dijeron que el presidente no nos iba a recibir. «Si lo que vienen ustedes es a hablar de cómo vamos a reducir la deuda, no merece la pena que vean al Sr. Presidente, porque ése no es el modelo de creación de valor de esta empresa», nos dijo el director de relaciones con inversores.

Otras grandes frases que escuchamos en aquel viaje fueron: «las casas en España sólo pueden subir porque los inmigrantes tienen muchos hijos y tendrán que comprar», «en España no hay sub-prime porque lo último que se deja de pagar es la hipoteca», «en España no hay hipotecas basura porque no hay precariedad laboral como en su país (EE.UU.)» y mi favorita, dicha por un destacado miembro del gobierno: «Tienes envidia del modelo español.» «Pero, si soy español» le dije. «Sí, pero estás contaminado por estos dos», refiriéndose a Toby y Russell. Las reuniones eran de lo más surrealista, porque si había un denominador común en los mensajes que nos hacían llegar era que la deuda lo estaba nublando todo.

En el chat: «La patronal bancaria ha encontrado la solución a la crisis»//«¿Cuál?»//«Más casas y más crédito»//«¡Genial!» «Brillante» «Innovador».

Russell le preguntó al consejero delegado de una constructora que decía que los pisos en España debían converger a 3.000 euros el metro cuadrado en todas las grandes ciudades, si había calculado cuántos años necesitaba una pareja de inmigrantes con dos sueldos para pagar ese aumento del precio. «No, no lo he calculado.» «95 años más o menos», dijo Russell. «Eso lo dirá usted, no tengo por qué discutir más.» Y nos echó del despacho. Si la crisis de hipotecas americanas era «la gran burbuja», acabábamos de descubrir la «hermana atiborrada de esteroides de la gran burbuja».

Desde entonces, mi objetivo al empezar a escribir en prensa y participar en medios de comunicación ha sido intentar divulgar conceptos básicos de economía y finanzas para intentar que el gran público pueda compartir mis vivencias y opiniones, así como mi análisis, tanto bursátil como macroeconómico. Este libro recopila mi análisis, incluyendo ideas nuevas, colaboraciones y extractos de entrevistas, con el objetivo de responder lo mejor posible desde mi punto de vista a los mitos y errores que circulan sobre el mercado y la economía.

La crisis europea y de deuda soberana

Leído en el Chat: «De los mensajes de hoy del presidente tres eran falsos, uno correcto»//«¿Cuál?»//«Cuando dijo Buenos Días».

Jamás olvidaré un día en 2008 en el que, en medio de la crisis, estábamos viendo un debate en televisión donde el presidente del gobierno hablaba sobre la necesidad de aumentar el déficit y endeudar al país con políticas de estímulo. Mi hijo Jaime, que tenía seis años, preguntó qué era lo que pasaba. Le dije: «El gobierno ve que el país no va bien y piensa que gastando más, mejorará». Mi hijo preguntó: «¿Eso es porque tiene mucho dinero?». Le dije: «No, lo tiene que pedir». Jaime me miró y declaró: «¿Y si no tiene dinero cómo va a gastar más?, hay que ser tontucio». Y se fue a jugar.

Mis tres hijos, como todos los niños que nacieron en la década del despilfarro que va del 2001 al 2011, llegaron al mundo sin saber que, como los demás ciudadanos, heredaban una deuda de 27.000 euros cada uno gracias a la política egoísta del déficit, del gasto inútil y la deuda.

Déjenme que les dé una cifra: 3,4 billones de euros. 3.400.000.000.000 de euros. Es la cifra de aumento de deuda de los países de la Eurozona entre 2006 y 2011. Tres veces el PIB de España. Más deuda en cinco años que la acumulada desde la creación del euro hasta el 2006. Y sólo hizo falta que se levantase la alfombra en Grecia para que se descubriese que el emperador estaba desnudo, que la capacidad de repagar esa deuda estaba saturada. Siguieron Portugal e Irlanda, para continuar con España e Italia. Hoy en Europa hay más países rescatados-asistidos-con problemas que rescatadores.

«Todos sabemos lo que hay que hacer, lo que no sabemos es cómo ser reelegidos si lo hacemos.»

(Frase atribuida a JEAN-CLAUDE JUNCKER)

El comienzo de la crisis no fue culpa de un partido u otro, de los bancos o de las hipotecas americanas. El comienzo de la crisis se sitúa en el momento en que empezamos a creernos que el dinero es gratis. Cuando el aluvión de fondos europeos se tenía que gastar rápido y sin control para que nos dieran más. Una percepción, la del dinero gratis, que nos ha llevado hasta la situación actual, en que las masas se rebelan exigiendo más gasto público (deuda), más déficit (deuda) y más subvenciones (deuda). Es un problema de toda Europa, de toda la OCDE y en particular de los países periféricos. Pero a nosotros nos interesa España.

La ilusión de que en España íbamos a crecer eternamente se puede encontrar en estimaciones —que se decían muy conservadoras— de comunidades autónomas, bancos, empresas, órganos reguladores y medios de comunicación desde la primera mitad de los 90, pero sobre todo en los años de la oportunidad perdida, 2004-2011, durante los cuales nos dedicamos a esconder un problema de modelo económico y el pinchazo de la burbuja inmobiliaria, y en vez de apagar el fuego le echamos gasolina, con más deuda. Recordarán ustedes estas frases del presidente del gobierno, Jose Luis Rodríguez Zapatero a medida que iba estallando la crisis:

«Vamos a superar a Alemania en renta per cápita. De aquí al 2010 les podemos superar perfectamente. Igualar y superar ligeramente. Es que el crecimiento de España está en el 4%. Creando empleo. Sólo con esa cifra uno, como presidente de Gobierno, se siente ya absolutamente reconfortado en el balance de su actuación.»

«Tenemos la tasa de paro más baja de la historia. El modelo económico español es un modelo internacional de solvencia y eficiencia.»

«La crisis es una falacia, puro catastrofismo. Estamos creciendo por encima del 3%. Aunque mañana crezcamos al 3% o al 2,8%, que es un crecimiento bueno, vamos a seguir creando empleo y teniendo superávit.»

El umbral de saturación de deuda parecía no existir en España. Pero lo sobrepasamos con creces en menos de dos años.

La creencia, aún muy extendida, de que el largo plazo lo justifica todo, nubló

las decisiones de inversión de nuestro país. No importaba. La prudencia valorativa y la planificación detallada desaparecieron para dar paso a la necesidad de gastar el dinero como fuera y cuanto antes. «Si no consumes tu presupuesto, el año que viene te darán menos» era una frase muy escuchada en entes públicos y privados.

El acceso al crédito se suponía infinito. Tanto, que hoy aún pedimos «que fluya el crédito» como condición para la recuperación. Pocos hablan de rentabilidad, de mejorar márgenes, de crear empresas sin necesidad de endeudarse dos o tres veces el valor de sus activos.

Hemos creado una sociedad adicta a la deuda, que equipara dicha deuda con crecimiento y gasto con inversión. Y de esa adicción sólo se sale con una terapia agresiva, porque los paños calientes nos han metido aún más en un agujero del que se tardará mucho en salir.

¿Cómo se crea la percepción de que la deuda no importa?

Cuando se empieza con el mantra de que «la deuda soberana no tiene riesgo» y que «el gasto público es inversión que se recupera a largo». A partir de ahí se introduce un error de análisis enorme en todos los sectores, porque infravalora el riesgo país que, curiosamente, también se infravaloró en nuestras inversiones multimillonarias en Latinoamérica.

¿Cómo pudo ocurrir eso?

Porque durante años se nos decía que el capital inversor era prácticamente ilimitado. Las estimaciones optimistas se convirtieron no sólo en excusas para las decisiones de mala inversión y gasto público y privado difícilmente justificables, sino casi en religión.

Llevamos una década endeudándonos para pagar intereses y gastos corrientes. España incrementó el gasto público en 67.264 millones de euros entre 2007 y 2011, un 6,4% del PIB, para generar una caída del PIB del 3,3% y una caída de la producción industrial de 12,7%, con un aumento del desempleo brutal. ¿Lo queremos repetir? Nos dicen, «no ha funcionado, hagámoslo otra vez». Total, como dice Paul Krugman «se pueden bajar salarios y subir impuestos».

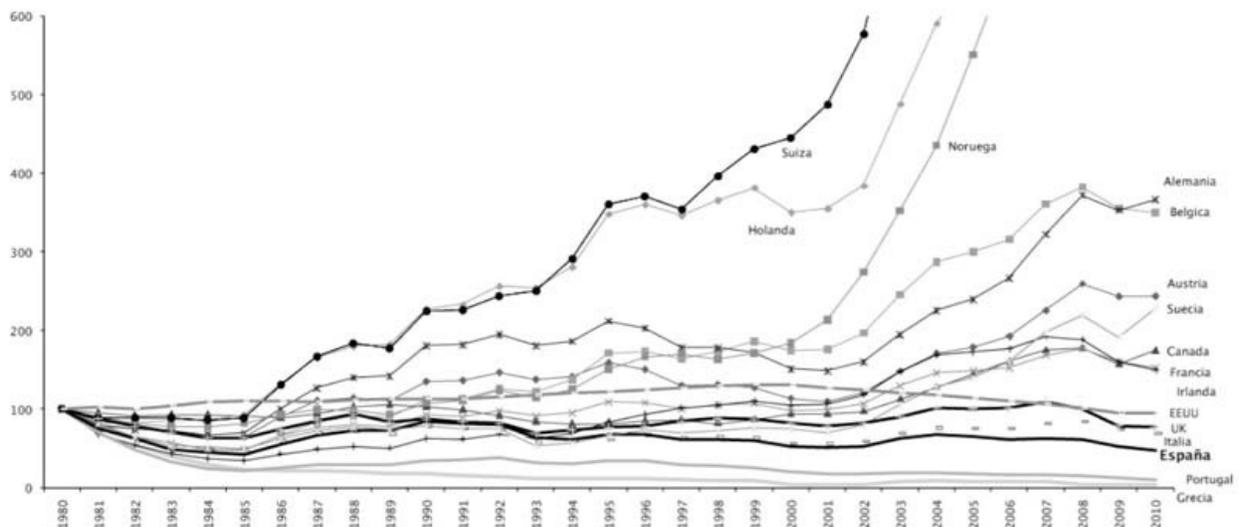
La obsesión de muchos de nuestros políticos por citar a Paul Krugman o Joseph Stiglitz, dos premios Nobel de Economía, no tiene nada de casual. Escogen de estos expertos los mensajes que les interesan. «Más gasto público,

estimular demanda interna, olvidar el déficit.» ¿A quién no le gusta gastar más? Los ciudadanos, además, lo celebran. Otro aeropuerto inútil, otro Plan E.

Como si a un niño le dices que coma más golosinas o a un alcohólico que beba más, son mensajes que apelan al papel del Estado hiperprotector y malcriador, a nuestro lado más cómodo, egoísta y despilfarrador. Luego, cuando esas políticas no funcionan y el país se desploma con una deuda galopante, como ocurrió en España o en Argentina, las consecuencias las sufre el ciudadano o las generaciones futuras.

El FMI (Fondo Monetario Internacional) mostró recientemente que si se ajusta el efecto de la deuda, España prácticamente no ha crecido en los últimos diez años. Por lo tanto, los ciudadanos deberían replantearse esos mensajes de que hay que incrementar el gasto. Solucionar deuda con más deuda es meternos más de lleno en el desastre. Nos olvidamos de que cuando pagamos gastos corrientes con deuda son nuestros hijos los que reciben la factura, con intereses.

Crecimiento real del PIB excluyendo el aumento de deuda externa (USD, 1980=100)



Solución, claro que la hay. Volver a la moderación, a lo que hizo de este país un modelo, no de deuda, sino de creación de empresas bien gestionadas y poco endeudadas. Cercenar gasto político y volver a pensar en rentabilidad adecuada al riesgo. En un capítulo posterior ampliaré mis propuestas.

Sin embargo, cuando no se quieren poner en marcha soluciones internas dolorosas, se buscan culpables externos.

Las agencias de calificación

Leído en el Chat: «Las agencias alertan sobre el aumento de la deuda en España»//«Gran descubrimiento».

Desde el comienzo de la crisis se han perdido en el mundo un billón de dólares de activos considerados de bajo riesgo, los calificados como Triple A. Esa pérdida de la máxima calificación por parte de tantos países y empresas hace que muchísimos inversores simplemente no puedan invertir en sus bonos. Sin embargo, ante la pérdida de la máxima calificación, en vez de reducir su endeudamiento, los países y algunas empresas siguieron aumentando su deuda. Una tarta menor de capital disponible pero más comensales para intentar atrapar un pedazo.

Cuando estalló la crisis de las hipotecas en Estados Unidos, se puso en marcha inmediatamente la máquina de buscar culpables externos, la única máquina que ha funcionado a la perfección durante esta década. Y rápidamente aparecieron las agencias de rating (calificación crediticia), encargadas de analizar la deuda soberana y corporativa y ponerle «nota» dentro de unos rangos de valoración que básicamente se dividen en dos: «*investment grade*» o «aptas para invertir» y «*non-investment grade*», también llamado bono basura.

En ese juego de culpas, nos olvidamos nuevamente de cómo funciona el mercado y de que, de la misma manera que los analistas de renta variable hacen sus valoraciones desde una perspectiva que tiende a ser optimista, diplomática con las empresas y habitualmente generosa, las agencias de calificación hacen lo mismo. Sí, las agencias de calificación se han equivocado, y mucho, pero siempre han errado por optimistas, raramente —yo no conozco ningún caso—

por pesimistas.

Yo siempre digo que una agencia de calificación es parecida a un ente que le cobre a Paul McCartney y a Yoko Ono por decirles que los Beatles se van a separar.

Mi amigo Jeremy es analista en una agencia de rating. No es un trabajo fácil ni agradable. No cobran grandes sueldos y reciben presiones constantes de gobiernos y empresas para que mejoren sus calificaciones. Siempre. Todos los países se sienten con el derecho adquirido de ser aprobados. Igual que las empresas con las recomendaciones de compra. La presión de los vendedores es espectacular. «No nos entienden.» «No valoran nuestra potencialidad.» Cada vez que una agencia hace una bajada de rating, por técnica que sea, recibe más llamadas de ministros y amenazas de secretarios de Estado que nadie. No, no es un trabajo fácil. Usan datos que les proporcionan los propios Estados y empresas, los cuales, por definición, ya están muy «edulcorados». Y cuando mi amigo usa estimaciones propias, sufre la ira de todos los emisores.

«Déjame, que yo lo soluciono», era una frase típica de Presidente cuando cierta agencia de rating anunciaba que iba a bajar su calificación.

Qué ingrata es la diplomacia. Durante toda la crisis hasta 2008, comunidades autónomas, Estados y empresas presumían de su «excelente calificación» ante los agoreros, los anti-patriotas y los malvados especuladores, como yo, que decían que esto iba muy mal. Y en el nanosegundo en que las agencias finalmente, ante la evidencia empírica de la crisis, empezaron a rebajar las calificaciones a niveles que el mercado ya asumía... llegó la indignación.

Como cuando éramos pequeños, y decíamos «tengo malas notas porque el profesor me tiene manía». El delirio llegó cuando escuchamos la declaración de ciertos miembros de la Unión Europea amenazando con prohibir a las agencias de calificación publicar sobre los países de la Eurozona. Una rabieta infantil. Dado que no parecían poder ponerse de acuerdo en solventar la crisis de deuda, tomaron el muy socorrido camino del populismo.

RATING CREDITICIO - COMPARACIÓN DE ESCALAS

LARGO PLAZO

MOODY'S	S&P	FITCH
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa1	CCC+	CCC+
Caa2	CCC	CCC
Caa3	CCC-	CCC-
Ca	CC	CC
C	C	C
	D	D

CORTO PLAZO

MOODY'S	S&P	FITCH
	A-1+	F-1+
	A-1	F-1
	A-2	F2
	A-3	F3
	B	B
	C	C
	D	D

A las agencias de calificación se les pueden criticar muchas cosas, y con razón, excepto que «ataquen» a España o a Europa. De hecho, la gran crítica que se les puede hacer es que son demasiado diplomáticas con los países y reaccionan sólo cuando las señales de riesgo son evidentes, no antes. Por eso, lo que el mercado ya veía en 2006 no se materializó en las calificaciones crediticias hasta 2009-2010. Standard & Poor's, Moody's y Fitch han sido extremadamente benignas porque sólo pueden utilizar datos documentados, y nunca hacen

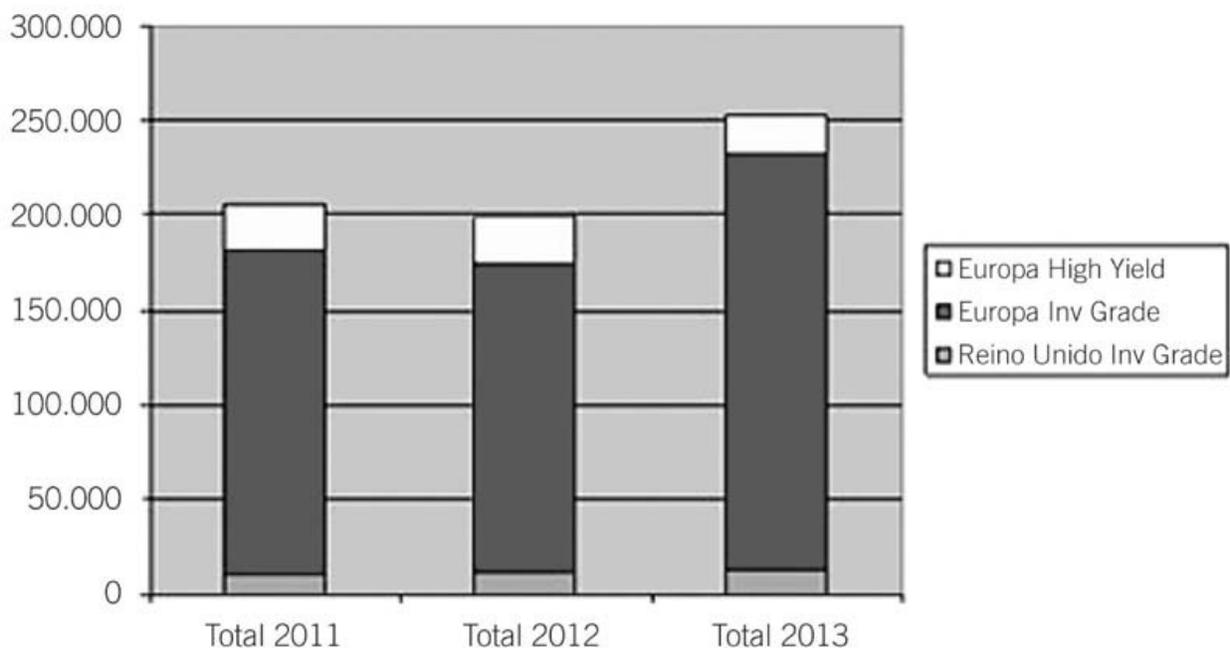
previsiones de futuro que difieran agresivamente de los emisores. Eso es lo que explica también que reaccionaran tarde con las hipotecas sub-prime.

Y es que, no nos engañemos, los emisores conocen perfectamente sus dificultades crediticias reales. Otra cosa es que les guste que se publiquen.

Nos dicen que las agencias son cortoplacistas y tienen una animadversión anglosajona contra Europa (por más que Fitch esté en Francia). Es una acusación ridícula, teniendo en cuenta que siempre han publicado calificaciones que asumían las propias previsiones de los países... y que, por supuesto, no se cumplieron. Un poco de autocrítica nos iría bien.

La realidad es que los inversores valoran el trabajo de las agencias de rating no por su calificación, sino por el análisis de fondo. Las recomendaciones ya no son tan seguidas como antes de los errores sobre las hipotecas subprime, pero se sigue dando mucho valor al contenido, y se utiliza cada vez más a las agencias independientes como Egan Jones.

Vencimientos Deuda Empresas (m)



Las voces intervencionistas piden que se prohíba a las agencias publicar informes sobre la eurozona. Gran majadería. A ver qué tal les iría a las empresas europeas su proceso de refinanciación —nada menos que 250.000 millones de

euros en 2013—, si los inversores que tienen que comprar esa deuda no pudiesen acceder a una calificación estatal aceptada y contrastada. Pero claro, a los políticos no les importa la refinanciación de las empresas, sino la de la deuda pública, que es la que sostiene sus gastos públicos desorbitados. Por eso prefieren quebrar.

Otros dicen que debería haber más competencia entre agencias de calificación. Bien, pero tengan cuidado con lo que desean, a ver si va a ocurrir como en EE.UU. y salen agencias como Egan-Jones o Weiss Rating que digan las cosas como realmente son y saquen los colores a la deuda nacional. Estas agencias son las que estiman que la calificación real de EE.UU. o Europa debería estar más cerca de la C que de la A.

Otros dicen que debería existir una agencia de calificación europea que analizase los datos desde una perspectiva «cercana». Cercana. Es decir, alguien que diga lo que nuestros políticos quieran. Como si los inversores fueran a dar alguna credibilidad a un análisis publicitario. Yo a ese proyecto lo llamo la «agencia de calificación LOGSE», donde todo el mundo aprueba a pesar de destruir su balance. Poca credibilidad se le daría a una entidad que empeorase aún más la imagen de diplomacia y cautela que tienen las agencias actuales.

Hablaba hace un tiempo con el director de una de las pocas casas que practican un análisis centrado exclusivamente en el balance, y coincidía conmigo en que llevamos demasiados años ofuscados en la fantasía de la deuda sobre PIB, cuando lo que realmente importa es la caja libre y el peso del coste de la deuda sobre los ingresos.

Lo que hace falta es que Europa y España dejen de jugar al avestruz esperando a que escampe, se centren en recobrar la credibilidad, atraigan capital en vez de espantarlo y dejen de vivir en la fantasía del gasto político, el crédito fácil, la sopa boba del subsidio y los derechos adquiridos que negamos a los demás. Y entonces verán que no hace falta prohibir e intervenir. La demanda llegará sola.

Cuando el problema parecía ser sólo Grecia

Leído en el Chat «Portugal no es Grecia, España no es Grecia»//«Grecia no es Grecia».

En noviembre de 2012, el Eurogrupo y el Fondo Monetario Internacional decidieron desbloquear «otros» 43.000 millones de euros para que Grecia pudiera hacer frente a sus pagos. Rescate tras rescate, Grecia ha recibido desde el principio de la crisis hasta finales de 2012 el equivalente a diez planes Marshall. Sin embargo, todo lo que se ha hecho en los últimos años ha sido ir «dando patadas hacia delante» a un problema de deuda insostenible.

Sea por rescates o por impago, Grecia puso de manifiesto la fragilidad europea y el riesgo de tapar «deuda con más deuda». Grecia no era el problema, era un eslabón del mismo, pero nos mostró el destrozo que hasta un país pequeño puede causar al sistema financiero global por la exposición cruzada del resto de los países a su deuda.

Mientras tanto, el hipertrofiado sistema estatal, el gasto político y el clientelismo entre administración pública y partidos son las únicas cosas que no han cambiado en Grecia. Les recomiendo que lean el capítulo dedicado a este país del libro *Boomerang: Viajes al nuevo tercer mundo europeo* de Michael Lewis para entender por qué no vamos a volver a ver el dinero que les hemos prestado, y por qué mantener a un moribundo dentro de un euro que realmente no puede permitirse no es bueno ni para Grecia ni para la Unión Europea. Sólo resulta beneficioso para los bancos, sobre todo alemanes y franceses, que acumulaban 138.000 millones de euros de deuda griega en 2011, aunque el PIB del país se desplomase a razón del 4-6% anual, y la deuda sobre el PIB se

disparase hasta el 130%.

Ante la enorme bola de nieve de deuda, en Europa se pusieron en marcha enormes inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo, las cuales generaron sin embargo un riesgo considerable. Al usarse la mayor parte de esa liquidez para que los bancos comprasen deuda soberana, se generaba un círculo vicioso. Por un lado, esa liquidez no llegaba a la economía productiva (los préstamos a familias y empresas seguían cayendo) y, por otro lado, se doblaba el riesgo (el del balance de los bancos y el de la deuda pública unidos) porque cuando subía la prima de riesgo del Estado la cartera de bonos soberanos de los bancos se convertía en un riesgo inaceptable.

Pero Grecia no era el problema. Al menos no era el único. La crisis ya venía gestándose en toda Europa desde muchos años antes. La pérdida de capital inversor y la desindustrialización del continente se compensaron con más gasto público y político, el cual, al no generar rentabilidades marginales positivas, no hacía sino crear más deuda. Además de la espiral de gasto improductivo, en Europa se entró en un proceso de intervencionismo gubernamental y voracidad recaudatoria a través de nuevos impuestos que provocaron la salida de capital inversor extranjero y la aceleración de la desindustrialización de la Eurozona.

En Estados Unidos o Reino Unido la crisis se empezaba a resolver con financiación de inversores privados, ampliaciones de capital, fusiones y adquisiciones, incentivando al sector industrial a invertir, reorganizarse y recuperar la eficiencia, mientras se desapalancaba el sector financiero. En Europa, la crisis y la desindustrialización se disfrazaron mientras fue posible con deuda bancaria; se recurrió al intervencionismo y al proteccionismo para evitar hacer limpieza en los sectores industriales. Se fusionaban empresas ineficientes para crear —con el beneplácito del gobierno— gigantes más inoperantes aún, o se blindaban sectores de baja productividad buscando evitar la reordenación del sector o la entrada de capital extranjero. Todo financiado por una banca íntimamente ligada a los Estados que veía sus balances crecer de manera alarmante. «Al gobierno no se le analiza un crédito, se le concede», me decía un banquero europeo en 2006.

En 2007, el sector financiero suponía el 89% del PIB en EE.UU., mientras que en Europa era del 320%. En 2010 el capital privado suponía más de un 25% de la financiación en EE.UU., en Europa menos del 4%. Unos comentaban que

nos atacaban los malvados anglosajones que nos tenían envidia, otros que era culpa de la malvada Alemania —que se había dejado el 23% de su PIB hasta 2011 en ayudas a la periferia—, pero la realidad es que Europa vivió desde 2001 el proceso más agresivo de desindustrialización que se haya visto en ningún área de la OCDE, con una caída del valor añadido bruto del 24%, según datos de la UE. En España, el valor añadido bruto de la industria representaba en 2012 el 15,1% del total, apenas la mitad que hace 35 años.

Esa caída no se produjo por casualidad. Fue el resultado de las políticas intervencionistas, de la elevada fiscalidad, de la inseguridad jurídica y de unos costes energéticos desproporcionados. La introducción unilateral de un impuesto a las emisiones de dióxido de carbono, la imposición de impuestos arbitrarios sobre cualquier industria que generase unos márgenes razonables (telecomunicaciones, ingeniería, eléctricas), el control sindical de cualquier actividad laboral, las amenazas de expropiación de empresas como Arcelor Mittal o Total por intentar reducir plantilla en sectores (acero y refino) con problemas de sobrecapacidad e ineficiencia, pasando por cambios de legislación y regulación retroactivos en varios países del sur, incluida España, y culminando con unas administraciones públicas que no pagaban sus facturas, empujando al borde de la ruina a sectores como los de servicios medioambientales, la limpieza y la gestión de agua.

Esa desindustrialización tenía un problema, y es que no se revierte fácilmente y que los billones de deuda gastados en construir infraestructuras y capacidad para acomodar el «crecimiento futuro» seguían ahí, aguardando la llegada de los unicornios, mientras los ciudadanos sufrían el coste en sus bolsillos vía impuestos, y por lo tanto consumiendo menos y hundiendo aún más la demanda interna. Sin poner una solución al problema del intervencionismo y a la política de echar al capital inversor, no se pondrá fin a la crisis que saltó con Grecia y se extendió por toda la Unión Europea a medida que se veían las enormes deficiencias de su modelo de planificación casi soviética a nivel gubernamental y bancario.

Rescatar a Grecia no funcionó, ya lo vimos muchas veces. Europa no se podía permitir un rescate equivalente al 10% del PIB de España cada cinco meses para no llegar a nada. ¿Es peor dejar quebrar a un país que rescatarlo? El caso griego es muy evidente. El coste de rescatar a Grecia sería de otros 130.000

millones de euros para empezar, además de los más de 200.000 millones de euros ya puestos y que podemos dar por perdidos. Sin embargo, una vez que hemos establecido que habrá bazookas de liquidez del BCE, resulta que el rescate es más caro que la posibilidad de dejar que suba la prima de riesgo del resto de los países europeos. Es decir, el coste de dejar quebrar a Grecia es menor que el de rescatarla. Adicionalmente, si Grecia hubiera quebrado de manera ordenada y transparente, no se hubiera roto el principio de responsabilidad crediticia que ha llevado a la desconfianza generalizada en Europa.

La explosión de la crisis de deuda puso de relieve los fallos de la construcción europea y de la moneda única, y la dificultad con la que se encontraban los países periféricos para salir de su espiral de endeudamiento y gasto. Todo ello llevó a que se empezase a temer una ruptura del euro por la imposibilidad de rescatar a todos los Estados problemáticos.

¿Por qué se temía la ruptura del euro?

Leído en el Chat: «Los bancos dicen que la ruptura del euro ya está descontada»//«Lo que no está descontado es la estulticia de los bancos».

La ruptura del euro era una de las grandes discusiones en la City entre 2011 y 2012. Yo nunca estuve convencido de esa ruptura, pero el temor estaba ahí, y se plasmaba en periódicos, radio, televisión y conversaciones entre amigos.

Los que temían la ruptura argumentaban tres razones fundamentales:

- Las necesidades de refinanciación de los países europeos (1,3 billones de euros en 2013), sumadas a la inevitable contracción de su PIB, pueden llevarles a unos gastos financieros que superen el 30% de sus ingresos totales. Y la solución que propugnan algunos de aumentar el gasto para apoyar el PIB se desmonta fácilmente con los ejemplos del pasado, por ejemplo los inútiles gastos en infraestructuras comentados anteriormente.
- Un par de países no pueden rescatar a todos los demás. Decir que se trata de un problema de los países periféricos no es correcto. El problema de la deuda incluía a Francia y otros países centroeuropeos. Según un informe de Egan-Jones, Francia superará el 108,6% de deuda sobre PIB en 2013, y aún debe buscar un modo de rescatar a sus principales bancos, cuyos activos suponen un 240% del PIB del país.
- El único efecto positivo de mantenerse en el euro es poder financiarse a tipos atractivos y contar con una moneda fuerte en un entorno comercial y financiero protector. Si se pierden esos beneficios, el impacto social y político de mantenerse en el euro es demasiado alto comparado con la

posibilidad de salirse, devaluar la moneda local y refinanciar la deuda. Es decir, el coste financiero de mantener la moneda única no compensa la ruina económica y social de cargar a los ciudadanos con su coste.

¿Por qué es difícil que se rompa el euro?

Leído en el Chat: «¿Romperse el euro? Ni por asomo. Demasiados puestos para amiguetes en Bruselas».

El problema que se generaría a la banca, y el enorme peso que ésta tiene dentro de la economía europea —un 320% del PIB de Europa—, es precisamente lo que hace que sea difícil la ruptura. La otra razón es que Alemania sufriría una gravísima recesión, su moneda se apreciaría brutalmente y perdería exportaciones, ya que vende un 65% de sus bienes y servicios a la UE.

La unidad fiscal es lo único que puede salvar al Euro, y ahora las opciones para rechazarla son muy limitadas, pero ¿es aceptable? ¿Cuánto tiempo llevaría instrumentarla? ¿Creemos en una Unión Europea que jamás ha sabido reducir su presupuesto? ¿Quién va a ser el garante de su ejecución? ¿Quién y cómo impone las multas y las penalizaciones? ¿Se acatarían? Téngase en cuenta que las medidas de moderación presupuestaria ya están en el reglamento de la UE, pero se las ha saltado hasta el apuntador. Y la pregunta del millón: ¿Realmente pensamos que Europa va a atraer capital si todo ello se impone y la presión fiscal se dispara mientras el PIB se contrae?

Leído en el Chat: «La cifra de inflación española está más cocinada que un roast beef de Gordon Ramsay».

Imprimir moneda no funcionaría porque el euro no se utiliza ni en el 20% de las transacciones mundiales. Los que piden que Europa imprima piensan que es una gran idea. Bajaría la deuda en euros devaluados, se crearía un poco de inflación y se incentivaría la competitividad. ¿No? No. Generaría inflación excesiva porque esos euros no se utilizan globalmente. No funciona ni en Estados Unidos, y eso que el 75% de las transacciones mundiales se hacen en

dólares, o en Reino Unido, que cuenta con la City como motor. El modelo de devaluación perenne no funciona. Sólo genera una masiva transferencia de dinero del eficiente al deudor.

Leído en el Chat: «*El balance del BCE es como la primera escena de Wall-E*».

La mayoría de los analistas y estrategias apuestan por la continuación de la política del avestruz, lo que yo llamo «esconder y extender». Inyecciones de liquidez al sistema con el BCE bajando tipos y comprando bonos. En definitiva, un aumento de la deuda: como hace Wall-E con la basura en la película de Pixar, la deuda no se repaga, sino que se esconde y se empaqueta. Y el problema ya no sería sólo Italia o España, sino Francia.

La solución a la crisis de deuda europea es evidente. No es más gasto, no es más deuda y no es forzar una expansión monetaria. Tras consumir billones de dólares en políticas expansivas sin ningún resultado positivo, deberíamos empezar a comprender que el daño es mayor que el beneficio. Todos esos mecanismos han demostrado su ineficacia.

Llevamos cinco años consecutivos de estímulos en Europa. Aportar liquidez debe ser una medida temporal, no estructural. Medio billón cada año es una locura. Mientras tanto, se impone la solución evidente que es la prudencia presupuestaria, atajar la espiral de gasto político, limpiar los balances de la banca —preferiblemente a cargo de sus accionistas y bonistas— y atraer capital.

Los malvados especuladores. La culpa es del otro

Leído en el Chat: «España dice que tiene la deuda controlada» «Lindsay Lohan dice que no es adicta».

Cuando la crisis de deuda ya era evidente en todo el mundo, empezaron de nuevo las excusas. «España no tiene un problema de deuda, son los mercados que nos atacan.»

No había demanda internacional de bonos del Tesoro español desde 2011, el país pasó de un superávit del 3% a un déficit del 11% en menos de cinco años, el Estado gastaba un 25% más de lo que ingresaba, multiplicaba por dos su deuda, las comunidades autónomas escondían miles de millones en facturas impagadas... pero no teníamos un problema de deuda pública. Aunque no tuviéramos compradores. La ley de la oferta y la demanda no existía.

A la decisión legítima del inversor de «no comprar» lo llamaban un «ataque». Un ataque a nuestro derecho inalienable de acceder al bolsillo del inversor cuando queramos, como queramos y además —por supuesto— a bajo coste, para gastarlo en lo que nos dé la gana sin preguntas incómodas ni responsabilidades sobre el uso del dinero. Un derecho que obviamente le negábamos a cualquier país emergente, por muy latino que fuera, pues en su caso nos parecía perfectamente lógico que la prima de riesgo subiera cada día. En el caso de los países donde invierten nuestras empresas, el riesgo país es una «medida justa de valoración». En nuestro caso, es un «ataque». Y por supuesto exigimos al inversor que compre nuestros bonos aunque no quiera.

Como me decía un señor que vendía un piso cerca de mi casa: «El precio es el precio». Pues no compro. Sigue en venta, claro.

La crisis de deuda soberana tuvo muchas similitudes con la burbuja inmobiliaria. Un activo «sobrevalorado» (en este caso la deuda estatal, injustificadamente tratada como un activo sin riesgo), un aumento brutal del inventario (todos los países emitiendo, recurriendo a bancos locales, fondos de pensiones y la seguridad social para colocarla) y un estallido, cuando la capacidad de crédito se maximiza.

La burbuja inmobiliaria, de hecho, no podría haber florecido sin la burbuja de crédito estatal, sin el endeudamiento desorbitado de las cajas —todas públicas— y sin las monstruosas e injustificadas cantidades invertidas —gastadas— en infraestructuras inútiles, que llevaron a España a crear ciudades fantasma, aeropuertos fantasma, AVE sin uso en una red sólo comparable a la de China.

El final será el mismo que en el caso de las hipotecas basura: una devaluación del activo subyacente (la deuda soberana) acorde a la demanda real.

Las fases fueron las típicas: primero, la sorpresa («Pero si nuestro sistema financiero es el más sólido del mundo»); luego, el enfado («España no es Grecia»); luego, la negación de la realidad («La prima sube por ataques externos»); y finalmente, la aceptación. Y ahí es donde, por fin, empieza la solución. La deuda estatal será más cara, los Estados aprenderán a no despilfarrar y el modelo de crecimiento con deuda, es decir, financiar los privilegios adquiridos por una sociedad decadente con los supuestos ingresos de las generaciones futuras, se acabará.

Nos olvidamos además de que el oasis de la deuda gratis es un invento muy reciente. Hace menos de veinte años los Estados europeos pagaban hasta dos veces esos tipos de interés con economías que crecían anualmente, no estaban endeudadas en un 120% del PIB, y con tasas de desempleo asumibles. El acceso exponencial al crédito que supuso la entrada en Europa también disparó la política del «hay que gastar rápido y tanto como podamos».

Podremos echarle la culpa a los mercados o a quien queramos, pero a la vista de los comentarios que circulan sobre los especuladores, se me ocurren algunas preguntas:

- ¿Quién es más especulador que un gobierno que presenta unas estimaciones de PIB y de déficit que sabe que no va a cumplir?
- ¿Quién puede exigir compromisos de inversión a largo plazo cuando

todas las decisiones políticas que se toman son para el corto plazo?

— ¿Cómo se va a solucionar la bola de nieve de la deuda en Europa cuando los agentes sociales claman que haya más gasto y por tanto más deuda?

Como cliente que es, el inversor tiene tanto derecho a intentar protegerse cuando percibe un riesgo alto como el que tiene usted como consumidor al comprar su casa o su coche. Los inversores buscan formas de protegerse ante los excesos y las malas prácticas del lado vendedor, y en particular de los «dueños del cotarro», los gobiernos. Aquí es donde entran en escena los seguros de impago.

Los seguros de impago (Credit Default Swaps)

Leído en el Chat: «Eurozona culpa a los seguros de impago de la subida de las primas de riesgo. Obviamente aumentar la deuda europea en un billón más no tiene nada que ver».

Un seguro de impago (CDS) es un instrumento con el que se protege al inversor en bonos ante la posibilidad de que el emisor (sea Estado o empresa) incurra en un impago. Como se había instaurado la idea de que «la deuda estatal es un activo sin riesgo» esos seguros de impago se volvieron muy valiosos cuando se descubrió que los Estados no sólo tienen riesgo, sino mucho. Sin embargo, e igual que ocurre con otros seguros, ante un evento de proporciones monumentales perderían su capacidad de mitigar el riesgo, pues simplemente no se podrían pagar. Cuando la probabilidad de impago es superior al 70%, la cobertura no tiene prácticamente ningún valor. Si un país quiebra, su seguro de impago raramente se cobra.

Los países y sus instituciones pensaban que un mercado de CDS de unos 24 billones de dólares era más que suficiente para asegurar el riesgo crediticio. ¿Por qué? Porque sólo pensaban que había riesgo en los bonos corporativos y que, por tanto, la deuda soberana no iba a necesitar de grandes contratos de seguro de impago. Hasta que los países se dedicaron a emitir deuda como locos, creando una enorme burbuja de bonos que ahora se hace casi imposible de asegurar.

¿Quién asume el riesgo de asegurar esta deuda cuando los bancos e instituciones crediticias estatales todavía luchan por sacar la cabeza de sus agujeros de deuda particulares? Para los que echen la culpa a los malvados capitalistas privados, no olvidemos que más de la mitad del sistema financiero español era público: las cajas. Y no olvidemos que en sus consejos estaban representados todos los partidos políticos y los dos sindicatos, y todos firmaron con brío las cuentas de esas entidades.

El 89% de esos CDS están en manos de los mismos tenedores de la deuda soberana: los bancos domésticos y centrales.^[15] Las principales posiciones en CDS están en Italia, Alemania, España, Brasil y Grecia, pero las cifras no se comparan ni de lejos con las posiciones en EE.UU., o, lo que resulta mucho más revelador, las de General Electric, Bank of America, JPMorgan y Goldman Sachs: combinadas, superan a Italia y España juntas (cifras de noviembre de 2012).

La bola de nieve de deuda

Leído en el Chat: «No sólo todo el mundo está endeudado, sino que nadie sabe cuánto debe uno a otro».

«Debemos miles de millones. ¿A quién le debemos todo ese dinero? ¿Y por qué no matamos al cabrón y nos olvidamos del asunto?»

TOMMY TIERNAN, humorista británico

Analicemos los elementos que hacen que la bola de nieve crezca, a pesar de los «mensajes» de calma.

En primer lugar, el bajísimo margen de capitalización de las instituciones, en particular las semiestatales, tal como quedó demostrado ante los ojos de la opinión pública en los «stress tests» (análisis de los activos de la banca) y en el informe de Oliver Wyman. Las enormes quitas que se aplicaron a la valoración de los activos de bancos y cajas resultaron ser insuficientes.

Las agencias tardaron años en reflejar en sus ratings lo que el mercado ya intuía, esto es, la fragilidad económica de los países endeudados. Cuando finalmente llegaron las rebajas de calificación crediticia, nadie en ningún gobierno las esperaba. Los sucesivos rescates a Grecia, Portugal e Irlanda dejaron a los sistemas financieros casi sin «pólvora» para atajar riesgos similares en otros países.

La entelequia de las estimaciones de crecimiento y reducción de déficit. Si el PIB no crece, el paro no baja y la deuda sube. Y lo que es más importante, sin políticas de creación de empresas, los ingresos del Estado se los comerá el pago de los intereses y los gastos que no generan retorno (PIB), que algunos llaman

«sociales» y que no son más que préstamos a cargo de los ingresos futuros de nuestros hijos.

Mientras nos dábamos palmadas en la espalda por lo bien que se había colocado la última subasta de deuda del país (recuerden ustedes los titulares: «El Tesoro coloca con éxito...»), nadie se tomó la molestia de escribir el titular: «Las últimas subastas de deuda sólo han sido cubiertas por instituciones nacionales». A los gobiernos no les gusta que se sepa que no hay demanda para su producto, así que buscan socios y amigos que le llenen la tienda para que no parezca vacía. Y ahora piden que se abra más el crédito cuando se está emitiendo deuda y pidiendo dinero a los malvados inversores sólo para cubrir intereses. No capital. El resultado es que, tras los recortes ya anunciados, hace falta una reducción del gasto mucho más profunda para cubrir el déficit de caja y los intereses, y pocos se dan por enterados. «La culpa es de los malvados inversores», que tienen la molesta pretensión de recuperar su inversión y pedir un precio adecuado para el riesgo asumido. Qué cosas.

El mercado, ese ente que tanto odio causa a los intervencionistas, reacciona porque se le ha mentado. Y reacciona vendiendo y buscando protección. O decidiendo no comprar.

«Exigimos nuestro derecho a generar el mismo déficit que el Estado»

(JUNTA DE ANDALUCÍA)

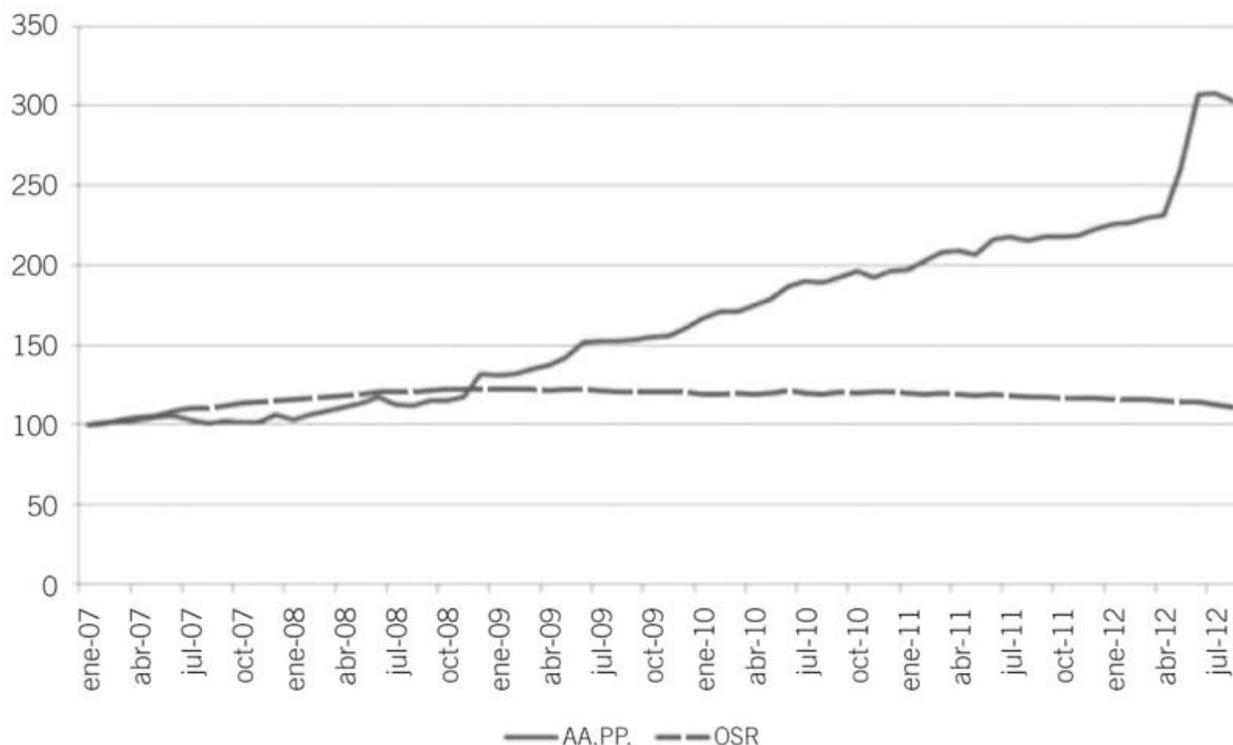
Pero si antes éramos un modelo, ¿por qué ahora nos critican?

Como les comentaba en el capítulo anterior, si se excluye el efecto de la deuda, el crecimiento de España fue muy bajo (casi cero anual) durante la burbuja, y lo que ahora llaman «austeridad» no es más que una ligerísima moderación presupuestaria, consecuencia del despilfarro anterior. Desde 2003, cada euro nuevo de deuda ha generado una productividad marginal cero, y desde 2004, negativa.^[16] Por lo tanto, replicando el mismo modelo fallido corremos el riesgo de pasar de la saturación de deuda a la saturación impositiva, la cual genera destrucción de crecimiento, riesgo de descapitalización y quiebra.

La deuda es una droga. Y como a todos los drogadictos, siempre nos parece que tenemos la situación «controlada»: «mi deuda sobre PIB es menor que la de Japón»; «a mí no me va a pasar»; «España no es Grecia»; o la versión de moda

del «mi colega está peor»; «la deuda privada es mayor».

En el riesgo crediticio también se deja sentir el terrible efecto de lo que se llama «*crowding out*»: cuando el Estado acapara el crédito disponible y hunde el acceso al crédito de familias y empresas. Las Administraciones Públicas (AA.PP.) han visto como su acceso al crédito aumentaba un 30% durante la crisis, mientras que el resto de sectores (OSR) perdían cerca de un 5%.



Por eso se rescatan bancos en todo el mundo: para que no estalle la burbuja del crédito en las Administraciones Públicas. Y esto no sería un problema si se creara riqueza en vez de cubrir gastos corrientes, pero cuando los Estados «invierten» se hacen infraestructuras sin utilidad, y el coste de esa deuda se va a repagar con impuestos y menos crédito.

La deuda en sí misma no es mala. La deuda es mala cuando no genera ninguna rentabilidad. Y, como en cualquier actividad económica, hay «inversiones sociales» que no generan rentabilidad económica y son aceptables, pero éstas no pueden sobrepasar a las inversiones que generan rentabilidad, porque de lo contrario caemos en una espiral de gasto que lleva a más deuda y más impuestos, un mayor empobrecimiento, menos ingresos, el mismo gasto,

más deuda y la quiebra.

Seamos claros. Sin confianza en el Estado y en el sector financiero no habrá recuperación. Por eso, la austeridad y el balance de cuentas públicas son esenciales para todo. Crédito, crecimiento privado y derechos sociales.

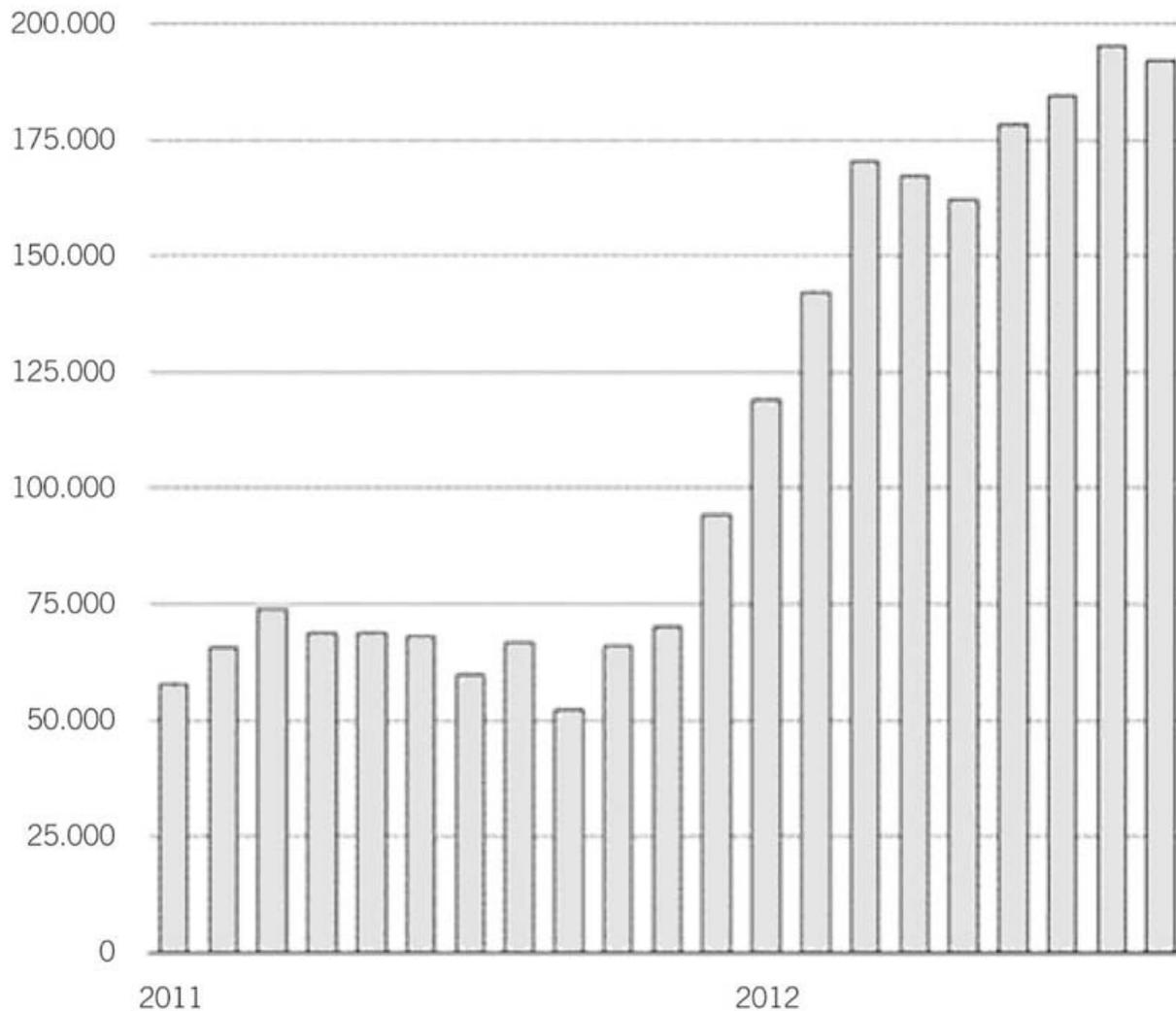
Se forran los bancos... ¿o no?

***Leído en el Chat:** «Un político dice que los bancos se benefician de pedir dinero al BCE al 1% para prestar al Estado a tipos de usura»./«Dile que compre bonos y espere al impago, verá qué divertida es la experiencia».*

Mucha gente me dice que «los bancos se forran pidiendo prestado al BCE al 1% y comprando deuda pública al 5%». Hay varios errores en esa frase:

Desde el punto de vista del inversor, el banco está corriendo un riesgo muy alto. No es un chollo, es una imposición implícita del Estado que obliga a los bancos domésticos a comprar sus bonos para que aparezca el famoso titular: «El Tesoro coloca con éxito...». Claro, porque lo compran todo los bancos, que acumulaban a finales de 2012 más de 200.000 millones de bonos del Estado.

Sin embargo, el riesgo de esa inversión, por mucho interés que pueda dar, reside en el principal y en el peso de la exposición a deuda soberana. Es como si usted dice que gana mucho porque compra una casa y luego la alquila a un inversor. Y entonces compra todas las casas de la zona y se las alquila al mismo inversor. Si de repente este inversor deja de pagarle el alquiler, o pierden valor por acumulación de riesgo, o le acampa una comuna de gánsters en el jardín, su «inversión chollo» se convierte en ruinosa. Cuando el Estado copa no sólo el crédito, sino la inversión de la banca, el riesgo y la dependencia es tremenda.



La necesidad de cuadrar las cuentas, de dejar de despilfarrar y de moderar la deuda guarda una relación directa con los derechos sociales. ¿Cómo? Las instituciones públicas, seguridad social, pensiones y demás, tienen enormes cantidades de recursos (en algunos casos más del 90%) invertidos en deuda pública. Hay quien defiende que es una buena idea concentrar en un solo instrumento financiero —deuda soberana— la enorme mayoría de los recursos de estas entidades. La prudencia en gestión de riesgo y cartera se ignoran. Todo con unos comités asesores que cobran por sus servicios y si esto explota tampoco tendrán la culpa. En Francia, el máximo invertido por la Seguridad Social en deuda soberana nacional es el 44% y la media en la Eurozona es del 25%.

Es el eterno problema de nuestro país, ignorar el riesgo por acumulación y

concentración. Cualquier gestor sabe que poner todos los huevos en una misma cesta no es lo más indicado. Como un jugador en su última apuesta, todo o nada, con tal de perpetuar el sistema. Sin embargo, el proceso de esconder deuda bajo todas estas «entidades alfombra» —pensiones, seguros, bancos nacionalizados, Seguridad Social— hace que la exposición de cada ciudadano al «riesgo político España» sea enorme. Si el Estado sigue endeudándose y creando un agujero de gasto improductivo del que no puede salir, su eventual impago llevaría a la quiebra de dichas instituciones. Por eso no entiendo cuando la gente pide dejar de pagar la deuda.

La maldita prima... de riesgo

Leído en el Chat: «Baja la prima de riesgo. Paco, saca la chequera que construimos otro AVE».

Suelo leer cosas como: «La prima de riesgo sube por el ataque de los especuladores». Espero con ansia el titular que alguna vez diga: «La prima de riesgo sube porque las instituciones ya no pueden absorber más deuda de la que les han colocado».

Bill Gross, del mayor fondo de renta fija, PIMCO, decía «Grecia es un grano, Portugal una calentura, pero España un tumor». Una deuda que se disparó en muy poco tiempo, cuatro años.

¿Qué es la prima de riesgo?

Leído en el Chat: «El gobierno dice que la prima de riesgo es injustificada, pero la consideraba un reflejo real del riesgo cuando estaba en la oposición»//«Totalmente lógico».

La prima de riesgo es la rentabilidad mínima exigida por los compradores de los bonos de un determinado Estado, comparada con la de un activo de bajo riesgo. En el caso español se mide el diferencial de rentabilidad con el bono alemán, que se considera el de menor riesgo de Europa. La prima de riesgo es, por tanto, un indicador del apetito inversor y de la demanda existente en el mercado secundario de deuda. Es decir, el precio que los inversores están

dispuestos a tomar en función del riesgo que perciben en la economía del país.

Pero ese apetito inversor sólo existe si viene avalado por un bajo riesgo de impago. Por mucho que se introduzcan medidas de intervención, si el inversor no ve en los números, de manera fiable, constatable y consecutiva, una mejora en la economía y en la capacidad de repagar la deuda, no va a comprar bonos. La prima de riesgo no subía por ningún ataque, ni tampoco descontaba el riesgo de ruptura del euro. Descontaba que gastáramos un 20-25% más de lo que ingresábamos cada año. Subía simplemente porque los tenedores de bonos estatales, que ven como aumenta la deuda y el riesgo de estancamiento económico, no podían asumir el riesgo a un coste bajo, porque sería una donación.

El 96% de los CDS soberanos (*credit default swaps* o seguros de impago) están en manos de las mismas instituciones financieras «de bandera» o semiestatales que se encuentran inundadas con centenares de miles de millones de deuda soberana europea. Estas instituciones buscan protección y no pueden vender, tanto por la baja liquidez como por la falta de compradores, y en cualquier caso en la próxima subasta de deuda se les «exigirá» volver a comprar. La banca española acumulaba en 2012 más de 200.000 millones de euros en bonos del Estado. Eso no es ningún chollo. Es un riesgo enorme. Con un problema añadido: la capacidad de compra se reduce por saturación y las necesidades de refinanciación de los Estados endeudados va en aumento.

En el mercado de bonos hay tres grandes problemas: a) el coste, o sea la prima de riesgo, seguirá creciendo si no se repaga el capital; b) se acelera el efecto desapalancamiento de la banca, y por tanto se reduce la cantidad de dinero disponible para invertir en deuda soberana; y c) el efecto depredador del Estado sobre la posibilidad de financiar al sector privado mina las perspectivas de recuperación.

La prima de riesgo por encima de 100 puntos básicos es un problema porque demuestra que las inyecciones de liquidez no funcionan, incentivan y rescatan a los que lo han hecho mal —meten la mano en el bolsillo del ahorrador para dar dinero al despilfarrador endeudado—, y encima el efecto placebo dura cada vez menos. La incapacidad, incluso de las entidades colocadoras para absorber las subastas de deuda del Estado es un grave problema. No hay prácticamente demanda internacional para la deuda y la absorben entre bancos y ciudadanos,

sea a través de la Seguridad Social o de otros entes que tienen invertida hasta un 90% de su caja en deuda soberana.

¿Qué es lo que pasa? Si los presupuestos son austeros y se está haciendo lo correcto, ¿por qué no se fía el inversor y se habla de la necesidad de un rescate? ¿Es que prefiere que España caiga?

No conozco a nadie en el mercado que quiera que a España le vaya mal. Bajo ningún concepto. Porque España, efectivamente, no es Grecia. Es varias veces Grecia y como tal no puede ser «rescatada». Si España cae, el impacto sería enorme sobre el S&P 500 y el Eurostoxx, como también sobre Alemania y la UE.

Entonces, si no se quiere que caiga España y los presupuestos son conservadores y reducen el déficit... ¿qué pasa?

Que ni lo uno ni lo otro. A los inversores de renta fija soberana no les convencen los presupuestos, ni por el lado los ingresos ni por el lado de los gastos. Por un lado parecen muy optimistas, y por el otro no se reduce el peso del Estado en la economía, apenas baja el déficit y sube la deuda sobre el PIB. Es cierto que se aplican recortes para pagar intereses, pero se mantiene la estructura administrativa hipertrofiada entre Estado y regiones. Sólo un cambio radical en este último punto mejoraría nuestra calidad crediticia.

¿Cómo es posible que nadie en los distintos gobiernos comprenda que hay que mejorar la estructura del Estado para que los inversores recuperen la confianza y vuelvan a invertir? En mi opinión, por tres razones fundamentales:

- Los gobiernos de todo el mundo piensan que el dinero de los inversores debe fluir hacia ellos pase lo que pase. Asumen que el acceso al crédito es eterno e infinito.
- Cuando los gobiernos buscan «interactuar» o «recibir comentarios» del «mercado» suelen hacerlo a través de banqueros corporativos, los cuales, por definición, tienden a darles una visión edulcorada y optimista del mundo. El vendedor recibiendo análisis del intermediario: un error. Muy pocos gobiernos hablan con inversores finales.
- Los gobiernos, como las empresas, piensan que escondiendo facturas, retrasando las deudas, desvirtuando los datos, cambiando partidas de un área a otra, se va a «tranquilizar» al inversor. Piensan que «cuanta menos

información, mejor», lo cual es un completo error. Sin embargo es una práctica comunicativa muy extendida entre empresas y gobiernos.

Un inversor de renta fija no puede aceptar sólo un 5 o un 6% de intereses por unos bonos a 10 años de un Estado que juntamente con sus autonomías fagocitará de forma más que previsible el 125% de sus ingresos en el mismo periodo. Cuando revisa las tasas de crecimiento a la baja, el inversor se pregunta: «¿De dónde va a salir el dinero?».

Si el comprador de bonos no ve con claridad meridiana que el riesgo de perder su capital es mínimo, no compra. Prefiere comprar bonos americanos, alemanes o suizos a tipos reales casi negativos que esos «chollos a balón parado» a tipos superiores que le ofrecemos. No se trata de un problema de imagen o de que haya leído un informe negativo de un malvado especulador — de hecho, la mayoría de los informes son positivos—, sino porque los indicadores financieros de solvencia son pobres. Si el malvado especulador se equivoca y todo va bien, tranquilos. En un mes todo solucionado: se publicarán los resultados macroeconómicos y sorprenderemos a todo el mundo.

Los activos totales de todos los *hedge funds* en el mundo, incluidos sectoriales, macro, renta fija, variable, mercados emergentes y materias primas, son más de 2 billones de dólares. Incluso si todos se pusieran de acuerdo, hasta los que no invierten en bonos, y convendrán conmigo en que eso es una ridiculez, no llegan ni de cerca al impacto que tiene el BCE, antes de aumentar su endeudamiento, con sus 4 billones de dólares para inundar de liquidez. Si el especulador se equivoca, perderá su dinero y ya está. Pero, ¿y si no se equivoca y simplemente hace un análisis adecuado e invierte su dinero para demostrarlo?

Ojo con despreciar la opinión de los inversores, o con pensar que Bill Gross o Peter Schiff o, muy lejos de ellos y con enorme modestia, un servidor, simplemente van contra España mientras que los políticos que nunca han cumplido sus compromisos son sus verdaderos defensores. ¿De quién se fían más, de alguien que se juega su dinero y analiza la realidad o de alguien que cobra —o recibe votos— por disfrazarla?

Tengan ustedes clara una cosa. Nadie, ningún inversor desde luego, exige que el país deje de gastar en servicios básicos, educación, salud o investigación. El inversor sólo pide que se ajusten los gastos a los ingresos. Quienes deciden

recortar esos gastos esenciales pero mantener coches oficiales, televisiones autonómicas, empresas zombi, administraciones multiplicadas por 17, embajadas, subvenciones y subsidios, son los políticos elegidos para gestionar dichos recursos. Lo único que pide un inversor es que los recursos se gestionen en base a unos ingresos fiscales razonables y a la demanda de bonos que el país puede asumir. España no puede ser, ni aunque quisiera, más del 30% de la oferta europea de renta fija.

La tendencia es clara. Se está reevaluando el riesgo soberano. Esa deuda que durante décadas nos han contado que no tenía riesgo. Como aquello de que «las casas nunca bajan».

No valen las palabras y las buenas intenciones. La credibilidad no se genera como un acto de fe. Se gana con hechos. Mientras España no publique cifras de mejora de su calidad crediticia que sean claras, inequívocas y sostenibles va a ser difícil ver la prima bajar a niveles de 50 puntos básicos. Los inversores en bonos no distinguen entre un partido u otro, o un gobierno u otro. Es una cuestión de que el Estado cumpla. Y si no lo hace, el inversor no pone su capital.

¿Lo haría usted? ¿Invertiría en un negocio donde el gestor no cumple con sus objetivos o maquilla sus resultados?

Los derivados, ¿un arma de destrucción masiva?

Leído en el Chat: «La Unión Europea dice que los derivados son tan arriesgados e imposibles de entender como... oh, espera, como la Unión Europea».

Una constante en la prensa o en la política de los últimos años y en especial desde 2008 es que cada vez que se mencionan los derivados se hace con connotaciones muy negativas. Todas las opiniones son respetables, pero no cuando se basan en hechos que son objetivamente erróneos, y es raro el ataque a los derivados que no vaya acompañado de un comentario objetivamente erróneo.

Mi buen amigo Eduardo Larraz, antiguo colega en Londres, nos ayuda a dar un poco de luz sobre ese tema.

Leído en el Chat: «El gobierno dice que la crisis es por culpa de los derivados financieros, estoy seguro de que los tipos cero e imprimir moneda no tienen ninguna responsabilidad»//«Nada, ninguna».

¿Qué es un derivado?

Un derivado es simplemente un instrumento financiero cuyo valor deriva de otro instrumento financiero, por ejemplo de la acción de telefónica, o del valor de un barril de petróleo. La variedad de instrumentos financieros que engloba el término hace que ésta sea la única definición correcta.

El inversor más conocido y uno de los más exitosos de los últimos 50 años, Warren Buffet, califica los derivados de armas de destrucción masiva... lo que no impide que en sus operaciones use activamente estos instrumentos para gestionar

los riesgos de sus inversiones. En las próximas secciones veremos algunos ejemplos de estos usos.

¿Desde cuándo existen los derivados?

Un malentendido frecuente sobre los derivados es que son instrumentos muy novedosos. Los seres humanos llevan usando derivados desde que existen la agricultura y el comercio. El Antiguo Testamento hace referencia a contratos financieros entre agricultores en Galilea que son exactamente iguales a los futuros que cotizan en la bolsa de Chicago a día de hoy. En el imperio romano se utilizaban derivados sobre cosechas y metales por todo el imperio. Podemos encontrar ejemplos del uso de derivados en todos los periodos de la historia, por lo que ni son novedosos ni su uso se limita a financieros con altos conocimientos matemáticos e intenciones aviesas.

¿Para qué se utilizan?

Como comentamos antes, el término engloba varios instrumentos financieros diferentes, pero su denominador común es que se usan para la gestión del riesgo, ya sea para reducirlo o para aumentarlo.

Todos gestionamos el riesgo en nuestras actividades diarias; cuando alguien compra un seguro del hogar está reduciendo su riesgo frente a situaciones imprevistas, como una gotera o un cortocircuito, a cambio de un coste en forma de prima para la compañía de seguros; el dueño de una frutería incrementa su riesgo cuando hace un pedido de 50 kilos de manzanas para mejorar su margen de venta, y su riesgo es no venderlas y que se pudran en las estanterías.

Sin duda los futuros son los derivados más antiguos y los más simples; existirán en cualquier sociedad donde exista el intercambio comercial. Son los primeros productos derivados a los que se hace referencia en el Antiguo Testamento. Un futuro, como su nombre indica, es un acuerdo para intercambiar un bien a un precio determinado en una fecha concreta en el futuro; por ejemplo, un agricultor acuerda con un productor de pan venderle 3 toneladas de trigo a un precio de 800.000 dólares al cabo de 9 meses. El agricultor se beneficia en esta operación al asegurarse un precio para su cosecha independientemente del precio del trigo en ese momento, y el productor de pan igualmente asegura un precio al que podrá comprar la materia prima para su producción. Ambos agentes reducen su incertidumbre.

A los 9 meses, independientemente del precio del trigo en ese momento, el

productor entregará a la fábrica de pan 3 toneladas de trigo a un precio de 800.000 dólares. Es posible que al cabo de 9 meses, el precio de 3 toneladas de trigo sea exactamente 800.000 dólares, pero lo más probable es que el precio sea diferente, por ejemplo 750.000 dólares. En este caso, si no se hubiera producido la operación con el futuro, el productor de pan habría podido comprar el producto más barato y el productor habría tenido que vender el trigo a un menor precio al que consiguió; también podría haber ocurrido lo contrario y que a los 9 meses el precio fuera de 850.000 dólares.

¿Significa esto que —salvo que el precio acordado coincida con el real en el momento del cumplimiento— una de las partes saldrá siempre ganando y la otra siempre perdiendo? No necesariamente. Tanto el vendedor como el comprador saben que el precio fluctuará en ese periodo y es posible que cuando entraron en la operación ambos pensarán que la evolución de precio les sería desfavorable, por lo que les interesaba fijarlo con anterioridad; pero también es posible que independientemente de su opinión sobre la evolución del precio del trigo quisieran reducir su incertidumbre y saber con certeza a qué precio podían cerrar la operación para facilitar sus decisiones de producción.

En resumen, la lógica de la operación puede ser especulativa o bien tratarse de una simple reducción del riesgo. En este segundo caso, la transacción puede resultar beneficiosa para las dos partes.

Finalidad y usuarios de los derivados

Tal como indicamos antes, la finalidad de cualquier derivado es gestionar el riesgo con la intención de reducirlo o de aumentarlo. Un productor de trigo que vende su cosecha por adelantado reduce su riesgo. Un especulador en trigo que compra la cosecha de este productor sin tener un uso para el trigo, simplemente con la visión de que el precio del trigo será más alto al cabo de 9 meses, está incrementando su riesgo.

En nuestro ejemplo anterior ya anticipamos quiénes pueden ser los usuarios de los derivados, que para simplificar se pueden agrupar en usuarios finales y especuladores. En el caso del trigo, los usuarios finales son los productores y los usuarios industriales de trigo, que desarrollan una actividad afectada por las

fluctuaciones del precio de esta materia prima. Los especuladores son agentes que tienen una visión sobre la evolución del precio del trigo y realizan operaciones para lucrarse si esta visión se confirma.

Así presentado, es muy fácil catalogar al grupo 1 como usuarios legítimos y al grupo 2 como parásitos del sistema, pero una vez considerado el caso en detalle las diferencias no son tan obvias. En primer lugar el grupo 1 en estado puro no existe, pues todo productor o usuario industrial incorpora a sus decisiones un componente especulativo. El productor de trigo sólo plantará la cosecha si piensa que el precio al que puede venderla es superior a sus costes, en otro caso no será productor de trigo —al menos ese año—, por lo que su actividad también se puede catalogar como especulativa. Por otro lado, los usuarios de materias primas como el trigo no sólo operan en el mercado basándose en sus estimaciones de producción o de consumo, en muchas ocasiones deciden no cubrir su producción por una visión positiva del precio, o cubrir una cantidad mayor de la que esperan producir o consumir si tienen una visión negativa de la evolución futura del precio, todo ello actividades puramente especulativas.

Centrémonos ahora en el papel que juega un especulador puro en el mercado, no uno parcial como el que hemos descrito antes. Este especulador comprará trigo vía futuro, u opciones, cuando piense que el precio va a subir, y venderá trigo cuando piense que el precio va a caer. ¿A quién comprará o venderá los futuros el especulador? Solo hay 2 opciones: a otro especulador o a un usuario industrial. Si la operación se produce entre dos especuladores puros, el efecto neto de la especulación en el mercado es neutro, uno compra y otro vende el mismo producto en la misma cantidad, al mismo vencimiento. Si en cambio la operación se produce entre un especulador y un usuario industrial, el especulador está facilitando una operación al usuario industrial que quizá no habría podido realizar sin la presencia del especulador. Por lo tanto el especulador está aportando liquidez al mercado.

Otro papel que desarrolla el especulador es el de aportar flexibilidad a los usuarios industriales. Si un productor quiere vender su cosecha a 9 meses, pero el usuario quiere comprarlo a 8 meses, y no son capaces de acordar un punto medio, un especulador puede comprar la producción a 9 meses y venderla a 8 en este momento, con la visión de deshacer la operación con un beneficio en 5

meses con otros productores. En este caso la presencia del especulador ha facilitado la operación a los 2 usuarios finales.

Los especuladores asumen un riesgo en el mercado que en ocasiones produce un beneficio y en ocasiones produce una pérdida. El especulador no puede hacer una operación si no encuentra otra parte que tenga interés en hacer lo contrario, ya sea otro especulador o un usuario final.

Eduardo Larraz es Responsable de productos estructurados para Europa de CIBC.

La ilusión del dinero fácil, los bancos de inversión y el gran engaño

Leído en el Chat: «España dice que hace 5 años tenía superávit»//«Hace 5 años yo tenía pelo», «Hace 5 años ganábamos dinero», «Hace 5 años las chicas pensaban que teníamos buenos trabajos», «Hace 5 años me dieron una buena prima», «Hace 5 años los fundamentales no habían cambiado».

El enorme error de la crisis de la deuda, mal llamada crisis financiera, fue que todo el mundo, operadores, gobiernos, familias, analistas, inversores, fueron haciéndose a la idea de que la deuda no era un problema.

La deuda es una droga, llevo todo el libro repitiéndolo. Nubla la prudencia valorativa, nos hace sentir fuertes, poderosos, nos hace ver el presente de color de rosa y aún más el futuro. Y es un engaño porque la deuda, como la droga, no es otra cosa que esclavitud... a partir del momento en que es imposible pagarla. Porque ya no sabemos funcionar sin ella. No sabemos por qué hemos perdido la fortaleza. Nos preguntamos «por qué me pasa esto a mí». Lo malo de la deuda además es que empobrece a todos. Se habla de los que se han beneficiado de la crisis, pero cualquier análisis numérico nos hace ver que el estallido de la burbuja ha supuesto pérdidas, riesgo y más deuda para casi todos los operadores del mercado y sus clientes.

Todo el mundo fue acumulando deuda convencido de que podría manejarla mejor que nadie, de que era inmune. Total, los bancos centrales y los gobiernos no paraban de bajar los tipos de interés, no paraban de inyectar dinero en la economía e imprimir moneda. Todo iba bien porque siempre iba a estar cerca el Santa Claus de la Reserva Federal, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo

o el Banco de Inglaterra para «rescatarnos».

Cuando desde los bancos centrales y los gobiernos se empuja a todos a tomar más riesgo, se manda el mensaje de que todo va bien, de que pondrán una red para salvar a quien se caiga por el precipicio... lo que ocurre es que todos los operadores se lanzan al precipicio, y la red no puede con tanto peso. Les recomiendo que busquen por Internet un documental en el que yo colaboro titulado *Fraude, por qué la gran recesión* (Amagi Films, 2011), donde se explica el efecto dominó que crean los Estados cuando empujan a los operadores a tomar más y más riesgo. En todos los casos se repite el mismo problema de burbujas y estallidos.

Lehman Brothers, Bear Sterns, la crisis subprime. Si hay algo que ha demostrado ser un error global fue la presunción de que los bancos podían apalancarse hasta el infinito. Que los bancos de inversión, por tener grandes profesionales, podían tener niveles de endeudamiento extremadamente altos porque sus beneficios eran muy sólidos y predecibles. Hasta que la acumulación de deuda y la concentración de riesgo se saturan, dos bombas que explotan y cuando estallan lo hacen a la vez, generando un efecto dominó sobre activos de todo tipo, sean de calidad o tóxicos.

Pero esta crisis de falta de responsabilidad crediticia la queremos solucionar endeudándonos más. Todos reclamamos nuestro derecho a pedir prestado más y más, en esta crisis de egoísmo tremendo en que nos gastamos hoy el dinero de nuestros nietos.

Y necesitamos culpables.

Si me prestan dinero, el malo es el banco. Por más que yo lo haya pedido libremente. Transferimos toda la responsabilidad del crédito al prestamista. El prestatario es una pobre víctima engañada. «Alemania se benefició de nuestra burbuja inmobiliaria», «el banco me concedió una hipoteca que no podía pagar», etcétera. La responsabilidad crediticia, que tan claramente explica el notario cuando disponemos de un crédito, desaparece. No es una co-responsabilidad prestamista-prestatario, nunca lo ha sido. Siempre es mayor la responsabilidad de quien contrae el crédito. Por lo menos hasta ahora, en que los países son los que «exigen» a quienes les prestan.

Acudir al victimismo del «ellos también se equivocaron al prestarnos» es mal negocio. Si perdemos nuestro compromiso como pagadores, si nos

escudamos en el «es culpa de quien me prestó» sin analizar también qué parte de culpa asumíamos nosotros al creernos capaces de absorber deuda eternamente, simplemente dejamos de ser creíbles como operadores crediticios, y entonces nadie nos prestará. Sin embargo es muy típico leer no sólo que «no debemos pagar nuestra deuda», sino que, además «(Alemania, el BCE, la Unión Europea) debe aceptar que tengamos más déficit y más deuda». Es decir, no sólo prestatarios sin compromiso, sino encima con exigencias.

Como me decía un eurodiputado finlandés, «que yo le haya prestado a un amigo 1.000 euros y se los haya gastado en fiestas no significa ni que le siga teniendo que prestar, y más barato, ni que me deje de deber los 1.000 euros».

Esta espiral no la hemos creado por maldad. El subconsciente colectivo lleva décadas oyendo de países y gobiernos que la deuda no se paga. Yo recuerdo cuando mis padres terminaron de pagar su casa. Salieron a cenar para celebrarlo. Hoy eso nos parece una locura. ¿Por qué no renegociar la hipoteca y extenderla? Así compramos otro coche.

Ya hemos comentado nuestra «necesidad» de buscar culpables distintos de nosotros mismos. Nos dan tranquilidad, nos justifican y, sobre todo, nos dan un cabeza de turco para excusar nuestro próximo error. Esa clase de «culpables lejanos e indefinidos» son personajes habituales de muchas de nuestras discusiones macroeconómicas con familiares y amigos.

Leído en el Chat: «Un ex empleado de Goldman critica al banco»//«Después de 10 años cobrando primas», «Todo un héroe».

Uno de los chivos expiatorios más divertidos de 2012 surgió con una carta publicada en *The New York Times*, que más tarde se convirtió en un libro, *Why I Left Goldman Sachs* (Por qué me fui de Goldman Sachs). ¡Un alto ejecutivo dimite y reconoce las malas artes de Goldman Sachs! ¡Teníamos razón! ¡La dictadura de los mercados demostrada por un empleado!

Como cliente de Goldman Sachs, yo personalmente nunca me he sentido manipulado, ni engañado, ni tratado como una marioneta. También he trabajado en banca de inversión y las supuestas revelaciones sobre las prácticas ocultas de Goldman Sachs no desvelan nada más que un entorno agresivo como es el mercado financiero, y un sub-universo del mismo, el de los derivados, visto con

los ojos de un mando intermedio cabreado.

Un banco de inversión no es un padre o un familiar. Es una entidad que busca maximizar beneficios, igual que yo mismo, y que ofrece una serie de servicios que yo, como profesional cualificado, debo analizar, comparar y evaluar en cuanto a riesgo. Entre tantos «escándalos mediáticos» parece que nos olvidamos de que aquí todos somos mayorcitos y que la razón por la que nos pagan es para tomar decisiones calibradas, no para ir ciegamente de la mano de un asesor, sea Goldman Sachs, McKinsey o cualquiera.

¿Que algún colega ha dicho burradas sobre sus clientes? Primero, si hay un banco donde se puede denunciar esa práctica anónimamente, ése es Goldman. Pero en cualquier caso, las burradas también las decimos los demás sobre ellos. Cualquiera que trabaje como gestor sabe que las recomendaciones de compra de los grandes bancos se conocen con el nombre de «el beso de la muerte», porque suelen funcionar desastrosamente al segundo día de su publicación. Este negocio, el de los mercados financieros, no es una ONG ni un entorno políticamente correcto. Es un entorno donde todos recibimos presión para generar resultados. A quien no le guste, que envíe su currículum a un ministerio, donde podrá gastar un presupuesto ilimitado con mucha corrección.

Goldman Sachs no es una entidad pública ni orientada al público. Recibió dinero del TARP y lo devolvió con intereses. Ya me gustaría ver devolver un duro a las cajas españolas, por ejemplo. Tampoco es un banco comercial, nunca ha ofrecido servicios minoristas. No tiene ninguna actividad que no sea de intermediación entre profesionales cualificados, y por lo tanto, conocedores del riesgo que toman. Goldman Sachs no vende acciones preferentes a abuelitas desconocedoras de lo que es ese instrumento, ni ofrece hipotecas al 120% de precio de venta. Su modelo de negocio no es el de Citi ni el de JP Morgan ni el de otros bancos. Y sus clientes tampoco. Y me temo que hay mucho victimismo entre esos clientes que nunca se quejaron de los éxitos del pasado, o se los apuntaron como propios, y que ahora culpan al banco de sus desastres. Cualquiera que haya firmado un documento de contratación de servicios con un banco de inversión sabe que se detallan los riesgos hasta el último posible, incluidos los de conflictos de interés.

Goldman Sachs es fundamentalmente una enorme casa de trading. Y la cuestión que nos podemos plantear es si su estructura es adecuada para su objeto

social. Algunos echan la culpa al cambio de modelo, de ser un banco privado gestionado entre socios (*partnership*) a ser una entidad cotizada enfocada a resultados trimestrales.[17] Yo discrepo. El problema no son los resultados trimestrales sino el negocio que los soporta. Y probablemente ahí tenga razón el ala crítica que estima que los ingresos por trading pesan demasiado con respecto a los ingresos de las otras divisiones de la banca de inversión, generando una necesidad de «crear» productos y ofertas constantemente.

Desde hace muchos años, el problema del modelo de toda la banca de inversión es simplemente que no es rentable, y eso ha hecho que se pase de un modelo «bancario» y de asesoramiento a un modelo de «trading» o, peor, de relaciones públicas corporativas. Y los traders, como lo ha sido un servidor que les escribe, hacen eso: intermediar a cambio de un beneficio esperado a corto plazo. Y las relaciones públicas, pues ya saben: «Sí señor, claro señor».

La banca de inversión debe recuperar su independencia, volver a ser líder, reactivar el valor del análisis fundamental, no diplomático, reactivar el negocio de creación de nuevos fondos y dar dos pasos hacia delante. Dejar a un lado el objetivo «comisiones» para retomar el objetivo «crear negocio conjunto», en un contexto en que los intereses del banco estén alineados al menos al 60% con sus clientes.

Pero lo cierto es que Goldman Sachs tiene la fama de que «maneja el mundo», aunque ni su cuota de mercado ni sus resultados lo justifiquen, simplemente porque muchos líderes mundiales trabajaron en dicho banco. Sin embargo, nadie dice que quienes controlan el mundo sean Harvard, Oxford, Cambridge o Stanford, las universidades donde se forman las elites mundiales. Eso no vende.

Las políticas de estímulo y la patada hacia delante

Leído en el Chat: «Dr., soy alcohólico, ¿qué me receta?»//«Tres vodkas y un whisky»//«Gracias, Dr. Bernanke».

«Las familias tienen que repagar sus deudas. Los gobiernos, no.»

PAUL KRUGMAN

Mucha gente me pregunta cómo un gestor de fondos, que teóricamente se beneficia de las políticas expansionistas de gasto público, estímulo monetario y tipos bajos, puede defender la prudencia presupuestaria y criticar los intervencionismos. Sencillo, porque tengo tres hijos y no quiero verles cargar con nuestra deuda, y porque mi objetivo no es ganar mucho en un año, aprovechar la última burbuja, y retirarme.

Afortunadamente soy un adicto al trabajo y tengo la intención de trabajar muchos años, por eso me preocupa el cortoplacismo de nuestros gobiernos, el efecto placebo de inundar el mercado de dinero creado de la nada y el aumento salvaje de la deuda. Mi abuelo decía: «De donde no hay no se puede sacar», y aumentar deuda e imprimir dinero es precisamente cavar aún más hondo en el agujero donde se encuentra la economía.

Hace unos meses estaba jugando al Monopoly con mi hijo Daniel, que me estaba ganando de manera contundente. Sólo me quedaban 200 dólares para seguir jugando. Dani me dijo: «Podríamos hacer más billetes de papel y dártelos». Otro hijo mío, Jaime, saltó: «¡Eso es hacer trampas!», y Dani admitió: «Es verdad, no sirve para nada y es injusto para mí que he jugado bien». Un niño de diez años lo entiende perfectamente, imprimir moneda es robar del ahorrador para entregárselo al endeudado, pero nosotros, egoístas como somos, seguimos

empeñados en crear inflación y endeudarnos para pasarle la factura a las generaciones venideras.

En el año 2006 tuvimos una reunión en Chicago con todos los gestores del fondo. Fue una conferencia espectacular de tres días completos con charlas, reuniones y debates. Para dar entretenimiento se contrató a Coldplay y Pearl Jam. Y como invitados estrella, además de Colin Powell, general del ejército de EE.UU. y secretario de Estado de Defensa, tuvimos el honor de escuchar a Michael Lewis, autor de libros como *Moneyball*, *La gran apuesta* o *Boomerang* y, como plato fuerte, a Alan Greenspan, ex gobernador de la Reserva Federal.

«Estados Unidos nunca impagará su deuda porque siempre puede imprimir dinero.»

ALAN GREENSPAN

Los mensajes que nos llegaban eran claros. La deuda no es un problema porque siempre se pueden bajar tipos de interés e imprimir dinero; el gasto tampoco es un problema porque genera PIB; la rentabilidad exigida a las inversiones no debe ser alta porque el coste de capital baja... Los Estados y los bancos centrales decían «toma riesgo», «súbete a la ola», «yo te recojo si caes».

Yo me acerqué tímidamente a Alan Greenspan tras su conferencia y le pregunté: «Dr. Greenspan, ¿no cree que las políticas de estímulo monetario pueden dejar de surtir efecto y crear burbujas?», y él respondió: «Sí, el riesgo existe, pero por eso son medidas extraordinarias. No se pueden convertir en costumbre». Pero en costumbre se convirtieron.

Durante estos años he escrito mucho sobre mis opiniones sobre el entorno macroeconómico y las políticas neokeynesianas, y creo que poco a poco la gente se va dando cuenta de que las medidas de esconder y extender, de dar la patada hacia delante y esperar a que escampe, no sólo no arreglan nada sino que agravan los problemas económicos reales. Es como esconder la basura debajo de la alfombra.

«El dinero de papel siempre termina recobrando su valor intrínseco: cero.»

VOLTAIRE

Es fácil olvidarlo, pero estamos en el periodo más agresivo de impresión de

dinero (creación de papel moneda, dinero fiduciario) de toda la historia. En tres años, la magnitud de los estímulos monetarios creados artificialmente por los bancos centrales de todo el mundo ya alcanza la cifra de nueve billones de dólares (9.000.000.000.000 de dólares), como si cada habitante de la tierra se hubiera comprado un televisor de plasma a crédito. Una monstruosa cantidad de deuda, con un impacto sobre el crecimiento y el empleo, como todos ustedes ven, incalculable. Pero eso sí, nos hemos convertido en yonkis de la deuda y nos convencemos, como hacen todos los drogadictos, de que «si no, hubiera sido peor».

De hecho, se ha demostrado que el aumento del gasto y del endeudamiento público no generan efecto multiplicador y canibalizan al sector privado.

Según cifras del Fondo Monetario Internacional, en EE.UU. se ha producido un aumento del 7,3% del gasto público entre 2007 y 2011 para obtener una caída del 8% del PIB real (no nominal); en Reino Unido, un aumento del 6,9% en el mismo periodo, para obtener una caída del 11% del PIB real. Y toda esta deuda devaluando la moneda como salvajes y empobreciendo al ahorrador. De los 34 países de la OCDE, aquellos que más estimularon la economía fueron los que menor crecimiento generaron de PIB real.

Pero merece la pena repasar los riesgos de la expansión monetaria (QE), remitiéndonos a los magníficos análisis de sus riesgos elaborados por Credit Suisse y Boenning & Scattergood, entre otros.

- **Genera inflación de materias primas**, sobre todo agrícolas y energéticas. Las bolsas suben, pero los resultados operativos de las empresas y sus beneficios ordinarios siguen empobreciéndose por el deterioro del crecimiento. Es decir, no se genera riqueza empresarial ni empleos, sólo inflación bursátil y de activos.

La riqueza se transfiere —endeudando al sistema— de las actividades productivas a los gestores y operadores financieros. Según tres estudios distintos (D'Amico & King, Yellen y Gagnon) las dos inyecciones monetarias previas, llamados QE1 y QE2, generaron entre 0,90% y 1,10% de inflación anual adicional al sistema.

- **No genera el famoso «efecto riqueza»**. Una de las falacias de la expansión crediticia es la idea de que, al subir las bolsas y mantenerse el

precio de las casas, se crea un efecto «percepción de riqueza» que incita a un mayor consumo. Sin embargo, eso no es cierto. La gente no se lanza a consumir cuando ha perdido la confianza en el sistema institucional y político, menos aún si ve que los movimientos inflacionistas no se corresponden con la economía productiva. Si todo ello va acompañado, como hasta ahora, por incrementos de la inseguridad laboral, peor. Y aún les queda por ver la factura de este endeudamiento colosal.

- **No apoya al crecimiento económico.** Se ha demostrado que estas políticas no generan mejora de la actividad industrial o manufacturera, la cual ha seguido contrayéndose, como pudimos comprobar en los ISM (índice que indica si la economía está en contracción o en expansión) de 2012.

***Leído en el Chat:** «Mira las encuestas, los americanos votarán más patada hacia delante».*

En septiembre de 2012 se anunció la tercera ronda de expansión cuantitativa (QE3), y apenas se apreció ningún efecto ya. Y es que igual que ocurre con las drogas, las políticas expansivas cada vez surten menos efecto y se requiere una dosis mayor. Esta era la primera vez que la Reserva Federal no hablaba de esterilización de activos (es decir, que en vez de vender tanto como compra, se endeudará aún más) hasta que «mejore el entorno de desempleo».

El impacto sobre las materias primas es obvio. Sobre el oro y el petróleo, por tratarse del refugio contra la inflación y la pérdida de valor de las monedas en la carrera por ver quién imprime más y peor; sobre las materias primas «blandas» (alimentarias), por el efecto multiplicador de la inflación exportada y el empobrecimiento de los países productores debido a la pérdida de valor del dólar.

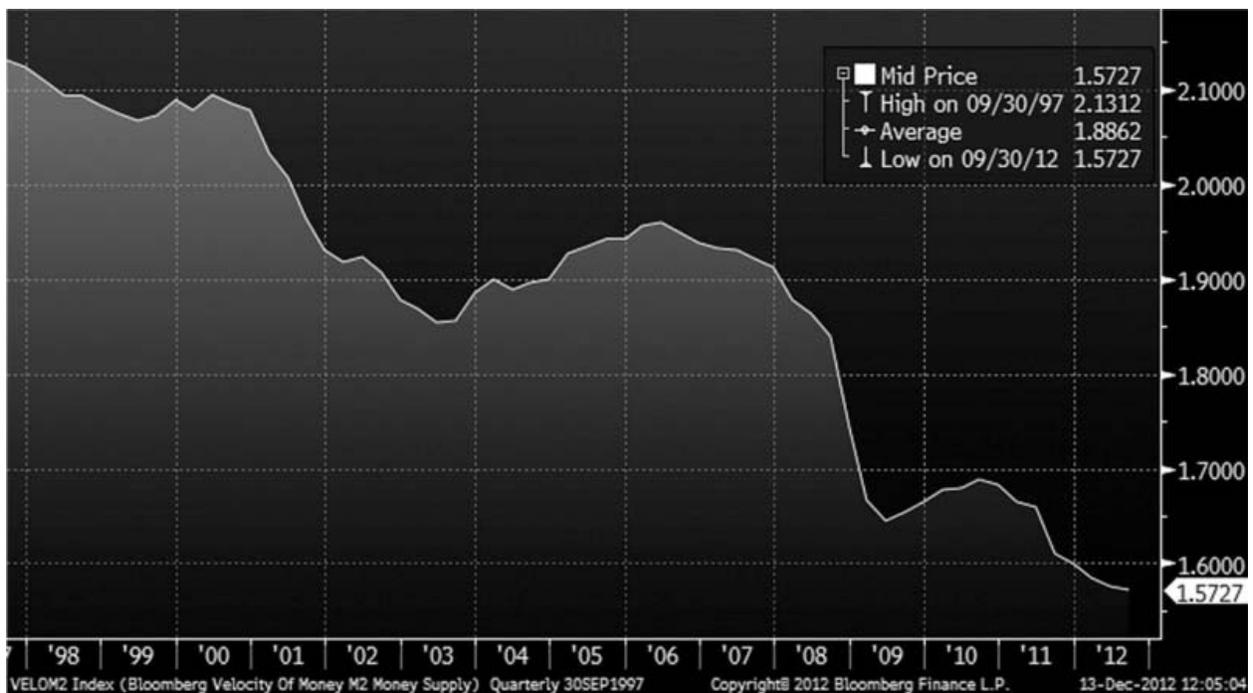
Sobre renta fija, incentiva la burbuja de los bonos basura —o de «alto rendimiento»— porque los bonos estatales de los países de bajo riesgo se venden con rentabilidad real casi negativa.

El impacto sobre las acciones (renta variable) es doble. Por un lado, hace más agresiva la práctica de comprar los valores más endeudados y con peores fundamentales. Es lógico, pues son valores donde una mejora del coste de capital (su tasa de descuento) es mucho más importante para el precio de la acción que

el deterioro de sus beneficios, el cual, no lo olviden, continuará. Por otro lado, lleva a los valores más expuestos en sus ingresos a un entorno inflacionario a cotizar con múltiplos más atractivos y caros.

Las políticas de estímulo son deuda. Y esas inyecciones de liquidez y tipos de interés artificialmente bajos son en el fondo un robo. Un robo al eficiente para financiar al ineficiente, al zombi. Por otro lado, no reducen el riesgo sistémico. Desde el año 2001, el impacto de las medidas intervencionistas sobre la volatilidad intrínseca de los activos y los mercados ha sido exponencial.

Durante la crisis, hemos visto que a pesar de los esfuerzos intervencionistas de los bancos centrales, la velocidad de circulación del dinero sigue cayendo. La velocidad de circulación del dinero mide el número de veces que una unidad monetaria se transforma en renta durante un año, es decir, mide el retroceso o aceleración de la actividad económica y la generación de riqueza, la cual no se recupera a pesar de las inyecciones de liquidez. Si ven el gráfico siguiente, que muestra este indicador a nivel global, se puede ver que a partir de 2008 cayó mucho. Luego, a partir de 2009 su dinámica fue más estable, pero siguió cayendo lentamente.



Los bancos centrales han creado masa monetaria falsa (deuda) por un valor

equivalente a sacar 1.300 dólares del bolsillo de cada habitante de la tierra. ¿Para qué? Para crear un crecimiento adicional del PIB igual a cero. Todo un ejemplo de los resultados del «buenismo estatalista».

«Estamos creando dinero de la nada, hemos perdido el control».

RON PAUL

Nos dicen que se necesitarán nuevas medidas para «estabilizar» las bolsas, el precio de las casas, etcétera. «Estabilizar» significa aquí en realidad «impedir que la oferta y la demanda funcionen», pues lo único que hacen estas políticas es manipular el precio de las cosas. Las políticas de expansión monetaria y estímulo buscan recrear o mantener las mismas burbujas que nos llevaron a la crisis. A eso llaman «estabilizar».

Esta política no es nueva. Nerón y otros emperadores ya «engañaban» al sistema monetario mezclando oro con plata en sus emisiones de moneda. En 1715, John Law propuso reducir la deuda excesiva de Francia imprimiendo moneda para comprar acciones de una empresa llamada Mississippi Company, convencido de que el estado americano sería un vergel de crecimiento. Se generó una enorme burbuja que al estallar hundió la moneda y las bolsas.

¿Qué ocurrió tras el colapso? ¿Se aprendió algo? No. La misma situación se repitió en 1790 con los «Assignats», dinero de papel impreso sin control, y también acabó en desastre.

Desafortunadamente, no aprendimos y la política de crear dinero de la nada siguió con la República de Weimar en 1920 y otros ejemplos, y siempre terminaron mal. Pueden leer más sobre todos ellos en el libro *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera* de Carmen Reinhart y Ken Rogoff.

¿Les suena a algo cuando escuchan que el Banco Central Europeo va a hacer «compras ilimitadas de bonos» o que la Reserva Federal «seguirá adquiriendo bonos e instrumentos hipotecarios indefinidamente»? Hoy hacemos lo mismo y, como ocurrió todas las veces anteriores, nos dicen que no hay riesgo y que todo está bajo control. Nos dicen que «esta vez es distinto».

Y nos enfadamos porque Alemania no acepta monetizar deuda, es decir, imprimir moneda. Para un país que parece haber aprendido...

Si hay algo que me sorprende cada día es que se aplauda y celebre la

expansión monetaria salvaje como algo bueno, cuando sólo beneficia a las bolsas y a la inflación, especialmente en materias primas y oro. Luego la prensa buscará un culpable en la OPEP o en los especuladores para explicar la subida de las materias primas, pero la razón es que el inversor se lanza a protegerse de la destrucción del dinero por impresión masiva, del expolio a los ahorradores que supone mantener los tipos a mínimos históricos y del riesgo de inflación. Estamos viviendo un proceso que consiste en intentar reconstruir las burbujas, sea en los mercados financieros (burbuja bursátil), en los mercados inmobiliarios (a través de bancos malos, bonos y paquetes hipotecarios), etcétera.

A pesar de que se comprueba que la política monetaria indiscriminada no funciona; a pesar de que la gente ve cómo desaparece su renta disponible; a pesar de que no llegamos a fin de mes y vemos que todo que cuesta mucho más caro (mientras la «inflación oficial» es supuestamente «muy baja»); a pesar de todo ello aceptamos el engaño con la justificación de que de otro modo «hubiera sido peor».

Ya lo cantaban The Kinks: «*Give The People What They Want*» (Dadle a la gente lo que quiere). Pues ya lo tienen.

En general, el problema de las políticas de expansión monetaria es muy simple: cuando el enfermo está exhausto, las inyecciones de adrenalina sólo provocan espasmos. Pero en el caso de la economía esas inyecciones de adrenalina cuestan cientos de miles de millones a los ciudadanos —a las generaciones futuras—, y las unidades adicionales de deuda que se inyectan en el sistema ya no producen efectos marginales positivos.

Es así de sencillo. Un problema de deuda creado durante décadas no se soluciona en días. De donde no hay, no se puede sacar y no hay fórmulas mágicas.

Mentiras y errores de la crisis de deuda

Leído en el Chat: «Europa dice en su cumbre 39 que tiene la crisis controlada. Hasta la próxima cumbre.»

Durante los años 2007 a 2011 vivimos lo que yo llamo la «rabieta del niño mimado». Yo ya escribía para *El Confidencial*, y alertaba junto a decenas de analistas y periodistas de todo el mundo sobre la espiral de deuda y el riesgo exponencial que se estaba creando, la bola de nieve del endeudamiento global. Peter Schiff y Ron Paul en el extranjero, Juan Ramón Rallo, Carlos Rodríguez Braun, Antonio España, Juan Manuel López Zafra, Roberto Centeno, S. McCoy, Manuel Llamas o un servidor en España, fueron acusados de antipatriotas, de alarmistas y de locos. ¡Cómo pueden atreverse a fastidiar la fiesta mientras todavía suena la música y todo el mundo disfruta!

Todas las señales de alarma estaban ahí. Los ratios de solvencia se estaban estrechando al máximo, los resultados de los bancos mostraban un aumento de la mora y la deuda, los márgenes empresariales empezaban a caer, y los crecimientos del PIB no se trasladaban a mejores cifras de liquidez. Se percibía saturación en todos los ámbitos.

En 2009, en mi artículo «El despropósito energético nacional»,[\[18\]](#) alertaba de que ya podíamos «rezar para que la demanda vuelva a crecer brutalmente, porque si no, la factura va a ser de broma». En 2010, en mi artículo «Economía insostenible»,[\[19\]](#) comentaba que «sostenible es el agujero que estamos cavando, porque la factura de la planificación del “a crecer a crecer”... la pagarán nuestros nietos».

Sin embargo, los Estados recurrieron a las mismas frases de un crío

malcriado a quien pillan en plena gamberrada. «Yo no he sido», «es injusto», «pues tú más» y «si no me das lo que quiero, lloro y pataleo». Cuando muchos alertábamos de que la tarta del crédito se estaba reduciendo y que las dificultades para acceder al dinero sólo iban a aumentar, los Estados y muchos operadores invocaban su derecho a seguir cavando el agujero de deuda abierto en los últimos diez años.

Ante las apelaciones de unos y otros a «olvidar el déficit» —más deuda—, a los derechos sociales —más deuda—, a las políticas de crecimiento —más deuda— y al impago —quiebra—, yo me preguntaba cómo podemos ser tan egoístas de aplaudir mientras nos gastamos el dinero de las generaciones futuras bajo la ilusa promesa de que «ya creceremos».

El mayor engaño de la pasada década fue llamar «crecimiento» a lo que en realidad era «deuda», y el actual llamar «austeridad» a lo que no es sino un «despilfarro contenido». Lo que ahora se llama «austeridad» es sólo una ligerísima moderación presupuestaria, consecuencia del despilfarro anterior. Piensen lo bien que estaríamos hoy si hubiéramos hecho en 2005 una huelga con una buena pancarta diciendo: «No hipotequemos a nuestros nietos», mientras el Estado multiplicaba nuestra deuda por dos.

La deuda importa, y mucho. Ante todo por su volumen: 3,2 billones de deuda adicional en la Eurozona desde 2002, y un Banco Central Europeo cuyo balance ya supera los tres billones de euros. Para que se hagan una idea, desde que yo empecé a escribir sobre la crisis europea en *El Confidencial* en 2010, el Banco Central Europeo ha aumentado su deuda en una cantidad equivalente al PIB de España.

Veamos ahora algunos de los mayores mitos sobre la crisis:

«Ahora es cuando el Estado tiene que gastar.» Solucionar deuda con más deuda. Nos olvidamos de que cuando pagamos gastos corrientes con deuda son nuestros hijos los que reciben la factura, con intereses. Llevamos una década endeudándonos para pagar intereses y gastos corrientes. España incrementó el gasto público en 67.264 millones de euros entre 2007 y 2011, un 6,4% del PIB, para generar una caída del PIB del 3,3% y una caída de la producción industrial del 12,7%, con un aumento brutal del desempleo. ¿Lo queremos repetir? (Total, como dice Paul Krugman: «Siempre se pueden bajar salarios y subir impuestos.»)

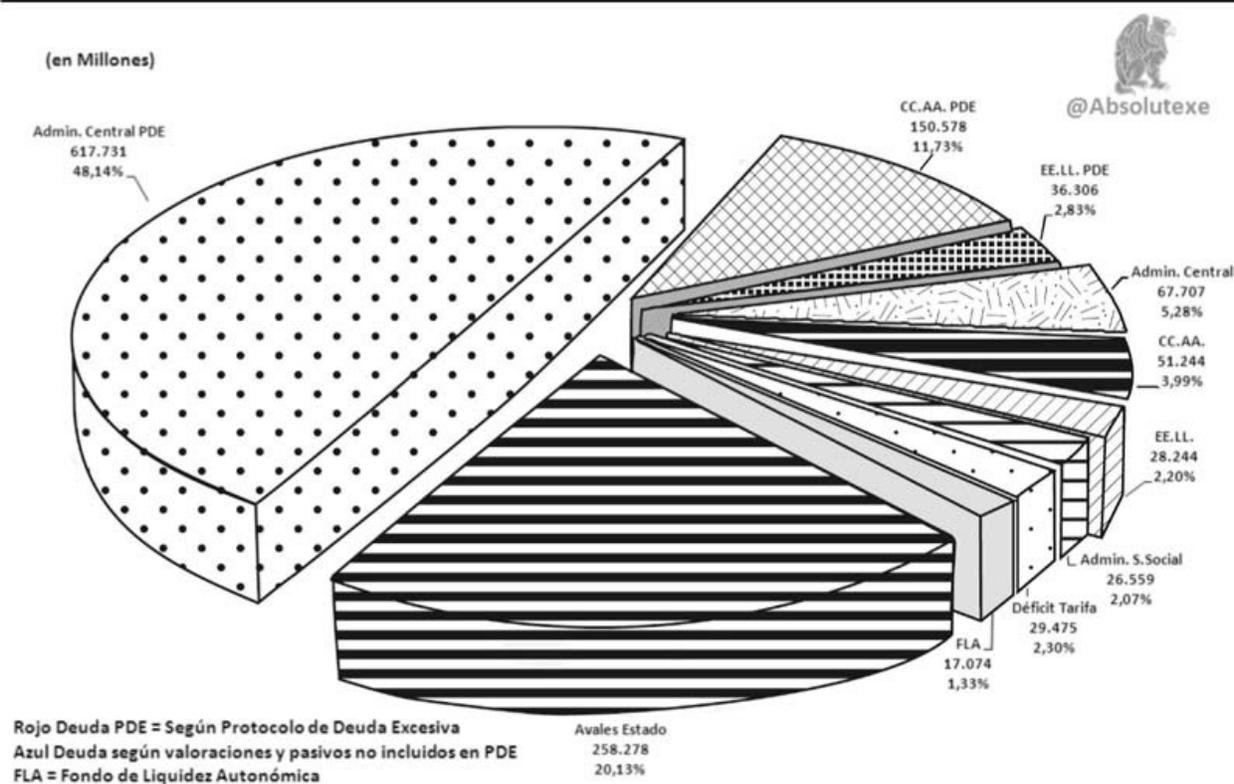
Leído en el Chat: «El trabajo de un político no es reducir deuda, es buscar formas divertidas y creativas de esconderla».

«No tenemos un problema de deuda pública, sino privada.» ¿Sabían ustedes que casi un 19% de la deuda neta del Ibex 35 a diciembre de 2012 — exceptuando los bancos— correspondía a facturas impagadas o devengos retrasados de la Administración? En el caso de algunas empresas, las facturas pendientes suponen casi un 50% de su deuda. Luego está el concepto de «privado». Asumir que las empresas fantasma creadas por la administración regional son «privadas» o que la deuda de las cajas —públicas todas— era privada es, como mínimo, cuestionable. Como expliqué anteriormente, la deuda real del Estado alcanza casi un billón de euros. ¿Le prestaría usted a una empresa que se endeuda sólo para pagar gastos corrientes e intereses? ¿A qué coste?

La deuda pública es el problema. Por eso hay riesgo de necesitar un rescate. Porque no hay demanda para esa deuda. Y porque una parte nada desdeñable de la deuda mal llamada «privada» son facturas impagadas, garantías y avales del Estado, deuda de empresas públicas... no contabilizada como «déficit excesivo». Deuda que existe igualmente desde el punto de vista de una agencia de calificación o de un inversor de bonos. Si se tienen en cuenta todos los pasivos financieros emitidos por el sector público, la deuda alcanzaría ya casi un billón de euros.[\[20\]](#) Y si se añaden avales y garantías... vean el gráfico inferior.

Deuda real del Reino de España

Total: 1.283.196 Millones de Euros (Datos 2T2012)



A veces olvidamos que tenemos una deuda privada muy pública. Para los inversores, la «deuda a efectos de déficit» y demás trucos para contabilizar menos no importan. Aquí lo que cuenta es el conjunto de la deudas y las garantías del Estado.

Por otro lado, el argumento de comparar deuda privada con pública es simplemente ridículo. Son conceptos totalmente distintos. Para empezar, la deuda privada esta soportada por activos y beneficios. Y búsqüenme ustedes una sola familia o empresa privada, por muy endeudada que esté, que cada año gaste un 25% más de lo que ingresa y pierda un 7% de sus activos totales, como hace el Estado. Y todas, todas esas familias y empresas tienen gastos «sociales» y administrativos. Así que mejor no comparemos.

La deuda privada se contrae libremente. Se repaga con ampliaciones de capital, desinversiones y caja libre. Si la empresa no puede pagarla, quiebra, se venden sus activos y se liquida.

La deuda pública es impuesta obligatoriamente. Se repaga con más impuestos y más recortes, y si no se paga se arruina a los ciudadanos. Por eso, a pesar de que la cantidad de deuda privada viva sea mayor que la pública, la primera cotiza con una prima de riesgo muy inferior a la soberana. Importantes diferencias.

«La deuda es ilegítima.» Los señores de Izquierda Unida y otros partidos, adalides de «auditar la deuda» —impago—, calificar la deuda de ilegítima —impago— y de reestructurarla —impago— demuestran gran caradura al calificar de «ilegítimos» unos compromisos que se han generado en plena democracia y, sobre todo entre 2008 y 2011, con el beneplácito de todos los partidos y sindicatos. Pero, sobre todo, viven en la tierra de los unicornios si creen que ese impago no va a tener ningún efecto sobre el acceso a crédito futuro, sobre la prima de riesgo y sobre los «derechos sociales de los ciudadanos».

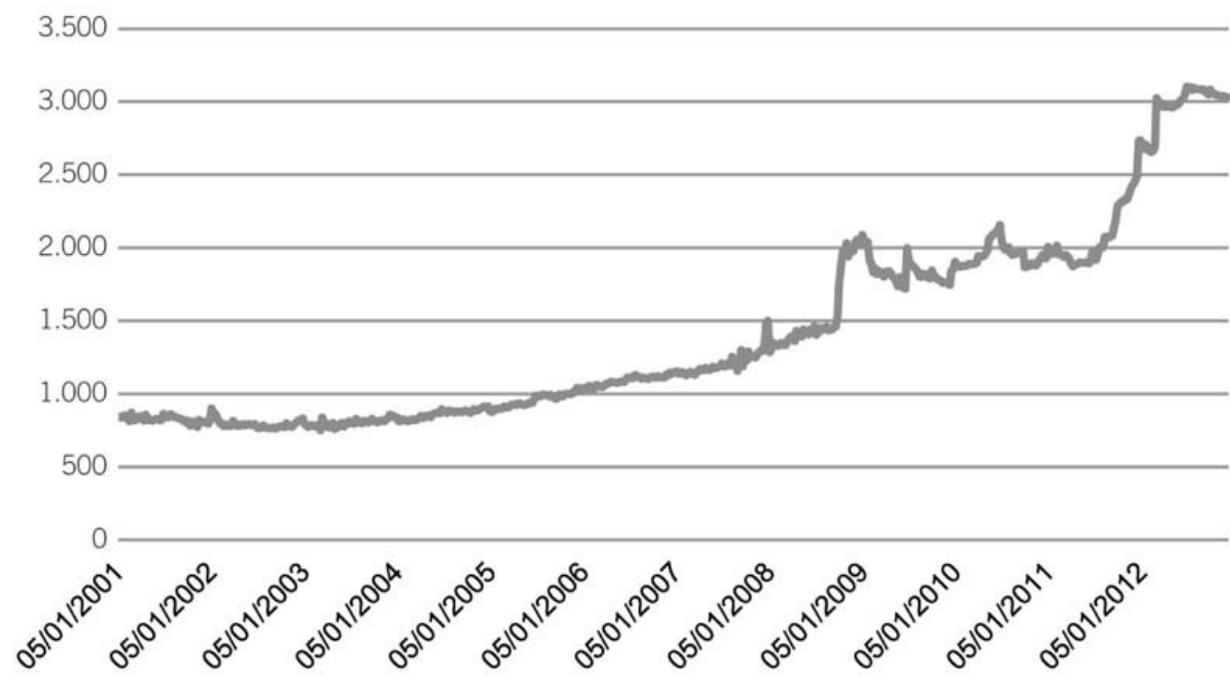
Incurran en impago y vean quebrar al unísono la Seguridad Social y la Caja de las Pensiones, que están invertidas hasta arriba en deuda soberana. Y vean con alegría cómo la crisis se alarga una media de tres años con una caída del 7% del PIB.[\[21\]](#) Pero, sobre todo, me alucina que me envíen vídeos sobre deuda ilegítima cuando casi todos los países que han sobrevivido a esas reestructuraciones salvajes son países ricos en petróleo. Ese petróleo que en España nos sale por las orejas. Queremos ser Ecuador, pero sin petróleo. Y, por supuesto, sin su prima de riesgo. Y por supuesto, sin las restricciones de crédito de Ecuador. Muy lógico.

«Si el Banco Central Europeo (BCE) hubiera prestado al Estado a tipo cero hoy no habría un problema de déficit.» No, lo que habría sería un banco central quebrado. Si todos los Estados y comunidades autónomas se hubiesen financiado a tipo cero o muy bajo, la espiral de gasto público se habría acelerado aún más. El efecto contención del coste de la deuda es esencial para evitar el despilfarro, igual que cualquier persona revisa y modera su gasto cuando le suben el coste de la tarjeta de crédito. Recordemos que Europa se ha endeudado en tres billones de euros en cinco años y que el balance del Banco Central Europeo (su deuda) se ha disparado a 3,03 billones a finales de 2012. Si todos los Estados se hubiesen financiado a tipo cero, los gastos inútiles, los aeropuertos y los AVEs innecesarios habrían seguido multiplicándose. Y el problema real, que es el déficit primario (el déficit excluyendo el coste de la

deuda), seguiría sin resolver.

Esa enorme bola de deuda se trasladaría al BCE, que se financia con los impuestos de los ciudadanos de la Unión Europea; además, el banco central impone condiciones al que más se endeuda, con lo cual los recortes y aumentos de impuestos hubieran sido iguales. Habríamos roto la hucha igualmente, sólo que habríamos creado riesgo sistémico en toda Europa.

Balance del BCE (miles de millones de euros): 2001-2012



Todos los países de la eurozona tienen una deuda real —real— sobre PIB superior al 100%. Y eso en una época en que los tipos de interés han sido extremadamente bajos. ¿Se imaginan cuánto se hubieran endeudado los países europeos si, además, todos hubieran tenido barra libre? Tendríamos un Banco Central insolvente, una eurozona con un gasto público que superaría en mucho al actual y que alcanzaría un monstruoso 50% sobre el PIB. Pero claro, el BCE no iba a quebrar en ningún caso, así que ya saben ustedes con qué se iba a pagar ese fiestón público. Con sus impuestos... bueno, con los impuestos de los que quedasen en Europa después del éxodo de profesionales y empresas que pudieran deslocalizarse, claro.

Si los Estados se financian a tipos ínfimos, compiten injustamente y subvierten el proceso inversor. Y además se dan las genialidades propias del «todo gratis», como las estatuas de Castellón, ciudades del circo, artes... etcétera.

«Sin deuda no se crece.» Mientras las manifestaciones piden más deuda y más gasto, lo que llaman políticas de «deuda para crecer», la prueba de que la deuda no equivale a crecimiento se puede encontrar en un estudio de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, del Peterson Institute, titulado *A decade of debt* (Una década de deuda), según el cual los países de economías tanto avanzadas como emergentes que más han crecido en PIB per cápita han sido los que menos deuda sobre PIB tenían (menos de un 30%).

«El Banco Central Europeo debe inyectar fondos a la banca para reducir el riesgo.» La expansión monetaria sin ajuste fiscal es una bomba de relojería, ya que sólo funciona puntualmente, no cuando se incurre en déficits estructurales. Ya hemos comprobado su ineficacia con los LTROs y similares. La deuda no se soluciona con más deuda y el riesgo se contagia, no se mitiga. Cuando dicen «el BCE debe rescatar a la banca para que no pague el contribuyente», ¿de dónde creen que viene el dinero del banco central? Del contribuyente. ¿Piensan que esa deuda no se va a pagar con impuestos actuales o futuros?

«Si reducimos el déficit bajará la prima de riesgo.» Reducir el déficit es sólo reducir la cantidad de deuda adicional. Si yo le debo a usted 1.000 euros, decir que yo le iba a deber a usted 1.200 euros y ahora voy a reducirlo a «sólo» 1.100 no me va a hacer ninguna gracia como acreedor. La prima de riesgo valora el exceso de rentabilidad requerida a una economía que no crece y que no puede repagar su deuda. No poder repagar, pero menos, no reduce la prima. Lo que hay que reducir es la deuda absoluta, vender activos y atraer capital, dejar de endeudarnos para pagar intereses, sobre todo cuando los recortes y aumentos de impuestos sólo cubren la cantidad pagada por coste financiero. Un problema de liquidez que va camino de ser de solvencia no se resuelve nada más que reduciendo los gastos al nivel de los ingresos del ejercicio anterior. No rezando para que los ingresos suban.

Seguimos sin querer ver que un problema de deuda no se soluciona re-empaquetando y escondiendo la deuda. Y seguimos olvidando que el riesgo no se disipa por acumulación, sino que se contagia. Parece que no hemos aprendido

nada de la crisis de las hipotecas basura (sub-prime), ni de las fusiones de cajas. Europa y España deben buscar una manera de crecer sin ahogar al contribuyente con más endeudamiento.

«Hay que bajar salarios.» Cuando el Estado se lleva el 51,4% del coste laboral de un trabajador (nómina de 2.750 euros al mes), el empleador paga el doble por un trabajador de lo que éste percibe por su trabajo. Se crea pobreza, porque cada vez que se bajan los costes laborales se reduce el monto neto que percibe el asalariado, no el porcentaje del Estado. Esto genera menor consumo, menor actividad y menor incentivo para producir mejores bienes y servicios.

«Hay que subir impuestos.» Sólo falta añadir una subida de impuestos a las trabas existentes para crear empresas, con la burocracia que nos ahoga. La presión fiscal en España es del 39,9% de los costes laborales, frente al 35% de media de la OCDE. Los impuestos indirectos son también de los más altos, con hidrocarburos, impuestos regionales y locales a la cabeza. Incluso si usáramos las cifras —exageradas— que cierta gente asume sobre «evasión fiscal e impuestos adicionales», 12.000 millones de euros, no llegaríamos a reducir deuda absoluta. Seguiríamos creando déficit primario y total.

«El sistema bancario privado ahoga al Estado.» ¿O es al revés? Nos olvidamos de que nuestro sistema financiero —el mejor del mundo— no sólo era el más regulado, gracias al BdE, sino también público en un 67%, gracias a esas cajas tan bien gestionadas por todos los partidos y sindicatos, e íntimamente ligado al Estado aun en la parte privada. El problema del sistema bancario no es que se niegue a dar crédito. Es que no puede tomar riesgo mientras sus balances se deterioran por la pérdida de depósitos, practica la «respiración artificial» a empresas zombi ultraendeudadas y atiende las exigencias de compra de deuda soberana.

«Hay que ser duros con las condiciones.» Es increíble, pero en esta crisis de deuda fueron los países más endeudados y al borde del rescate los que tomaron una actitud más agresiva e intentaron acorralar a sus socios europeos bajo el pretexto: «Sí, he sido un derrochador... pero si yo caigo caéis vosotros también.» Hundir la flota antes que reparar el barco.

Conviene aclarar otros conceptos adicionales:

La crisis de deuda europea no es igual que la americana, la inglesa o la

japonesa, es peor.

El uso de recursos financieros (deuda) para gastos burocráticos y de baja productividad y los altos impuestos diferencian, con mucho, la crisis europea de la americana, la británica o la japonesa. Porque de ese modo se redistribuyen recursos a elementos no productivos. Burocracia disfrazada de gasto social. España, por ejemplo, ha multiplicado por dos su «gasto sanitario» desde 2002, no mejorando su calidad —sigue en los puestos de cola de la UE— sino aumentando su clientelismo, los comités —que para eso somos los mejores— y el gasto superfluo.

La deuda pública disparada importa porque se paga con impuestos y recortes o se convierte en impago, pero también por su impacto en la situación financiera de los bancos europeos, que necesitan más de 400.000 millones, según el Fondo Monetario Internacional, para alcanzar los mínimos de capitalización de la propia Unión Europea.

Importa, y mucho, el uso de esos recursos financieros, ya que ha llevado a una carga fiscal que ya alcanza el 44% del PIB. Una voracidad recaudatoria que no hace más que aumentar y seguir destruyendo puestos de trabajo y empresas.

El Tesoro no coloca con éxito. Le endeuda a usted.

Cada cierto tiempo oigo «El Tesoro coloca con éxito...» o «España consigue x millones en la subasta». Lo que hace el Tesoro es endeudarse. No subasta unas joyas de la abuela para que usted se vaya de crucero. Emite deuda que pagará usted con impuestos e inflación. El «éxito» es tremendo. Endeudarnos más, al coste que sea. Porque emitimos más deuda de la que se cancela... es decir, nos endeudamos más. Que el coste sea del 4, del 5 o del 6% es irrelevante. Es como si usted fuera a su cónyuge diciéndole: «Cariño, mira qué bien, he gastado aún más de la tarjeta de crédito que no podemos pagar, pero me ha costado sólo un x por ciento.»

La deuda no es capital. Es deuda. Y cuesta.

El problema de la crisis de deuda es que el proceso de esconder deudas bajo la alfombra nos lleva a pensar que la deuda es capital.

Leía en diciembre de 2012 a alguien que afirmaba que «Alemania roba el capital de los países del sur». ¿Qué capital? Si casi todo es deuda. Todos los

economistas, desde Keynes hasta Hayek pasando por Marx, alertaron sobre la ilusión de valorar como si fuera «capital» la acumulación de deuda sobre deuda. Aquí en Europa hemos roto todos los principios de acumulación de crédito.

La acumulación de deuda no mitiga los problemas, los intensifica.

Seguir acumulando déficit es intentar salir de un agujero cavando más hondo. Cuando se gasta un 20-25% más de lo que se ingresa no hay otra solución que dejar de cavar (gastar), porque con más impuestos sólo se consigue menos inversión, menos empleo, menos trabajo. Si un año generamos un déficit del 7%, sólo para no aumentar más el agujero deberíamos crecer más del 7%. Cualquier cifra inferior es simplemente empobrecernos más.

La intervención sobre el mercado de deuda hunde el acceso al crédito de las empresas.

Si se interviene el mercado y los Estados reciben condiciones extremadamente generosas, injustificadas, los bancos que deberían ser los proveedores de crédito para la inversión, simplemente no prestan a las empresas. Es como si usted fuese un colegio y tuviese que elegir entre darle una plaza a un chico que tiene las respuestas de los exámenes pero es un zote, y uno que no tiene las respuestas pero es listo. La elección está clara. Es lo que comentábamos anteriormente, el efecto «*crowding out*», por el cual el Estado acapara el crédito.

Detrás de todo banco central hay inversores privados e impuestos para usted.

Un banco central que se convierte en una trampa para cucarachas (donde nada de lo que entra sale) es una bomba a punto de explotar, y si no hay inversores privados dispuestos a asumir su riesgo porque la economía no es dinámica, lo termina pagando usted. Sea el banco central que sea, el de Reino Unido o el de EE.UU. Y su capitalización, en cualquier caso, la paga usted en impuestos. No hay salida.

Recuerdo una frase de un gestor de renta fija sobre las ayudas del BCE: «Son una solución decisiva, con un dinero que no existe, para comprar deuda que no será repagada usando un mecanismo que no está aprobado».

Sea cual sea el organismo que preste el dinero, éste se tiene que financiar a su vez en el mercado secundario, con capital de inversores extranjeros, fondos

soberanos, etc. Todos, sea el Banco Central Europeo (BCE), el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) o el Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM). Estos inversores, que se juegan su propio dinero o el de sus países, ven que las estructuras legales, los mandatos y los límites de estos mecanismos se debaten y rediseñan casi cada mes, lo cual genera una incertidumbre tremenda y, por ello, no entran en los índices (*benchmarks*) que usan los fondos para decidir dónde invertir. En pocas palabras, amenazando las estructuras legales que cimientan estos mecanismos también echamos y asustamos a los inversores que son lo que más necesitamos. ¿Invertiría usted en un fondo donde cada mes amenazan con cambiarle el folleto?

Monetizar deuda no es la panacea, lo paga usted igual.

Si monetizar la deuda (imprimir moneda) fuera la solución, los países con más éxito del mundo serían Zimbabue o Argentina. Sin credibilidad financiera, no sirve. Imprimir moneda genera inflación (el impuesto silencioso), menos renta disponible y menos crecimiento, lo estamos viendo cada día. Es robar al ahorrador para perpetuar el gasto de un Estado endeudado.

Y monetizar deuda no evita los recortes ni reduce la necesidad de hacer reformas, como hemos visto en EE.UU. o Reino Unido. De hecho, los ajustes se hacen con enorme severidad porque el volumen de deuda en curso se hace insostenible, como se ha visto con el precipicio fiscal de EE.UU.

El déficit no es un derecho y la deuda no es un beneficio.

Escuchaba a un miembro de la Xunta de Galicia que reclamaba su «derecho a generar el mismo déficit que el Estado». Este «derecho» se basa en unos supuestos «gastos de educación y sanidad» que se han duplicado en ocho años: el truco de disfrazar como gasto social lo que en realidad es clientelismo, facturas diez veces infladas y comités de seguimiento hasta de la cantina. El déficit no es un derecho, y mucho menos un derecho acumulable a cada Estado, cada región, cada ayuntamiento, cada barrio... porque al final de esa cadena ¿quién paga? Usted.

Si piensan que el mercado genera costes inasumibles, no lo saturen.

España se endeuda a razón de 450 millones de euros diarios. Más que los diez

países de África con mayor producción petrolera, por ejemplo. Somos oligarcas sin recursos. Pero tal vez no les convenza, pues al fin y al cabo cada día les dicen que todo es culpa de los malvados especuladores y entelequias de éstas. Este país es el paraíso de las teorías de la conspiración. En tal caso les diré que si no me gustan los prestamistas que me dan dinero porque tienen cara de malo, pistola y un puño americano, lo que no haré es ir a pedirles pasta todos los días. Contra la supuesta dictadura de los mercados, no se endeuden salvajemente. No gastemos un 25% más de lo que ingresamos para dar subvenciones y pagar gasto político.

No se puede exigir más crédito y a la vez tener menos responsabilidad crediticia. Lo llevamos claro si pensamos que eludiendo nuestras responsabilidades de pago vamos a recibir más financiación. El que presta tiene la fea manía de querer que le devuelvan su dinero y además con intereses, y si nuestra credibilidad se desploma desaparecerá la financiación, o bien se dispará su coste.

A finales de 2012, la deuda del BCE superaba el 30% del PIB de la eurozona, frente a un 20% de la Reserva Federal o del Banco de Inglaterra. Los países que contribuyen al BCE estaban también extremadamente endeudados, y según aumenta el número de países con problemas se reduce el número de «contribuyentes». Todos los países de la Eurozona superaban el 80% de deuda sobre PIB, y si incluimos todos los conceptos reales se acercaba más bien al 120%. Además, casi todas las economías de la eurozona estaban estancadas o en recesión. España y Europa, al igual que EE.UU. o Japón, deberían dejar de jugar al avestruz, de meter deuda hasta en los cajones para seguir sacándole dinero al contribuyente, y empezar a reducir gasto político. Adecuar gastos a ingresos, no ingresos a gastos. Lo peor es resignarse a ser rescatados, resignarse a la esclavitud, a la hipoteca.

Libertad económica y austeridad

Leído en el Chat: «La austeridad es como una dieta anti-obesidad. La expansión monetaria es como La Grande Bouffe, muerte por empacho».

Existe hoy una corriente de pensamiento económico según la cual el Estado es un ente cuyas decisiones económicas son por naturaleza bienintencionadas y por lo tanto deben perdonarse sus errores. Los intervencionistas esperan que usted se sienta acorralado, que no vea otra solución y que acepte que no hay más salida que rendirse a las exigencias de los gobiernos. Y la peor de estas exigencias, la más indignante, consiste en defender que hay que ceder mayores cuotas de nuestra libertad económica para que los mismos Estados que nos han metido en esta crisis nos saquen de ella. Se pretende solucionar la crisis de las hipotecas que tan bien diseñaron Greenspan, Freddie Mac y Fannie Mae —empresas públicas ambas— y la burbuja inmobiliaria que tan bien financiaron, entre otros, las cajas españolas —todas públicas—, con nuevos entes creados por los mismos Estados.

Con la petulancia de quien nunca ha equilibrado un presupuesto o gestionado un negocio, pretenden tener más y mejores soluciones que nadie. Es curioso, porque yo me fío más de cómo maneja la economía una familia que se juega el pan o un empresario que se juega la ruina, que un grupo de señores que después de llevar a un país a la quiebra se van a su casa, reciben unos cuantos cargos públicos o privados y se dedican a dar discursos.

Por eso defiendo la libertad económica individual. Porque los incentivos y la relación «riesgo/beneficio» de los Estados y sus agencias no están alineados con los suyos o los míos como ciudadanos. No se trata de eliminar el Estado, pues

cumple funciones esenciales. Se trata de evitar los abusos del Estado. La teoría buenista de que el Estado siempre actúa a favor del interés público no puede suponer un cheque en blanco para repetir una y otra vez los mismos errores. A un mal gestor se le retiran los fondos o se le envía al paro, o a la cárcel. A un mal gestor público se le nombra consejero (cuando pierde las elecciones).

Es curioso que los Estados y sus bancos centrales, que han endeudado la economía hasta asfixiarla, les digan que necesitan aún más poder económico — como si tuvieran poco— en detrimento de las familias y de las empresas, que son las únicas que han actuado con prudencia y han debido adaptarse —y cómo— a la crisis. Y para que usted ceda de *motu proprio* su último resquicio de libertad económica, deben imponer la táctica del miedo. Deben decir que no hay más solución que repetir una vez más lo que ya hicieron. Deben convencerles de que no se puede recortar el gasto, ni rebajar los impuestos, porque si no nos cargamos la economía. La patada hacia delante.

Ninguna de las políticas de intervención-estímulo, desde 1970, ha generado beneficio alguno a la economía.

«Un Estado que es lo suficientemente grande para darte lo que quieres es también lo suficientemente fuerte para quitarte todo lo que tienes.»

THOMAS JEFFERSON

Eso de que una entidad bancaria no puede quebrar porque se crea riesgo sistémico es otra filfa. El único riesgo sistémico que se crea es entre sus cargos directivos. El propio Emilio Botín lo decía en 2006: «Hay que dejar que las entidades insolventes quiebren». Y basta de decir que eso pone en peligro los ahorros. Lo único que pone en peligro los ahorros son las cuotas participativas y las preferentes.

La solución es simple. Que algunos bancos insolventes quiebren y se subasten sus activos, que bajen los pisos todo lo que tengan que bajar, que se limpie el sistema y no se posponga la solución haciendo más grande el agujero. Llevamos desde 2008 con este mismo tema... Si lo hubiésemos hecho entonces, ya estaríamos hablando de recuperación.

Cualquier otra solución no es sino dar alcohol al borracho, y eso no sólo no ayuda sino que además su efecto inmediato se disipa cada vez más rápido.

El futuro no es lo que era, como decía el gran compositor Jim Steinman («*The Future Ain't What It Used To Be*»). Ése es el problema.

Austeridad y crecimiento

«La inflación no resolverá el problema creado por las relaciones parasitarias. Cuantos más subsidios estatales, menos crecimiento económico.»

Hay muchos economistas contrarios a la austeridad. Uno de ellos es Paul Krugman, que pide más gasto, más intervención gubernamental y de los bancos centrales, recortes de salarios para impulsar la competitividad y masivos aumentos de impuestos para compensar los gastos que genera este proceso de «estabilización».

Sin embargo, un número creciente de inversores y analistas ven estas medidas inútiles e injustificadas. A lo largo de los últimos años hemos asistido al fracaso continuado de las políticas neokeynesianas de la patada hacia adelante, que el propio John Maynard Keynes probablemente criticaría por haber convertido en habituales lo que debían ser medidas excepcionales, y que también critican muchos economistas neoclásicos, como Jan Hatzius de Goldman Sachs[22] o Emilio Ontiveros de AFI. Por ello se empieza a imponer una alternativa entre muchos expertos en el análisis económico, que ven cada día en los mercados financieros los efectos negativos del agresivo modelo actual. Dicha alternativa es la escuela austriaca, con referentes como Fredrich Hayek, Ludwig Von Mises o George Reisman.

Juan Ramón Rallo, director del Instituto Juan de Mariana y autor de *Una alternativa liberal para salir de la crisis*, define la escuela austriaca como «una corriente de pensamiento económico que enfatiza el subjetivismo, la incertidumbre radical, el tiempo, la liquidez, el ajuste dinámico y los problemas de información irreductibles de la intervención estatal como los pilares de su marco analítico». Para más información, les recomiendo el libro del profesor Jesús Huerta de Soto, *La esencia de la Escuela Austriaca*.

Para mí, lo más importante de la escuela austriaca es que defiende la importancia de la libertad como elemento de control en la formación de precios, la no neutralidad del dinero y la determinación de los tipos de interés y los

beneficios por la interacción de distintos operadores con productividades marginales distintas. Pero sobre todo muestra que, cuando los Estados y los bancos centrales intervienen en las relaciones económicas, afectan de manera agresiva a la limpieza del sistema, creando procesos de «*boom and bust*» (burbuja y pinchazo). Mi acercamiento a la escuela austriaca vino por la constatación de los efectos dañinos de las políticas de intervención, a pesar de mi formación neoclásica y keynesiana, la cual por lo demás tiene aspectos absolutamente válidos.

Me gustaría darles unas pinceladas de una charla que di en Londres, Dallas y Austin titulada «La austeridad funciona» (*Austerity works*). En ella trato de mostrar de acuerdo con mi experiencia que las recetas bienintencionadas que proponen los defensores del gasto público «para estimular la demanda interna» parten de varios errores, especialmente evidentes en Europa:

- Que la caída de la inversión privada es una anomalía injustificada, no el resultado de analizar las condiciones de sobrecapacidad y bajo crecimiento esperado.
- Que los gobiernos europeos gastarían el dinero de los contribuyentes de una manera más eficiente y prudente que el sector privado.
- Que los gobiernos centrarán su criterio inversor en buscar una rentabilidad adecuada, unos costes controlados y una buena gestión.
- Que las decisiones de inversión y gasto de los gobiernos son compatibles con la iniciativa privada y el mercado libre, cuando no lo son, porque interfieren en la formación de precio y competencia.
- Que si se toman malas decisiones de inversión pública, siempre se pueden compensar con más impuestos y crecimiento.

La enorme mayoría de los planes «de crecimiento» aprobados en Europa han demostrado generar rentabilidades muy pobres —muy por debajo del 2% en media desde 2001, según nuestro análisis interno—, además de interferir en el proceso competitivo, proteger sectores de baja productividad o en declive y mantener vivas a empresas semiestatales subvencionadas. De hecho, en muchos casos, las «inversiones» de los gobiernos europeos han retrasado la recuperación económica, a causa de la deuda y la sobrecapacidad que dejan tras de sí. Por eso

es necesario atacar el problema de la deuda desde el gasto, en otras palabras: la austeridad.

En Europa no se está llevando a cabo un verdadero proceso de austeridad sino más bien de contención del gasto, y aún muy moderado en casos como el español o el británico. Reducir el «déficit» del 8% al 6% no es austeridad, es prudencia presupuestaria. No es lo mismo reducir la deuda que frenar el incremento de la misma.

El primer argumento que suelen utilizar los que atacan los programas de austeridad es comparar este proceso con lo que ocurrió en los años 30, cuando tuvo como resultado un agravamiento de la crisis. Pero olvidan las diferencias.

- **En los años treinta se impuso austeridad junto a proteccionismo**, una combinación letal que nuestros gobernantes deben evitar. En un mundo globalizado es muy difícil que se pueda llegar al proteccionismo salvaje de EE.UU. en los años treinta. Es cierto que el intervencionismo está creciendo en Europa, aunque todavía no de manera alarmante.
- En los años treinta **los tipos de interés eran extremadamente altos y la capacidad financiera de los sistemas intervenidos era muy limitada**. Ése no es el caso actual.
- En los años treinta **no se contaba con la globalización**, que permite al tejido empresarial exportador beneficiarse del crecimiento en los países emergentes y permite la libre circulación de capital a nivel mundial.

En este punto deberíamos recordar también lo que les comentaba antes sobre la saturación de la deuda. Hemos saturado el efecto beneficioso del gasto, ya de por sí dudoso. No estamos hablando únicamente de decenas de miles de millones tirados en ciudades del circo y las artes, aeropuertos sin uso, infraestructuras multiplicadas y subvenciones a fondo perdido. El problema es que todos esos gastos no están soportados por un ingreso equivalente (no tienen ROIC, siglas en inglés de «retorno sobre el capital invertido»), con lo cual dejan detrás de sí no solo un valor inexistente, sino una deuda que deberá cubrirse con los ingresos de otras actividades, las productivas. En otras palabras, las infraestructuras y subvenciones «tiradas» no sólo son un malgasto, sino que la deuda que dejan supone un robo a las actividades rentables existentes. Por último, producen un

efecto de «no inversión»: nadie se atreve a poner un duro en una economía donde los impuestos que genera la inversión productiva van a cubrir los costes financieros del malgasto improductivo.

Los ciudadanos aceptan esos gastos porque perciben las infraestructuras inútiles como un activo: «Tengo un aeropuerto vacío que no genera ingresos... pero tengo un aeropuerto». Al pensar así olvidan el efecto negativo e incluso excluyente de esta obra inútil y de la deuda que genera sobre otras actividades productivas.

Por qué funciona la austeridad:

- **Libera recursos financieros de actividades improductivas a actividades productivas.** Hoy en día casi el 70% de los recursos financieros a disposición de la banca se usan para comprar deuda pública y financiar el gasto de las administraciones. Es el efecto *crowding out* (acaparador) de un Estado que ya supone más del 40% de la economía del país. Si ese Estado deja de acaparar el crédito disponible y de gastar en actividades improductivas, regresa la actividad inversora y también la financiación para dicha inversión.
- **Acelera la transición hacia una economía de mayor productividad.** No es casualidad que la productividad caiga cuando aumenta el gasto público. La mayor parte del gasto público de los planes de estímulo se envía a subsidios y rescates a industrias en decadencia (minería, automóvil) y a actividades de bajísima productividad (construcción, obra civil), y acapara unos recursos financieros que imposibilitan la inversión en alta productividad. Si se deja de rescatar empresas y sectores improductivos, se atrae capital para la inversión en alta productividad. Si no, ese capital se desplaza a territorios más atractivos.
- **Crea empleo, no lo subvenciona.** Cuando el Estado gasta en empresas sin sentido e inversiones sin retorno, no está creando empleo sino que lo subvenciona con dinero prestado. Y ese coste viene del bolsillo del trabajador productivo y de los impuestos de las empresas rentables... hasta que se acaba el dinero de los demás y la pirámide se desmorona.
- **En vez de cercenar el PIB se crea PIB.** El aumento del gasto financiero ahoga la capacidad de recuperación y además aboca a subidas de

impuestos que frenan el consumo y la inversión, además de repeler al capital. Con la austeridad no sólo se dejan de pagar subvenciones inútiles, sino que se atrae capital y se reduce la pérdida de ingresos por impuestos atrayendo nuevos inversores.

Tenemos que salir de la espiral de gasto, de los favores debidos, del proteccionismo y las subvenciones que rescatan a los improductivos y taponan la innovación y la inversión en crecimiento. España lo hizo en el pasado, en varias ocasiones. No veo por qué no podemos hacerlo de nuevo.

La austeridad no gusta. La austeridad fastidia. Pero más fastidia la quiebra, y a mucha más gente y durante mucho más tiempo.

España y el debate sobre el rescate

Leído en el Chat: «El rescate español se distingue porque nadie lo quiere solicitar y nadie lo quiere conceder».

Nuestros políticos tienen una percepción extremadamente optimista y errónea del mercado de bonos.

El primer error, y uno de los más extendidos, es pensar que el acceso al crédito o al Banco Central Europeo (BCE) es ilimitado, olvidando que la capacidad de endeudamiento no es exponencial y que detrás siempre hay dinero privado. Siempre hay unos inversores que suscriben esa deuda y que cada día confían menos en la capacidad de repago de los países. Por eso les está costando tanto capitalizar con fondos privados los fondos de estabilización EFSF, ESM, y similares.

El segundo error es pensar que el rescate de España atraería inversores al calor del BCE. Teniendo en cuenta que el banco central ha prometido comprar bonos con condiciones estrictas y bajo la amenaza de dejar de prestar apoyo si no se cumplen los objetivos... ¿le daría usted dinero a un chico conflictivo que depende de la paga de su padre para vivir y a quien amenazan con quitársela si se porta mal de nuevo?

El profesor Carlos Rodríguez-Braun dice siempre que el problema de usar la palabra «rescate» es que tiene una connotación positiva, casi humanitaria. Yo les recomendaría que cuando oigan la palabra la cambien en sus cerebros por «hipoteca» y cuando oigan BCE piensen en «prestamista». Cambia mucho.

Cuando pedimos la intervención, nos olvidamos de lo que realmente significa.

«Mario Draghi (presidente del BCE) exige bajar salarios, prestaciones sociales y recortar márgenes» (*El Confidencial*, junio 2012). Esto, en un país donde los salarios son bajísimos y la mayoría de las 35 empresas más grandes generan retornos por debajo de su coste de capital. Esto es lo que implica un rescate. En la lista de recomendaciones no se mencionaba ni una vez el monstruoso gasto público. Me parece importante resaltarlo, porque ni el Fondo Monetario Internacional, ni el BCE ni la Unión Europea (lo que se llama popularmente «la Troika») van a entrar a desmantelar un Estado hipertrófico a menos que lo haga el gobierno democráticamente elegido, al que se le ha dado mayoría absoluta para tomar las decisiones difíciles y cumplir con lo que defendían.

Y si no atacamos los problemas reales pronto vamos derechos al «*default*» (impago), con su inevitable consecuencia de cerrar aún más nuestro acceso a financiación, que hasta ahora nos hemos cerrado solitos hundiendo nuestra credibilidad crediticia.

Una ronda de compras masivas de bonos del BCE mientras seguimos sin recortar el gasto político ni las subvenciones, sin atraer capital y sin cercenar el clientelismo y las duplicidades administrativas, nos llevará tristemente a generar menos riqueza real, menos actividad económica y, por tanto, menos ingresos fiscales, con lo cual no sería raro que se tuvieran que implementar más recortes a corto plazo, tal como hemos visto en EE.UU. o en Reino Unido.

La monetización de la deuda, que tantos nos venden como una panacea, no reduce la necesidad de recortes mientras el déficit primario siga siendo alto. Las compras de bonos no van a bajar la prima de riesgo a nivel de normalidad crediticia (50 puntos básicos), y pedir bajarla artificialmente sólo sirve para expulsar aún más al capital privado mientras en España se siga rompiendo el principio de responsabilidad crediticia y se rescaten cajas y comunidades autónomas que además —una vez recibido su dinero, eso sí— luego van y se «rebelan».

Las compras de bonos no incentivan la demanda final de bonos (mercado secundario), sino todo lo contrario, y el coste de la deuda aumentará de cualquier manera tarde o temprano si se sigue endeudando al sistema con un déficit estructural. Ni el BCE —que está ya enormemente endeudado— ni el EFSF —que tiene una bajísima capitalización financiada con deuda— pueden comprar

toda la nueva deuda, ni serviría de nada que lo hicieran porque seguiríamos gastando y hundiendo nuestra credibilidad crediticia. Estas medidas sólo bajan artificial y temporalmente la prima de riesgo, que luego se dispara de nuevo tal como hemos visto muchas veces.

Las compras de bonos no «compran tiempo». Sólo generan más endeudamiento e incentivos perversos para seguir gastando mal. En ningún caso generan confianza: todos los rescates europeos han terminado en bono basura. De hecho, los rescates vistos hasta ahora no han generado ni mayor demanda de bonos, ni ningún tipo de mejora en el crédito o en la economía real.

No existen los rescates «suaves», son una patraña. La realidad es que no hay dinero para rescatar España y que las cláusulas de condicionalidad serían muy onerosas. El mal llamado rescate «suave» sería en realidad una sucesión de pequeños «salvavidas» a la griega, para ver «cómo va la cosa»... acompañados de constantes exigencias sobre la economía, principalmente impuestos, con el consiguiente efecto depresor sobre el PIB. Fíjense en todos los rescates del Fondo Monetario Internacional desde 1978 y su impacto.

Reducir artificialmente la prima de riesgo no soluciona nuestro problema de competitividad, ni el déficit primario, ni el problema de las subvenciones o el gasto político. De hecho, si de algo sirve la prima de riesgo es precisamente para evitar que se desempolven las chequeras y que el político de turno siga subvencionando actividades improductivas.

Por supuesto que hay recomendaciones de Draghi que son muy certeras, como abrir competencia, reducir burocracia e invertir en I+D, pero todas esas son políticas de largo plazo que no se llevarán a cabo cuando hay diecisiete gobiernos peleándose por la tarta del clientelismo. Si quieren leer un análisis interesante sobre el posible rescate les recomiendo *El Rescate*, de Emilio Ontiveros e Ignacio Escolar.

En definitiva, mientras nos demos palmaditas en la espalda por el efecto placebo temporal, seguiremos echando al capital inversor, que es el que necesitamos. Pues la solución era, y es, el sector privado.

Bajar impuestos, cercenar la burocracia y atraer capital genera empleo e ingresos fiscales en lugar de consumirlos. En España, país con activos interesantes y ciudades modernas, podrían entrar rápidamente miles de millones de inversión en fondos financieros y capital riesgo si no se centrasen todos los

esfuerzos en poner trabas al inversor, asustarlo y echarlo de nuestro corralito de amiguetes. Se trata de demostrar que la inversión en deuda del Estado es atractiva de verdad. ¿Cómo?

- No solo cumpliendo sino batiendo nuestros objetivos. Cercenando el gasto político inútil como ha pedido la mayoría absoluta de votantes, aniquilando el déficit primario. No volver a caer jamás en la tentación de «cumplir» escondiendo facturas y no pagando, porque se nos ve venir.
- Condicionalidad total. No rescatar cajas, ni comunidades. Y si lo hacen, que cumplan con la misma condicionalidad que exigiría el BCE. Ya. No en 2015.
- Dejar de lamentarse por supuestos ingresos que podrían haber existido y por cifras inventadas de fraude fiscal —ya les gustaría a los paraísos fiscales que fueran remotamente ciertas—, para centrarse en lo que realmente se puede controlar: el gasto. Los ingresos vienen, como siempre, cuando la actividad económica crece.

Hace poco leí un artículo delirante que acusaba a Bill Gross de PIMCO y otros grandes inversores de ser la mano malvada que mueve los mercados para que no inviertan en España.^[23] En realidad, hemos sido nosotros quienes hemos alejado la inversión con nuestras manipulaciones e intervenciones. Moody's fue muy claro en 2012: sin rescate, España no sería «*investment grade*», o sea, que como país independiente no cumple los ratios de solvencia y liquidez exigibles. Por otro lado, no parece una política demasiado buena insultar al que te puede financiar, pues no vamos a salir de ésta sin capital privado.

El rescate es la constatación de la imposibilidad de financiarse en el mercado libre. Por lo tanto, desde el momento en que se compre el primer bono estaremos en una situación de «impago disfrazado» y España será un país intervenido, totalmente dependiente del BCE. Los fans de la «solución islandesa» verán su sueño hecho realidad: ser un país gestionado por un ente externo. Por eso nadie quiere conceder realmente el rescate español, ni nadie quiere pedirlo tampoco.

Nadie quiere concederlo porque «una vez que haces pop no hay stop». Dependemos del BCE para garantizar nuestra viabilidad económica, pero también dependeremos del escrutinio de esa entidad. Si piensan que aquí ha

habido recortes, se equivocan. Vienen el día después.

Por otro lado, el efecto «*crowding out*» del rescate al Estado significa que, de nuevo, el acceso a crédito de las empresas quedará restringido a las migajas que dejen unos países europeos que han aumentado su deuda en 3 billones de euros desde 2002 y pretenden seguir así. Con unas necesidades de refinanciación de las empresas privadas europeas —las que crean empleo— de un billón hasta 2015, va a ser una carrera entre Estados depredadores y bancos en proceso de desapalancamiento, donde las empresas se van a llevar la peor parte, con más impuestos, más intervencionismo y menos crédito.

La teoría del tonto mayor (*Greater Fool Theory*) y el plan alemán

Permítanme contarles lo que es la «teoría del tonto mayor». Se trata de una estratagema para influir en la cotización de un activo diciendo que «alguien» —preferiblemente muy lejano y que no desmienta, como «los chinos» o «los rusos»— va a venir a comprar, con el fin de animar a los demás inversores a hacerlo. A veces funciona. Entre 2005 y 2009, la mitad del Ibex 35 era producto de mensajes mediáticos de este tipo. Pero esta técnica funciona durante un tiempo y luego los inversores aprenden a no creerse los rumores. Lo que ocurre ahora con el BCE —que no ha comprado un solo bono— es similar.

Cuando nos dicen que España pedirá el rescate pero no lo utilizará, asumen que sólo con la amenaza de Draghi se forzará a los inversores internacionales a comprar bonos españoles... a pesar de lo cual los inversores siguen prefiriendo comprar bonos corporativos antes que comprar deuda pública. Por otro lado, si el BCE fuerza a que la prima de riesgo máxima sea de 200 puntos básicos, como dicen, tendrán la divertidísima situación en que Italia y otros socios tendrán que contribuir al rescate español con su propia prima a niveles similares o superiores. Donación. O bien habrá que aplicar el mismo esquema —piramidal— para Italia. Y luego para Francia. Y así sucesivamente. Por eso, como dice un amigo, «no es que baje la prima de riesgo española, es que sube la europea».

No existe el rescate suave, el rescate virtual, la condicionalidad limitada, la liquidez transitoria o cualquier calificativo que se quieran inventar. Como si lo llaman colecta dominical. Una vez que el BCE compra el primer bono, estamos

hipotecados de por vida. Y los rescates, como ha demostrado Grecia, no solucionan nada cuando el modelo económico y de gasto es simplemente inviable. Los problemas son los mismos, los recortes seguirán siendo necesarios y el endeudamiento seguirá siendo excesivo. Nuestro despilfarro, nuestro derroche, nuestra deuda y sus consecuencias son nuestro problema.

El plan alemán, según me cuentan, consiste en esperar a que la deuda doméstica viva en manos de los inversores locales de los países problemáticos sea al menos el 85% —preferiblemente el 100%—, pues en ese momento el problema de endeudamiento y el riesgo de impago y contagio ya no será europeo o global, sino puramente local, y por lo tanto los países tendrán que cuidarse mucho de incumplir sus compromisos. A fin de cuentas, los efectos de la quiebra los sufrirá su población, al tener la seguridad social, las pensiones y los planes privados invertidos hasta el 80-90% en deuda pública local.

Las medidas que recuperarían la competitividad de España

En 2012 me ofrecieron escribir un artículo para el *Wall Street Journal*, que tuve el placer de publicar bajo el título «Receta para la recuperación de España».[24] En él detallaba un programa de cuatro pasos para recuperar la confianza del mercado y superar el bache económico creado por la espiral de gasto y deuda.

En dicho artículo comentaba que «España persiste obstinadamente en su empeño por restaurar los ingresos fiscales producto de la gigantesca burbuja inmobiliaria. Y no volverán fácilmente. El incremento de la recaudación per cápita de España creció casi un 40% entre 2003 y 2008 debido al *boom* del ladrillo, propiciando un aumento similar en el gasto público. España creó un sector público adaptado a una economía que creciera un 2% anual para siempre. Pero la economía española no ha mantenido este ritmo. Cuando estalló la burbuja, muchos de esos ingresos desaparecieron mientras que el gasto ha seguido igual, y ese diferencial no se puede atajar mediante impuestos, sino únicamente a través del recorte en el gasto».

En definitiva, la economía española, centrada en los servicios, la industria, el turismo y la construcción, es muy cíclica y por tanto la carga de deuda que puede soportar el Estado y el gasto público estructural deben ser menores que los de otras naciones con un componente menos cíclico.

Sin embargo, España tiene la capacidad para restaurar la confianza y rebajar los intereses que se exigen a sus bonos, si recupera la competitividad y el dinamismo. Para ello hace falta seguir un plan de cuatro pasos:

- Atraer capital: La inversión extranjera en España continúa por debajo de la media de la OCDE, y la financiación de capital riesgo es menos del

0,1% del PIB según la CNMV. Esto se debe parcialmente a la inestabilidad regulatoria, la relativa inseguridad jurídica y las restricciones proteccionistas que limitan la entrada de capital extranjero, como han podido comprobar cientos de fondos que han intentado asentarse en España. Si abre las puertas a los fondos internacionales y se establece como un centro financiero, España mejoraría su imagen ante los mercados y podría borrar la percepción de que los negocios se hacen entre amigos de los gobiernos locales o nacionales de turno.

- Reducir impuestos, especialmente los de la renta y de sociedades, además de reducir el coste de seguridad social del empresario en un 3,5%, mejoraría el empleo, la inversión y el consumo. España obtenía en 2012 una pobre valoración de 68 sobre 100 en el Índice de Libertad Económica del Heritage Foundation, muy por detrás de países como Reino Unido, EE.UU. o Alemania. El país necesita un plan a largo plazo de incentivos fiscales para la creación de empresas, un sistema regulatorio unificado y no dividido en decenas de entes regionales, y un sistema claro y eficiente de cobro de las administraciones públicas, que en 2011 llegaron a pagar a sus proveedores con más de 360 días de retraso.
- Reforma estructural de las administraciones públicas. Eliminar duplicidades, especialmente en diputaciones, cabildos, consejos insulares y otros organismos. Además, se deberían cerrar o vender los centenares de radios, televisiones y empresas públicas estatales o regionales. Es lo que yo llamo aplicar el «lápiz rojo» que detallo un poco más adelante.
- Cercenar subvenciones: España gasta unos 15.000 millones en subvenciones, primas y ayudas, sin incluir el rescate bancario. Hasta ahora sólo se han reducido modestamente. En 2012, las primas a las energías renovables superaban los 8.000 millones de euros, casi 1.000 millones más que un año antes.

La diferencia entre el lápiz rojo y el hachazo de la Troika

Parafraseando a Art Laffer, si me dan un lápiz rojo y los presupuestos,

reducimos el déficit a cero en una semana.

La única solución para España es la reducción de la deuda, no del déficit. Y eso sólo se hace desde el gasto. Por responsabilidad nacional, es preciso introducir recortes serios en el gasto político. O lo harán por nosotros, pero en ese caso lo harán injustamente y mal. El proceso de consolidación fiscal español no va a ser creíble, ni factible, si no se reducen estructuralmente las partidas de gasto más grandes. El Estado puede atacar inmediatamente cuatro partidas:

- Salarios públicos, con un gasto superior a 100.000 millones. Tenemos un gasto por salarios públicos superior a la media de la UE, pero un número de funcionarios por ciudadano menor a la media UE (Eurostat). ¿Qué ocurre? Que hay mucho patrón para tan poco marinero.
- Asesores y administraciones duplicadas. Un gasto que, según el Círculo de Empresarios y el PP cuando estaba en la oposición, supera los 22.000 millones de euros.
- Inversiones improductivas: según los presupuestos del gobierno central de 2012, la inversión directa en infraestructuras (ya saben, AVEs inútiles, ciudades de las artes y demás) asciende a 11.000 millones. Según el último Programa de Estabilidad, la formación bruta de capital fijo —que incluye más que infraestructuras— para el total de las administraciones públicas fue del 2,8% del PIB en 2011, y se espera que alcance el 1,0-1,2% en 2012 y 2013. Eso, en un país donde las infraestructuras excesivas ya son un problema.
- Subvenciones.

De este modo el «lápiz rojo» tal vez nos podría evitar el «hachazo» del rescate. Pues quienes piden el rescate deberían tener presente que con él vienen los recortes a las pensiones —donde se genera un gasto superior a 100.000 millones—, a las prestaciones por desempleo —donde se genera un gasto de unos 30.000 millones— y el despido masivo —no recortes de pagas extra o salarios— de funcionarios.

PARTE III

Hedge funds y mercado bursátil

En un primer bloque he realizado un repaso muy personal a los elementos principales que caracterizan a los mercados financieros, su funcionamiento y las principales preocupaciones de los inversores. En un segundo bloque he profundizado sobre el entorno macroeconómico actual y el impacto que han tenido en los últimos años las políticas gubernamentales sobre la evolución de la bolsa, la renta fija y las materias primas. He intentado explicar la importancia de las variables de solvencia y liquidez para el inversor de deuda, repasando los elementos más controvertidos de la crisis española y europea, las políticas de estímulo y las posibles soluciones a un entorno económico que parece cada día más incierto.

Para mí la crisis supone una gran oportunidad. Un reto, una gran ocasión para cambiar los errores del pasado, la mentalidad de burbuja, para reconducir los hábitos y comportamientos de todos los operadores, desde los gobiernos hasta el inversor minoritario.

El tercer y último bloque de este libro lo dedicaré a explicar cómo funciona en detalle el mundo en el que me muevo, el de los *hedge funds*. Les relataré mi experiencia, describiré el proceso inversor, daré recomendaciones y subrayaré los trucos y errores que comete un gestor de fondos en su intento de sobrevivir en un entorno complejo, pero apasionante.

Espero que lo disfruten y que les sirva de ayuda en sus inversiones personales, al menos como herramienta adicional a su conocimiento personal y sentido común.

Hedge funds, ¿los malos de la crisis?

Leído en el Chat: «La banca siempre estuvo muy endeudada»// «Es una conspiración de especuladores», «Los fundamentales son sólidos», «Todo está bajo control».

Los gestores de fondos alternativos han sido los chivos expiatorios, los malos preferidos por los medios de comunicación en estos últimos años de crisis. Artículos, libros, documentales, películas. Yo a esta moda la llamo «echar la culpa al camarero de la comida del restaurante».

Mientras los cocineros y los dueños de los locales (los bancos centrales y los gobiernos) se lanzaban a una carrera suicida de expansión monetaria, tipos bajos, deuda y riesgo excesivo, los medios encontraban su particular Dr. No, su Spectra, en un ente abstracto. Pues bien, un fondo de inversión alternativa no tiene nada que ver con la imagen mediática que se ha creado de un grupo de vaqueros asaltando mercados y hundiendo países. Todo lo contrario.[\[25\]](#)

En cuanto me incorporé a mi primer *hedge fund* me di cuenta de la enorme cantidad de trabajo que me esperaba. Pasé de analizar seis empresas a 150. Jornadas sin descanso hasta las diez de la noche, sábados y domingos incluidos, no sólo siguiendo bolsas y su cotización diaria, sino analizando los riesgos y la composición de la cartera.

Tuve la mala suerte de coger el sarampión. Imagínense, aparezco en Estados Unidos, todo ilusionado, con planes de conocer a todo el mundo, de aprender de todo el que pudiera, y al segundo día me encontraba fatal. Pensaba que era el estrés y los nervios por el nuevo entorno, así que me fui pronto al apartamento —total, las ocho de la tarde— y a la mañana siguiente cuando me desperté mi

cuerpo parecía un mapa de prospecciones petrolíferas. Mis compañeros en el fondo de inversión se partieron de la risa al oír la noticia. «Buena impresión inicial», me decían.

Así que me tocó quedarme una semana encerrado en el apartamento. Me tenían que dejar la comida en la puerta. En la más pura tradición de prudencia norteamericana, me ponían una máscara anticontagio y unos guantes y me mandaban una ambulancia para ir al médico, que estaba a dos manzanas de mi apartamento. También contactaron con todos los pasajeros del avión en el que llegué para ver si alguien más había contraído el sarampión.

Durante el tiempo en que estuve en cuarentena tuve la oportunidad de aprovechar hasta el último segundo para sobrevivir al proceso de «descompresión», como lo llamábamos en el fondo. Es el periodo que necesitas para dejar de agobiarte ante la cantidad brutal de información que recibes cada día y aprender a priorizar y gestionar la presión. En un día normal recibía alrededor de 2.500 correos electrónicos y 120 recomendaciones de compra o venta.

Además, me enviaban seis informes cada hora analizando si mi cartera se ajustaba a las variables de riesgo límite y comparándola con el mercado, con mi rentabilidad histórica, con la media de los otros gestores del fondo, con la rentabilidad esperada en mi caso y, lo más importante de todo, indicando el percentil donde se situaba mi rentabilidad, porque cada trimestre se revisaban las carteras de los peores gestores y corrían el riesgo de irse a la calle.

Al principio no sabía cómo manejar toda la información que me llegaba, el día no tenía suficientes horas, y por las noches soñaba con acciones subiendo y bajando. Tres compañeros dejaron el fondo por ese motivo. Y de repente, un día, me aclaré. No puedo decirles exactamente cómo fue, pero fundamentalmente fue un proceso gradual de eliminación de información irrelevante. La presión ayuda a aprender, a descartar el «ruido blanco» de miles de informes, a centrarse en los tres o cuatro aspectos que realmente importan en el movimiento de un valor, a aceptar reuniones solamente con quienes ofrecen valor añadido y enfocarme en monitorizar el riesgo de cartera.

La cantidad de análisis de riesgo que se realizan en un fondo de inversión de este tipo es uno de los aspectos de su funcionamiento más desconocidos para el gran público. Por eso, en mi opinión, la demonización mediática del sector parte

de una desinformación muy grande.

Leído en el Chat: «El BCE dice que los hedge funds son arriesgados, al contrario que el BCE y sus tres billones de deuda, por supuesto».

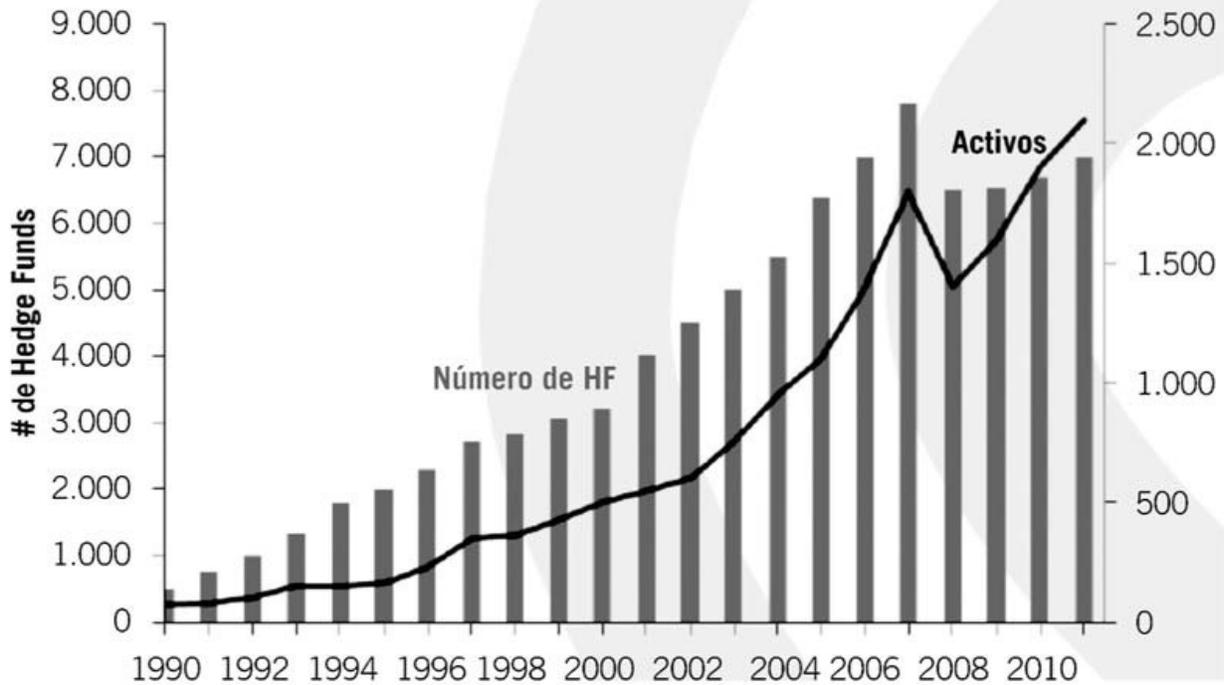
Mi hijo Pablo dice que «trabajo todas las horas». Ésa es otra característica del sector. Trabajar sin horario.

La imagen de los *hedge funds* está distorsionada fundamentalmente por dos razones: por una mala interpretación del uso de las llamadas «posiciones bajistas» (posiciones cortas), y por la incorrecta percepción de que es una industria de piratas en la que los gestores ganan millones atacando. Es una pena que los medios de comunicación transmitan esta imagen, porque los grandes inversores de estos fondos predijeron la crisis y el problema de las hipotecas subprime y de la deuda con años de antelación. Entonces se les echó la culpa de crear la crisis, cuando lo único que hicieron fue mostrar al mundo la realidad y, por supuesto, invertir dinero de acuerdo con ella. Sobre los sueldos, la gente no entiende que esta industria paga unas primas grandes solamente cuando los beneficios lo justifican, y que el gestor se juega su prestigio y su dinero junto a los clientes, ya que reinvierte más del 75% de esas primas en su propio fondo.

Un *hedge fund* provee de liquidez al mercado al incluir posiciones cortas en su cartera. Una posición corta es una inversión en un activo sobrevalorado para aprovechar su corrección hasta llegar a un valor fundamental adecuado. Lo que el público no entiende es que las posiciones cortas son sólo un elemento del proceso inversor. Se invierte en valores y activos que se financian con posiciones cortas para mitigar la volatilidad de la cartera y así tener un máximo de riesgo controlado.

Sin posiciones cortas un fondo de este tipo tampoco puede tomar posiciones largas (alcistas) y por lo tanto muchísimas salidas a bolsa, ampliaciones de capital, etc., nunca se podrían llevar a cabo al no participar los *hedge funds*. Las inversiones se llevan a término con el mismo rigor financiero y analítico que el de cualquier otra casa de inversión, si no mayor. Eso sí: es una meritocracia darwiniana basada en resultados, y como tal se penaliza y se premia.

Activos Bajo Gestión y Número de HF (1990-2010)



Se les llama fondos de gestión alternativa porque en esencia su objetivo es aprovechar los distintos instrumentos del mercado para invertir de la manera más racional posible, extrayendo en la medida de lo posible el riesgo de la inversión en un determinado activo, o los factores exógenos a ese activo.

El objetivo es poner a disposición del inversor a un equipo de profesionales de experiencia y prestigio reconocido, con capacidad y libertad para utilizar todos los instrumentos disponibles para tomar posiciones en el mercado de manera activa, optando por distintos periodos de maduración, tomando prestados algunos activos y usando un apalancamiento adecuado para obtener altas rentabilidades sin exponer al inversor a riesgos innecesarios.

Los clientes de un *hedge fund* no son pequeños accionistas minoritarios ni abuelitas comprando en una sucursal de su banco. La inmensa mayoría son grandes fortunas privadas o fondos de pensiones y fondos soberanos que conocen bien los límites de volatilidad, riesgo, número de inversiones, liquidez y uso de distintos productos, sean derivados, futuros, índices, renta fija, variable etc. Todo se detalla en la información de venta.

Para empezar, la cantidad mínima para invertir suele rondar los 500.000 dólares o más. Los inversores deben ser, por regulación y exigencias de la FSA y la SEC, inversores cualificados y sofisticados. Por ello los folletos explicativos y los formularios de suscripción de los fondos son extremadamente detallados y complejos.

La bolsa supone una oportunidad de inversión precisamente porque existe una valoración imperfecta de distintos activos que permite generar retornos al inversor a medida que dicho activo se acerca a su valor real relativo a su sector, su entorno y el país en que cotiza. Esas ineficiencias no son siempre expectativas de revalorización, y es ahí donde un fondo alternativo busca maximizar beneficios... La oportunidad también se encuentra en tomar prestado un activo sobrevalorado o correctamente valorado con el objetivo de generar una rentabilidad si el activo cae, o dar liquidez para invertir en un valor más atractivo. Por supuesto, para identificar estas oportunidades se utilizan rigurosos métodos de análisis y estimación, como veremos después.

Gestión activa

Leído en el Chat: «Este mercado está loco»//«Deja de quejarte».

La supuesta volatilidad y cortoplacismo que tanto parecen preocupar a los gobiernos y la prensa contrasta con mi experiencia y la de cualquier gestor de *hedge funds*, pues su objetivo no es otro que generar un portafolio que crezca en activos y que además minimice los costes de transacción. Todos los críticos parecen olvidar las importantes comisiones que se pagan por comprar y vender acciones o por ejercitar opciones, unas comisiones que sustentan el negocio de los bancos de inversión y las entidades depositarias.

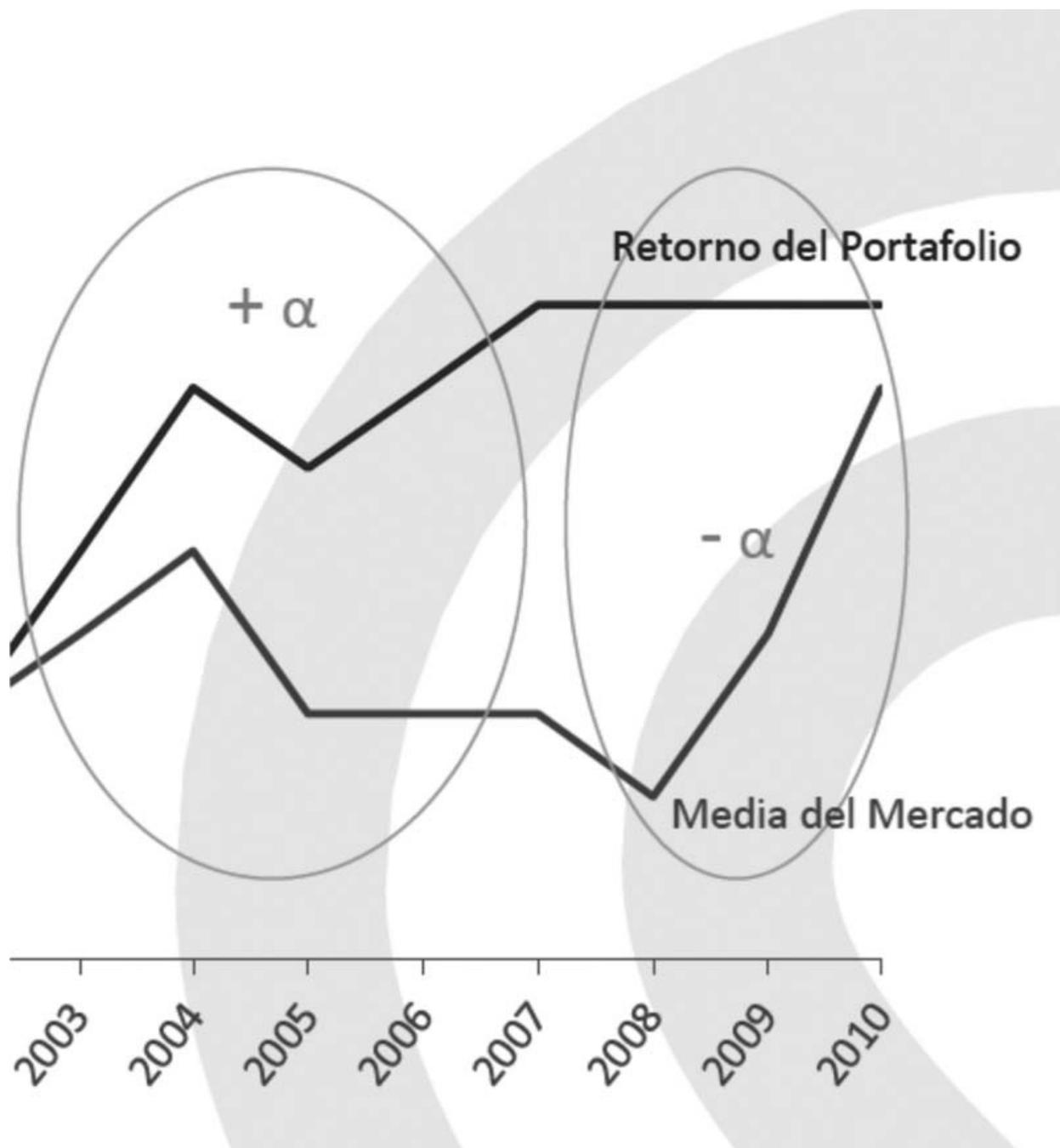
El gestor busca crear una cartera que crezca y genere retornos adecuados al riesgo asumido, con un horizonte inversor de entre seis y doce meses. Por eso los mitos de que los *hedge funds* «compran todo y venden todo» en un día no son más que exageraciones. En realidad, el portafolio perfecto sería aquel que en un periodo no inferior a seis meses contuviera un 56% de «apuestas correctas» y sobre el cual se pudiera construir y aumentar las inversiones sin que se convirtiera en una mezcla de demasiados instrumentos imposible de manejar.

Efectivamente, en un portafolio «óptimo» el gestor tendría un máximo del 20% del capital en apuestas a corto plazo (menos de tres meses) o definidas por eventos futuros precisos (una presentación estratégica, un cambio de equipo directivo esperado, etc.). En definitiva, un portafolio que permita buscar nuevas oportunidades de aumentar la cartera (capital invertido) y buscar nuevas ideas sin tener que hacer compras y ventas agresivas diariamente. De hecho, la mayoría de los gestores de *hedge funds* consideran las operaciones a muy corto plazo («*day trading*») sólo como la guinda de un portafolio sólido.

El gestor busca generar alpha, o retornos superiores a la evolución media de los mercados (beta), y para ello puede tomar posiciones cortas (tomar activos a préstamo) o largas (compra tradicional), en acciones o materias primas, usar arbitrajes, negociar opciones o bonos e invertir en cualquier oportunidad donde se obtengan buenos retornos y menor riesgo. La cobertura contra cambios de tendencia del mercado se obtendría anticipando su volatilidad y sus correcciones y aprovechando las oportunidades a través de una gestión activa, que puede ser a largo, medio y corto plazo.

La subida inesperada de un activo puede suponer para un gestor, según los casos, una oportunidad de vender, una oportunidad de ponerse corto o una oportunidad de cerrar un corto ante el riesgo de que se revalorice más. En todo caso, la gestión activa dota a ese activo de liquidez y ofrece oportunidades adicionales a los inversores, abaratando los costes de transacción mientras tanto. Al haber más operadores comprando y vendiendo, el mercado se hace más competitivo.

En general, esta técnica de gestión activa se basa en modelos de análisis técnico (medias móviles, indicadores de volumen, etc...) combinados con modelos específicos de cada empresa y métodos de comparación de múltiplos (PE, EV/EBITDA, PEG), precios objetivos absolutos y relativos, con señales de compra y de venta.



Veamos un ejemplo. El cuadro adjunto muestra un determinado sector de empresas muy similares (industriales) y el múltiplo EV/EBITDA, que es el valor firma (precio de mercado de una empresa más su deuda) dividido por su resultado operativo antes de depreciación; se trata de una manera común de saber cuántas veces descuenta el precio de la acción los resultados de la empresa. Se muestra el múltiplo al que cada empresa cotiza y ha cotizado en el pasado, y

una estimación para 2013-14.

Es interesante ver que lo que parece barato (bajos múltiplos) puede ser una «trampa de valor» (valores que parecen baratos pero que tradicionalmente siempre lo han sido), y además se refleja un riesgo claro al haberse reducido ese múltiplo con el tiempo, es decir, se asigna un riesgo creciente y expectativas menores. Adicionalmente es interesante ver que el «descuento» de algunos valores sobre sus comparables es estructural, por lo que algo aparentemente infravalorado no lo es tanto. Estos sectores suelen ser excelentes cortos a medio plazo, y dentro de ellos lo atractivo puede ser hacer un par (largo comparado con corto) EE.UU. contra Europa. Puro alpha.

	2011	2012	2013E	2014E	Media 11-14
Valor A	7,0	9,6	6,6	5,4	7,1
Valor B	11,0	10,5	8,7	8,3	9,7
Valor C	6,3	6,7	5,8	5,4	6,1
Media Europea	8,2	8,9	7,0	6,4	7,6
Media EE.UU.	6,7	5,4	5,0	6,6	5,9
Media Global	7,5	7,1	6,0	6,5	6,8

Fuente: Datos empresas, consenso analistas Bloomberg

No hay un método universal, sino que cada gestor utiliza sus propias técnicas. Por eso es importante para el cliente potencial comprender las diferencias entre las estrategias de cada gestor y su historial de beneficios (su «*track-record*»), ya que no todos son iguales y los retornos sobre la inversión, la

volatilidad y el riesgo varían sustancialmente.

Críticas y realidad

Leído en el Chat: «El banco dice que las posiciones bajistas son la razón por la que ha caído la acción»//«El hecho de que haya reducido sus estimaciones un 70% totalmente irrelevante, claro».

Un aspecto curioso de la polémica generada en estos años es que sea precisamente el proceso de abrir «posiciones cortas» lo que genera más suspicacias, cuando debería verse como algo positivo que un activo que con el tiempo debería generar un retorno adecuado pueda prestarse y aportar de este modo liquidez y volumen de contratación. Detrás de muchas de las críticas se esconde un cierto miedo al mercado, a su libre movimiento y a la posibilidad de que refleje sobre un determinado valor el impacto de una noticia, una decisión o un movimiento estratégico.

¿Por qué le va a preocupar a una empresa que unos cuantos fondos estén cortos en su valor si va a cumplir o superar sus promesas, generar valor y defender a sus accionistas minoritarios? Cuando yo trabajaba en el mundo corporativo, veía estas situaciones como oportunidades. Si los objetivos se cumplen el valor subirá más de lo esperado al generarse lo que se llama un «*short squeeze*» (ante un evento o una sorpresa positiva un gran número de fondos cierra sus cortos, es decir, recompra los valores que tiene prestados, reforzándose de este modo el efecto positivo).

Otra de las grandes preocupaciones es el —aparentemente— alto apalancamiento con el que funciona un fondo de gestión alternativa. El apalancamiento es la relación entre crédito y capital propio invertido en una operación o en una cartera, el grado de deuda que se incorpora a la estrategia.

Creo que también aquí estamos ante un mito, ya que en mi experiencia profesional en uno de los mayores *hedge funds* del mundo (14.000 millones de dólares de activos gestionados) el nivel de apalancamiento es muy bajo y está totalmente correlacionado con el nivel de riesgo. Es decir, dado que el fondo funciona con unos parámetros de riesgo muy rígidos, el nivel de apalancamiento está justificado por la baja volatilidad. Tampoco debemos olvidar que, al contrario que en muchas instituciones tradicionales, en este tipo de fondos el gestor comparte retornos y riesgos con el inversor. Y un *hedge fund* no es una inversión para accionistas desinformados. Se cobran comisiones de gestión de alrededor del 2%, y las cantidades mínimas de inversión rondan los 500.000 dólares. Cada mes se informa a los partícipes en detalle sobre la evolución del fondo y sus activos.

La visión casi apocalíptica de un grupo de alocados moviendo el mercado a su antojo se disuelve rápidamente cuando se examina la cuestión más de cerca y se ve que en los casi 20.000 *hedge funds* que existen, la inmensa mayoría de los gestores trabajan con el sistema retributivo más darwiniano e inequívoco del mundo: un salario que en más del 75% corresponde a la participación en los beneficios generados (por el gestor, no por el fondo). Por otro lado, existe un riesgo personal evidente, pues en el sector es habitual la revisión trimestral o semestral de carteras. Por lo tanto, el gestor tiene poco interés en jugarse su prestigio, carrera y sueldo en «hacer el loco». De hecho, he conocido a pocos gestores más concienzudos en su análisis de las empresas y más detallados en su proceso de compra y venta que los gestores de *hedge funds*.

Estrategias

Leído en el Chat: «Soy muy neutral al mercado, pierdo dinero cuando sube y cuando baja».

Desde mi punto de vista, uno de los elementos esenciales para separar la estrategia de cada *hedge fund* pasa por identificar el nivel de riesgo-retorno buscado. De hecho, uno de los errores que se han cometido en los últimos años ha sido buscar retornos en sí mismos (16, 20, 30%) y no retornos basados en el riesgo asumido (VAR, *value at risk*).

El VAR mide qué porcentaje del dinero invertido podemos perder en una cartera haciendo una simulación estadística con un nivel de confianza (probabilidad de acertar) del 95% usando distintos métodos de cálculo. Por ejemplo, si una acción sube o baja normalmente un 1% diario, el VAR de una cartera hipotética que solo estuviese compuesta por ese valor es aproximadamente 1%. El método más habitual y simple de calcular el VAR consiste en simular el comportamiento de los riesgos subyacentes al activo a través de distintos escenarios, identificando los factores de riesgo en base a regresiones múltiples: riesgo país, factores macro, precio de materias primas, tipos de interés, etcétera.

Así, ante una inversión de 1 dólar en un activo determinado, se estima qué porcentaje de ese dólar se está poniendo «en riesgo» teniendo en cuenta lo ocurrido en el pasado. Por supuesto, el pasado no identifica necesariamente todo lo que puede hacer que algo suba o baje, pero es sin duda una herramienta muy poderosa, pues aunque muchas veces no queramos reconocerlo el pasado tiende a repetirse y el mercado de valores se mueve por el efecto «rebaño de ovejas».

Por eso el análisis técnico ayuda tanto como el análisis fundamental en el proceso inversor: porque el comportamiento de un activo en el pasado es revelador y nos permite identificar puntos de inflexión que reciben el nombre de resistencias cuando se trata de un máximo y de soportes si se trata de un mínimo.

En cuanto a las estrategias de inversión, la máxima expresión de la verdadera «gestión alternativa» son para mí aquellas estrategias que no están correlacionadas con la volatilidad general, sino que son capaces de arrojar retornos superiores de forma consistente y con riesgos de pérdida extremadamente bajos. Para conseguirlo, el gestor debe hacer un trabajo muy detallado de separar las oportunidades reales de las ficticias.

Desde mi punto de vista, el proceso que se debe seguir con cada uno de los activos se divide en tres partes: análisis fundamental, a través de modelos de estimación y valoración de rentabilidades futuras estimadas; identificación de catalizadores, o eventos que contribuirán a poner en valor un activo cuando confirme su expectativas de resultados; y análisis técnico.

A continuación enumeraré algunas de las estrategias de inversión más conocidas e identificaré los niveles de apalancamiento habituales en base a la volatilidad:

Crecimiento agresivo: Lo que habitualmente se conoce como «expansión de múltiplos» o «*EPS driven*». Se trata de invertir en activos donde se estima que se va a producir un cambio de tendencia y un crecimiento del Beneficio Por Acción (*Earnings Per Share*, EPS) superior a la media histórica. Suelen venir acompañadas de un estudio muy detallado de cada uno de los factores que «mueven una acción» y suelen ser orientadas a un sector en particular. Dada la alta volatilidad de la apuesta y los niveles de riesgo que afectan a la predicción, lo habitual es un apalancamiento bajo.

Arbitraje: La tradicional «estrategia de pares» (largo-corto), que busca compensar los efectos exógenos al valor sujetos a un determinado evento (normalmente una fusión o adquisición) tomando posiciones en distintos activos del mismo tipo, ya sean acciones o futuros. Es la estrategia donde se deja sentir más el valor del gestor, y en la medida en que refleje adecuadamente el análisis de cada activo debería merecer un nivel de apalancamiento superior.

Sectorial: Se trata de invertir largo y corto en un determinado sector, con un equipo gestor compuesto por expertos en el mismo. El retorno está enteramente

basado en la mejor elección de activos (*stock picking*). Dado el bajo riesgo asumido, al cubrir la mayoría del riesgo, el apalancamiento suele ser alto.

Mercados emergentes: La favorita de muchos gestores que buscan retornos superiores a corto plazo, pero también la más arriesgada. Efectivamente, un activo en un país emergente suele estar expuesto a crecimientos futuros superiores si las condiciones son favorables que otro del mismo sector en otros países, pero también tiene mayor riesgo, volatilidad y amenaza de inflación. Además, el mayor riesgo suele deberse a la dificultad de cubrir la inversión y también de vender rápidamente en caso de crisis, excepto en los grandes valores. Tal volatilidad y riesgo, en mi opinión, sólo se debe cubrir con otro activo similar en el mismo país y sector.

Macro: En mi opinión, una estrategia moderadamente arriesgada. Se trata de predecir los movimientos macroeconómicos globales y su consiguiente impacto en el precio de los activos, tipos de interés, etc. Es significativamente complejo y nunca podemos asegurar que la tendencia identificada vaya a influir en el precio de los activos en el tiempo y la forma esperados. Para mí, este tipo de estrategias deben estar suficientemente cubiertas y con bajo apalancamiento. Recuerdo un colega que hacía complicadísimos modelos econométricos para invertir que luego se veían distorsionados por algo tan impredecible como si la temporada de huracanes tocaría las costas americanas o no.

Situaciones especiales: Cada fondo tiene su definición de «situación especial», pero en general se trata de cualquier inversión que se salga de la actividad normal de comprar y vender instrumentos financieros disponibles para cualquier inversor. Por ejemplo, financiar una empresa antes de que salga a bolsa, participar en ampliaciones de capital de empresas no cotizadas, invertir en proyectos con el objetivo de vender la participación posteriormente o apalancar el activo antes de venderlo, etc. Lo más complicado es buscar la manera de cubrir estas inversiones. Normalmente lo más recomendable es cubrir con una combinación de futuros y acciones que repliquen los factores de riesgo identificados en ese activo. Se suelen utilizar derivados para aumentar los retornos y compensar los riesgos, particularmente en cuanto al tipo de interés en el caso de una financiación. Suelen ser inversiones que involucran a distintos profesionales de un fondo y, por su naturaleza, se toman con mucha cautela.

«Event driven»: Básicamente se trata de invertir en activos sobre la base de

un evento o noticia muy particular que se espera tenga un impacto dramático sobre su precio, con el objeto de extraer alpha de esa noticia independientemente de los atractivos o riesgos fundamentales de dicho activo. Es una actividad muy compleja que requiere un estudio muy concienzudo de la situación y experiencia para identificar puntos de inflexión y atrapar retornos positivos independientemente del tiempo que pase hasta que el evento ocurra (probablemente todo el mundo tenga en mente los largos procesos de las OPAs sobre Xstrata o Endesa, y las inflexiones en la cotización de esas empresas dependiendo de las expectativas). En principio la volatilidad esperada debe ser baja y suele cubrirse bien con activos similares, razón por la cual el apalancamiento suele ser muy alto.

Estrategia Múltiple: Sin duda lo que hacen la gran mayoría de *hedge funds*, es decir, diversificar y reducir riesgo utilizando varias estrategias a la vez gestionadas por profesionales especializados por sectores. Cada gestor puede mejorar además sus retornos incorporando sistemas de inversión diferentes, identificando el momento para incorporar estimaciones sectoriales y macroeconómicas o para aumentar la exposición a pares largo-corto, como acostumbra a suceder en las situaciones de incertidumbre.

Construcción de carteras

Leído en el Chat: «Mi cartera tiene vida propia y me está mirando mal».

En este apartado me ceñiré a una experiencia particular, que es la gestión de una cartera dentro del sector energético.

Si hacemos un breve repaso a las recomendaciones de los bancos de inversión, veremos que el sector petrolero, por ejemplo, parece a simple vista una gran oportunidad de inversión. Los precios objetivos de consenso son entre un 25 y un 35% superiores al precio actual, casi todas las recomendaciones son positivas y las empresas recomendadas son grandes, sólidas. La rentabilidad del sector desde 2004 hasta finales de 2012 ha sido superior al S&P 500 (bolsa americana) pero muy inferior a la revalorización en dólares de su mayor factor de riesgo, el petróleo.

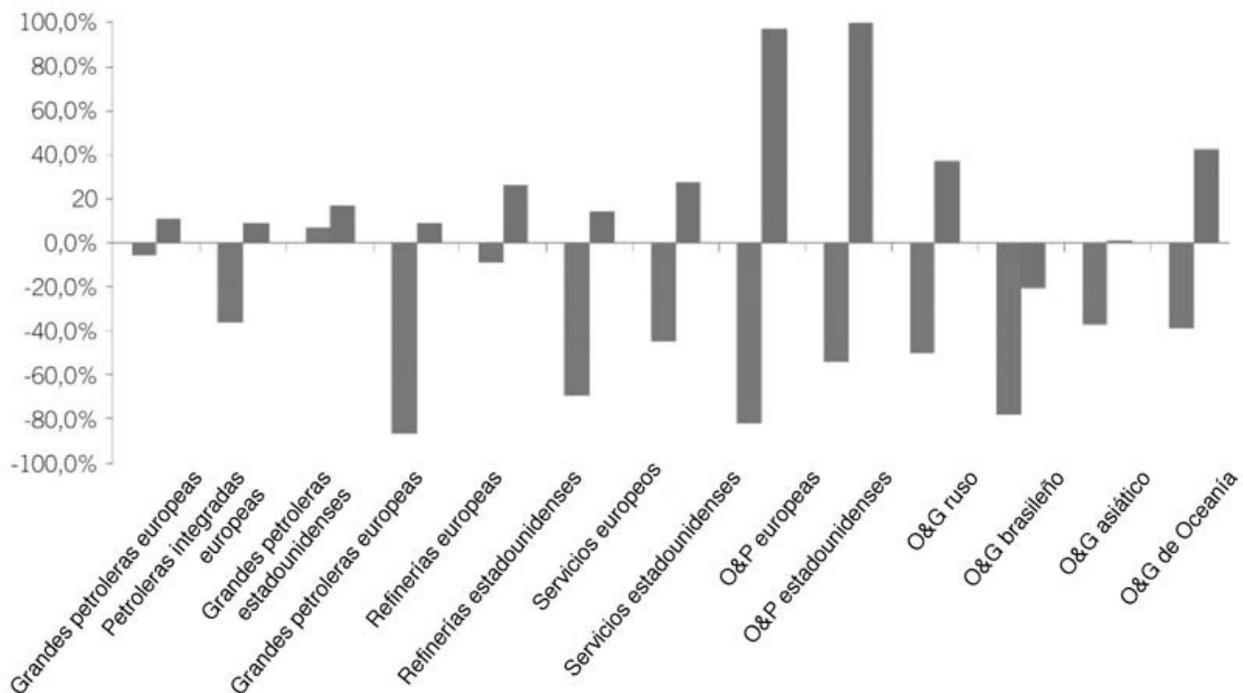
Se pueden identificar tres factores que explican por qué estos valores no reflejan la materia prima que supuestamente guía sus beneficios: múltiplos estáticos, es decir, empresas demasiado grandes que no crecen y llevan años cotizando a PER 9-10 (ratio del precio de la acción dividido por el beneficio neto); consolidación, pero fundamentalmente como compradores; y factores macro negativos, como el aumento del riesgo país al perder influencia en los países productores. Es importante saber identificar cuándo el sector se mantendrá barato, entre otros factores porque el ROCE (rentabilidad sobre el capital empleado) decrece y el *cash flow* generado decrece comparado con el valor firma.

Si examinamos el sector eléctrico, veremos que ha sido mucho peor, especialmente en Europa, donde ha sido el sector de peor comportamiento

bursátil durante casi cinco años, junto a los bancos. Las causas deben buscarse en la destrucción de valor por adquisiciones estratégicas a precio de oro, el hundimiento de la demanda, unos planes de inversiones demasiado onerosos, el endeudamiento excesivo y el riesgo de recortes de dividendo.

Ambos sectores son buenos pagadores de dividendos (con rentabilidades del 5-6%) pero el petrolero lo paga con caja libre mientras que el eléctrico lo paga con deuda o en acciones.

Retornos de distintos sectores en el 2011



Lo lógico en este entorno es esforzarse en crear carteras neutras al mercado utilizando dos sectores supuestamente muy correlacionados pero con importantes diferencias estratégicas, con una clara orientación a los fundamentales de cada valor y con una perspectiva a medio-largo plazo (seis, nueve, doce meses). Utilizar índices (Ibex, CAC, DAX, o sectoriales) como cobertura es válido pero conviene no abusar, porque en tiempos de incertidumbre no ayuda a seguir generando retornos atractivos.



Según mi experiencia, el gestor tiene capacidad de seguir exhaustivamente hasta 150 empresas, creando modelos individuales de análisis de resultados, un sencillo estado de pérdidas y ganancias, *cash flow*, una suma de partes por cada valor y usando además análisis técnico, regresiones múltiples y comparativas de múltiplos intra-sector acción por acción para identificar oportunidades de inversión larga y corta.

Es curioso que la frase más extendida entre los analistas del lado vendedor es que «es muy difícil encontrar cortos». Eso se debe a que se tiende a considerar la mayoría de las noticias o eventos en términos de potencial de revalorización, lo cual es muy lógico cuando se sigue un número limitado de empresas con gran detalle. Un analista de un banco no cubre más de 10 empresas.

Cuando yo era analista también me costaba identificar «cortos», y eso se debe a que el analista tiende a ver un panorama estratégico similar al del equipo directivo de la empresa, lo cual no es necesariamente un horizonte atractivo para un inversor a menos que tenga una paciencia infinita y capacidad de perder dinero (o no ganarlo, que es lo mismo, considerando el coste de oportunidad y de financiación). Generalmente las recomendaciones de los analistas suelen ser un 65% «compra» o «fuerte compra», 20% «mantener» o «neutral» y 15% «vender». Lo interesante es que en realidad sí hay oportunidades de abrir posiciones cortas, y muchas, no necesariamente en valores que vayan a caer,

pero sí en valores que se comportarán peor que otros comparables.

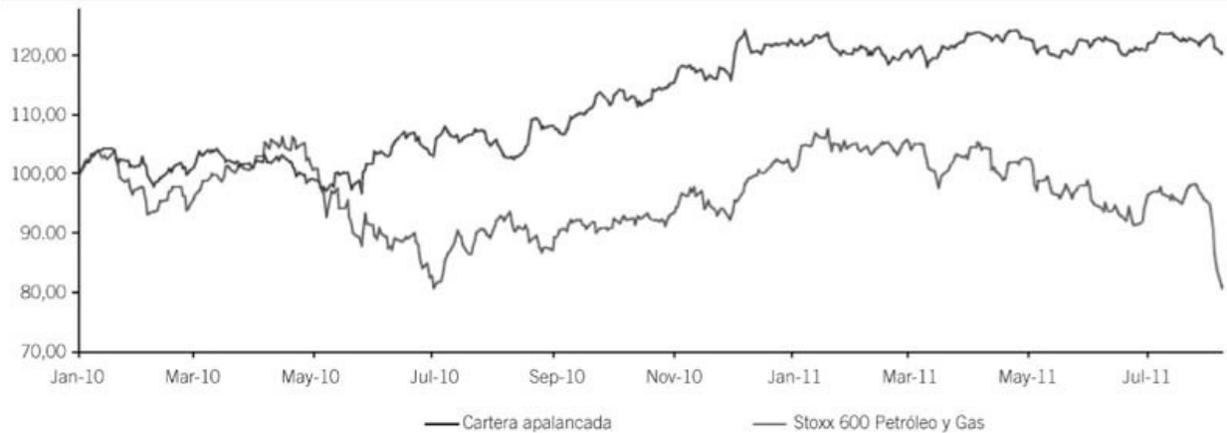
Imagínese que usted invierte en dos valores que cotizan en la misma bolsa y tienen fundamentales parecidos, pongamos por caso BBVA y Santander, uno «largo» y otro «corto». Si el mercado sube, pero su «largo» sube un 10% y el «corto» un 7%, la cartera le habrá generado a usted una rentabilidad del 8% con muy baja volatilidad y sin exposición a las volatilidades externas. A eso se le llama alpha. Si por el contrario, la bolsa se desploma y los dos valores caen un 5% por rumores macroeconómicos o políticos, su cartera estará bien cubierta y no le generará pérdidas enormes.

Supongamos que usted se equivoca y que invierte «largo» en el valor incorrecto, el que sube menos o baja más que el otro. Entonces usted sabrá inmediatamente que su análisis fundamental sobre la fortaleza relativa estaba equivocado, y no podrá achacarlo al «mercado». Su decisión como inversor genera alpha negativa.

La labor del lado vendedor (brókers, bancos) es esencial para el gestor, pero no se debe olvidar que quien gana o pierde dinero es el gestor, y que nada sirve de justificación ante un número rojo. El lado vendedor ayuda al identificar puntos de vista diferentes, cuestionar las ideas del gestor, además de recordar buenas oportunidades posiblemente olvidadas por cubrir un espectro mayor de empresas. Adicionalmente, el análisis del lado vendedor le sirve al *hedge fund* para contrastar sus propias estimaciones, y le señala oportunidades de compra o venta.

De esta manera se puede construir una cartera de acciones muy competitiva con un núcleo «estable» de inversiones con posiciones grandes a largo plazo, compuesto por unos siete o diez valores. A este núcleo se le añadirán entre seis y ocho posiciones larga-corta que generen oportunidades a corto plazo en razón de eventos o seguimiento de resultados trimestrales, incluso de movimientos macroeconómicos identificables como subidas del precio del petróleo por crisis geopolíticas, bajadas por exceso de demanda o entorno de deuda en países periféricos, etcétera.

Portafolio Vs Índice



A título puramente ilustrativo, el cuadro inferior muestra un ejemplo de cartera neutral con los elementos de riesgo a los que la cartera se encuentra expuesta en un determinado mes, utilizando regresiones múltiples, y que permite al gestor revisar en cada momento los niveles de retorno, riesgo, porcentaje de volatilidad expuesta a movimientos de mercado por cada unidad, o valores que se han movido de manera no habitual recientemente, sensibilidad, exposición a valores de crecimiento y oportunidad dada la rentabilidad generada.

Idea de negocio	Ganancias a precio de cierre	Tendencia	Sensibilidad del mercado	Crecimiento	Valor	Riesgo país
Compra pequeña	12,69	0,7%	0,01%	-0,08%	-0,03%	0,163%
Venta grande	3,61	0,3%	0,01%	-0,03%	0,01%	0,129%
Compra pequeña	35,56	0,6%	-0,01%	-0,04%	0,00%	0,033%
Compra grande	7,63	0,1%	0,02%	0,02%	0,00%	0,019%
Compra pequeña	19,82	0,4%	0,03%	-0,03%	-0,04%	0,033%
Compra grande	24,32	0,04%	0,02%	0,00%	0,02%	0,019%
Compra grande	93,18	0,02%	0,02%	0,01%	0,03%	-0,201%
Compra grande	55,65	-0,2%	0,02%	0,01%	0,02%	0,063%
Venta pequeña	21,68	0,9%	0,03%	-0,01%	-0,02%	-0,183%
Venta grande	32,92	-0,1%	0,01%	-0,02%	0,01%	0,063%
Compra pequeña	3,44	0,5%	-0,03%	-0,04%	-0,01%	0,163%
Venta pequeña	25,22	-0,7%	-0,03%	0,00%	0,04%	-0,183%
Venta pequeña	6,88	0,2%	0,04%	-0,03%	-0,02%	0,163%
Venta grande	59,5	0,1%	0,00%	0,04%	-0,05%	-0,064%
Compra pequeña	43,95	0,1%	0,00%	-0,05%	0,04%	0,139%
Compra pequeña	18,69	-0,6%	0,01%	0,00%	-0,04%	0,163%
Venta grande	27,91	-0,2%	0,02%	-0,01%	0,05%	0,033%
Venta pequeña	79,05	0,3%	0,00%	0,02%	-0,01%	-0,201%
Compra grande	7,26	0,1%	0,03%	0,03%	0,02%	0,163%
Venta grande	40,0	0,1%	0,03%	0,02%	0,00%	0,019%
Venta pequeña	13,99	0,3%	0,05%	-0,02%	-0,01%	0,163%
Compra grande	36,41	0,1%	-0,02%	-0,01%	0,01%	0,063%
Venta pequeña	7,49	0,6%	0,03%	0,02%	-0,02%	0,163%
Venta grande	49,09	0,9%	-0,01%	0,03%	-0,01%	0,063%

Fuente interna

Por supuesto, la construcción de carteras es en último término, un proceso personal e individual y no existen fórmulas mágicas, pero si algo he aprendido en este tiempo es que el análisis detallado, el conocimiento fundamental de las empresas y sus equipos directivos es esencial, porque en un entorno cambiante uno puede tener razón unas veces y equivocarse otras, pero para generar una cartera en la que al menos el 56% de las ideas generen retornos superiores al mercado hay algo que suele funcionar: «Los fundamentales prevalecen».

Inversión. El roce es el cariño

Cómo identificar las oportunidades de inversión

Leído en el Chat: «Acabo de comprar esta acción»//«¡Corramos, al aeropuerto, rápido!».

¿Qué hacen ustedes los sábados y los domingos? Nosotros, en muchas ocasiones, leer y releer análisis de empresas y revisar posibles oportunidades de compra y venta, analizar el fondo, qué cosas han funcionado y qué cosas no.

Los viernes el equipo prepara lo que llamamos un análisis de la cartera («*portfolio assessment*») que luego revisamos durante el fin de semana. Se compone de los siguientes aspectos:

- Señales de reversión: Revisamos aquellos valores que han tenido un comportamiento excepcional, ya sea a la baja o al alza, y vemos las posibles señales de fortaleza o debilidad con respecto a valores comparables. Esto nos permite anticipar en la medida de lo posible los llamados «rebotes de gato muerto» de valores con fundamentales pobres pero que pueden subir, muchas veces para recoger beneficios y posteriormente aumentar cortos.
- *Stop-Loss, Take-Profit*: Revisamos los valores en los que nos planteamos recoger beneficios o cortar pérdidas. Es muy importante saber reconocer que nos hemos equivocado y cortar pérdidas. No agarrarnos a una idea incorrecta, no buscar justificaciones para seguir cavando un agujero más hondo, no esperar un milagro. Cuando se toman posiciones y el mercado

demuestra que no son las correctas, se cortan esas operaciones antes de que «Se coman los beneficios de otros activos».

- Ideas a considerar: el equipo presenta sus mejores ideas para incorporar a la cartera. Se trata de decidir qué puede entrar y qué no, y sobre todo qué sale para que entre un valor nuevo.
- Tendencias globales y nuestra exposición: analizamos los factores de riesgo a los que estamos expuestos, consciente o inconscientemente.

En una entrevista que me hicieron en Ferrerinvest,[26] comentaba que normalmente hacemos un análisis de anomalías de valoración de los valores respecto a sus sectores a nivel global y local, sea por sobrevaloración o infravaloración. También analizamos los catalizadores de cada valor, es decir, cuáles serán las noticias que harán que esa valoración se ajuste a lo que consideramos correcto, y mantenemos reuniones con las empresas. Por último, analizamos los factores exógenos, regulatorios, legales, gubernamentales y los posibles impactos sobre el precio de la acción.

Cuento con un equipo de analistas que busca valores caros para abrir posiciones cortas y valores atractivos para abrir posiciones largas, y vamos monitorizando su trabajo semana a semana y mes a mes. También sirve de mucho hablar con otros inversores, sobre todo los que no están invertidos. Se aprende mucho preguntando a los inversores que prefieren mantenerse en «liquidez» y no participar en el mercado, ya sea alcista o bajista.

Por supuesto, también desarrollamos un análisis directo de cada empresa. Para mí el ROCE (rentabilidad sobre el capital empleado) es esencial como herramienta de valoración, así como el coste de capital, la caja y el capital circulante, pero también un análisis macroeconómico global y regional. Al realizar esta clase de análisis hay que tener presente que el mercado no sólo es ineficiente, sino que tiende a ser optimista.

Una de las áreas en las que me centro es en analizar los sectores en proceso de «pérdida de valor» o «de-rating», es decir, sectores que cotizan por ejemplo a un PER 14 y que debido a la erosión de rentabilidades y al aumento del capital circulante cotizarán a PER 8 en dos años. Un caso claro fueron las renovables en 2007, las constructoras en 2008, las telecomunicaciones en 2009, o las grandes petroleras entre 2005 y 2010.

También es muy importante analizar si las estimaciones de resultados están sobrevaloradas o infravaloradas. No hay nada como escudriñar valores en busca de «profit warnings» (revisiones a la baja de las estimaciones de las empresas): en 2012 detectamos indicadores de este tipo en casi el 33% de las grandes empresas. Lo mismo con las empresas que baten sus estimaciones. Se dan grandes oportunidades de corrección al alza y a la baja basadas en fundamentales.

En 2008, por ejemplo, las grandes eléctricas europeas cotizaban a PER 10x con unas expectativas de crecimiento «muy conservadoras» de un 5% anual. Hoy, tras 26 revisiones a la baja, recortes de dividendos y ampliaciones de capital, el sector cotiza al mismo PER pero el precio de las acciones ha caído un 50%. Por el lado contrario, en las empresas de servicios petroleros hemos visto subidas de estimaciones constantes desde 2008 y, tras subidas del 20-22%, el sector cotiza a los mismos múltiplos. De este modo, empresas supuestamente baratas siguen igual de baratas tras un 50% de caída, y empresas que estaban supuestamente caras se han abaratado a pesar de subir un 20%.

Procedimiento de inversión

Leído en el Chat: «Los fundamentales son sólidos, sólo que no sabemos de qué material están hechos».

Hay algo esencial a la hora de entender un *hedge fund*, y es que el gestor es el único responsable de su cartera. Puede haber varios gestores de distintas carteras, y la suma de ellas conformar un fondo, pero cada gestor es responsable de lo suyo. Los analistas fundamentales apoyan y complementan, haciendo sus estimaciones sobre las empresas que entran en nuestro universo de inversión y los analistas de riesgo revisan los límites de exposición a determinados factores. Pero la decisión es de una sola persona, el gestor.

Es precisamente la combinación de unos límites claros de riesgo y la máxima exposición al mercado lo que desmonta la teoría de los *hedge funds* como enormes máquinas que entran y salen de bolsa generando enormes volatilidades. De hecho, el control de la volatilidad es mucho más exhaustivo que en los

fondos tradicionales. Los fondos alternativos suelen tener una volatilidad inferior al 14%, mientras que en los fondos tradicionales se acerca al 25%.

Nuestro equipo usa análisis cuantitativo y cualitativo para crear recomendaciones de inversión. Esas recomendaciones de inversión deben ser claras, concisas y cortas: tres frases. No existe ningún valor ni inversión en el mundo que no se pueda resumir en tres frases. Por ejemplo, tres frases podían ser: «Cotiza a un descuento sobre sus comparables del 20% en EV/EBITDA, pero su generación de beneficios está cambiando y en un año generará el mismo ROCE que ellas», «durante los próximos dos trimestres veremos en los resultados una reducción de deuda del 20% y una mejora de los beneficios del 15%» y «prestaré atención a la presentación estratégica que harán a mediados de año para confirmar su subida de dividendo». Estas tres frases nos dicen dónde está la empresa en este momento, dónde pensamos que va a estar en el futuro y cuáles son los datos que corroboran o invalidan nuestra tesis. Si no se cumplen y el valor empieza a caer, debemos revisar nuestra idea de inversión y vender. Estábamos equivocados.

Ser conciso y claro sobre las razones para comprar o vender un activo y ponerlo por escrito es esencial para no engañarse a uno mismo —que es uno de los mayores errores que cometemos los inversores— y pasar de comprar algo porque crece mucho y tiene unas rentabilidades espectaculares a decir —cuando esto deja de ser así— que «es una apuesta a largo plazo».

Cada maestrillo tiene su librillo, pero en nuestro caso el equipo usa análisis cuantitativo con varias combinaciones de múltiplos para ver si un activo es una compra o una venta. Preparamos nuestros modelos internos a partir de información de analistas y bancos, consultores y empresas, sobre la base de nuestra perspectiva sobre las variables futuras y nuestro conocimiento de las empresas y los gobiernos. Y la pregunta es siempre «cuánto podemos perder», no sólo «cuánto podemos ganar».

Este proceso nos lleva a descartar valores a diario, si no cumplen unos requisitos de crecimiento, márgenes y también de involucración de los directivos. Para nosotros es esencial que la alineación entre nuestros intereses como inversores y los del equipo directivo sea máxima, y cuando los gestores de las empresas cobran mucho y tienen pocas acciones, saltan las alarmas. Por supuesto, muchos de los valores que descartamos como atractivos pasan a la lista

de candidatos a posiciones cortas. En un *hedge fund* no hay valores «*hold*» (mantener) o sin recomendación. O se vende o se compra.

Nos fijamos en las empresas como valores financieros, no como negocio industrial. Es importante distinguir las «acciones» como activo financiero, de las compañías como activo industrial, porque mucha gente identifica erróneamente una «buena empresa» con un «buen valor» y en muchos casos no es cierto. Tomen el caso de Gazprom, France Telecom, Veolia, EON, o General Electric. Buenas empresas, malas inversiones. Yo siempre digo que una cosa es una empresa donde enviarías un currículum para buscar trabajo y otra una acción para invertir en bolsa. Por eso a lo largo de un año o dos usted podrá ver la misma acción unas veces como largo y otras como corto en nuestra cartera. No es un matrimonio, es una inversión.

Como apuntaba anteriormente, se aprende mucho también de los inversores que deciden no participar en el mercado en un determinado momento y mantenerse en caja, por ejemplo por considerar que existe un entorno de optimismo exagerado y de expectativas de resultados inasumibles. A menudo son gente que presta atención a los balances y al crédito, como debe ser, frente a los que dicen lo de siempre: «todo está descontado», «si pones este valor a múltiplos históricos tiene un 30% de recorrido», etc. Recuerdo a un amigo de un fondo institucional (*long only*) que decía: «Si pudiera abrir posiciones cortas, lo haría ya». Me ayudó mucho a tomar beneficios. Los inversores que están fuera no intentan «venderte» los valores que ya poseen y no intentan justificar su posición inversora.

Hay quien dice que el movimiento (apreciación o depreciación) de una acción en el corto plazo se explica en un 50% por la evolución del conjunto del mercado (beta), otro 30% por la evolución de su sector y sólo un 20% se puede explicar por la evolución de la propia compañía. Es un gran mito. Tomen por ejemplo la evolución a 3-5 años del sector petrolero, supuestamente muy correlacionado y muy influido por la materia prima subyacente, y verán que la diferencia de comportamiento (dispersión de retornos) entre los valores, incluso los grandes pesos del índice, es de entre un 15 y un 20%.

Los fundamentales pesan mucho más de lo que les gustaría reconocer a los inversores pasivos o indexados. Yo he comprobado que hasta un 56% del comportamiento de un valor es intrínseco; en cuanto al resto diría, eso sí, que el

mercado pesa un poco más que el sector.

Las posiciones cortas dan alegría a la cartera

Leído en el Chat: «¿Por qué tengo shorts?»//«Para el verano», «Para mañana».

Como he comentado anteriormente, invertir en «corto» es el proceso por el cual un inversor toma prestado un valor a cambio del pago de un interés, y lo vende inmediatamente para recomprarlo más tarde a un precio —preferiblemente— menor al de entrada y devolver el préstamo con un beneficio. Pero lo que a menudo no se entiende es que un «corto» no tiene por qué ser una apuesta bajista, como dice la prensa. En la mayoría de casos, es una manera de financiar una inversión en otro valor que se considera que tiene mayor potencial alcista. Es lo que se llama inversión «largo-corto». Así, cuando implementamos un «corto», buscamos fundamentalmente mitigar el riesgo que tomamos en otro valor que consideramos más atractivo.

El proceso de «ponerse corto» genera tres beneficios en el mercado: incrementa la liquidez de los valores, permite que el valor reaccione de manera más sólida a una noticia o evento al amplificar la reacción de compra-venta, y por lo tanto da una oportunidad a las empresas que nos dicen que el mercado se equivoca de probar que es verdad. Por su parte, el que presta el valor no sólo recibe un interés, sino que ve mejorar su liquidez en caso de que quiera vender o comprar más.

En la mayoría de los casos, el que toma una posición corta ha hecho un análisis del sector, de la empresa y de su posición relativa a sus competidores y percibe que ese valor es una buena fuente de financiación para otra inversión. Por eso paga un interés por el préstamo del valor. El inversor percibe que el

coste total de esa posición, incluidos los intereses, no sólo mitiga el riesgo de sus posiciones «largas» sino que le puede generar un beneficio, si además de hacerlo peor que su sector cae en términos absolutos porque sus resultados son malos o destruye valor.

Por supuesto, el gestor puede estar equivocado, y cuando es así, se cubren los cortos a un precio superior y el equipo directivo puede estar muy orgulloso de haber batido al mercado. Como debe ser.

Imaginemos que un accionista mayoritario de una empresa con dificultades y con fundamentales pobres ha tomado la decisión de incrementar su posición hasta un 30%, partiendo del 15% más o menos que tiene actualmente. ¿Cómo se explica que entretanto otros inversores aumenten sus posiciones cortas?

Lo que hace el accionista mayoritario es lo que se llama «*stakebuilding*», o la práctica de aumentar participaciones significativas hasta un nivel que no requiere hacer una OPA (oferta pública de acciones) ni tomar el control. Una actividad transparente, lícita y generalizada. El accionista mayoritario puede incrementar su participación en esa «empresa con dificultades» por varias razones: puede que asuma que el valor está barato, tras una caída muy pronunciada; también puede ser que quiera aumentar sus participaciones financieras, y lo haga en un valor que conoce bien y donde puede reducir su precio de entrada comprando más bajo (lo que se llama «*double-down*»); además, puede ser que sepa algo que el resto no sabe que le permite asumir que el valor va a subir mucho (esto es mucho más difícil, porque sería información privilegiada).

Por el otro lado, algunos inversores pueden aumentar sus posiciones cortas porque asumen que el proceso comprador no está justificado y que, cuando termine, generará una depreciación muy sustancial del valor. Hay grandes fondos que se especializan en posiciones cortas en valores con problemas fundamentales donde hay un proceso de *stakebuilding*. Vivimos ese entorno en España, por ejemplo, en 2006-2007, cuando las constructoras montaban operaciones defensivas en empresas energéticas, las cajas compraban participaciones, etc. Muchos fondos tomaron posiciones cortas y generaron importantes beneficios.

También puede ser que no les importe lo que haga ese accionista mayoritario y simplemente estimen que la evolución del valor con respecto a sus competidores comparables en EE.UU. o la UE será peor. Por último, puede ser que asuman que la compra que está haciendo el accionista mayoritario es sólo

defensiva y aumenta las trabas para trocear o vender la empresa («*poison pills*»), haciendo al valor menos atractivo aún.

¿Quién tiene razón? Puede que todos o puede que nadie. Son dos estrategias de inversión distintas, todas aceptables y con distintos periodos de maduración. Lo recomendable en todo caso para el inversor privado es no invertir nunca al calor de movimientos de fondos («*fund flows*»), lo que los gestores llamamos hacer «*piggy-back*»: comprar porque alguien está comprando o vender porque alguien se está poniendo corto. Nunca sabremos a ciencia cierta cuál es el proceso que ha llevado a elegir esas inversiones, y hemos visto a demasiados grandes inversores patinar en su toma de posiciones largas —y a demasiados fondos patinar en sus posiciones cortas!— como para sobrevalorar esa decisión inversora. Compren ustedes teniendo en cuenta su opinión fundamental personal.

La labor de la empresa, como la de todos los valores con alto porcentaje de cortos, es dar buenos resultados, batir las estimaciones, demostrar que son capaces de mejorar márgenes con respecto a sus competidores y no echarle la culpa a monstruos externos. Si se equivocan, déjenlos que se equivoquen. La acción lo reflejará tarde o temprano. Es lo bonito del mercado.

La prohibición de los cortos

Leído en el Chat: «Prohibir los cortos es de cobardicas».

En agosto de 2011 se produjeron caídas importantes en las bolsas, lo que dio pie a un nuevo proceso de intervencionismo en el mercado como el que ya vimos en 2008: se prohibieron las posiciones cortas.

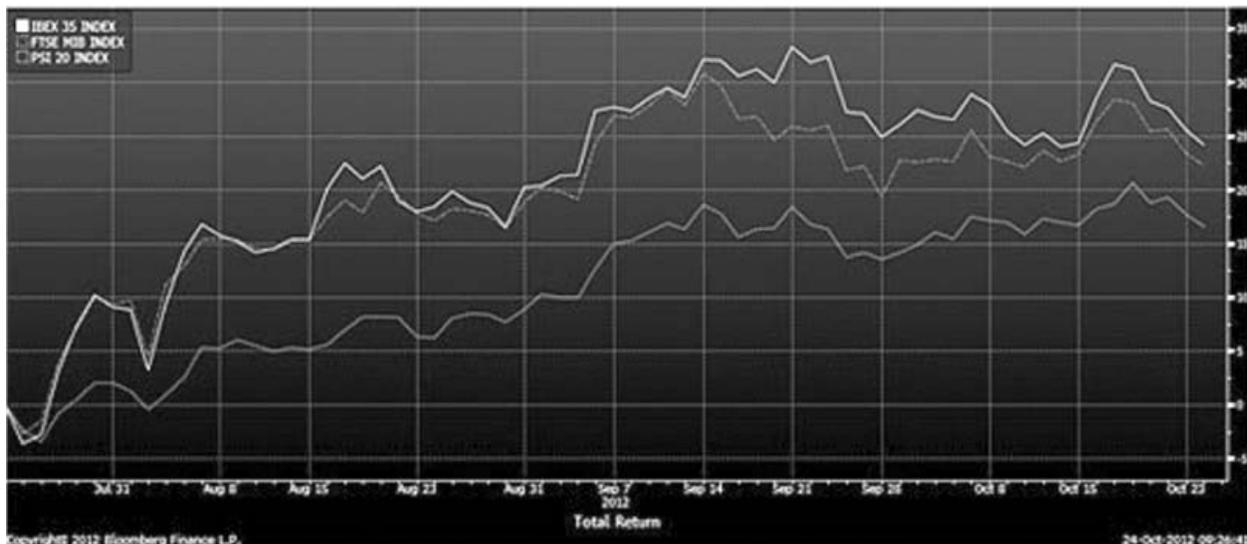
Cuando las bolsas se desploman, los gobiernos, acostumbrados a pensar que todo debe subir siempre y que ninguna caída es justificada, consideran necesaria una intervención. Y lo primero que suelen hacer es culpar a las posiciones cortas. Según Merrill Lynch y Goldman Sachs, sin embargo, en el último gran desplome bursátil de 2011 se vendieron más de 40.000 millones de dólares en acciones, 30.500 millones de los cuales correspondieron no a malvados especuladores ni a máquinas robóticas, sino a fondos de pensiones e instituciones: los llamados «*Long Only*», los inversores a largo plazo, esos inversores que nuestros ejecutivos adoran y cortejan. Vendían ante el riesgo excesivo que percibían en los resultados empresariales y ante un entorno macroeconómico que se deterioraba rápidamente.

En 2012 se prohibieron de nuevo las posiciones cortas, durante varios meses y en todos los valores del Ibex. Estábamos repitiendo los errores del año 2008, pues tras las prohibiciones se hunden los volúmenes de contratación y el intercambio de valores, y aumenta la volatilidad. Si los fundamentales de la economía no son sólidos, intervenir no evita que las bolsas caigan. Como no se puede prohibir vender —faltaría más—, hay que buscar «otras medidas» para generar calma, medidas que lo único que generan es mayor preocupación.

En España se aplaudieron las constantes intervenciones contra el movimiento

de capitales durante el año 2012, medidas intervencionistas como limitar los derechos de voto en las empresas, introducir impuestos confiscatorios y la decisión de ser el único país de la OCDE que prohibió las posiciones cortas.

Con todas las posiciones cortas prohibidas, la bolsa española tuvo un comportamiento similar a la portuguesa o la italiana, ambas sin prohibiciones, ambas tan europeas, endeudadas y periféricas como la nuestra. Sin embargo los volúmenes de contratación se desplomaron. Un éxito. Una caída del 36% en volúmenes y del 40% en operaciones.[27]



Prohibir las posiciones cortas es no entender cómo funciona el mercado. Si se percibe que una bolsa está intervenida y manipulada, simplemente se deja de invertir. Por eso caen agresivamente los volúmenes de contratación. En el 2008 la bolsa que más subió fue la de Zimbabwe. A ningún gestor se le redujo su bonus o se le recriminó «no estar invertido» en una bolsa manipulada. Si intervenimos y hacemos de nuestro país «*uninvestable*» (no apto para la inversión), el problema es nuestro.

Circulan muchos mitos sobre las posiciones cortas. Por ejemplo, que son una novedad de la ingeniería financiera, cuando existen desde 1949. Otro mito es pensar que los cortos «hunden las cotizaciones». Las cotizaciones se hunden cuando los resultados y la situación financiera empeoran. ¿Por qué las posiciones cortas no afectaron a Inditex, o a Técnicas Reunidas o a Viscofan, empresas tan españolas como las demás en 2012? Porque sus resultados eran muy sólidos.

Pero el mayor error, como decía en el capítulo anterior, es llamarlas posiciones «bajistas», porque en su mayoría se usan para financiar posiciones largas.

La decisión de prohibir cortos denota debilidad y transmite falta de confianza. Cuando se mantiene durante mucho tiempo genera efectos abiertamente negativos, como el propio Julio Segura, ex-presidente de la CNMV, comentó en 2012. Efectivamente, se multiplica la volatilidad, se cercenan los volúmenes y se incrementan los costes de contratación. Con volúmenes tan bajos y mala liquidez, las caídas son exageradas y las subidas también. Cualquier inversor con más de 200 millones bajo gestión simplemente no puede asumir un mercado seco, intervenido y ultra-volátil. La propia CNMV en su informe de 2011 dejaba bien claro que «es difícil refutar los efectos positivos que tienen las ventas a corto sobre la liquidez, la eficiencia e incluso la estabilidad de los mercados de acciones».

En 2008 la prohibición de cortos no tuvo ningún efecto alcista sobre los valores sujetos a la intervención, y tampoco hizo que los valores se comportasen mejor que los italianos, griegos o portugueses, que no tenían restricciones.

Recomendaciones

Leído en el Chat: «Esta acción es deep value»//«Getting deeper, baby».

Cuidado con el famoso valor en libros para analizar una acción, pues en muchos casos es una entelequia. Muchos de los activos de esos libros están comprados a precio de oro y con deuda. Esta clase de ratios, tantas veces repetidos para justificar recomendaciones de compra, tienden a tomar el endeudamiento excesivo como una anomalía irrelevante. Pero si mi activo vale hoy 10 y yo me endeudé en 100 unidades para comprarlo, mi valor en libros es irrelevante y el precio de mi acción puede ser perfectamente cero.

Yo uso varios métodos de valoración, todos dinámicos (a uno, dos y tres años vista):

- El primero es el EV/IC/ROIC/WACC (valor firma comparado con el capital invertido, la rentabilidad y el coste de capital), que mide lo que pago hoy por la creación de valor del proceso inversor.
- Otro es el *FCF yield* (rentabilidad por caja libre), y los múltiplos combinados de PER (precio sobre beneficio), PEG (precio sobre crecimiento de beneficios), EV/EBITDA (valor firma comparado con beneficio operativo antes de amortización y depreciación) siempre ajustados por deuda y por supuesto siempre mirando al valor relativo a su sector, no individualmente.
- Cuidado con dejarse llevar por crecimientos futuros que ya están más que pagados en el valor hoy.
- La rentabilidad por dividendo es un indicador engañoso. Primero porque

muchos de esos dividendos son calculados como porcentaje del beneficio neto. Es decir, que si este último está inflado, también lo está el dividendo. Segundo, porque si la rentabilidad del bono a diez años español es, por ejemplo, del 5,3%, la rentabilidad por dividendo media del Ibex, 5,8% no es suficiente para compensar el riesgo de mercado. Apostar a dividendo en un entorno inflacionista si la generación de caja libre no cubre la cantidad distribuida es peligroso, porque la prima de riesgo sube.

- Conviene ser cautelosos con la exposición a mercados emergentes si no ha funcionado en cinco años. La excusa de que un porcentaje alto de los beneficios provienen de países en crecimiento no suele funcionar, primero porque esos beneficios se han adquirido en muchos casos a un alto precio, y segundo porque los beneficios en mercados emergentes también tienen el coste de capital y el riesgo propios de estos mercados. Por ejemplo, todo el crecimiento exterior de Inditex es orgánico, mientras que el de los bancos o las telecomunicaciones es comprado. Eso influye sobre los múltiplos a los que cotiza el valor.
- Sigán el entorno de deuda, especialmente el riesgo de impago en los próximos cinco años de las empresas europeas pequeñas y medianas, porque los valores baratos pero muy endeudados pueden sufrir si se da otro invierno negro de crédito.

Lo que ocurre, como siempre, es que nos hemos olvidado de los verdaderos fundamentales: el retorno sobre el capital empleado. Rex Tillerson, consejero delegado de Exxon Mobil, asegura que «no existe estrategia a largo plazo que no pueda monitorizarse y sea perfectamente medible cada trimestre». Y en muchos casos la excusa del largo plazo nos nubla lo difícil que va a ser conseguir esas estimaciones de consenso, a la vista de los resultados trimestrales.

Russel Napier dice que el valor de una acción es «el resquicio de esperanza que existe entre el activo y el pasivo de una empresa». Pues bien, en estos años nos habíamos olvidado del enorme peso de la deuda, a pesar de los tipos de interés prácticamente a cero, y de la fragilidad de los retornos generados por esos activos. Es muy duro decírselo a los grandes ejecutivos de los conglomerados europeos, pero cuando se genera menos retorno sobre capital empleado (ROCE)

con más capex (inversiones, orgánicas o no), el valor de la acción se hace más caro aun cuando baje.

Las lecciones a aprender del pánico bursátil, en mi opinión, son fundamentalmente dos. La primera, que no busquen refugio o «estabilidad» en los grandes valores de los índices, porque no funciona. Cuando los grandes fondos institucionales «*long-only*» venden, el hacha cae inexorable sobre las empresas grandes. La segunda es que no deben perderse de vista los fundamentales, ya que después de la masacre sigue habiendo valores caros y baratos, a pesar de las caídas, del mismo modo que hay valores más baratos a pesar de haber subido mucho.

Midan ustedes con lupa el diferencial entre el ROCE y el coste de capital (WACC) de cada dólar gastado en esas gestas imperiales de crecimiento de inversiones y adquisiciones, porque es lo que más influye sobre el comportamiento de las acciones. Eviten los peligrosísimos «*consensus longs*» (valores que están muy recomendados por las casas de inversión y que todo el mundo tiene en sus carteras), eviten los valores «baratos» que siempre han estado baratos («*cheap for a reason*») y fundamentalmente eviten comprar valores hoy basándose en las glorias del pasado.

Yo siempre digo que la mejor manera de identificar una buena posición corta o una venta, cuando lean informes de análisis o bursátiles, es cuando encuentren las frases «es una buena empresa», «los fundamentales no han cambiado» y «el dividendo es atractivo», porque les están hablando del pasado, de elementos vagos e irrelevantes.

- a. «Es una buena empresa» resulta irrelevante a la hora de generar retornos superiores en el futuro, que es lo que usted compra en una acción. Recuerden distinguir entre compañía industrial y valor financiero.
- b. «Los fundamentales no han cambiado» suele significar que la empresa vive de las rentas de un pasado glorioso y los resultados serán pobres durante los próximos trimestres.
- c. «Tiene buena rentabilidad por dividendo» suele esconder bajo crecimiento, negocios muy maduros y retornos decrecientes. El dividendo se deduce enteramente del precio de la acción y en muchas ocasiones se paga con deuda o —peor— con acciones.

Es muy peligroso apostar por valores «refugio», con alto dividendo aparente o con evolución de beneficio por acción (BPA) cero o negativo, porque estamos en un entorno inflacionista donde los tipos de interés no pueden subir ya que se llevarían la frágil economía de la OCDE por delante. Inflación sumada a tipos de interés bajos y riesgo de incremento de impuestos no es una buena fórmula para comprar sectores defensivos.

Apostar a dividendo si la generación de caja libre no cubre dicho dividendo es peligroso porque consume recursos financieros de la empresa y la debilita. La excusa de que un porcentaje alto de los beneficios provienen de mercados en crecimiento, como hemos dicho, no reduce el riesgo de descuento por conglomerado, que es el más importante en muchos de estos casos, y además aumenta el coste de capital (WACC).

Los valores que peor lo hicieron en 2008-2012 fueron víctimas de revisiones negativas de estimaciones de beneficio, no de la rotación de carteras o de cuestiones «macro» solamente. Y cuidado con pensar que lo peor está ya descontado, pues la gran mayoría de estas empresas no han reducido su deuda, y existe el riesgo de que el ROCE y el BPA se estanquen mientras el coste de capital (WACC) sube.

Apuesten por valores con buena combinación de crecimiento, endeudamiento a la baja, control de costes, caja libre y ROCE alto en la parte baja del ciclo. Defensivos o no. Pero no busquen valores sólo porque lo han hecho relativamente peor. Los valores «ópticamente baratos» pueden ser muy caros para su bolsillo.

Hay que vigilar el consenso y las posiciones abarrotadas (*crowded trades*)

Leído en el Chat: «La acción cae un 5% tras publicar resultados en línea con las estimaciones»// «En línea traducido significa -15%»//«20 recomendaciones de compra y cero de venta».

La teoría del comportamiento financiero sugiere que los mercados se mueven por dos factores: miedo y avaricia. Les recomiendo que lean *Beyond Greed &*

Fear (Más allá del miedo y la avaricia), de Hersh Sefrin. Pues bien, tras doce revisiones a la baja del crecimiento mundial, asumimos que el mercado sufre de pánico y pesimismo extremado.

En mi opinión, sea cual sea el sentimiento de mercado, lo que hay que vigilar es encontrarse excesivamente posicionado en valores de «consenso» o «posiciones abarrotadas». Aquellos valores que casi todo el mundo considera atractivos en sí mismos y muy recomendados por los bancos de inversión. El «trade de la abuela», porque hasta la abuela lo conoce.

El mayor riesgo en un mercado, sea alcista o bajista, son los valores de consenso. Porque cuando cae la bolsa sufren la misma presión vendedora, y cuando sube, en cambio, suben lo mismo o menos que los índices, por estar sobreponderados en la mayoría de las carteras. Por el contrario, ante un movimiento alcista los que más suben son los valores menos «consensuados», aquellos donde las posiciones cortas ocupan un mayor porcentaje del capital.

A menos que decidan ustedes dedicarse a identificar suelos, y ésta es la estrategia de inversión más arriesgada (como pudimos comprobar en el Ibex en 2008, 2009 y 2010), el mayor riesgo es «convertirse en consenso» y participar de las caídas en toda su gloria pero no ver un duro de las subidas.

Pero ¿dónde está el consenso?

Leído en el Chat: «¿Por qué se desploma este valor?»//«Lo acabas de responder. Todo el mundo largo».

Déjenme identificarles algunas «señales de alarma»:

- Si está usted invertido en posiciones de «seguridad» en grandes conglomerados, con dividendo decente, exposición a países emergentes y deuda «alta pero manejable» en sectores cíclicos (industriales, vehículos y petróleo). Corre el riesgo de ser «consenso».
- Si ha entrado en sectores ultra-cíclicos pero muy castigados en bolsa (solar-renovables, consumo). También hay riesgo de «consenso».
- Si está invertido hasta las orejas en oro y plata y futuros de petróleo: bienvenido al consenso.

- Aún peor, si usted ha comprado valores —supuestamente— defensivos que eran «baratos» y que ahora son más baratos aún después de varios trimestres de pobres resultados, está usted invertido en una «trampa de valor», o sea, valores baratos que siguen baratos. (Si identifica valores «baratos» en un país cuyos equivalentes europeos, americanos o de su sector son también «baratos», es muy difícil que suban por encima de la media de sus competidores. Parece obvio, pero sigo oyendo a gente hablar de lo barata que está tal o cual empresa comparada consigo misma o, aún peor, comparada con un índice con el que no guarda ninguna relación en cuanto a beneficios, aunque cotiza a un 10-12% de prima sobre su sector.)

Cuando un valor «de consenso» no termina de subir se crea el peor efecto posible, pues los inversores venden aunque sea a pérdidas, aburridos de soportar «trampas de valor». Sin embargo, merece la pena vigilar esos valores «baratos con motivo» porque son los que mejor crean una cartera de cortos a largo plazo.

A finales de 2012, casi el 70% de los valores del Eurostoxx con más recomendaciones de «fuerte compra» sufrían lo que en inglés se llama «*negative earnings momentum*», es decir, los resultados de 2013 y 2014 probablemente van a caer consecutivamente en comparación con 2012... Y eso nunca ayuda.

Ojo con seguir los mensajes de los gobiernos

Leído en el Chat: «Hans comprando puts sobre el Eurostoxx antes de la cumbre».

Tengo un buen amigo y lector que me dice de vez en cuando: «Esto se va para arriba, está todo muy bien intervenido». Sin embargo, olvidamos que políticos y bancos centrales son entes que actúan por reacción, es decir, que suelen llegar tarde. A menos que sean ustedes unos expertos en análisis técnico y en predecir inflexiones y cambios de tendencia, la «inversión porque lo dice tal o cual político» es lo que llamamos «creadora de viudas», porque con suerte es posible que funcione una vez, pero a lo largo de un año uno se pilla los dedos

varias veces.

En muchas ocasiones las acciones de los políticos son un buen indicador para «vender las subidas», más que para «comprar las bajadas». Sin embargo, la mentalidad del inversor medio tiende a ver los movimientos bajistas como «anomalías» y los movimientos alcistas como confirmación de valor. Es curioso, pero en la psicología inversora los estímulos de «miedo y avaricia» tienden a llevarnos tradicionalmente a comprar, no a vender.

Según varios estudios americanos, la gran mayoría de las pérdidas de los inversores no se generan por un mal análisis fundamental, sino por mantener valores en cartera «un poco más» cuando habían funcionado bien.

Lo que cuenta son los fundamentales de verdad (la rentabilidad y los márgenes, la caja y el balance). En una inmensa mayoría de valores, si miramos a un año, la evolución bursátil no ha sido por culpa o gracias a Merkel o a Bernanke, sino un reflejo casi directo de las caídas o subidas de los beneficios esperados. Entre 2007 y 2012 la mayoría de nuestro universo cayó casi exactamente el porcentaje equivalente a la revisión a la baja del consenso de los analistas, que, por definición, siempre sobrevalora los beneficios futuros. No porque sean unos mantas, sino porque parten de los planes estratégicos de las empresas, que no se cumplen en un 78%.

Hagan caso al coste de capital

Leído en el Chat: «Creamos valor aumentando deuda porque así baja el coste de capital»//«Short».

El coste medio del capital, junto con el ROCE, debería ser la Biblia de cualquier inversor. Porque es el factor al que se descuentan los flujos de caja que ponen precio a la acción. Sin embargo, le prestamos muy poca atención porque no es «sexy», igual que no le prestamos atención al capital circulante y a la caja, para centrarnos en la cuenta de pérdidas y ganancias, que es un ejercicio contable. Y tendemos a infravalorar la prima de riesgo exigible a un valor. Como comenté anteriormente, cuando se dice que un valor está muy soportado por su rentabilidad por dividendo, muchas veces se olvida que esa rentabilidad por

dividendo es, por un lado, menor a la prima de riesgo exigible a dicho valor, pero también menor al cupón de la deuda soberana.

En 2011 hice una encuesta entre los bancos de inversión que nos prestan servicio. La pregunta era: ¿En qué porcentaje han revisado al alza la prima de riesgo exigible a los valores para descontar sus flujos de caja? Respuesta: cero. Nada. Mientras la prima de riesgo de los países se disparaba, el riesgo de un «*credit crunch*» en 2012 se hacía evidente y las revisiones de beneficios esperados no paraban de caer, la revisión del coste medio de capital era nula.

Pues bien, si el precio de una acción es la suma de sus flujos de caja futuros descontada/dividida por el coste de capital, y el numerador baja (los flujos de caja se revisan a la baja) y el divisor sube (el coste de capital), ¿qué ocurre con el precio de la acción? Que cae.

De la misma manera, en 2012, mientras las primas de riesgo se reducían y los bancos centrales lanzaban nuevos programas de estímulo, me encontré con la misma situación: nadie estaba revisando a la baja el coste de capital. No es sorprendente que ante esas inyecciones de liquidez y bajadas del riesgo soberano, los valores más endeudados fueran los que tuviesen mejor comportamiento bursátil. En efecto, sus beneficios (los flujos de caja) no mejoraban, pero el impacto del coste de capital en su valoración era mucho más sustancial.

Por supuesto, no es fácil anticipar movimientos bruscos del coste de capital como los que he comentado. Pero merece la pena al menos entender su impacto sobre los valores en los que invertimos para no sufrir pérdidas y que nos digan que «ya está descontado». Analizar las revisiones al alza o a la baja de las estimaciones de consenso y prestar atención al coste de capital me parecen ejercicios esenciales que explican mucho más que la manida frase: «Los especuladores atacan».

En un mercado bajista el inversor nunca es suficientemente conservador

Leído en el Chat: «Todo estaba muy descontado... Pues va a ser que no».

Uno de los mayores errores que cometemos todos los inversores, yo el

primero, es asumir que nuestra decisión de inversión es muy conservadora. Y los factores negativos externos los consideramos como «ruido» o «anomalías». Si hay algo que aún me sorprende cada día es que los inversores ignoremos los factores de riesgo externos (riesgo país, moneda, sectorial, de crédito) como «no fundamentales».

Creo que es importante resumir algunos de los puntos comentados, porque tanto las empresas como los inversores cometemos los siguientes errores de manera casi constante:

- a. Obviar o ignorar el entorno macroeconómico. La famosa excusa de «enfocarse en los fundamentales» cuando no hay nada más fundamental que la evolución de los indicadores macroeconómicos por su impacto en el coste de capital, el cual, como les comentaba anteriormente, es uno de los elementos más importantes para valorar una acción.
- b. Ignorar los movimientos estratégicos y los múltiplos a los que cotizan los valores comparables a nivel mundial. Las empresas y los inversores locales suelen mirar a la cotización de sus acciones como si el resto del mundo no existiese, y lo que es más relevante, sin analizar por qué los competidores pierden o ganan valor. Uno de los mayores errores consiste en contemplar cómo los múltiplos a los que cotiza un valor cambian y seguir enfocándose en el precio absoluto.
- c. Obsesionarse con las recomendaciones de compra. Aunque hay excepciones, la mayoría de recomendaciones bursátiles tienden a ser positivas o neutrales y, por lo tanto, cada vez tienen menos influencia y prestigio entre los inversores. Acumular una gran cantidad de recomendaciones de compra en un valor no significa nada a medio plazo.
- d. Ignorar el aumento en la correlación entre valores y sectores. La globalización y el acceso inmediato a la información hacen que los valores estén cada vez más correlacionados (es decir, su evolución bursátil es muy similar, sobre todo direccional).

Ojo con los dividendos

Leído en el Chat: «Acaban de recortar dividendo. Brókers no ven razón para cambiar recomendación. Normal».

Comprar acciones con buenos dividendos es una de las estrategias más típicas en el mercado. Es perfectamente legítima y ofrece buenos resultados cuando se presta atención a la calidad de esos dividendos, pero no hay que infravalorar el riesgo de que se recorten.

Pagar enormes dividendos en empresas endeudadas y con beneficios decentes pero decrecientes es una apuesta arriesgada, en medio de un proceso de recapitalización de la banca y desapalancamiento global que en el mejor de los casos aumentará el coste de la deuda, y en el peor reducirá aún más el crédito disponible. Por otro lado, en un entorno de crecimiento incierto es preciso reconsiderar el endeudamiento óptimo de las empresas. Las empresas americanas, por ejemplo, llevan haciéndolo desde 2007 porque temían a la nueva administración, mientras que en Europa el endeudamiento medio por sectores sigue siendo muy superior a la media porque muchas empresas se mantenían «excelentemente posicionadas para el retorno del crecimiento».

A la hora de elegir valores por dividendo hay que entender de dónde sale y cómo se paga ese dividendo:

- Cuando los dividendos pagados superan la parte excedentaria de los márgenes de las actividades ordinarias, ese dividendo se descuenta en más de un 100%, es decir, la acción recorta el cupón del dividendo y un elemento adicional de destrucción de valor.
- Muchos de esos dividendos se pagan con deuda. ¡Un 45% del Eurostoxx 50!
- Gran parte de esos dividendos vienen de beneficios «comprados» a través de adquisiciones destructoras de valor (un 84% de las adquisiciones desde 1996 han generado valor añadido negativo), con lo cual no hacen nada para revalorizar la acción. Ya puede uno pagar el dividendo que quiera, que la destrucción de valor de esas adquisiciones no lo compensa.

Por el lado positivo:

- Los dividendos pagados por empresas que generan exceso de caja más que suficiente para acometer sus inversiones y tener un balance saneado. No sólo son estables y pueden dar sorpresas positivas (revisarse al alza) sino que mejoran el valor para el accionista sin poner en peligro la solidez de la empresa.
- Pagar un dividendo «especial» cuando se hace una venta de activos que genera un buen beneficio contable (se vende a mejor precio de lo que la empresa valoraba en libros) es un ejercicio de prudencia, ya que evita tentaciones de «gastar» en inversiones desafortunadas, y de recompensa al accionista.

El espejismo del largo plazo... y la oportunidad

Leído en el Chat: «Buena presentación. Su estrategia de valor a largo plazo se acaba de hacer más largo, más plazo y menos valor».

Una de las frases preferidas de los medios es: «El mercado es muy cortoplacista». Lo que pasa es que el mercado no se fía, y tiene razones sobradas para no hacerlo.

Por un lado, no se fía del entorno macroeconómico, tras continuas revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento, correcciones al alza del déficit de los países, inyecciones monetarias con resultados inapreciables, y sin un entorno claro de crédito que promueva el crecimiento económico. Las famosas «desviaciones» sobre lo previsto, que a veces son del 80%.

Pero por otro lado, tampoco se fía de las estimaciones de resultados y de estructura de balance de las empresas, por grandes o sólidas que sean. ¿Por qué? Porque llevamos cinco años en que las estimaciones de beneficios no paran de reducirse. Todos los años nos dicen en enero que los bancos esperan crecimientos de beneficios del 10-12% y, hasta ahora, cuando llega septiembre, se han revisado a la baja, en muchas ocasiones de manera alarmante.

Estamos viendo recortes presupuestarios en todos los países, y aun así, por ejemplo, tanto los analistas como las empresas siguen asumiendo crecimientos de resultados del 6-7% en los próximos años, y crecimientos interanuales del 3% del PIB mundial.

Para un valor, lo que cuenta no son sólo las previsiones, sino la confianza, el «discount factor», ya que el inversor compra una acción que es el reflejo de los flujos de caja libre descontados, y nos olvidamos de que a medida que ha subido

el endeudamiento, por muy bajo que sea el coste de deuda, ha subido también la prima de riesgo.

Pero merece la pena hacer un análisis más pausado de las razones por las que el mercado no se fía. Para invertir a «largo plazo», digamos cinco años, tenemos que asumir fundamentalmente lo siguiente:

- que las previsiones macroeconómicas de los países en los que el valor genera sus beneficios son sostenibles,
- un elemento moderado de inflación que justifique el valor de reemplazo de los activos de la empresa (la suma de partes),
- y que los planes estratégicos no sólo se cumplan, sino que las inversiones anunciadas generen valor (retorno superior al coste de capital) dentro de un periodo de maduración aceptable, de unos tres años.

Pues bien, una vez establecidas las razones para invertir, vienen las sorpresas, sobre todo en el tercer elemento. Pues las empresas y también algunos bancos, como hemos comentado, tienden a infravalorar su coste de capital. Peor aún, muchas empresas suelen comportarse de manera pro-cíclica (compran cuando todo sube, y venden cuando todo baja) porque en épocas de expansión caen en la tentación de «mejorar» su coste de capital incrementando el endeudamiento, cuando a la vez deberían tener en cuenta que la prima de riesgo aumenta.

Entonces, empresas sólidas y con buenos balances deciden embarcarse en aventuras «estratégicas». Cada vez que leo la palabra, tiemblo. Según datos de tres grandes bancos, más del 80% de las fusiones y adquisiciones entre 1990 y 2010 han destruido valor para el accionista de la empresa compradora, y en casos flagrantes, sobre todo en Europa, China y Rusia, tras gastar decenas de miles de millones en compras, han generado el mismo beneficio neto o menor que antes de la fiesta «estratégica».

Existe un problema adicional. La carrera media de un CEO en una empresa se ha reducido un 21% en los últimos diez años. ¿Cómo podemos invertir a largo plazo cuando un equipo directivo cambia cada seis años de media? Los planes estratégicos de las empresas suelen ser a cinco años, pero según Thomson Reuters más del 65% de esos planes no se cumplen o se revisan.

A un inversor profesional como su humilde servidor, nadie le remunera por «aguantar» en una acción que destruye valor a corto plazo, ni tampoco por sobreestimar valoraciones. Hasta el fondo más fundamental ve como sus ahorradores le controlan la rentabilidad mensualmente. Por ello el inversor debe calibrar extremadamente bien el riesgo-retorno que asume ante una inversión a largo plazo, y evitar previsiones optimistas. Hoy en día el inversor no puede confiar fácilmente en que las valoraciones sean atractivas mas allá de dos años vista, cuando hasta hace pocos meses, por ejemplo, consideraba que los Estados eran solventes, o que el entorno impositivo era estable.

El inversor tiene en sus manos una enorme cantidad de información a través de Internet y los medios especializados para tomar decisiones correctas a corto plazo, pero muy poca visibilidad para tomar decisiones a largo. Y eso hace que la volatilidad y la prima de riesgo exigida a un valor aumenten. Sin embargo, se puede invertir a largo plazo siempre que se tenga muy en cuenta algunos elementos esenciales, que comentaré en el siguiente apartado contando con la colaboración de dos expertos en el tema.

El value investing: bien acaba lo que bien empieza

Leído en el Chat: «Invertir a largo plazo y casarse, dos decisiones basadas en estimar un futuro incierto usando experiencias actuales».

Todo mi escepticismo ante lo que muchos inversores llaman «largo plazo» procede de que en muchos casos el término se usa como excusa para justificar pérdidas pasadas. Pero un buen análisis puede darnos grandes oportunidades de inversión. El «*value investing*» que Warren Buffett puso de moda es algo mucho más complejo de lo que creen muchos inversores minoritarios . Mi buen amigo Pablo J. Vázquez, de *inBestia*, nos ayudará a continuación a diferenciar «*value investing*» de «*value trap*» (trampa de valor).

Es imposible describir en un sólo capítulo todos aquellos pasos a seguir antes de darle el «sí, quiero» a un determinado valor. Aun así, intentaré mostrarles aquellos elementos que me parecen claves y que describen mi forma actual de entender los mercados. Destacaría los siguientes:

Buena liquidez

Cuando hablo de liquidez no me refiero a que las acciones de la compañía puedan venderse con facilidad sin asumir un descuento importante. Me estoy refiriendo a una situación financiera: ¿puede la empresa asumir el pago de todas sus deudas a corto plazo?

La experiencia me dice que cuando una empresa presenta alguna debilidad en este sentido el mercado no tarda en penalizarla. Conocidos ratios como el ratio corriente o el «test del ácido» (el «*current ratio*» y el «*quick ratio*», en su versión anglosajona) nos pueden servir de ayuda para determinar la capacidad de pago a corto plazo de la empresa. Es el ratio contable que indica la solidez de la liquidez o la solvencia de la empresa a corto plazo, y para ello utiliza el activo circulante (deducidas las existencias) dividido por el pasivo circulante, que son las partidas de más corto plazo del balance. Si el test ácido fuese menor que uno, indicaría una situación de riesgo de solvencia.

Bajo Apalancamiento

En otras palabras: poca deuda. La burbuja inmobiliaria que tan intensamente hemos vivido en este país es un claro reflejo de los peligros del apalancamiento masivo. Capas y más capas de deuda no hacían sino enmascarar una realidad que luego se hizo evidente: los excesos de deuda suelen ser la punta del iceberg de los malos negocios.

El ratio de endeudamiento («*Debt to Capital*» en versión anglosajona) nos da una perfecta foto del grado de apalancamiento de una empresa. Piense que la compra de todos los activos que obran en poder de la empresa ha sido financiada o bien con recursos ajenos (pasivo) o bien con recursos propios (patrimonio neto). El ratio de endeudamiento no es más que el cociente entre esas dos magnitudes. Si ese cociente es mayor que la unidad, significa que el volumen de deuda es superior al capital aportado por los accionistas.

Como ejercicio espiritual le propongo que obtenga el ratio de endeudamiento de cualquier entidad financiera. Si se repone del susto, volvemos a charlar...

Margen Bruto elevado

En una empresa podemos distinguir dos tipos de costes: por un lado, aquellos costes que están directamente relacionados con la fabricación de un producto o la prestación de un servicio; y, por otro, aquellos costes que sólo intervienen de forma indirecta. Así, por ejemplo, dentro de los primeros podríamos incluir el coste del personal que maneja una determinada máquina o el coste de las mercancías compradas; mientras que dentro de los segundos incluiríamos, por ejemplo, los pagos al personal administrativo o los gastos en publicidad. A efectos de definición del margen bruto lo que me interesa son los costes directos, más conocidos como «coste de ventas».

Pues bien, el margen bruto se define como la diferencia entre los ingresos por ventas y el coste de esas ventas, por unidad vendida. Esto es:

$$\text{Margen Bruto} = \frac{\text{Ventas} - \text{Coste de las Ventas}}{\text{Ventas}}$$

La excelencia suele estar avalada por un elevado margen bruto. Y no lo digo yo, lo dicen dos de los inversores más reconocidos en el gremio inversor, como Warren Buffett y Ken Fisher. Que se lo pregunten a McDonald's o a Coca-Cola: 40% la primera, 60% la segunda.

Un negocio rentable

Rentabilidad, rentabilidad y rentabilidad. Estos son los tres pilares de mi estrategia como inversor. Si este parámetro falla, el resto no me interesa. Y puedo aceptar cierta debilidad en otros parámetros si éste muestra valores interesantes.

Primero, el concepto. Si usted me presta dinero y yo, pasado un año, le devuelvo esa cantidad y 1.000 euros más, ¿aceptaría el trato? Su respuesta es obvia: pues depende de la cantidad que me haya prestado. No es lo mismo recibir 1.000 euros en concepto de intereses por un préstamo de 10.000 (un 10%), que 1.000 euros por un préstamo de 100.000 (un 1%).

Esto es, lo que a usted realmente le preocupa es la rentabilidad del capital invertido. O dicho de otro modo, el beneficio por unidad invertida. Pues lo mismo en un negocio. Un determinado beneficio será bueno o malo dependiendo del capital invertido para obtener ese beneficio.

Y aquí ya entramos en labores de cocinero... Hay diferentes formas de entender la rentabilidad, pero yo tengo clara la mía: yo quiero saber cuán rentables son los activos que intervienen en la actividad de explotación de la empresa. Necesito, pues, dos ingredientes: por un lado, el resultado operativo o de explotación, también conocido como beneficio antes de intereses e impuestos (el EBIT anglosajón); y, por otro, la inversión que ha llevado a cabo la empresa para poder alcanzar ese beneficio.

El primer dato, el resultado operativo, lo puede encontrar directamente en la cuenta de resultados de la empresa; el segundo, el capital que se precisa invertir para obtener ese resultado, es un dato ya más elaborado que se obtiene a partir del balance de situación (tanto la cuenta de resultados como el balance de situación se pueden encontrar tanto en la web de la empresa como en la base de datos de la CNMV).

¿Y cómo llegamos a ese dato de capital invertido? Le resumo la idea con otra pregunta: ¿qué dinero tendría que poner usted para generar ese beneficio? Pues así, *grosso modo*, tendría que hacer frente a las siguientes inversiones: el inmovilizado material (maquinaria, inmobiliario, equipos informáticos, etc.), el inmovilizado inmaterial o intangible (patentes, marcas, concesiones administrativas, aplicaciones informáticas, etc.), el estoc del almacén (existencias), el importe de la mercancía que ha entregado al cliente pero que todavía no ha cobrado (deudores comerciales) y un saldo de efectivo en la cuenta bancaria que le permita afrontar los pagos del día a día. Todas estas partidas están en el activo del balance de situación. Súmelas y obtendrá el importe de los activos afectos a la explotación.

Pero no tendrá que desembolsar el total de esa cantidad. Échele un vistazo al

pasivo del balance de situación y verá que cuenta con un aliado: los acreedores comerciales. Acreedores que le han facilitado materiales o servicios, y cuyo pago está diferido.

Ya tenemos los ingredientes. Pasemos a la fórmula:

$$\text{Rentabilidad Operativa} = \frac{\text{Resultado Operativo}}{\text{Activos afectos a la Explotación} - \text{Acreedores Comerciales}}$$

Le propongo otro ejercicio espiritual: calcule y compare la rentabilidad operativa de Telefónica e Inditex. Luego hablamos...

Factores cualitativos

No todo son números... Hay determinados aspectos de la empresa que implican un mayor valor más allá de los ratios. Piense en Procter & Gamble, Danone, Nike o Apple, por ejemplo. Usted está dispuesto a pagar un «plus» por disfrutar de esas marcas. Bien por el apurado de la Gillette, bien por la calidad de sus bífidos, bien por la comodidad y diseño de sus zapatillas, o bien por la tentación que supone pegarle un mordisco a la manzana, usted desea alguno de sus productos.

El objetivo de estas marcas es incrementar, día tras día, lo que Warren Buffett denomina «*moat*», que traducido vendría a significar foso. Un foso que permite mantener el castillo a salvo de cualquier asedio por parte de la competencia. Detrás de un buen «*moat*» hay siempre una buena empresa.

El grado de diversificación e internacionalización del negocio supone todo un seguro de vida. Si una empresa es capaz de romper el corsé local y lanzarse a la aventura global, no cabe duda de que su cuenta de resultados se lo agradecerá cuando el mercado doméstico muestre síntomas de fatiga. Y hablando de fatiga nacional, no quiero ni pensar dónde estaría la cotización de Telefónica sin su actual presencia en el mercado latinoamericano.

Interésese también por la dirección de la empresa. Siga su trayectoria

profesional y analice su labor allá donde haya estado el directivo que ahora dirige la empresa que tiene entre ceja y ceja. En este sentido, permítame recomendarle un libro imprescindible en la biblioteca de un buen inversor: *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*, de Philip A. Fisher.

Buscando buenos precios de entrada

Eso es lo que queremos todos, y por eso es tan difícil de encontrar... Pero todos los inversores sabemos cuál es la palabra clave: ineficiencia.

La ineficiencia es ese pequeño —a veces, gran— fallo del mercado que deja al descubierto una oportunidad de compra o de venta. ¿Que si el mercado tiene fallos? Claro que los tiene. He aquí algunos ejemplos:

El reciente crash bursátil de 2008 y su continuación en el 2009, donde excelentes empresas como Nike llegaron a caer hasta los 40 dólares para luego recuperar niveles por encima de 100.

La burbuja de las puntocom, donde una empresa con pérdidas como Terra pasó de estrenar el parqué a 11,81 el 17 de noviembre de 1999 para alcanzar los 157,6 sólo 3 meses después. Meses más tarde, Telefónica presentaba una OPA por el 100% ofreciendo 5,25.

La burbuja inmobiliaria, donde la quebrada Metrovacesa llegó a cotizar a casi 133 euros para luego desplomarse hasta los 36 céntimos.

El desplome que sufrió el negocio de las plataformas petrolíferas a partir del 20 de abril de 2010, después de que un vertido en el Golfo de México provocara el mayor desastre ecológico de la historia de los EE.UU. La cotización de una empresa con excelentes fundamentales como Diamond Offshore cayó por debajo de los 57 dólares para remontar luego hasta los 80 dólares en menos de un año.

Resumiendo

Trabaje bien los fundamentales de la empresa, afile su cuchillo inversor y espere agazapado su oportunidad. No existen fórmulas secretas. Sí, tal vez, ciertos parámetros (como los que hemos comentado) que le pueden servir de ayuda. Y

paciencia, mucha paciencia. Pero si una cosa he aprendido, es que sólo se aprende invirtiendo.

Inversión institucional y «long only»

Leído en el Chat: «Invertir Long Only es como casarse sin acuerdo prenupcial».

A lo largo de los años he tenido la oportunidad de conocer a muchos inversores institucionales que han intentado navegar, con éxito en algunos casos, en un mercado que ha cambiado mucho y sigue cambiando cada día. Algunos de los mejores son precisamente los más veteranos. José Ramón Iturriaga, Gestor del Okavango Delta y Kalahari Alpha, nos cuenta su experiencia en este campo. Me gusta su forma de ver las cosas porque aporta una perspectiva diferente:

Hablar hoy de «*long only investment*» es una provocación comparable, quizá, a los brindis al sol a los que nos tiene acostumbrados el entrenador del Real Madrid, José Mourinho. Hoy, en que los mercados se mueven casi exclusivamente a golpe de titulares de corte político. Hoy, en que el plazo para medir resultados es de pocos meses en el mejor de los casos. Hoy, en que los aspectos fundamentales tanto macro como micro han pasado, siendo benevolentes, a un discreto segundo plano. En definitiva, hoy en que hemos llegado a una situación tan perversa que el objetivo de las inversiones financieras ha dejado de ser maximizar su retorno y en muchos casos de lo que se trata es de dormir tranquilo (o en lenguaje más técnico, preservar el capital).

Pues bien, esta situación de partida un tanto aberrante es la que convierte el «*long only investment*» en una estrategia todavía más atractiva, si medimos el atractivo por la rentabilidad potencial. Porque esta vez tampoco va a ser diferente y los fundamentales se van a acabar imponiendo.

Las claves del inversor *long only* siguen siendo las mismas que han funcionado siempre: la paciencia y capacidad —más que la voluntad— de ir a contracorriente. No es la fórmula de la Coca-Cola, pero como demuestra la historia no son dos pautas de conducta fáciles de seguir. La paciencia no abunda en los tiempos que vivimos. Y más que una virtud de quien toma las decisiones

de inversión —aunque también—, debe de ser de quienes le rodean: inversores, partícipes, entidad gestora, comerciales... Mantenerse ajeno al ruido y fiel a tu estrategia de inversión es en muchos casos lo más difícil a la hora de invertir, sobre todo cuando todo el mundo a tu alrededor tiene la cabeza metida dentro de la centrifugadora.

El errático comportamiento de los mercados de los últimos tiempos ha sido una muy buena prueba y resulta interesante comprobar quiénes han abjurado —o no— de sus principios en este periodo. Por supuesto que no presupone nada pero es una buena muestra de (auto)confianza... ¡por lo que pueda valer!

Por otro lado, ir a contracorriente («*be contrarian*», en inglés) es como lo de ser seguidor del Atlético de Madrid: al final es más fácil serlo de boquilla que de taquilla porque se sufre mucho. Si compras lo mismo que están comprando otros, tendrás los mismos resultados que los otros. Es imposible tener mejor rentabilidad si no haces algo distinto a la mayoría. Comprar cuando otros están vendiendo como locos y vender cuando compran sin sentido ha sido y será la estrategia más difícil de seguir pero también la que ofrece mejores retornos. Ésta no es ninguna idea novedosa y por supuesto no es algo que haya descubierto yo: ya lo apuntaba hace unos cuantos años uno de los inversores más reconocidos de la historia, sir John Templeton. Sin embargo, al final algo tan humano como el riesgo de silla —de perder la silla, me refiero— se acaba imponiendo y hace que sea muy difícil ir a contracorriente. Con el riesgo de algunos activos periféricos, por ejemplo, era absolutamente comprensible que no estuvieran en ninguna cartera de los inversores institucionales tradicionales. ¿Riesgo u oportunidad?

Desde mi experiencia, creo que hay dos condiciones necesarias —pero no suficientes— para tener éxito en este tipo de estrategia: la independencia y el perfecto conocimiento de las tesis de inversión que se estén siguiendo en cada momento.

Por último, me gustaría destacar que para ponerse a gestionar el dinero de otras personas hay que disculparse previamente por la petulancia que esto supone y la única disculpa válida es, en mi opinión, la perfecta alineación de intereses entre el gestor y sus inversores. Y la mejor forma de conseguirlo es que el gestor tenga todo su patrimonio financiero —y a poder ser el de quienes cenan con él en Nochebuena— invertido en el vehículo que gestiona. No aspiro a que cuanto digo tenga autoridad de ninguna clase. Admito la posibilidad de

equivocarme. Mi técnica no es una técnica científica. Interpreto el mundo que me rodea y tomo decisiones de inversión. Algunas veces, lleno de buena fe y concentrando todas las potencias del alma, uno dice sésamo y la puerta no se abre. Entonces uno se mete las manos en los bolsillos y se va porque no hay razón para avergonzarse.

Un caso curioso. La cartera de empresas con políticos

Leído en el Chat: «Empresas semiestatales. Creación de valor gastando, contratando a políticos y pagando más impuestos».

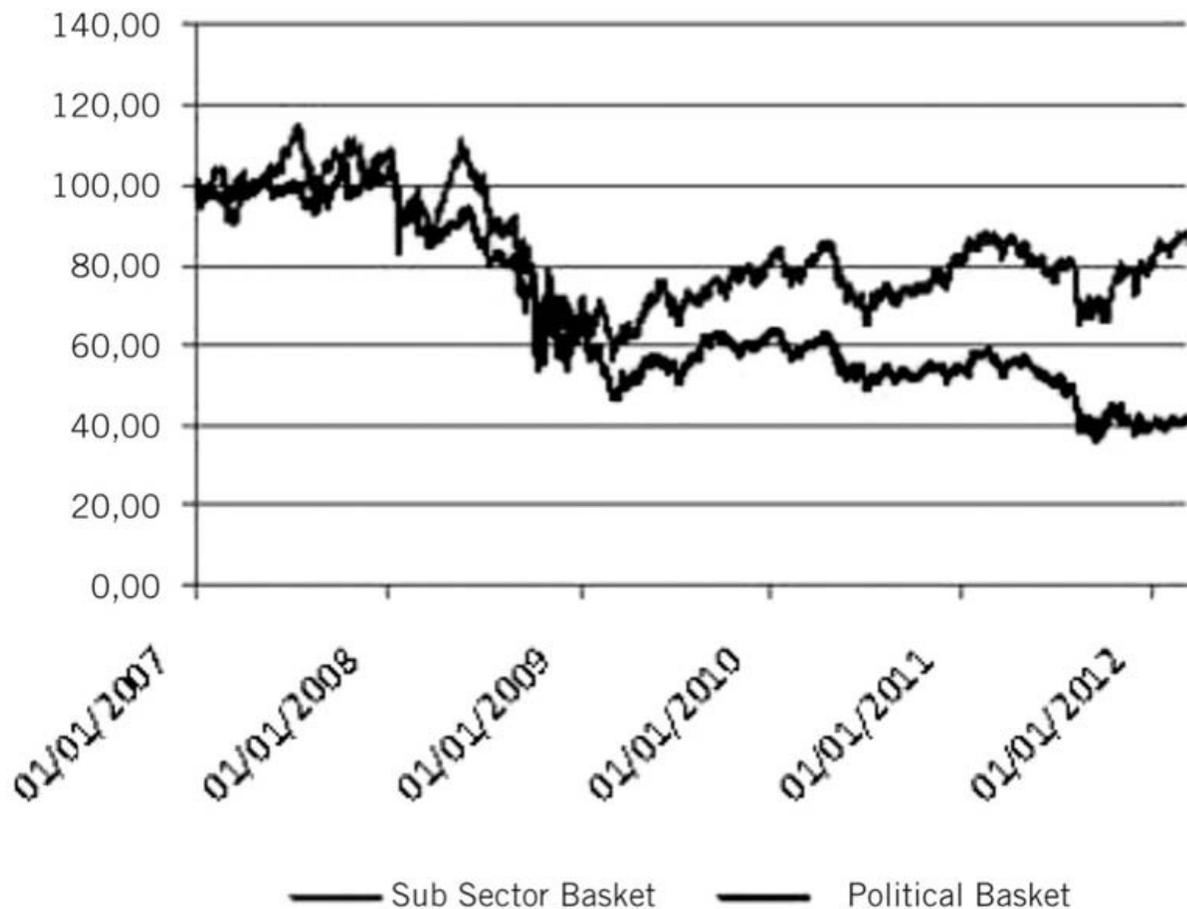
Llevamos mucho tiempo leyendo noticia tras noticia sobre nombramientos de políticos de todos los colores dentro de los consejos y áreas operativas de las empresas. Sin desmerecer las indudables cualidades de nuestros próceres y su versatilidad para convertirse rápidamente en expertos en todo tipo de materias, a mí lo único que me interesa —como inversor— es saber si crean valor para el accionista o no.

Me temo que en muchos casos —alguna excepción hay—, la aportación de los políticos al valor de la empresa es cuando menos irrelevante, si no negativa, y eso sin tener en cuenta el coste de oportunidad de contratar a otros profesionales o, peor aún, el coste real de desincentivar a los directivos «de carrera» hasta reducirlos a la ley del mínimo esfuerzo porque «total, para qué».

Les voy a contar un secreto. Un colega americano de mi fondo de inversión y yo tenemos desde el año 2007 una cesta de valores «políticos», lo que llamamos el «*brown envelope basket*» (cesta del sobre marrón), donde incluimos valores participados por el Estado y valores donde, por cuestiones inexplicables o difícilmente justificables, se llenan consejos o direcciones de políticos profesionales. Y me refiero a «políticos profesionales», porque no es lo mismo un señor o señora que sea médico, se dedique a política, y luego vuelva a ejercer de médico, que uno que culmine su carrera de político profesional como cirujano.

El nombre de la «cesta del sobre marrón» tiene su origen en los sobres que se

pasaban en los años 50 en Estados Unidos para que ciertos discos alcanzaran los puestos más altos de las listas de éxitos, las «payolas» de Alan Freed. Pues bien, cada vez que leemos una noticia de un nombramiento sorprendente o de una decisión política «sugerida», ponemos un corto (posición bajista) sobre ese valor y, para comparar, una posición alcista sobre el sector en que el valor opera, sea banca, telecomunicaciones, infraestructuras, energía o cualquier otro. Un largo al sector y un corto al «valor político» para intentar aislar el efecto en bolsa de las estrategias de esa empresa independientemente de lo que haga su sector. Les dejo el gráfico del comportamiento relativo desde 2007 (la fecha de comienzo es cuando nos conocimos mi amigo y yo y empezamos la cesta).



No sorprende que la cesta «política» empezara a desplomarse con respecto a sus sectores justo antes de la crisis. Ahí es cuando empezaron a pesar las decisiones de compra «estratégicas», la deuda excesiva y cuando salieron a la

luz los negocios ruinosos que antes se escondían entre los buenos. La cesta está abarrotada de valores franceses, italianos y españoles, pero también incluye algunos americanos, ingleses y varios brasileños, rusos.

Cabe resaltar que la mayoría de los nombramientos de ex cargos políticos se producen casi siempre en empresas conglomeradas, donde el análisis de las divisiones resulta muy difícil y con muchos negocios, para que unos subvencionen a otros, pero sobre todo con una alta carga regulatoria. Es llamativo, por otro lado, que nunca hemos visto este tipo de nombramientos en compañías familiares o independientes, donde los accionistas se juegan su patrimonio y donde cada euro de inversión debe generar una rentabilidad adecuada al coste de capital. Siempre es interesante ver quién se sienta en el consejo de Inditex, Técnicas Reunidas, Prosegur o incluso Mercadona en comparación con los consejos de otras empresas.

Pero además, la independencia hace la libertad. Yo llevo siempre conmigo el discurso de Steve Wynn (Wynn Resorts) al dar los resultados del tercer trimestre de 2011, en el que criticaba libre y públicamente, y con palabras durísimas, a la administración Obama. Y hay casos como el de Rex Tillerson de Exxon, que se negó a hacer inversiones que su gobierno le «recomendaba». Ejemplos de libertad y falta de favores debidos. En España hay también excepciones y casos muy honrosos, no lo olvidemos.

Si el nombramiento de políticos para los consejos de las empresas pretende defender los intereses de los accionistas, ¿por qué no vemos una creación de valor superior a la de otras empresas comparables? Una de las preocupaciones de los inversores es que en empresas intervenidas o politizadas los beneficios que puede traer el ex alto cargo suelen arrastrar también las deudas adquiridas por el mismo. A lo mejor, como dice el CEO de Anadarko, «cuando un político entra por la puerta, sale valor por la ventana». Ojo, que en EE.UU. tenemos varios cortos «políticos» muy jugosos.

En Londres y Nueva York, los comentarios sobre las empresas semiestatales o intervenidas europeas no pueden ser más agresivos. El comportamiento bursátil de estos valores políticos ha sido tradicionalmente pobre por varios factores:

- Decisiones de inversión de baja rentabilidad, donde las empresas se

comportan como «consumidores de presupuesto». De hecho, una de las constantes de estos valores es encontrar que «invierten» muy por encima de sus posibilidades, con rentabilidades muy bajas, porque las distintas áreas operativas se comportan como reinos de taifas. Fíjense y verán el capex («inversiones», en su mayoría gastos inútiles) dispararse todos los años entre el tercer trimestre y el cuarto. Los valores «políticos», de media, generan una rentabilidad sobre el capital empleado entre un 3 y un 4% inferior a sus comparables.

- Adquisiciones destructoras de valor. En general leerá en los periódicos acerca de «una adquisición pequeña» tras otra, a precios muy altos y en mercados de «mucho crecimiento», que luego ni crecen ni generan valor. Los valores «políticos» de nuestra cartera han destruido desde 2007 nada menos que 58.000 millones de euros de valor, y han tenido que provisionar pérdidas por aventuras estratégicas cada tres ejercicios.
- Los mismos políticos que supuestamente «defienden» el negocio de la empresa también tratan de utilizar la caja de la empresa para intereses «especiales». En nuestra cesta hay empresas al borde de la quiebra para pagar dividendos insostenibles que sus «accionistas de referencia» necesitaban, y empresas que han comprado negocios sin ninguna relación con su actividad por «sugerencias». Más de 30.000 millones de euros en adquisiciones «estratégicas» fuera del negocio principal desde 2007.
- Ruptura total del modelo meritocrático en la empresa, que hace que los trabajadores y directivos medios se comporten como funcionarios. La mayoría de estas empresas tienen al menos dos divisiones de negocio que generan rentabilidad por debajo del coste de capital. Muchas veces, cuando «los políticos profesionales» entran en el mundo empresarial suelen comportarse igual que en la administración, trasformando un mundo competitivo y meritocrático en una «oficina estatal».
- Objetivos «creativos». Mucha dirección por objetivos que se cumple siempre, sí o sí, y remuneraciones variables que no son más que pagas extra.
- Bajísimo porcentaje de remuneración a los directivos en acciones, que suelen cobrar enormes sueldos e invertir cantidades raquíticas comparadas con sus salarios fijos en su propia empresa. Es curioso

además ver que las retribuciones de los consejos siempre suben incluso cuando hay caída de resultados. No he visto una sola empresa en nuestra cesta donde el consejo haya sido penalizado por inversiones desastrosas o destructoras de valor. Es el largo plazo, Lacalle, el largo plazo.

Lo interesante de muchos de estos valores «políticos» es que casi todos cotizan a múltiplos «ópticamente» baratos y suelen estar muy recomendados por los analistas. Digo ópticamente baratos porque cuando uno mira su rentabilidad sobre el capital empleado y el valor añadido de sus adquisiciones es para llorar. Y muchos inversores minoristas se dejan llevar por el concepto «barato» de un PER bajo o, peor, de una rentabilidad por dividendo supuestamente alta... hasta que le recortan el dividendo.

En inversión la primera regla es evitar los «*value traps*» (trampas de valor) porque hay valores que son baratos porque lo merecen... Y siguen baratos. La norma aquí es «*Short on Strength, Never Buy On Weakness*» (cuando suben, ponerse cortos, no comprar las bajadas).

Lo más curioso de estas empresas es ver los voluminosos informes de gobierno corporativo y los insufribles informes de sostenibilidad. Cada vez que recibimos un tocho de 600 páginas de una empresa... a la basura, y le ponemos un corto.

Es cierto que el mal comportamiento de la acción siempre se puede achacar —y se achaca— a los tradicionales «el mercado no nos entiende», «es demasiado cortoplacista», o mi favorito «los bajistas se ceban en nuestra empresa», que suele esconder a equipos directivos que tienen dos acciones mal contadas en sus propias empresas pero unos sueldos altísimos. O esos consejeros que no tienen ni una acción (agárrense) por «imperativo de gobierno corporativo». Como me decía hace poco el presidente de una empresa francesa de la cesta: «Si tuviéramos muchas acciones nuestros objetivos serían poco estables». Prefiero no comentar.

Cada día son más los inversores internacionales que se niegan a invertir, o mejor, abren posiciones cortas, en empresas donde estas prácticas son evidentes. Porque al final, eso es lo que cuenta.

Si atraer ex altos cargos políticos a las empresas crea valor, lo cual es posible, propongo una compensación ajustada a la rentabilidad real de esos

nombramientos (beneficio neto adicional ajustado por deuda adicional), y sobre todo un nivel de equiparación de intereses entre los nombrados y el inversor que sea, al menos, del 100%. En otras palabras: que les contraten, pero que lo hagan a través de un proceso «detallado y riguroso», que cobren el sueldo fijo de un directivo medio y el 100% de su variable en acciones, con una penalización de un 10% del sueldo fijo por cada inversión fallida propuesta. Así, salen de la cesta mañana mismo.

La comunicación con el mercado y el atractivo inversor

Leído en el Chat: «Dos horas de presentación de resultados para contarnos el pasado y cinco para mentirnos sobre el futuro».

«Esta empresa tiene un problema de comunicación», decía un alto ejecutivo al ver sus acciones caer otro 2% tras un desplome del 21%. «Lo que tiene es un problema de beneficios y de credibilidad», me atreví a decir. El aire en la reunión se podía cortar. Y es que una empresa puede tener los mejores canales de información, la página web más moderna y las presentaciones estratégicas más lujosas en los países más exóticos, que si no hay beneficios sostenibles y rentabilidades adecuadas, no funciona.

La labor del profesional de la comunicación financiera no es fácil. Si la acción va bien, el equipo directivo se felicita a sí mismo. Si no, es un «problema de comunicación». En este capítulo quisiera rendir homenaje a mis antiguos compañeros del área de relaciones con los inversores y los medios, a esos héroes y heroínas que se esfuerzan por informar al mundo sobre la empresa. Yo tuve el privilegio y la suerte de trabajar con altos ejecutivos que valoraban y apoyaban esta función tan esencial en las empresas cotizadas. Sin embargo, todos hemos oído anécdotas de noches esperando la nueva presentación estratégica o la última revisión del presidente o consejero delegado, de carreras al Work Centre para cambiar una diapositiva que se le había ocurrido incluir al director financiero, de cientos de comentarios para cada evento o publicación de resultados en esas empresas donde hay tanto cocinero para tan poca cocina... Y mi favorita, la pregunta: «¿Por qué cae la acción hoy con lo bien que lo hemos hecho?» Un aplauso a todos.

Las empresas españolas llevaron a cabo un proceso admirable de adaptación a finales de los 90 y hoy han conseguido algo tan difícil como estar entre las mejor consideradas por los inversores, con varios presidentes y equipos de relaciones con inversores entre los más votados año tras año en los prestigiosos premios de Institutional Investor, IR Magazine y Thomson Extel. Pero además lo han conseguido en el curso de un proceso de internacionalización y expansión que se ponía en marcha en medio de tres enormes crisis, la de Latinoamérica entre 1999 y 2001, la financiera de 2008 y la europea. Estar donde están en un entorno tan complejo merece un reconocimiento. Pero no deben caer en la autocomplacencia, sino seguir mejorando. Quisiera hacer hincapié en algunos de los elementos a mejorar.

El mundo financiero ha cambiado radicalmente desde que yo realizaba esta labor. Por un lado, la información ya no la controlan las empresas, sino los cientos de canales alternativos. Por otro, los inversores ya no se centran en diez o doce valores. Casi todos somos ahora inversores globales, y la capacidad para sintetizar y aprovechar tiempo se convierte en un elemento esencial en la gestión de carteras.

El mundo de la inversión también ha cambiado. Hoy la gestión activa predomina sobre la pasiva, los fondos indexados ya no tienen la importancia que tenían antes, y el periodo de maduración de una inversión en renta variable se ha reducido de manera relevante. Incluso los «*Long Only*» invierten a mucho más corto plazo que antes. Pero además, se presta cada vez más atención a la renta fija, a la evolución de las variables de crédito y a los indicadores macroeconómicos.

En este entorno, los *hedge funds* suponen una parte muy relevante de los inversores institucionales y en todo caso la más beligerante, crítica y activa. En consecuencia, influyen de manera muy importante en la orientación de la comunicación corporativa.

Desde mi punto de vista, los grandes errores que cometen las empresas al enfocar su comunicación se centran en cuatro grandes bloques:

- Pensar que «menos es mejor». Ocultar información, no desglosar las cuentas, esconder divisiones y cambiar la forma de reportar no ayuda, empeora la percepción del valor y aumenta la desconfianza.

- Obsesionarse con las recomendaciones de compra. Acumular una gran cantidad de recomendaciones de compra no significa nada. Como comento más adelante, incluso puede ser negativo, ya que a veces denota una influencia excesiva de la empresa en las recomendaciones.
- Centrar su esfuerzo de comunicación en los fondos a largo plazo y pasivos e ignorar a los que influyen de manera más relevante sobre su valor, que son los fondos activos y el inversor marginal. Pero sobre todo, hay que atender a los inversores que están cortos en el valor. Convencer a los bajistas es mucho más eficiente y la empresa aprende más de sus fortalezas y debilidades que «predicando al converso».

Otro elemento esencial a la hora de comunicar la estrategia a los *hedge funds* e inversores activos es prestar atención al balance. Mientras que las empresas se centran en hablar de deuda sobre resultados operativos, la clave reside en informar también sobre algo que pocas empresas analizan: el deterioro del capital circulante, es decir, la cantidad de capital-deuda que tiene que poner la empresa para mantenerse a flote en un periodo de recesión.

La razón por la que los *hedge funds* aumentan sus posiciones bajistas en algunas empresas incluso cuando las acciones suben es porque el coste de «supervivencia» de estas empresas se dispara y no hacen nada por atajarlo. Con un ratio de necesidad de capital circulante anual que en varios casos supone un 20% de las ventas (*working capital/sales*), estos valores reciben el nombre de «muertos vivientes» en el mercado, ya que les cuesta más mantener la actividad que pararla.

El equipo de relaciones con inversores tiene el deber de informar a sus directivos de cuáles son los ratios que realmente importan a los inversores, y hacerles ver que estos cada vez toleran menos los mensajes de «engañar y esconder». Recuerdo una conversación con un gran inversor institucional que me decía que «perder el tiempo también hace que decida vender».

Los inversores exigen un aumento en la calidad y detalle de la información que reciben. Si a ello añadimos la enorme complejidad que las empresas introducen en sus cuentas por las operaciones corporativas, es preciso que la comunicación se centre en evitar el «descuento por conglomerado». Los inversores no están para hacer cábalas, de modo que si una empresa complica y

dificulta su análisis, se dedica a hacer compras sin proporcionar datos pro-forma, cambiando las divisiones o reorganizando la forma de reportar, el mercado inmediatamente aplica un descuento, y este descuento no ha hecho más que aumentar en los últimos años —en algunos casos hasta un 35% sobre la suma de partes—, a medida que los inversores han ido viendo desvanecerse las «promesas» estratégicas. A los consejeros delegados y los directores financieros no les gusta y no lo aceptan, pero es así y seguirá siendo así. La excusa de «el mercado no se entera» indica paternalismo y soberbia. Es la empresa la que tiene que hacer el esfuerzo de comunicación pues compite por el capital de los inversores, no al revés.

Antes hacía referencia a la valoración por suma de partes que muchas empresas usan para sugerir que sus acciones están baratas cuando ven sus múltiplos comprimirse. Es una estrategia que no funciona, porque esa suma de partes incluye activos comprados y además suele ser irrelevante en empresas que no están en venta o que, precisamente por las compras de diversificación, han llenado el valor de «*poison pills*». (Las «*poison pills*» son todo aquello que «blinda» artificialmente una empresa ante posibles compras a base de hacerla complicada o no atractiva para un comprador. Nosotros lo llamamos «hacerse gordo y feo para que no me saquen a bailar».)

Para que una estrategia corporativa funcione y el valor se perciba como una buena inversión a medio-largo plazo y no como un corto, debemos tener en cuenta una serie de factores, algunos en manos de la empresa, otros no. Estos factores son un entorno macroeconómico y de inversión benigno y una estrategia realmente orientada a la rentabilidad total para el accionista, que no dependa principalmente del ciclo económico sino de la capacidad de gestión y de control de gastos de la propia empresa.

No obstante, a la hora de comunicar merece centrar la información en tres puntos:

a) Dónde se está actuando. A pesar de los errores estratégicos, en especial de las «adquisiciones para diversificar» destructoras de valor, muchas empresas están demostrando que gestionan estupendamente su negocio principal. Si atajan el circulante y se centran en el área donde tienen verdadera capacidad de acción, el mercado les premiará.

b) Un compromiso de no volver a caer en errores de «diversificar» o crecer por crecer. El mercado premia a los que aprenden de sus errores. Reducir el tamaño y ser una máquina de hacer caja, dejando respirar al balance, es más atractivo a medio plazo. Las empresas enfocadas y eficientes valen mucho más que los conglomerados inoperativos.

c) Compromiso de transparencia. Nadie valora las reducciones de deuda si son producto de la ingeniería financiera. Así que ni lo intenten. Los inversores comprarán cuando los márgenes, la caja y el balance se recuperen. No por cambios de criterio contable.

No hay nada que me guste más como inversor que un valor donde hay muchas posiciones cortas y las recomendaciones de analistas son neutrales o negativas pero que está en proceso de recuperarse rápida y eficientemente. Ésos son los tesoros bursátiles. Y no hay nada que me guste más para ponerme corto que un valor donde se trata de disfrazar el balance y la caja mientras el capital circulante se dispara, los retornos se desploman y hay muchas recomendaciones de compra acumuladas. Ésos son los diamantes «*short on strength*» (abrir cortos cuando suben) que tantas alegrías nos dieron en 2008 y 2011.

Mientras muchos directivos y consejeros se obcecan por acumular muchas recomendaciones de compra y se felicitan por añadir ingresos comprados, se deberían dar cuenta de que el mercado valora la realidad. Caja, márgenes, balance. No las aventuras imperialistas. En mi época en el área de relaciones con inversores lo teníamos claro: no hay nada mejor que poner una empresa de punta en blanco en lo que importa, es decir, el ROCE (retorno sobre capital empleado) y el balance. Centren sus esfuerzos de comunicación en aquellos que de momento no quieren comprar sus acciones o están cortos, no en los que ya las tienen, que son los primeros en vender en este mercado. Aprenderán mucho.

Por qué invertir en un *hedge fund*

Leído en el Chat: «Long Onlys dicen que tienen un 80% en caja, y desde el campo de golf le cobran un 1% de comisión por el privilegio».

Con los *hedge funds*, igual que en cualquier producto de inversión, hay que buscar y comparar. Por ejemplo, las rentabilidades de los fondos pequeños suelen ser más altas que las de los grandes, y la relación de los inversores con los gestores es más habitual y abierta. Los tres grandes requisitos para invertir en un *hedge fund* deben ser: baja volatilidad, baja correlación y liquidez. A ello le añadiría como objetivo intangible pero de extremada importancia el diálogo constante con los gestores.

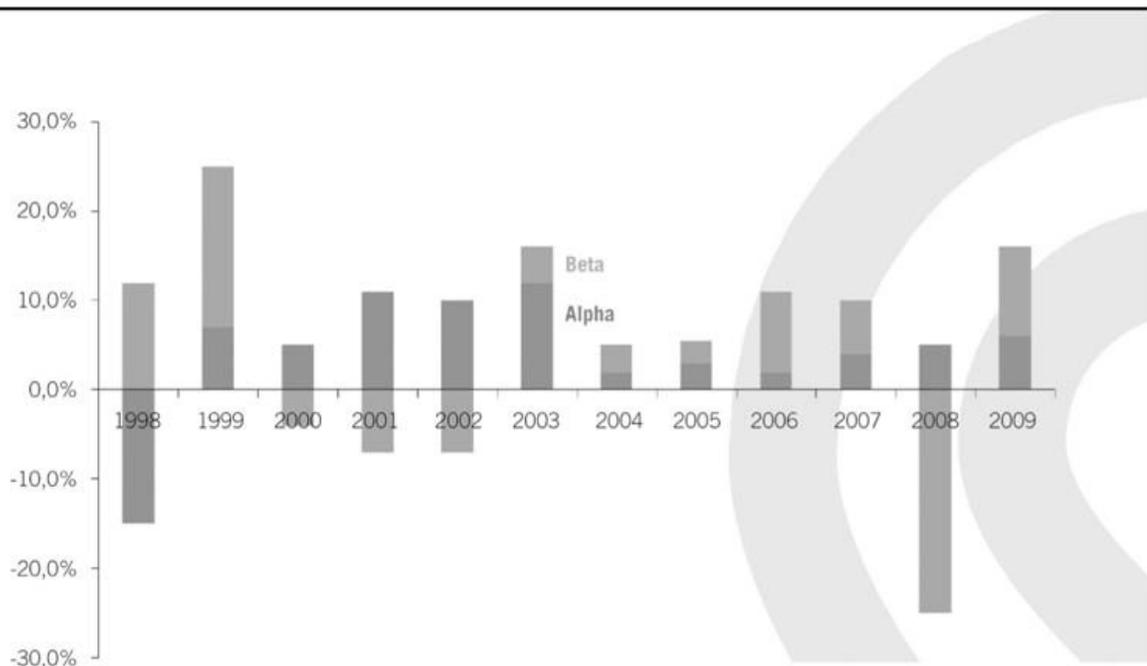
Cuando hablamos de gestión alternativa, me gusta centrarme en la inversión neutral al mercado. Las estrategias direccionales no me interesan. Para jugar a que «todo sube» y que «los fundamentales no han cambiado», o «todo baja porque va todo mal» compro y vendo acciones yo solito. No tiene sentido darle dinero a un gestor para que justifique inversiones incorrectas cuando su estrategia se supone que debe estar bien cubierta.

En 2011 la industria de los *hedge funds* atrajo 51.000 millones de dólares en capital, alcanzando un peso total de 2 billones de dólares a nivel global. Sólo en 2011 se lanzaron 1.100 nuevos *hedge funds* en el mundo. En 2012 la industria captó 80.000 millones y se lanzaron otros 1.000 nuevos fondos. El 81% aplicaban estrategias neutrales en acciones y en crédito. Por ello enfocaré mis comentarios hacia este segmento, que es donde me muevo y donde veo mayor potencial.

Uno de los errores que suele cometerse es pensar que las comisiones que

cobran los fondos de gestión alternativa son excesivas. En el análisis de las comisiones que cobran los fondos, las medias engañan. Si usted toma enormes fondos como Caxton y Renaissance o cualquiera de los fondos de comisión alta, que cobran entre un 3% y un 10% de comisión de gestión, y los pone en una misma media con los que cobran un 1,5%, la media sale distorsionada. En realidad, las comisiones de gestión de los fondos no direccionales son una ganga en comparación con los que aplican las gestoras de inversión tradicionales. La razón es muy simple. Si voy a «comerme» como inversor una volatilidad del 25-30%, pagar comisiones del 1% es una salvajada. Ahí es cuando vale su peso en oro pagar una comisión de gestión de un 1,5% para obtener una volatilidad de menos del 15% y las rentabilidades anuales de Millennium Capital Partners, Citadel y otros fondos serios no direccionales. Lo más importante es llevar a cabo una gestión de baja volatilidad y baja correlación al mercado.

Estudio sobre el Rendimiento del sector 1998-2009



Las medias son muy malas cuando se habla de empresas heterogéneas. Y hablar de *hedge funds* en general es como hablar de fondos de pensiones en general. Es simplemente una agrupación basada en un elemento común muy limitado, esto es, el uso de posiciones apalancadas. Pero las estrategias son

variadísimas y, por supuesto, los resultados muy dispares en función del riesgo, la direccionalidad y la volatilidad que aceptan los clientes de cada fondo. Este último punto es muy importante. Cada fondo tiene objetivos de volatilidad, exposición neta al mercado y liquidez muy distintos.

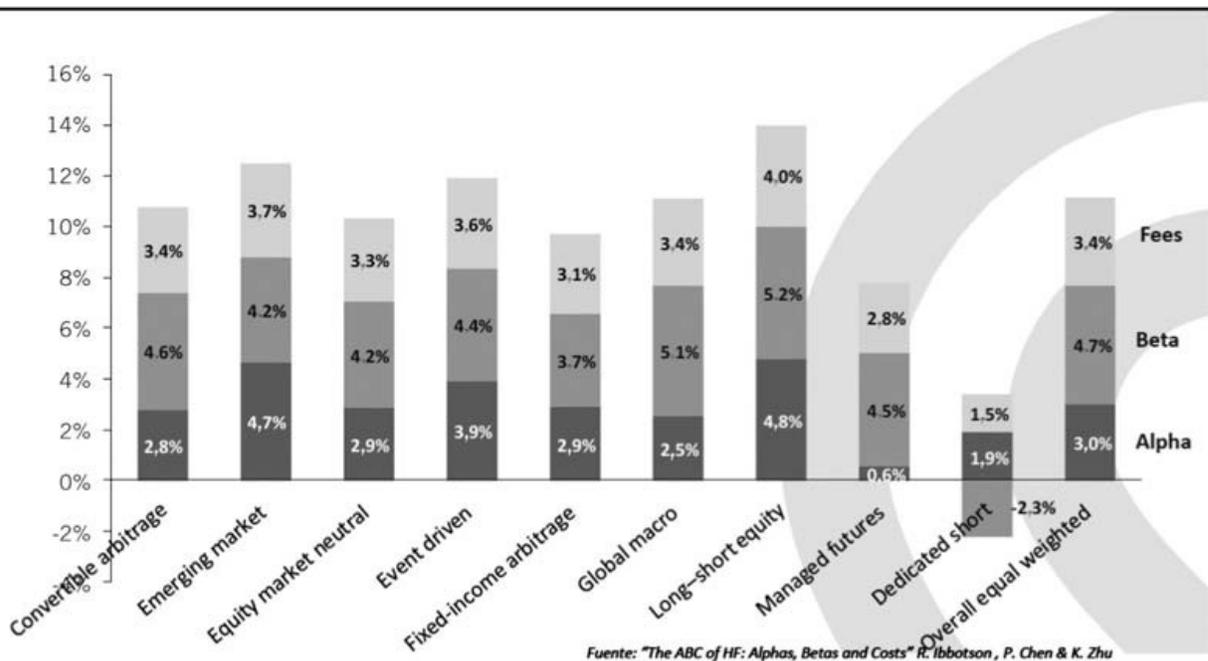
Es ahí donde se pone de manifiesto el aspecto más positivo de la industria de inversión alternativa: que es totalmente agresiva, solo sobreviven los buenos y, al contrario de lo que ocurre con los gestores pasivos o basados en índices, el gestor comparte el riesgo con el inversor, porque suele tener todo su dinero invertido en su propio fondo.

Desde mi punto de vista, las razones para invertir en *hedge funds* son:

- Rentabilidades muy superiores a los productos «conservadores» a medio plazo, verificables a corto. Tanto que se critica el riesgo, y la mayoría de estrategias neutrales han generado retornos de entre el 15 y 20% anual incluso considerando los dos peores años, 2008 y 2011.
- Aprovechar que es un periodo de altísima atracción de capital para invertir en un entorno de comisiones muy favorable comparado con la volatilidad implícita. La mayoría de fondos neutrales cobran un 1,5% de comisión de gestión y un 20% de comisión solamente si se consigue una rentabilidad mínima acordada (*high watermark*).
- Mayor alineamiento de intereses entre gestores e inversores. ¿Qué prefiere usted, que su dinero lo gestione un señor que vive de un sueldo fijo enorme o un señor que se juega con usted todo su capital?
- Liquidez y transparencia unida a resultados a corto plazo. Es muy importante, ya que el acceso a su dinero como inversor debe estar garantizado, y las estrategias que invierten en activos no líquidos como microempresas o activos no cotizados suelen conllevar más riesgo a corto.
- Capacidad de crear una cartera de mucho menos riesgo y volatilidad invirtiendo en varios fondos alternativos sectoriales, según los intereses del inversor, en comparación con las cestas ofrecidas por los gestores pasivos.
- Aprovechar un entorno como el actual para establecer un diálogo fluido con el gestor, no sólo a través de sus informes mensuales.

- Un mercado con tipos de interés que van a continuar bajos y donde los gobiernos están destruyendo sus monedas a base de imprimir vuelve más atractivas las estrategias apalancadas y activas.
- Ruptura del modelo de gestión pasiva. En una economía que se mueve entre mini crisis y periodos cortos de expansión y contracción, la gestión activa y la persona que la realiza toman más relevancia que nunca.
- Capacidad de mover activos a nivel global. Poder invertir en cualquier parte del mundo reduce la exposición a riesgos macroeconómicos sin obligar al gestor a «resignarse» porque su mandato sea invertir en activos españoles, británicos o rusos.

Distintas Fuentes de los Retornos Recibidos por los HF dependiendo de su estrategia durante el periodo 1990-2005



No es extraño que ante una economía donde los gobiernos destruyen moneda, bajan los tipos y endeudan el sistema, muchos inversores aprovechen para incrementar su exposición a *hedge funds*. En España siguen contando el cuento de que son muy arriesgados y nocivos para la economía... en un país donde han triunfado los ladrillazos, las nuevas y viejas rumasas, los bosques naturales, los sellos, las acciones preferentes invendibles, los bonos convertibles

de ruina y las cuentas super-seguridad de rentabilidad negativa.

En España, en vez de torpedear los fondos con regulaciones absurdas e inconsistentes con Estados Unidos, Singapur o Reino Unido, sería muy positivo fomentar su implantación, pues ayudaría a atraer capital, a modernizar la imagen de nuestro sistema económico, a atraer profesionales de alto poder inversor y a crear empleo. Crear un nuevo fondo no debería ser una gesta plagada de escollos, como le ha ocurrido a algún héroe nacional.

Estamos en un buen momento para aprovechar este aumento del capital inversor, empezar a diversificar con productos más complejos y atractivos, y acceder a una industria donde el inversor puede encontrar transparencia, exigencia máxima al gestor, diálogo abierto y liquidez.

Diez reglas de oro a la hora de invertir

Leído en el Chat: «Mis mejores ideas siempre han venido de no escuchar a los demás».

Hace poco vi un episodio de *Bonanza* (1960) sobre las burbujas económicas. En un momento del episodio, Lorne Greene, el padre de los Cartwright, comentaba a uno de sus hijos: «Mantente fuera del mercado a menos que quieras verte enterrado en papel sin valor». Nada ha cambiado desde entonces. Sin embargo, seguimos creando burbujas económicas y bursátiles. Es esencial no caer en ellas, o por lo menos no seguir en ellas cuando estallan.

Creo que es importante destilar lo que he comentado en estos capítulos en diez reglas de oro para invertir, sabiendo que siempre habrá momentos en los que nos equivocaremos, y que esos son los más importantes a la hora de aprender. Aprender de los errores, no vanagloriarnos de los éxitos.

1. Compre lo que entienda. No existe un valor que no se pueda resumir en tres frases. Apunte sus principales características en cuanto a generación de beneficios, lo que espera el consenso del valor y lo que usted sabe de él que piensa que otros no saben. Y sígalo a rajatabla. Si no entiende los balances de los bancos, de dónde salen las provisiones, cuál es su exposición real a un riesgo, cuáles son los márgenes sostenibles de Lloyd's o por qué las petroleras no ganan más dinero con el petróleo subiendo, simplemente, no invierta.
2. Si compra crecimiento, no ponga en la cartera una acción por valor y la aguante después por dividendo. Lo peor de todo es autoengañarse. Si un

valor es una buena oportunidad por su crecimiento y luego resulta que no se verifica, no lo mantenga después porque es «barato», y cuando caiga aún más, por dividendo. Reconocer errores es esencial. Sobre todo porque esos crecimientos espectaculares pueden ser precisamente indicadores de una burbuja, y cuando estalla el suelo de la acción puede ser muy, muy inferior a lo que usted cree.

3. Fíjese en cifras, no en comentarios. Los comentarios generales y vagos del estilo «es una empresa muy diversificada con muchos activos en el extranjero» son obviedades que ya se sabían y ya están en las estimaciones del mundo financiero; por otro lado, comentarios como «los ratios de valoración tradicionales no sirven para este tipo de valores» indican que la probabilidad de estar delante de una burbuja a punto de estallar es grande. Fíjese en los números, en los beneficios y en el balance, y analice si corresponden a su perfil de riesgo.
4. Las recomendaciones son gratis, las pérdidas son tuyas. Analice los valores e inversiones desde su propia información y perspectiva. Escuche las opiniones de otros, si le parece, pero siempre tómelas como eso, opiniones. Porque si todo va mal, el de las recomendaciones le dirá «los fundamentales no han cambiado» y usted se queda con el agujero en el bolsillo.
5. Piense cuánto puede perder antes de pensar cuánto puede ganar. No es fácil, pero para hacer un análisis de riesgo-beneficio no viene mal partir de la base de que los analistas de los bancos tienden a sobreestimar los beneficios futuros de las empresas en un 12-15% de media. Si asume una pérdida potencial del 20% en un año, por ejemplo, la ganancia potencial debería ser al menos de un 40% para hacer atractivo el riesgo-beneficio. Invierta siempre dinero que le sobre. Las urgencias y las necesidades de liquidez son malas consejeras a la hora de invertir. Y cuando invierta, aunque sea en renta fija o en algo que considere muy seguro, tenga claro que puede perder mucho dinero.
6. Si busca largo plazo, escale sus apuestas. Si invierte con perspectiva de varios años, tenga pólvora seca para poder aumentar posiciones si llegan malos tiempos. Si no, los «rebotes» no le darán nada, sólo mitigará pérdidas.

7. Cuidado con la «teoría del tonto mayor», eso de «los chinos, los rusos, los alemanes, van a venir y comprar esto o lo otro». O peor: «Está tan barato que lo van a comprar en cualquier momento». Cuidado con pensar que un rumor corporativo es cierto, pues en la gran mayoría de los casos no lo es y encierra mucho más riesgo que beneficio potencial. Compre algo que valga más para usted según sus estimaciones como empresa independiente. Y si la adquieren después, mejor, pero que no sea su tesis central. Los chinos son chinos, no son tontos.
8. Hay valores baratos porque lo merecen. Cuidado con las «trampas de valor». Un valor que cotizaba a 12x PER y ahora cotiza a 8x siendo el mismo negocio, teniendo los mismos resultados y el mismo equipo directivo, puede encerrar una trampa de valor que le haga perder dinero porque la empresa destruye valor para el accionista a través de compras megalómanas —que siempre le dirán que «son pequeñas»— o a través de inversiones innecesarias con rentabilidades paupérrimas. De la misma manera, hay valores caros que se hacen más caros. Las empresas que crean valor de verdad se hacen más caras sin adquisiciones y sin fusiones, se hacen más caras porque son más rentables, más fuertes y porque se enfocan en lo que realmente hacen bien.
9. Compre un valor por lo que es, no por lo que al equipo directivo o a los bancos les gustaría que fuese. Tendemos a resaltar áreas o divisiones que en muchos casos son irrelevantes porque no son las que generan la mayor parte de la rentabilidad de la empresa. Esto es lógico como vendedores, pero el comprador debe saber que, igual que cuando compra una crema hidratante sabe que el 80% es agua, en muchas empresas el 80% del impacto en el valor se explica con lo que «no nos gusta comentar» porque no es «sexy».
10. Alineación de intereses corporativos con accionariales. ¿Por qué en muchas ocasiones lo hacen mejor en bolsa las empresas donde los gestores tienen un porcentaje muy alto de su remuneración y de su fortuna personal en el valor? Porque cuidan del dinero que se gastan. Distinga usted a los gestores-empresarios, que son dueños mayoritarios de su empresa, de los gestores-empleado-VIP, que pueden crear mucho valor en algunos casos, pero también pueden dedicarse a alimentar su ego

con el dinero del accionista.

Las frases y los comentarios «alarma»

Leído en el Chat: «El presidente no está cómodo con las preguntas que le hacen»//«No te fastidia... los accionistas no están cómodos con el presidente».

Uno de los cursos más importantes y provechosos que hice en mi vida lo impartía Business Intelligence Advisors, una empresa consultora fundada por ex agentes de la CIA y del gobierno estadounidense que enseña a conocer y entender las posibles señales de que alguien miente o engaña. Aprendíamos a leer modelos de comportamiento y cambios de actitud, y a analizar aquellas frases del lenguaje escrito u oral que pudieran alertarnos de que algo no iba bien. Ese curso fue, junto con el máster del IESE, la formación más valiosa que he recibido desde que empecé a trabajar.

Cuando uno visita cientos de empresas, recibe miles de llamadas de analistas o bancos, y también de correos electrónicos con recomendaciones, la sobredosis de información puede ser insoportable y es extremadamente útil disponer de herramientas para tratar de reconocer dónde puede haber errores o dudas. Mi hijo Pablo, que es un ávido lector y devorador de películas, siempre dice «el libro lo explica mucho mejor», y cuando va al cine en España a ver una película en versión original comenta que «lo que dicen no es lo que pone en los subtítulos». El mercado financiero no es muy distinto, y hay que intentar informarse correctamente para no dejarse llevar por lo que nos quieren transmitir, que a veces es distinto a la realidad. Hay que intentar entender lo que realmente esconde la información, no dejarnos llevar por guiones resumidos y «subtitulados».

Ya hemos hablado de las tres frases más importantes para detectar si un valor

puede ser un buen corto: «los fundamentales no han cambiado», «es una buena empresa» y «tiene buen dividendo». Luego están clásicos como «está todo ya descontado», cuando si algo nos demuestra el mercado es que rara vez se descuenta totalmente un evento, o «mis estimaciones son muy conservadoras», cuando llevamos cinco años consecutivos de revisiones a la baja del 10-12%.

Tras casi diez años en el mundo financiero, he recopilado algunas de las frases y comentarios más curiosos o sorprendentes que he escuchado, tanto de analistas como de empresas y gestores:

- «Nadie tiene el valor, no hay compradores»//Yo: «Todos los días el 100% de las acciones están en manos de compradores»//«Bueno, ya sabes lo que quiero decir»//Yo: «No, no lo sé». Es un truco muy típico intentar vender un valor diciendo que «nadie lo tiene». Primero, es falso, segundo, asume que el hecho de que haya pocos compradores es una anomalía injustificada que se corregirá a medio plazo.
- «La empresa debe hacer una provisión de 4.000 millones, lo cual es muy positivo para la rentabilidad de sus activos». Se trata de intentar vender una noticia negativa (reconocer unas pérdidas) como algo positivo. Claro, y si provisiona el 100% de sus activos tendría rentabilidad infinita.
- «¿Por qué no iba a subir las tarifas a los consumidores un 20% una empresa estatal?» A veces pensamos que las empresas estatales o intervenidas van a funcionar con criterios de mercado, lo cual es un error.
- «Si quitamos el riesgo de deuda soberana, el valor está muy barato.» Como si el riesgo macroeconómico fuera algo así como una inclemencia del tiempo que no tiene ningún impacto sobre el coste de capital de la empresa, los riesgos regulatorios e impositivos y las posibilidades de crecimiento.
- «Yo del riesgo soberano no me preocupo, sólo de los fundamentales», otra gran frase.
- «El *Overhang* no importa porque da oportunidad para comprar más barato.» Otra manera de poner un halo optimista a un problema. El «*Overhang*» se produce cuando existe un porcentaje importante de inversores mayoritarios que deben vender.
- «Tiene una rentabilidad por dividendo muy alta»//Yo: «El bono a 10 años

da una rentabilidad superior»//«¿Qué importancia tiene eso?» Cuando el bono soberano sube de manera exponencial, sube el riesgo país y la rentabilidad por dividendo, por tanto, no es un soporte para el valor aunque sea una buena empresa, porque estaríamos considerando que no existe diferencial de riesgo entre la renta variable y la fija.

- «Recomendamos comprar el valor aunque bajamos nuestras estimaciones un 20%». Prefiero ni comentar.
- «Las empresas semi-estatales tienen menos riesgo porque los estados nunca las dejan caer...» Ni generar rentabilidad para los accionistas.
- «Recomendamos comprar. Los múltiplos de valoración parecen caros a primera vista pero no los consideramos porque los métodos contables de la empresa no son de fiar.» Claramente positivo, una empresa cuyos métodos contables son cuestionables.
- «Recomendamos comprar. El endeudamiento excesivo del grupo no nos preocupa porque lo que nos interesa a estos niveles es la acción, no sus bonos.» Excelente, llámeme el día que quiebre a ver que tal responde «la acción».

Mis frases favoritas escuchadas en reuniones con empresas son:

- «No hemos hecho un “*profit warning*”, es un análisis prudente de estimaciones» (un «*profit warning*» es cuando la empresa revisa a la baja sus estimaciones de beneficio y objetivos a corto o medio plazo); o también: «La empresa hoy es una oportunidad para comprar con un horizonte de inversión de muy largo plazo.» Pero muy, muy largo.
- «El equipo directivo posee pocas acciones de la empresa porque si comprase muchas se podría ver afectada su visión a largo plazo», que se puede traducir fácilmente por «nos forramos de sueldo fijo y primas, destruimos valor y el destrozo en bolsa le rogamos que se lo coma usted».
- «Esta adquisición no ha destruido valor. Depende de tu definición de crear valor.» Esta frase me la dijo una empresa que, tras gastar 40.000 millones en adquisiciones, redujo su beneficio un 34%. Sus gestores crearon mucho valor, a su bolsillo, se aumentaron el sueldo un 12%.

- «Esta empresa no ha reducido jamás su dividendo, pagar el dividendo en acciones es prueba de nuestro compromiso.» Esta frase me la dijo una empresa que lleva cuatro años pagando el dividendo en acciones, es decir, con ampliación de capital dilutiva, pagada por los propios accionistas.
- «Un bono convertible no es dilutivo porque las acciones subirán mucho más en el largo plazo.» La clarividencia de los gestores sobre el valor de sus acciones a largo plazo es solo comparable a su falta de compromiso con el valor a corto plazo.
- «Por supuesto que mantenemos nuestros objetivos, sólo los hemos reevaluado.» Es decir, los han revisado a la baja.
- «Nuestro plan no ha cambiado, sólo se ha pospuesto por la crisis.» Otra gran frase donde la crisis es una especie de OVNI que apareció de la nada y no estaba contemplado en sus «muy conservadoras» estimaciones.
- «La deuda no afecta a los fundamentales...» No, sólo los hunde. U otra frase favorita: «Las provisiones no afectan a la rentabilidad del negocio». No, que va. Nada. Las provisiones son reconocimiento de pérdidas precisamente por la falta de rentabilidad del negocio.
- «A largo plazo nos darán la razón», decía una empresa cuyo valor cayó de 70 euros/acción a 12 euros/acción en tres años. El largo plazo se hace más largo. Ningún gestor despedido.
- «No puede usted juzgar el valor de la empresa sólo por sus beneficios y balance.» No, es cierto, el valor se juzga por lo bonito que es el edificio de oficinas.
- Pero mi frase favorita de todos los tiempos, oída a una empresa italiana, la joya de la corona fue: «Estamos comprometidos con el objetivo de tener la mayor rentabilidad por dividendo del sector». La rentabilidad por dividendo es el dividendo por acción entre el precio de la acción. Y, entre otras cosas, sube... si baja el precio de la acción. La empresa cumplió su objetivo y alcanzó una rentabilidad por dividendo del 12% porque la acción cayó un 45%. Enhorabuena, una frase gloriosa.

En este negocio todo el mundo comete errores. No podíamos dejar de mencionar las frases más sorprendentes de amigos o competidores en la gestión

de fondos, y lo que realmente significan, en mi opinión:

- «El mercado se equivoca»: Me equivoqué.
- «A estos niveles mantengo la posición por valoración»: Me equivoqué y el chicharro que compré con estimaciones de crecimiento infladas ahora ha caído demasiado para admitir mi error.
- «Es sólo una corrección»: Estoy perdiendo hasta la camisa y tengo que convencer a otros de que no vendan.
- «Tiene muchos catalizadores»: No hay por donde mirarla porque esta carísima.
- «El sentimiento de mercado es claramente alcista, pero con nerviosismo»: No tengo ni idea de lo que piensa la gente.
- «El valor esta en soportes históricos»: Me he metido una pérdida de narices, por favor, cómprame unas cuantas.
- «Si yo fuera tú, compraría esta acción»: Si yo fuera yo, te las vendía.
- «El equipo directivo está haciendo lo que puede»: Los resultados van a ser de pena.
- «Está todo muy descontado»: Estoy hasta las cejas de acciones y viene una de cuidado.
- «Estoy teniendo un buen año si lo comparas con los índices»: Voy perdiendo hasta en el carnet de identidad y estas Navidades los regalos van a ser de rebajas... pero otros lo hacen peor.

Libros, cine y música sobre mercados

Leído en el Chat: «¿Qué es Warrant?»//«La versión bono basura de una fusión entre Van Halen y Def Leppard».

Leído en el Chat: «¿Wall Street 2... El dinero Nunca Duerme?»//«No, qué va, ronca. Soporífera».

Me encanta el cine, los libros y, sobre todo, soy un apasionado de la música. A lo largo de los años he ido creando mis listas personales de libros, películas y canciones que he comentado en *El Confidencial* y que me han ayudado a comprender mejor este mundo en el que vivo. El libro que más me impactó sobre el mundo de los *hedge funds* y que considero absolutamente esencial para cualquiera que quiera adentrarse en este mundo es *More Money Than God: hedge funds and the Making of the New Elite* (Más dinero que Dios: los *hedge funds* y el nacimiento de una nueva elite), de Sebastian Mallaby, un libro donde se habla de los grandes gestores y su importancia en el mundo financiero a la hora de analizar el mundo de una manera crítica e innovadora. Otro libro esencial para entender a los *hedge funds* que analizaron y descubrieron la crisis de hipotecas y el exceso de los bancos es *La Gran Apuesta* de Michael Lewis.

El libro que más me enseñó a entender la economía global y a poner en contexto la crisis actual es *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necesidad financiera*, de Carmen Reinhart y Ken Rogoff, una guía imprescindible para todos los que dicen que la crisis actual no tiene parangón y que el sistema antes era mejor y más controlado, donde se demuestra que el mundo lleva generando ciclos económicos expansivos y recesivos, en muchos casos mucho mas

agresivos que el actual, desde hace setecientos años. Para entender la historia de la gran crisis del 29 y los errores que se cometieron, el mejor libro es *Los señores de las finanzas: Los cuatro hombres que arruinaron el mundo*, de Liaquat Ahamed; y para entender los errores y las consecuencias de la política expansiva suicida de los bancos centrales y sus efectos, sobre todo la creación de burbujas artificiales, merece la pena leer *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy* (El origen de las crisis financieras: Bancos centrales, burbujas de créditos y la falacia del mercado eficiente) de George Cooper.

Cuando me preguntan los pequeños inversores y lectores sobre posibles guías para invertir adecuadamente, creo que el mejor libro, con mucha diferencia es el que desmonta los mitos a los que estamos acostumbrados desde hace décadas y que aún escuchamos en radio y televisión, el libro se llama *12 Investment Myths: Why Individual Investors are Failing Miserably and How You Can Avoid Being One of Them* (12 mitos de la inversión: Por qué los inversores individuales tienen tan malos resultados y cómo evitar ser uno de ellos), de Jack Calhoun. Y no debemos olvidar la Biblia sobre bonos, *Bond Markets, Analysis and Strategies*, de Frank J. Fabozzi, y los dos libros esenciales para entender el mercado energético: *La Historia del Petróleo* y *The Quest* (La búsqueda) de Daniel Yergin.

Seguiré con mis películas favoritas para entender la economía. Hay muchísimas películas sobre el mundo financiero, desde *Wall Street* a *Inside Job* o *Margin Call*, pero mis favoritas son fundamentalmente las siguientes:

El Pisito (1959) de Marco Ferreri es todo un alarde de ironía y realismo sobre la economía familiar. Si hay una película que, en mi opinión, muestra con toda su crudeza las dificultades económicas de la clase baja para encontrar una vivienda digna, es ésta. Con un humor espléndido del gran Rafael Azcona, magistral guionista y escritor cuya obra debería ser asignatura obligatoria en cualquier máster de economía y finanzas español. Mucho nos habríamos ahorrado de la crisis si nuestro país estudiase Azcona-ísmo en vez de burbujismo dominical. El cine español también nos dio una fantástica lección sobre burbujas, esquemas piramidales y engaños que no supimos aprender ante casos como Madoff, Nueva Rumasa, Forum Filatélico, Bosques Naturales, etcéteras. José Coronado está simplemente insuperable en *La vida de nadie* (Eduardo

Cortés, 2002), una cinta basada parcialmente en la vida de Jean Claude Romand, creador de un esquema Ponzi con el que engañó a toda su familia y amigos.

En una época en que los derechos sociales, la emigración, los desahucios y el papel de los bancos han sido titulares casi diarios, *Las uvas de la ira* (*The Grapes of Wrath*, 1940, John Ford) y *Qué Bello Es Vivir* (*It's A Wonderful Life*, 1946, Frank Capra) son dos obras maestras que nos muestran lo poco que han cambiado las cosas, con temáticas y mensajes que son hoy más relevantes que nunca.

Entre las mejores películas sobre el entorno bursátil se encuentra en mi opinión *El informador* (*The boiler room*, 2000, Ben Jonker), que muestra a la perfección la cultura de los brókers y vendedores más agresivos desde la perspectiva de un chiringuito financiero. Vale la pena resaltar la escena donde convencen a un cliente y completan una venta:

«Por ser una cuenta nueva sólo puedo venderle 2.000 acciones.

«¿2.000? Es mucho más de lo que quería... pero, tengo curiosidad... ¿por qué no puede venderme más? Vale, deme 2.000.»

Wall Street (1987, Oliver Stone) será recordada toda la vida por su personaje, Gordon Gekko y su discurso de «*greed is good*» (la avaricia es buena), pero desde mi punto de vista, la película que mejor refleja el ambiente de avaricia y exceso de los ochenta, es *American Psycho* (2000, Mary Harron), basada en la excelente novela de Bret Easton Ellis a través de la metáfora absolutamente brillante de un banquero de inversiones que es a su vez un asesino en serie, equiparando el egoísmo de aquella época y aquella cultura con el desprecio por las personas de un psicópata. Si además leen el libro, merecen resaltarse los capítulos en los que el protagonista habla de música, y en los que muestra su personalidad esquizofrénica a través de algo tan inocente como es su análisis de la discografía de Whitney Houston o Genesis.

Pasando al entorno corporativo, una de mis películas favoritas sobre el tema es *Glengarry Glen Ross* (1992, David Mamet). Se trata de la adaptación de una gran obra de teatro del mismo director y convertida en una hermosa pero durísima película sobre el mundo corporativo y la competitividad dentro del negocio inmobiliario. Los personajes de Alec Baldwin como el jefe déspota sin

escrúpulos y Jack Lemmon como el vendedor que busca su última oportunidad de demostrar que sigue siendo bueno son excepcionales. Las conversaciones con supuestos clientes que fingen estar interesados en comprar sólo para tener algo de compañía y una conversación son tan importantes como ejemplos de las miserias del entorno corporativo como las de los vendedores contando sus batallas.

Blake, el jefe en Glengarry Glenross (Alec Baldwin): «El primer premio en el concurso al mejor ventas es un Cadillac Eldorado. ¿Quién quiere saber el segundo premio? El segundo premio es un juego de cuchillos. El tercer premio es: Estás despedido».

Otra es *Trabajo basura* (*Office Space*, 1999, Mike Judge). Es sin lugar a dudas la mejor crítica que he visto sobre el día a día de una oficina, con los personajes típicos (el jefe inútil, Gary Cole, excepcional) y las relaciones ficticias entre trabajadores dentro de un entorno desmotivador.

En el Máster del IESE el profesor Santiago Álvarez de Mon nos dio una clase fantástica sobre gestión, mando y relaciones laborales usando como ejemplo la película *Marea roja* (*Crimson Tide*, 1995, Tony Scott). A día de hoy la sigo considerando un manual de gestión y negociación que todo el mundo debería analizar. Toda una organización económica y estratégica, errores y aciertos, y decisiones bajo presión. Excelente Gene Hackman, como nunca.

Capitán Ramsey (Gene Hackman): «Estamos aquí para defender la democracia, no para practicarla».

El último gran bloque de películas sobre economía lo dedico a aquéllas que, en mi opinión, muestran aspectos esenciales de los Estados Unidos y del sistema económico capitalista. *Entre pillos anda el juego* (*Trading Places*, 1983 John Landis) es una pequeña maravilla y una gran metáfora sobre América, la cultura económica del éxito, los prejuicios sociales, y los mitos e incongruencias de todo un sistema magistralmente desarrollado por Landis no sólo a través de los dos protagonistas (Eddie Murphy y Dan Aykroyd) sino de unos secundarios que explican más sobre el capitalismo que muchos libros. Denholm Elliott, el mayordomo eficiente y obediente, Jamie Lee Curtis, la prostituta que invierte en bonos sus beneficios, y Ralph Bellamy y Don Ameche, los geniales hermanos multimillonarios fundadores de Duke & Duke que hacen apuestas sociológicas sin preocuparse por el daño que hacen a las personas. Fantástica la escena en la

que los hermanos Duke explican al novato Eddie Murphy cómo funciona el mercado de materias primas:

«Explícale la parte buena.

»La parte buena es que no importa que nuestros clientes pierdan dinero o lo ganen, Duke & Duke obtiene sus comisiones».

Cierro este apartado con una de mis películas favoritas de todos los tiempos. *Pozos de ambición* (*There Will Be Blood*, 2007, Paul Thomas Anderson) es una obra maestra absoluta sobre la creación y el desarrollo de una de las industrias más importantes del mundo, la petrolera, con un análisis crítico y muy detallado de todos los segmentos implicados: industrial, inmobiliario, hasta el religioso.

La frase: «Mi pajita avanza por toda la habitación y empieza a sorber tu batido... ¡Yo me bebo tu batido! ¡Me lo bebo entero!», resume maravillosamente la política de expansión de la industria petrolera y el ascenso de las grandes multinacionales del sector.

Si pasamos a música, las siguientes son mis canciones favoritas para cabalgar por los agitados mares del mercado financiero.

Imagínense una sala de trading, con varias personas mirando pantallas y movimientos bursátiles. De vez en cuando, uno pone una canción en los altavoces. Una de estas personas soy yo y éstas son algunas de nuestras canciones favoritas para entornos turbulentos.

«*Helter Skelter*», de The Beatles es perfecta para definir un día en la vida de un gestor de fondos. El mercado es un tiovivo. Una alegoría de McCartney sobre el subidón y posterior bajón de algunas drogas nos sirve como metáfora de lo que hace la bolsa. «*When I get to the bottom, I go back to the top of the slide*» (Cuando llego al fondo subo a la cima).

Hay canciones que no tienen un significado especial, sólo alegran a todo el mundo en cuanto suena su primer acorde. Una de ellas es «*Louie Louie*», de The Kingsmen. Una canción garajera, divertida, perfecta para la apertura de la bolsa. Tan perfecta que aunque al grabarla el cantante cometió un error y empezó a cantar en una estrofa antes de que le tocara, la discográfica publicó la versión con el error por su frescura y calidad.

Existen épocas y estilos musicales que definen momentos muy específicos. En nuestro caso, como todos pasamos de la treintena, el rock, especialmente el heavy metal de los setenta y ochenta, ha inspirado muchos momentos divertidos.

Un himno para la apertura del mercado americano es el tema de Mötley Crüe «*Kickstart My Heart*», «*Kashmir*» de Led Zeppelin, o el clásico de The Ramones «*Blitzkrieg Bop*», sin olvidar el himno de AC/DC a la cultura del dinero, «*Money Talks*», que a veces parece que hubiese sido compuesto en Berkeley Square, donde se concentran la mayoría de los *hedge funds* en Londres.

Tras años de destrozo económico global, políticas de estímulo y tipos bajos, también hemos asignado un himno para los keynesianos de la máquina de imprimir, para los defensores del «a largo plazo todo se soluciona», para los que intentan cuadrar el círculo: se trata de «*Folding Stars*» de Biffy Clyro... «*Tomorrow is a promise to no-one... you're folding stars*» (Mañana no es ninguna promesa..., no haces más que doblar estrellas). Por supuesto, tenemos también un clásico para cuando habla Draghi, Merkel o cualquiera de nuestros queridos políticos, y es «*Rebellion (Lies)*» de Arcade Fire.

Pero si hay un compositor que encapsula, describe y define la cultura capitalista con una ironía y un humor absolutamente espectacular ese es Randy Newman, que se hizo famoso por sus bandas sonoras de películas de Disney. Sus canciones «*My Life Is Good*», «*It's Money That I Love*» o «*It's Money That Matters*» son disparos certeros al corazón del sistema... hechos como autocrítica desde dentro del mismo, por un multimillonario que vive en Beverly Hills.

Para terminar, la canción de febrero, cuando se pagan las primas o se despide a la gente, el tema para esos momentos de vértigo en que el mercado se desploma porque un político u otro dice algo negativo... «*Auf Wiedersehen*», de los geniales Cheap Trick.

El día a día de un *hedge fund*

A lo largo de estos años he recibido cientos de preguntas de todo tipo sobre la industria financiera. Cuando doy alguna charla, me doy cuenta de que existen aún muchos mitos y errores sobre el sector de *hedge funds*, así que espero que mis comentarios sirvan para aclarar algunos conceptos.

Una de las preguntas más habituales es qué tipo de inversores tenemos. En los *hedge funds* invierten fundamentalmente grandes fortunas privadas, fondos de pensiones y fondos soberanos, y para recibir información del fondo o poder invertir debe ser considerado un «inversor cualificado», es decir, tener un nivel de conocimiento financiero sofisticado y detallado. Un inversor es considerado cualificado por los asesores legales del fondo sobre la base de los requisitos establecidos por la FSA o la SEC, organismos reguladores. En el folleto de cada fondo se explica con detalle.

La relación con los gestores del fondo depende de lo que pida el cliente. Todos los fondos publican una nota informativa con un análisis semanal o mensual de la cartera, tienen departamentos de relaciones con inversores que responden a cualquier pregunta y en algunos casos realizan conferencias telefónicas periódicas con los gestores, que suelen estar abiertos a cualquier consulta.

Las cantidades mínimas para invertir en un *hedge fund* son de unos 500.000 dólares o más, lo que también supone un «filtro» del tipo de inversor que puede acceder a estos productos. No es para cualquiera.

Conviene resaltar que los entes reguladores son extremadamente estrictos, algo que contrasta con la falsa imagen de que los fondos alternativos funcionan sin regulación. La percepción de que este es un mercado no regulado y de

cowboys es incorrecta. La FSA, la SEC, nuestros órganos internos de control y los propios inversores ejercen un análisis detallado de todo lo que se hace.

Por ejemplo, no podemos hacer inversiones personales a nuestro capricho. Cada vez que vamos a hacer una inversión privada tenemos que pedir permiso al responsable de control del fondo, que nos da autorización. Esa autorización es por escrito y se concede antes de llevar a cabo la inversión. Esa misma persona revisa, por ejemplo, mis artículos o este libro.

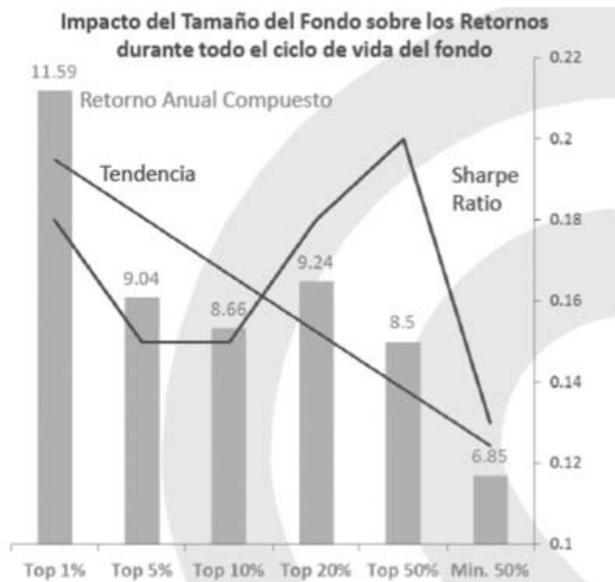
Por los servicios prestados, el fondo cobra una comisión de gestión que se sitúa entre el 1,5% y el 4%, y una comisión por beneficios que se sitúa entre el 15% y el 30%. La crisis no ha cambiado mucho estas comisiones o las cantidades mínimas a invertir. Algunos fondos han bajado sus comisiones para hacerlas más competitivas o porque han lanzado productos diferentes, pero las cantidades mínimas siguen siendo similares.

Hay muchas categorías de fondos, pero si diferenciamos por tamaño, podríamos decir que uno mediano gestiona entre 500 y 2.000 millones de dólares y que los pequeños se mueven entre los 100 y los 500 millones de dólares. Normalmente el nivel de independencia como gestor, de libertad para invertir en distintos sectores y tipos de productos financieros es mayor en los fondos medianos y pequeños, pues a diferencia de lo que ocurre en los grandes no hay especialistas por sectores. Los grandes suelen ofrecer un trato menos directo con los gestores.

Esas cifras de activos bajo gestión suelen confundir al gran público, que a veces piensa que todo ese dinero se mueve cada día. Sin embargo, en un día normal lo lógico es operar comprando y vendiendo un 1%, máximo un 3% del total. Muy pocos fondos mueven cada día más de un 5% de sus activos.

Las rentabilidades varían. A mí particularmente no me gusta diferenciar por tamaños, aunque me preguntan mucho en entrevistas si las rentabilidades cambian de manera exagerada dependiendo de los activos bajo gestión. Históricamente, los fondos medianos son más rentables porque los gestores tienen más capacidad de maniobra, ya que mover un fondo de 20.000 millones de dólares es como mover un transatlántico.

Impacto del Tamaño del Fondo sobre los Retornos, Enero 1995 – Dic. 2009				
	Retorno Anual Comp. %	Desv. Estand. %	Sharpe Ratio	Masa Monetaria Mínima (USD m)
Top 1%	11.59	11.83	0.18	103.696
Top 5%	9.04	9.81	0.15	7.865
Top 10%	8.66	9.42	0.15	3.511
Top 20%	9.24	8.69	0.18	2.057
Top 50%	8.50	6.75	0.20	473
Min. 50%	6.85	7.20	0.13	1



En cuanto al número de empleados, depende de la estrategia y del nivel de especialización. No existe un número mágico de empleados. Un fondo mediano de 1.000 millones de dólares puede contratar entre tres y cuatro gestores y entre veinticinco y treinta analistas profesionales.

En los *hedge funds*, los gestores tienen un gran porcentaje de su dinero personal invertido en su propio fondo. También ocurre en los fondos tradicionales, pero el porcentaje es mucho menor. Yo, por ejemplo, tengo todos mis ahorros en los fondos que gestiono, uno específico y tres carteras dentro de otros. Como nuestra estrategia está muy orientada al análisis fundamental y tenemos inversiones en toda la cadena de valor energética, tenemos una cantidad de empleados superior a la media en análisis, y menos traders técnicos o direccionales. La mayor parte de las inversiones se hacen con análisis propio, aunque también se utilizan análisis de bancos o consultores y todos efectuamos nuestras decisiones de trading electrónicamente a través de un sistema de compra y venta que luego se reparte entre distintos brókers, que cobran una comisión. Así es como se paga por los servicios de los bancos.

En mi caso particular, seguimos una estrategia casi neutral al mercado, con un horizonte inversor de seis meses a un año y medio, no somos traders intra-día.

El análisis y decisión de qué valores entran en la cartera es un proceso de descarte. Analizamos una media de seis nuevas empresas cada mes. Si no nos gustan, no invertimos, pero eso no significa que no sigamos sus resultados, y

puede entrar posteriormente en la lista de inversiones. Normalmente el proceso completo de análisis de un nuevo valor suele durar un mes, desde que se empieza a crear el modelo de valoración hasta que se decide si se compra o se vende. Cada analista sigue a unas 250-300 empresas, de las que normalmente no más de 20-30 acaban incorporándose a la cartera.

Algo que creo que es importante resaltar es que los gestores son los únicos responsables de lo que entra o sale de la cartera. Los analistas se ocupan de analizar y de recopilar los datos, y no hacen recomendaciones vinculantes, solo sugerencias. Así se evita que compitan por incluir valores en la cartera o mantenerlos aunque no estén convencidos.

Normalmente analizamos un entorno macroeconómico o sectorial en el que veamos potencial. Una vez hemos decidido invertir en algo, buscamos empresas que estén bien posicionadas para beneficiarse, o salir perjudicadas, ante ese entorno macro.

Ver a los directivos de las empresas es importante para hacerse una idea de su personalidad, de cómo ven el mundo, para analizar sus reacciones ante cierto tipo de preguntas, para conocer sus opiniones sobre temas generales, etc., no por la información que dan, que es pública siempre.

En muchos fondos los gestores pagan de su bolsillo un 20-40% de los gastos de análisis, por eso hay que tener cuidado con pasarse ya que todos nos beneficiamos de mantener los costes controlados. La crisis no ha supuesto un gran cambio a la hora de gastar en análisis para entender bien a las empresas, aunque, como comentaba en un capítulo anterior, se han acabado los aviones privados, aunque eso tampoco era muy habitual en 2005-2007.

Una vez hemos analizado la empresa a nivel fundamental usamos el análisis técnico como herramienta adicional. Utilizamos indicadores de sobre-venta, sobre-compra, fortaleza relativa y Demark. Para mí el análisis técnico es muy útil como herramienta secundaria, pero estoy tan en contra de utilizarla como único soporte como de ignorarla.

El objetivo de una buena cartera es que entre un 55 y un 56% de las ideas sean correctas, aprender a cortar pérdidas, asumir errores en las inversiones que no funcionen y crear una cartera que pueda aumentar de tamaño. Por eso evitamos al máximo las apuestas direccionales agresivas.

Tengamos en cuenta que, en los fondos en los que yo he trabajado, los

traders son ejecutores, no toman posiciones ni deciden cuándo entrar o salir, sólo dan su opinión sobre lo que piensan en términos de dirección y volatilidad. Compran y venden lo que les decimos cuando se lo indicamos.

Pero eso cambia dependiendo del estilo y hay algunos *hedge funds* donde los traders tienen una labor muy específica de generar beneficios con movimientos de mercado.

Las plataformas de trading, en cualquier caso, son las mismas para todos los fondos. Brókers, Direct Market Access... No hay privilegios o ventajas para un fondo u otro a la hora de acceder a liquidez.

En un día normal, por ejemplo, yo trabajo de siete de la mañana más o menos hasta que cierra EE.UU., a las 21.30 hora inglesa. Eso no significa que esté encerrado en la oficina todo ese tiempo. La Blackberry y el iPad nos permiten trabajar en cualquier lugar a cualquier hora. Aquí se trabaja siempre que esté abierto el mercado, aunque estemos de vacaciones o de viaje, siempre estamos atentos a los correos.

Tenemos pocas reuniones internas porque estamos en contacto directo y decidimos sobre la marcha. No necesitamos sentarnos a discutir para tomar decisiones sobre los valores. Son instantáneas. Los que me siguen en Twitter saben que respondemos casi inmediatamente. Viajamos dependiendo de lo que consideramos necesario. Yo, como tengo que ir a EE.UU., Latinoamérica, África y Oriente Medio con frecuencia, tiendo a intentar hacer dos viajes largos al año. En mi época en Estados Unidos aprendí a levantarme a las 2 o 3 de la mañana para seguir la apertura en Londres, etcétera. Hay que llevar una rutina de sueño que permita seguir el mercado estés donde estés. Y los fines de semana reviso carteras e informes.

En una semana habitual dedico alrededor de un 35% del tiempo a recibir o visitar empresas y analistas, sea en nuestras oficinas o viajando. Cada cinco días vemos a seis o siete empresas más o menos. Un 50% aproximado del tiempo lo paso revisando carteras, comprando y vendiendo y un 15% escribiendo ideas y estrategias para discutir y debatir, siempre por escrito, con los otros gestores. Yo además suelo usar frecuentemente las redes sociales, que me han permitido conocer a gente muy interesante y con opiniones muy válidas. Todo lo que sea aprender me interesa.

En el primer fondo donde trabajé aprendí rápidamente a gestionar el tiempo

lo más eficientemente posible, pues pasé de cubrir seis empresas a más de 150. Para mí la única clave del éxito en el trabajo es hacer lo que te gusta, y como éste me encanta, es un placer para mí hacerlo, igual que dar charlas y clases, pues considero que además de un gusto es una obligación intentar divulgar la cultura financiera y económica. Mi pasión es el trabajo, la familia, la música y el cine.

La personalidad de casi todos los gestores y analistas de *hedge funds* que conozco es muy singular, con un gran sentido crítico, y además, como decía un amigo mío, «con un poco del genio loco de *Regreso al Futuro*». Pero es gente con la que nunca he tenido dificultades para colaborar, hay un ambiente extremadamente colaborador y positivo. El hecho de que no haya jerarquías, que el éxito o el fracaso de alguien no dependan de amistades con el jefe, de contactos familiares o de la capacidad de «despacheo», supone una gran diferencia con respecto a otros entornos laborales. En los nueve años que llevo en la industria de *hedge funds* no me he encontrado nada más que buenos colegas y competidores, compañerismo, comprensión y colaboración.

Otro mito del mundo de la gestión alternativa es pensar que es un mundo «de hombres». Hay grandes mujeres gestoras. Yo he conocido excelentes analistas y managers. Por ejemplo, para mí la persona con más experiencia y que mejor entiende y analiza a los bancos globales es una mujer, y en el *hedge fund Journal* pueden encontrar la lista de las cincuenta mujeres más poderosas en este mundo. Algunas se encuentran entre las que han conseguido mejores rentabilidades y de una manera más consistente dentro del mercado.

La principal ventaja de tratar cada día con este tipo de profesionales es poder aprender de gente que siempre tiene algo interesante que decir y que analiza como tú, te ayuda a cuestionar tu percepción y a intentar mejorar.

Como les comentaba en un capítulo anterior, en el año 2005 un amigo y yo creamos un chat en el que participaban varios gestores de otros fondos globales, un chat que sigue hoy operativo y más activo que nunca. Todos los días se aprende de los demás, de todo lo que les preocupa y de cómo ven la realidad económica. Todos hablamos de nuestros éxitos y fracasos. Es un ambiente relajado y, a veces, divertido. Nunca he visto competencia desleal entre gestores. Nunca he visto otra competición que no fuera la de intentar generar rentabilidades superiores.

Aunque parezca un mundo agresivo, y ciertamente lo es en parte, no se generan grupos de elite. Hay mejores y peores gestores y, en general, todo el mundo colabora y compite contra sí mismo y contra todos. Pero no hay beneficio en las puñaladas por la espalda, porque hasta el mejor gestor del mundo tiene días malos y malas rachas.

A pesar de la enorme cantidad de gestores y analistas que se despiden anualmente, también se comprenden las malas rachas si son justificadas, si el gestor ha tenido otros años buenos, sabe reconocer su error y analiza inmediatamente cómo solucionarlo, pero no es algo eterno. Cuando ocurre demasiadas veces, sabes que el problema no es puntual.

La compensación económica está orientada fundamentalmente a la parte variable, a la prima por productividad, por beneficio. En los bancos de inversión los salarios fijos son más altos. En los *hedge funds* los salarios fijos suelen ser bajísimos y la mayor parte de la remuneración va ligada a los beneficios. Cuando leo críticas a la «cultura de la prima» y al tipo de remuneración de los fondos de inversión yo siempre digo que es una forma de remuneración muy específica para una industria en la que el cliente quiere rentabilidad, y además suelo responder con una pregunta: ¿Qué le parece que un gestor cobre un buen sueldo y una prima decente y genere rentabilidades negativas durante años?

Cuando usted invierte en un fondo quiere que el gestor trabaje por su dinero con la máxima responsabilidad, diligencia y control del riesgo. No hay mejor manera de pagarle que con una remuneración ligada a sus resultados, pues de este modo se garantiza que el gestor va a trabajar duro por su dinero.

En muchos *hedge funds*, para hacer la vida más agradable —o para evitar que la gente salga de la oficina, uno nunca sabe— suele haber gimnasio, restaurante y otros complementos. En el fondo americano donde yo trabajé teníamos comida las veinticuatro horas del día —como no podía ser de otro modo conociendo el apetito norteamericano—, y de todo tipo además. Enormes bandejas de ensalada, filetes, pollo, huevos cocinados de mil maneras, pescado, comida japonesa, mediterránea, mejicana (muy de moda en aquella época), donuts, dulces y pasteles a disposición de todos a cualquier hora. En algún fondo tienen dentista y médico. Recuerdo unos peluqueros rusos que venían cada cierto tiempo y daban un repaso a media oficina. En mi fondo anterior teníamos limpiabotas, peluquería, lavandería, tintorería y agencia de viajes, por ejemplo.

Todo lo necesario para que salgas lo mínimo posible de tu oficina.

La enorme mayoría de los *hedge funds* están en EE.UU. y Reino Unido, luego Ginebra, Singapur... y hay casos aislados en otros países. Si la regulación fuera más atractiva y abierta al capital internacional, España sería uno de los destinos preferidos, por sus modernas ciudades, buen clima e infraestructuras adecuadas. Sin embargo, la regulación es tremendamente restrictiva y España pierde la oportunidad de atraer capital y ser otro Londres o Singapur.

Normalmente, los candidatos que se contratan vienen de grandes universidades, Harvard, Stanford, Oxford y otras. Lamentablemente, la universidad española no prepara a gente para el mundo financiero, sólo Cunef o ICADE tienen un programa específico. Pero no piensen que sólo se puede entrar en este mundo pagando enormes tasas universitarias; hay muchos gestores que estudiaron en universidades públicas. Yo hice mi carrera en la Universidad Autónoma de Madrid, y me ha ido estupendamente. No pensemos que las universidades son garantía o impedimento de nada.

Si un joven quiere acceder a este mundo, la carrera más lógica para elegir es la de economista, aunque no es una garantía, ni siquiera la carrera ideal. Cualquier carrera vale (en la City hay arquitectos, licenciados en arte o en filosofía) siempre que se acompañe con un MBA y un certificado de análisis financiero, como el CFA (Certified Financial Analyst) o el CIIA (Certified International Investment Analyst), por ejemplo.

A la hora de buscar talento para un fondo, la enorme mayoría de las selecciones no se hacen directamente sino a través de «*headhunters*» (cazatalentos). Lo mejor es ponerse en contacto con ellos o agencias especializadas en la industria financiera y que ellos guíen al candidato hacia donde haya demanda. La competencia por encontrar talento, a pesar de la crisis, es feroz, y los buscadores de profesionales no paran. Suelen buscar gente con experiencia, con un buen historial de beneficios y baja volatilidad, que sepa gestionar carteras grandes y con una personalidad muy específica, que sepa aguantar la presión, que tenga pasión por el mercado y que trabaje sin descanso. Merece la pena crearse un historial de beneficios («*track-record*») que incluya todas las variables: volatilidad, peso relativo de largos y de cortos, volatilidad, caídas máximas, beneficios diarios máximos, etcétera. Sin estos datos, hoy en día no sirve de mucho dar cifras aparentemente espectaculares.

Entrar en un fondo como gestor es muy duro. Hay que construirse un historial, acceder a capital suficiente de entrada para garantizar una base sólida y buscar las oportunidades donde estén. No es fácil. Yo tardé 15 años y me tuve que ir fuera de España. Les recomendaría que hicieran lo que yo hice: echarse la manta a la cabeza, ir a un fondo internacional, intentar construir un historial de rentabilidad contrastable y público en un fondo establecido y luego crear una base de clientes que quieran apostar por uno.

Mi recomendación final para cualquier candidato o joven universitario, sea chica o chico, que quiera acceder a este mundo es que persevere, que no se dé por vencido, que aprenda de todas las experiencias y que jamás intente buscar atajos o descarte ningún tipo de formación. Que cuestione todo lo que le presenten. Yo pasé de ver la economía desde una perspectiva neoclásica a convencerme de las tesis austriacas, de dar por válido el «*peak oil*» a comprobar sus errores; y en el camino me he equivocado y me equivoco en muchas decisiones de inversión, todos los días. La cuestión es aprender y debatir con todo el mundo, tanto con los que están de acuerdo como, sobre todo, con los que están en desacuerdo... siempre que sean personas inteligentes, bien informadas y con puntos de vista interesantes. No confundan los dogmas y las ruedas de molino con la seguridad y la convicción.

Si desean con todas sus fuerzas entrar en este mundo y es su objetivo primordial —de verdad—, lo conseguirán. No lo duden.

Despedida

El día que terminé de escribir este libro me enteré de que un buen amigo con el que había trabajado durante dos años, Chris, había sido despedido. Chris formaba parte de nuestro chat desde 2005 y era un clásico en el mundo de los *hedge funds*.

Quedamos a tomar un trago y comer algo de sushi en el Nobu de Berkeley Square. No había mucha gente en el bar y se podía conversar. Podía reconocer algunas caras familiares, gestores de fondos, analistas, banqueros, alguna modelo, un par de músicos, un diseñador de ropa... Todo el mundo parecía haber dado por olvidado el año y se disponían a empezar desde cero el dos de enero.

Chris se encontraba bien de ánimo. Tras quince años en la City estaba acostumbrado a los buenos y los malos tiempos. Le habían despedido injustamente, negándole la prima que le correspondía por el último año trabajado y me contaba que probablemente tendría que llevar al fondo a juicio.

Mientras me explicaba lo cansado que estaba de este trabajo, que se estaba planteando la posibilidad de dejar el mercado, tal vez incorporarse a una empresa industrial, viajar por el mundo para aclarar sus ideas o dar clases, se nos acercó un cazatalentos, Herbert. Mi amigo le contó su situación y Herbert le emplazó a llamarle al día siguiente porque tenía un par de posibilidades que le podrían interesar. Agradeciéndole la amabilidad, Chris le dijo que no estaba seguro, que estaba harto de todo esto y que le apetecía un cambio.

«Por supuesto» le dijo Herbert. Y se despidió.

De camino a casa, la radio comentaba las últimas noticias económicas. El presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, anunciaba que la economía seguía mostrando señales de debilidad y que no descartaba un nuevo programa

de estímulo. En Europa, Francia subía de nuevo los impuestos. España se preparaba para incumplir el objetivo de déficit y anunciaba nuevas tasas. Portugal y Grecia veían su producto interior bruto decrecer más de lo esperado. El Banco Central Europeo anunciaba la supervisión bancaria y Reino Unido revisaba a la baja sus estimaciones de crecimiento. China, Brasil y Japón también preparaban nuevos programas para inyectar adrenalina al enfermo crónico de la economía global. La inflación de los países de la OCDE seguía siendo «moderada» en cifras oficiales, mientras los indicadores reales subían por encima de estadísticas gubernamentales.

Sin embargo, tanto la prensa como los bancos, los políticos, los sindicatos, los ciudadanos y los operadores financieros pedían más expansión monetaria. A pesar de los mensajes diarios de los bancos centrales, la velocidad de circulación del dinero seguía desplomándose. La actividad económica no se recuperaba.

Un lector me recordó un episodio de la historia financiera: entre 1790 y 1793 se emitieron en Francia 3.500 millones de papeles llamados Assignats, que pronto perdieron un 95% de su valor inicial. El recién nombrado Ministro de Finanzas, Claviere, prometió forzar las máquinas e imprimir más dinero. Los precios continuaron subiendo inexorablemente. Los impuestos subían y la confiscación de propiedades se aceleraba. Los jacobinos introdujeron la «Ley del Máximo» prohibiendo subir precios, a la vez que castigaban con multas, cárcel y hasta la guillotina a quien rechazase el pago mediante papel moneda. Tan sólo consiguieron que cerrasen las tiendas. Finalmente, los disturbios y las revueltas por falta de pan acabaron con la Revolución.

Eso sí, los precios y los activos especulativos subieron.

Al día siguiente vi la evolución de los activos de riesgo. Las bolsas subían, las materias primas y el oro también, mientras las economías se contraían, los beneficios empresariales se estancaban, subían los impuestos y la producción industrial bajaba.

Al cabo de un par de semanas, Chris me envió un chat a través de Bloomberg. El mensaje decía: «*I'm back! Man, I love this game*» («¡Estoy de vuelta! Tío, adoro este juego»).

Londres, diciembre de 2012

En este libro he intentado mostrar en primer lugar el lado humano de los mercados, las alegrías y las dificultades que genera cada día, luego mis opiniones sobre la economía y la crisis en general, y finalmente un análisis más técnico sobre mi experiencia como inversor en bolsa.

Para mí ha sido un placer recopilar varios años de ideas, comentarios y análisis en una obra que espero haya sido divulgativa y de su agrado.

Mañana, cuando haya terminado de leer este libro, el entorno financiero será completamente distinto, la economía seguirá evolucionando y, con un poco de suerte, tendremos la oportunidad de seguir aprendiendo algo nuevo. Recuerden que la crisis es una oportunidad. Y mucha suerte.

Todas las opiniones expresadas en este libro son personales, no reflejan en ningún caso la opinión o filosofía de la empresa en la que trabaja Daniel Lacalle ni sus inversiones, y no constituyen una recomendación de compra o venta. Las personas descritas son personajes creados con las características de distintas personalidades, reales y ficticias. Las empresas y fondos descritos están novelados y creados con elementos de diversas entidades.

Libros recomendados

- Ahamed, Liaquat, *Lords of Finance: 1929, The Great Depression, and the Bankers who Broke the World* (traducción castellana: *Los señores de las finanzas: Los cuatro hombres que arruinaron el mundo*, Deusto, 2010).
- Calhoun, Jack, *12 Investment Myths: Why Individual Investors are Failing Miserably and How You Can Avoid Being One of Them*, Robert D. Reed Publishers, 2011.
- Cooper, George, *The Origin of Financial Crises: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, Harriman House, 2008.
- Fabozzi , Frank J., *Bond Markets, Analysis and Strategies*, Pearson, 2006.
- Fernández, Pablo, *Valoración de Empresas*, Gestión 2000, Barcelona, 2001.
- Fisher, Philip A., *Common Stocks and Uncommon Profits*, Wiley, 2003 (traducción castellana: *Acciones ordinarias y beneficios extraordinarios*, Deusto, 2009).
- Hayek, Friedrich, *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, Chicago, 2011 (traducción castellana: *Los Fundamentos de la Libertad*, Unión Editorial, Madrid, 2008).
- Huerta de Soto, Jesús, *La esencia de la Escuela Austriaca*, Universidad Francisco Marroquín, 2012.
- Lewis, Michael, *Boomerang: Travels in the New Third World*, Norton, 2012 (traducción castellana: *Boomerang: Viajes al nuevo tercer mundo europeo*, Deusto, Barcelona, 2012).
- Lewis, Michael, *The Big Short: Inside The Doomsday Machine* (traducción castellana, *La Gran Apuesta*, Debate, Barcelona, 2013).
- Mallaby, Sebastian, *More Money Than God: hedge funds and the Making of the*

- New Elite*, Penguin, 2010.
- Ontiveros, Emilio, *Una nueva época*, Galaxia, 2012.
- Ontiveros, Emilio y Escolar, Ignacio, *El Rescate*, Aguilar, 2013.
- Ozihel, Harding , *Financial Repression*, Frac Press, 2012.
- Rallo, Juan Ramón, *Una alternativa liberal para salir de la crisis*, Deusto, Barcelona, 2012.
- Reinhart, Carmen y Rogoff, Ken, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2011 (traducción castellana: *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera*, Fondo de Cultura Económica, 2011).
- Reinhart, Carmen y Rogoff, Ken, *A decade of debt*, Peterson Institute, 2011.
- Schiff, Peter, *The Real Crash: America's Coming Bankruptcy*, St. Martin's, 2012.
- Sefrin, Hersh, *Beyond Greed & Fear*, Oxford University Press, 2007.
- Sorkin, Andrew Ross, *Too Big to Fail: The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System--and Themselves*, Penguin, 2011 (traducción castellana: *Malas Noticias*, Planeta, Barcelona, 2012).
- Yergin, Daniel, *The Prize*, Free Press, 2008 (traducción castellana, *La Historia del Petróleo*, Vergara 1992).
- Yergin, Daniel, *The Quest*, Penguin, 2012.

Agradecimientos

Agradecimientos especiales:

Antonio González-Adalid, Emilio Ontiveros, Ken Griffin y Bernard Lambilliotte, por todo lo que he aprendido de ellos.

Roger Domingo, mi editor, y Ediciones Deusto (Grupo Planeta), por su apoyo.

Lorenzo Gianninoni, mi primer lector, por sus valiosos comentarios.

Actualización para la 3ª edición

Chipre, otro episodio «excepcional» de la crisis europea

«Para una economía pequeña y dinámica como Chipre, incorporarse al euro supone protegerse de las crisis financieras internacionales.»

JEAN CLAUDE TRICHET (2008)

Durante los primeros meses de 2013, los mensajes sobre el fin de la crisis de la Eurozona no paraban de llegar, casi de manera monótona. Las bolsas habían repuntado de manera agresiva gracias a las palabras de Mario Draghi, presidente del Banco Central Europeo, que en julio afirmaba de manera rotunda «haremos lo que sea necesario».

Desafortunadamente, los compromisos de apoyo incondicional de los bancos centrales nunca se usan para afrontar y solucionar los problemas, sino que se utilizan para relajarse y esperar.

Otra vez, porque subían las bolsas —siempre igual—, nos olvidamos de que los problemas, unos estados extremadamente endeudados y una banca sobredimensionada y frágil, no se habían solucionado.

Problema uno: En el año 2012, los estados de la Eurozona aumentaron su deuda pública hasta un 90% del PIB. La proporción de deuda con respecto al PIB creció 3,2 puntos en los países de la moneda única y 4,4 puntos en los Veintisiete. En comparación con el tercer trimestre de 2011, veintidós estados miembros aumentaron su tasa de deuda pública y solamente cinco la redujeron. Las palabras de Draghi pusieron freno, sin quererlo, a las reformas de gran parte de Europa.

Problema dos: Mientras tanto, la tantas veces anunciada recapitalización de la banca europea no se llevaba a cabo. Los planes para recortar la deuda del

sector financiero en más de 1,2 billones de euros se aparcaban tras una reducción inferior al 30%, según BNP, y se anunciaba el marco regulador para bancos de Basilea III, que se interpretó inmediatamente como un nuevo episodio de «relajación» de las condiciones de capitalización exigibles.

¿Por qué? Muy sencillo. Los estados europeos se valen de un sector financiero sobredimensionado para «colocar» gran parte de su deuda soberana. En España, la banca acumula casi un 32% de la deuda del estado, y en la Eurozona, casi un 23%. Esta simbiosis lleva a que:

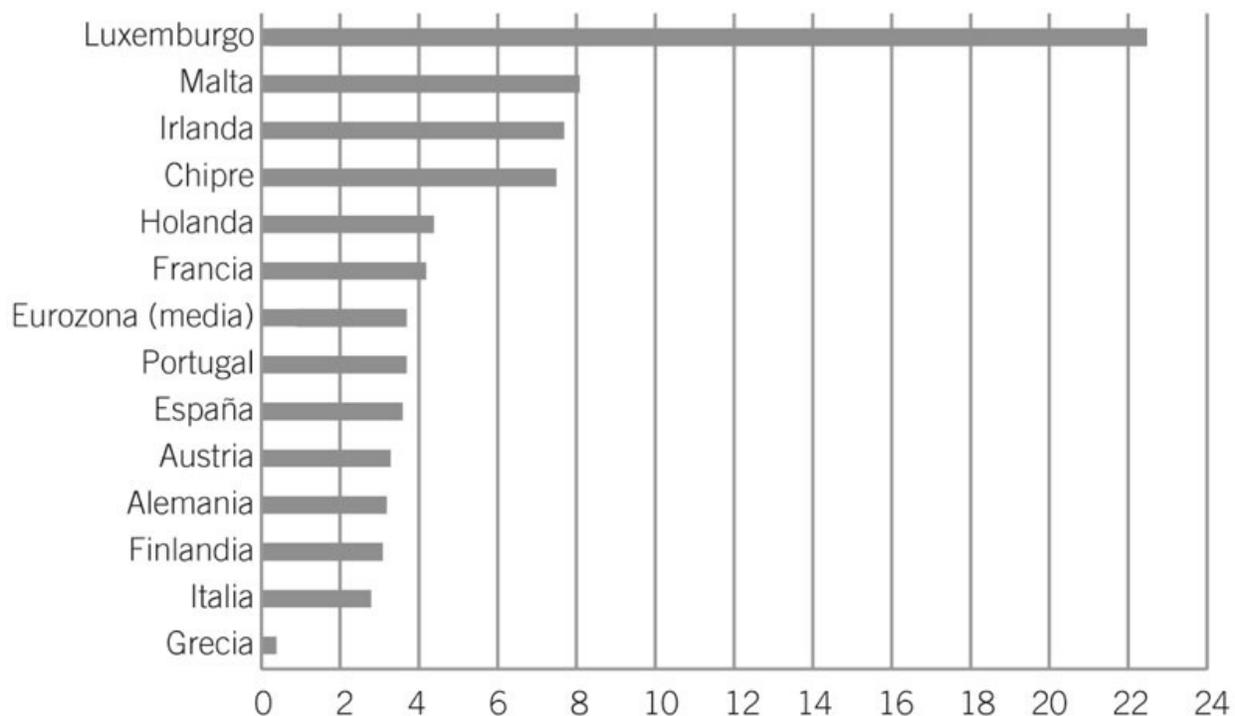
- a) Los estados no reduzcan sus déficits y sigan endeudándose de manera escandalosa.
- b) El crédito disponible lo acapare el Estado, hundiendo a empresas y familias.
- c) Que la banca vea en ello una manera de generar algo de margen y de paso asegurarse un rescate si la cosa se pone mal.

La bola de nieve del problema bancario y el círculo vicioso deuda soberana-sector financiero se agrandaba.

Irlanda había sido un caso excepcional. Portugal, Grecia, Bélgica y Dexia fueron también llamados «incidentes aislados». El rescate de la banca española, también fue «único» e irrepetible.

En septiembre de 2012, Chipre ya asomaba como posible rescate inminente. Mientras tanto, se hablaba de un posible rescate a Eslovenia estimado en 4.000 millones, que podría alcanzar

Activos bancarios respecto al PIB (datos Eurostat)



a un 10-15% de su PIB, disparando su deuda a un 70% sobre el PIB desde el envidiable 48% actual. Sin embargo, los mensajes en ambos países se sucedían. «No vamos a necesitar un rescate».

Pero en marzo de 2013 saltó Chipre. Como todos los cisnes negros, como ocurrió con Grecia, siempre es un problema incorrectamente percibido como «pequeño» el que causa daño.

La de Chipre era una crisis que se venía gestando desde el rescate a Grecia. Un pequeño país con un enorme problema bancario... donde el sector financiero superaba el 800% del PIB y con un gigantesco agujero causado por el desplome de la deuda soberana griega. De repente, este incidente hizo que el mundo se despertara de su sueño de «recuperación» y se diera cuenta del enorme peso de la banca en Europa y, sobre todo, del efecto contagio sobre todos los demás si se genera un impago de deuda estatal.

Efectivamente, en Chipre la mayoría de los depósitos estaban invertidos «de manera muy conservadora», según el Eurogrupo, en deuda del país heleno. Cuando se aplicó la quita a dichos bonos, el agujero en el balance de los bancos

chipriotas, que superaba los 10.000 millones según muchos analistas, no se pudo cubrir. Pero en los organismos reguladores de la Unión Europea no sólo no se consideró este problema, sino que se escondió como si fuera irrelevante.

«Excelentes resultados que disipan cualquier duda de intervención estatal en los bancos», comentaba el gobernador del Banco Central de Chipre tras publicarse los resultados del «examen» —estrés test a la banca— en 2011, que todos los bancos chipriotas aprobaron con nota, refrendada anualmente. Igual, por otro lado, que nuestras cajas quebradas.

No sólo se conocía en la UE y el BCE la estructura de la banca de Chipre — y de todas— sino que, como modelo de prudencia inversora, se resaltaba que los depósitos de los bancos chipriotas «están invertidos de manera conservadora en bonos soberanos» (diciembre 2011).

Cuando se llevó a cabo la quita de la deuda griega, las inversiones de la banca chipriota en esos bonos se desplomaron. El BCE y la UE eran conscientes y los datos no habían cambiado significativamente en dos años... Pero se utilizó el sistema favorito de Bruselas: «esperar a que escampe». Hasta que en 2013, antes de un vencimiento de bonos de la banca de Chipre en junio, se decidió que todo saltase.

No estoy de acuerdo con ningún rescate, como saben, pero no olvidemos, por otro lado, que Chipre participó en los rescates de Irlanda, Grecia, Portugal y el de nuestra banca.

Uno de los grandes problemas que tiene el proceso de «reestructuración bancaria» europeo, como nos recuerda Lior Jassur, de HSBC, es que **se ha abandonado el principio de prioridad en el derrame**. Es decir, quienes tienen prioridad para cobrar ante un problema como éste: bonistas, accionistas o depósitos. En cada caso, el BCE y la UE parecen buscar «dónde está la mayor cantidad de dinero» y cambiar las reglas para sacar fondos de donde haya más cantidad, no de donde proceda legalmente.

En el caso de Chipre, el dinero estaba en los depósitos. Por eso había que utilizar la excusa de que era un paraíso fiscal, que el dinero era de rusos malvados y con ello sentar el precedente.

Nuestra solución era la excusa «del mafioso ruso», cuando los extranjeros suponían menos de 22.000 millones de los casi 70.000 millones de euros de depósitos de los bancos chipriotas.

Todos esos depósitos, además, estaban auditados, supervisados y analizados... pero la UE de repente se sorprendía diciendo que Chipre es un «paraíso fiscal» —en contraposición al «infierno fiscal» que vivimos, imagino—. ¿Se acababan de enterar? Porque Chipre se unió a la Eurozona en 2008, con el beneplácito a su modelo y la supervisión del BCE y las autoridades europeas. ¿Era Chipre un malvado paraíso fiscal, pero Luxemburgo, sin embargo, no? ¿Y si un día decidieran que los depósitos en España están acaparados por la economía sumergida o en Francia por «oligarcas africanos del petróleo»?

En Chipre no se quiso reconocer el impacto del agujero de la deuda pública griega en los bancos porque mostraba el riesgo que suponen los bonos del estado. Eso sí, tras unos días en los que no quedaba claro si los depósitos de menos de 100.000 euros estaban garantizados, los líderes de la UE confirmaron que el rescate lo pagarían los «ricos» que invertían cantidades superiores.

Hacer esta distinción era peligroso por una razón fundamental. Han sido precisamente los depósitos de más de 100.000 euros los que han parado la fuga de capitales que se generó hasta septiembre de 2012 en los bancos periféricos. Y esa tendencia positiva puede revertirse ante la duda de posibles acciones confiscatorias.

Pero algo se consiguió. La demonización del ahorrador, el que sea. A cierre de este capítulo, se estima que los depósitos de más de 100.000 euros en los principales bancos chipriotas pueden sufrir quitas de hasta el 65%.

Todo por no haber querido reconocer el problema de capitalización de la banca por la quita griega y no haber implementado las ampliaciones de capital que hubieran sido necesarias según cualquier análisis normal. Prefirieron esconder el problema «aprobando» los stress tests y relajando condiciones en Basilea III... Y lo pagan los ahorradores.

No olvidemos que, además de confiscar los depósitos, en Chipre se han instaurado controles de capital que impiden a los ciudadanos sacar más de una cantidad mínima del país, y además la Unión Europea va a imponer subidas de impuestos, recortes de pensiones y otros ajustes adicionales. Con todo ello, se estima una caída del PIB de Chipre en 2013-14 cercana al 12-15%. Los ciudadanos chipriotas, mientras tanto, cornudos y apaleados.

El efecto contagio

«Malta y Luxemburgo no son comparables a Chipre, según Malta y Luxemburgo.»

THE GUARDIAN

El riesgo de contagio al resto de Europa parecía contenido hasta que Jeroen Dijsselbloem, político laborista holandés, presidente del Eurogrupo y del ESM (Mecanismo de Estabilidad Europeo) tuvo la osadía de decir que **«el acuerdo de Chipre se puede usar como modelo para otros rescates futuros»** y que los depósitos superiores a 100.000 euros no están garantizados.

El efecto «Dijsselbloem», también conocido de manera irónica en el mercado como «D.J. Boom», «Dijsellblunder» o «DijsSellShort», no se hizo esperar, generando una caída de las bolsas europeas y el sector bancario.

El problema es que dijo la verdad, pero lo hizo tras años de esconderla. En vez de poner en marcha los procesos para que la banca hiciera ampliaciones de capital de manera ordenada, decidieron cambiar las reglas para «suavizar» condiciones y esperar «que las bolsas suban».

Hay quien dice que lo que se ha hecho en Chipre es lo que pedíamos los que defendemos los *bail-in* o rescates internos. No. Llevamos mucho tiempo pidiendo ampliaciones de capital —conversión relevante de deuda en acciones—, no medidas improvisadas a última hora, con confiscación de depósitos que lleva al pánico bancario, huida de los ahorradores y depresión económica.

Como presidente del Mecanismo de Estabilidad (ESM), Dijsselbloem sabía que no hay dinero para contener un dominó de rescates bancarios como el que se puede generar en Europa si, tras Chipre, viene Eslovenia, Malta, Luxemburgo o, Dios no lo quiera, Italia o España. Así que decidió romper la baraja de la diplomacia enviando un aviso a navegantes. No hay dinero para mantener una banca que no use mecanismos de mercado para solventar sus problemas y espera ser rescatada por los gobiernos que la alimentan.

Nos dicen que la solución es la unión bancaria, pero no se puede crear otro banco europeo gigante «malo» que se llene de activos tóxicos de miles de decenas de millones y se endeude 20 o 30 veces, como piden algunos. No se soluciona nada estableciendo mecanismos de unión de una banca hipertrofiada porque no se genera confianza sumando y escondiendo riesgo de entidades de

baja capitalización. Nosotros lo deberíamos saber tras el «éxito» del FROB.

No se reduce riesgo por acumulación. Se magnifica. Y el riesgo sistémico impregna a toda la economía. Todos los países europeos tienen un mismo problema. Acumulan deuda soberana en bancos demasiado grandes con préstamos zombi sin resolver. Un problema muy relevante que puede resumirse en los siguientes puntos:

- El sector financiero europeo depende peligrosamente de que la deuda estatal sea «segura».
- Casi ningún sector financiero de la Unión Europea sobreviviría a una quita en la deuda soberana de su país. El impacto sobre empresas y ciudadanos sería enorme.
- La deuda soberana no hace más que crecer en casi todos los países miembros.
- Los mecanismos de contención del riesgo y acceso al Banco Central Europeo no pueden ser una costumbre. Son excepcionales.
- Hace ya más de seis años que la banca europea tenía que haber reducido su endeudamiento agresivamente.

Los inversores no deben temer el rescate interno de bancos zombi si se hace bien. Hemos visto casos como Amagerbanken (2011) y Fjordbank Mors (2011) donde los depósitos de más de 100.000 euros sufrieron quitas mínimas.

Para evitar riesgos, la **banca europea debe aumentar capital**, desinvertir y desligarse más de la deuda soberana mientras puedan. Solucionar el balance.

La capacidad del Banco Central Europeo de sostener a una Unión Europea donde todos juegan a forzar el rescate no es ilimitada, aunque Mario Draghi lo diga con la boca chica. Él lo sabe —por eso guarda con prudencia sus cartuchos—. El sistema es tan frágil que las palabras de un líder europeo crean estos *shocks*.

Dijsselbloem no es la enfermedad. Es un síntoma de una Europa intervencionista, enferma, improvisada y donde la arrogancia y la ignorancia se unen a la hora de enfrentarse a problemas financieros. Habló demasiado, pero no mintió. El error es pretender mantener este círculo vicioso de deuda e intervencionismo. Porque las consecuencias son imprevisibles.

¿Puede pasar en España?

España es diferente a Chipre porque no tiene un volumen tan alto de depósitos de extranjeros. Cierto. Del billón y medio de depósitos, la mayoría son de ciudadanos nacionales y la media son depósitos inferiores a 100.000 euros (unos 35.000, según el Banco de España).

España es diferente porque el balance de la banca supone tres veces el PIB del país y en Chipre es casi ocho veces. Además cuenta con un colchón de 60.000 millones de euros sin utilizar del rescate de 2012. Cierto. Pero más de tres veces el PIB no es ninguna medalla. Es enorme.

Pero, ¿es España diferente porque su banca no sufriría el destrozo que sufrió la de Chipre con los bonos griegos, si en nuestro país se produjera una quita en la deuda soberana? Desafortunadamente, esto no es así. La banca española acumula más de 200.000 millones de euros de deuda soberana. Y si se produce algún día una quita, el agujero es un efecto dominó.

Pero, además, centrándonos en el caso nacional, si el Banco de España estima un paro del 27% y una caída del 1,5% del PIB en 2013, la tasa de mora y los préstamos incobrables de la banca están infraestimados. Añádase que ya hemos tenido la primera revisión al alza del déficit de 2012, que pasa del 6,7% anunciado al 6,98% del PIB, sin considerar las subvenciones a la banca, y que se estima que el déficit de 2013 volverá a ser del 6%, y tienen los ingredientes del cóctel de debilitamiento bancario y acaparamiento de crédito disponible por parte del Estado.

Así que prestemos toda la atención a las cuentas públicas, al déficit y al aumento del endeudamiento público, no vayamos a ser otro «caso excepcional».

Aunque el riesgo de contagio me parece extremadamente limitado, si ustedes buscan proteger sus ahorros ante eventos similares, la mejor manera de hacerlo es invertir en fondos, preferiblemente domiciliados en el extranjero, o en oro físico —no futuros— y bonos corporativos no europeos. Desafortunadamente, si se produjese un corralito bancario, por improbable que sea, las bolsas del país afectado se desplomarían, no sólo por el impacto en la banca, sino por las medidas adicionales, muy contractivas. Por ello, evitar el riesgo país es

intrínseco a la decisión de preservar capital. Invertir es, por supuesto, arriesgar, y con cualquier medida no se garantiza preservar capital.

Con Chipre, **la política de «esconder y extender» como un avestruz esperando a que escampe conseguía que un 30% de los miembros de la Unión Europea haya acudido a algún tipo de rescate.** Un «éxito» sin precedentes de un sistema económico masivamente endeudado donde nos intentaron convencer de que debemos aceptar nuevos atropellos a los pilares fundamentales de la seguridad jurídica.

El Boston Consulting Group realizó un informe en 2011 llamado *Back To Mesopotamia, The Looming Threat of Debt Restructuring* (Vuelta a Mesopotamia, la acechante amenaza de la re-estructuración de la deuda) donde ya alertaba del riesgo de corralitos y controles de capital y la tentación de los países europeos de buscar, a través de la confiscación de un 11-15% de los depósitos, los 6,1 billones de euros necesarios para cubrir el riesgo de la deuda excesiva en los balances de las entidades financieras.

Sin embargo, atacar los depósitos confiscándolos no es la solución, porque hunde a los bancos durante décadas. Es la contraria. Un entorno regulatorio y jurídico seguro para que invertir sea atractivo. Convertir deuda bancaria en acciones de manera ordenada pero disciplinada y constante, y que sea percibido como una buena inversión, no como un riesgo.

Es duro, las bolsas bajan, no se puede hacer en dos días y no se hace a precios caros. Pero es mucho menos duro que acabar en corralitos, enorme contracción económica, y riesgo sistémico.

Notas

[1] Estos fondos, también llamados de inversión alternativa, buscan *rentabilidades* absolutas en lugar de rendimientos relativos basados en un índice de referencia, y para ello utilizan distintos instrumentos de cobertura, que analizaremos más adelante. (*N. del a.*)

[2] El servicio de Bloomberg es, junto con el de Reuters, la mayor plataforma de información que existe en el sector, y publica los precios de todo tipo de instrumentos financieros en tiempo real. (*N. del a.*)

[3]<http://tinyurl.com/c2xno9k>

[4]<http://tinyurl.com/dxthuuc>

[5]<http://tinyurl.com/d5weqct>

[6] «The ten most dangerous words in the English language are “Hi, I’m from the government, and I’m here to help”».

[7] Véase Harding Ozihel, *Financial Repression*.

[8]<http://www.bbc.co.uk/news/business-15059135>

[9]<http://tinyurl.com/ctdnp6>

[10]<http://tinyurl.com/cm29z4x>

[11]<http://tinyurl.com/c4owqfz>

[12]<http://tinyurl.com/26qrnee>

[13]<http://tinyurl.com/bnmvcdj>

[14] «I am more worried about the return of my money, not the return on my money.»

[15] Fuente HSBC: «Credit Default Swap Market Analysis», diciembre de 2012.

[16] Fuente: Goldman Sachs.

[17]<http://www.forbes.com/sites/aroy/2012/03/14/want-to-improve-goldman-sachs-convert-it-back-into-a-partnership/>

[18]<http://www.cotizalia.com/lleo-energia/desproposito-energetico-na-cional-20091112.html>

[19]<http://www.cotizalia.com/lleo-energia/economia-insostenible-ridi-4278.html>

culo-deficit-tarifa-20101028-

[20]<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a1103.pdf>

[21] *Cost of sovereign default*, De Paoli, Hoggarth y Saporta.

[22]<http://blogs.reuters.com/macroscope/2012/12/12/fed-should-think-twice-before-moving-to-numerical-policy-thresholds-goldmans-hatzius/>

[23]<http://www.abc.es/20120809/economia/abci-quienes-mercados-201208081645.html>

[24] «Recipe for a Spanish Comeback», 26 de junio de 2012.

[25] En el documental *Fraude, por qué la gran recesión* de Amagi Films (2011), que les recomendé en un capítulo anterior, se explica muy claramente el origen de la crisis.

[26]<http://www.ferrerinvest.com/1/post/2012/01/entrevista-a-daniel-lacalle-ecofin-senior-portfolio-manager.html>

[27] Fuente: Bolsas y Mercados.

Nosotros, los mercados
Daniel Lacalle Fernandez

No se permite la reproducción total o parcial de este libro, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión en cualquier forma o por cualquier medio, sea éste electrónico, mecánico, por fotocopia, por grabación u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito del editor. La infracción de los derechos mencionados puede ser constitutiva de delito contra la propiedad intelectual (Art. 270 y siguientes del Código Penal)

Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos) si necesita reproducir algún fragmento de esta obra.

Puede contactar con CEDRO a través de la web www.conlicencia.com o por teléfono en el 91 702 19 70 / 93 272 04 47

© del diseño de la portada, Microbio Gentleman, 2013

© de la imagen de la portada, Scott E Barbour - Getty Images

© Daniel Lacalle Fernandez, 2013

© Centro Libros PAF, S. L. U., 2013

Deusto es un sello editorial de Centro Libros PAF, S. L. U.

Grupo Planeta, Av. Diagonal, 662-664, 08034 Barcelona (España) www.planetadelibros.com

Primera edición en libro electrónico (epub): marzo de 2013

ISBN: 978-84-234-1634-9 (epub)

Conversión a libro electrónico: Víctor Igual, S. L.

www.victorigual.com