

inversiones financieras y considera activo más seguro la adquisición de viviendas. El destino de la renta disponible de las familias seguirá dependiendo de las decisiones de los agentes económicos respecto a su distribución, pero si la seguridad va a

seguir prevaleciendo sobre el riesgo de las inversiones financieras es de esperar un aumento de las fórmulas de ahorro-previsión y que los productos financieros tradicionales mantengan la tónica habitual de crecimiento.

II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

Recuperación de las empresas de tecnología

En el actual marco de incertidumbre, las señales de recuperación económica son interpretadas con suma cautela por los analistas que, viendo cómo una y otra vez se retrasaba la aceleración de la economía que parecía inminente, han tenido que corregir casi mensualmente sus vaticinios. Por eso, los indicios reales de cambio de ciclo son tomados con prudencia, pero examinados con un sorprendente detalle. Tal es el caso de la salud de las empresas tecnológicas, de especial trascendencia al caso, pues fue precisamente el sector cuya crisis constituyó el primer síntoma de la desaceleración económica global. Los analistas han puesto bajo la lupa a los valores tecnológicos ya que su repunte en los mercados puede ser un indicador serio de recuperación de la actividad económica mundial. Las firmas más prestigiosas de análisis bursátiles han venido emitiendo buenas recomendaciones para el conjunto de las empresas del sector, cuyas cotizaciones se han revalorizado hasta un 40 por 100 en los últimos nueve meses. El incremento de las ventas de componentes (los semiconductores, considerados un indicador adelantado por ser materia prima del sector, han visto mejorar sus ventas en tasas intermensuales de hasta el 10,5 por 100) unido al buen momento de mercados como el de los ordenadores personales, que mejoró un 100 por 100 en el segundo trimestre por primera vez en tres años, han animado la cotización de las empresas del sector.

La buena marcha de los principales índices tecnológicos (Nasdaq y Eurostoxx tecnológico) se ha visto replicada en el español Ibex Nuevo Mercado pese a su fuerte dependencia de unos pocos valores cuyas vicisitudes son de sobra conocidas.

Frente a una subida acumulada del 15 por 100 en el Ibex 35 desde enero pasado, el Ibex Nuevo Mercado se ha revalorizado un 30 por 100.

Los avances de resultados de las empresas parecen ser de nuevo la clave que todos esperan para confirmar el buen tono que parece lucir la industria tecnológica. Las heridas están frescas, de modo que nadie quiere echar las campanas al vuelo. Existe consenso en que se ha estabilizado el sector, aunque todavía no hay indicios claros de que la mejora del grupo de los semiconductores vaya a reflejarse en el corto plazo en aumento de ventas de los aparatos electrónicos, subrayan firmas como Self Trade. Además, muchos especialistas hacen hincapié en que el sector es muy heterogéneo y que, aun produciéndose una mejora en unos grupos, otros tardarán más en ver llegar a los clientes. Tal es el caso del software, el último que debería notar una eventual bonanza a decir de Merrill Lynch. No obstante, empresas como Cisco e Intel han revisado al alza sus previsiones de ingresos, aunque hay quienes consideran que el optimismo es aún endeble, de modo que una advertencia negativa sobre los beneficios esperados (*profits warning*) podría hacer que se dispase la creciente confianza en la recuperación.

En España, la patronal de empresas tecnológicas, Sedisi, informaba de que el sector había crecido un 3,7 por 100 en el segundo trimestre de 2003, un dato que, sin ser sobresaliente, contrasta con la caída de un 12,5 por 100 el idéntico periodo de 2002. Los portátiles parecen ser los animadores de la venta de hardware, incluso el fundador de Apple, Steve Jobs, señalaba que los pequeños ordenadores transportables serían los que sostendrían la recuperación de las ventas. En España, no obstante, la patronal reconoce que la recuperación

que ya vive la venta de hardware y software aún no ha alcanzado a los servicios informáticos, que son los principales generadores de empleo. Por eso, hasta que los guarismos de este último grupo no mejoren, no debería producirse el esperado repunte de puestos de trabajo del sector.

En todo caso, las incertidumbres siguen siendo muchas. Una sencilla explicación para las crecientes cotizaciones de los valores tecnológicos descansa en el bajo atractivo de las acciones tras tres ejercicios consecutivos de caídas. A pesar de que las principales firmas de Internet (las supervivientes) han puesto sus cuentas en positivo, aún quedan muchas incógnitas por despejar. Así por ejemplo, mientras las principales compañías de telefonía ensayan con los móviles multimedia un eventual lanzamiento de la tecnología UMTS, la fecha de su aplicación comercial sigue siendo una incógnita, y aún hace escasas fechas Deutsche Telekom anunciaba que su previsión de poner en el mercado esta nueva generación de móviles en 2004 deberá ser retrasada.

Líneas aéreas de bajo precio

La larga y muy comentada crisis de las grandes líneas aéreas, de origen anterior al 11-S, pero cuyos efectos se dejaron sentir de forma particularmente agresiva tras los atentados contra Estados Unidos, podría dar un giro inesperado. A pesar de los anuncios de una cierta recuperación, tras los ajustes practicados por las grandes compañías en los últimos dos años y un cierto despegue del nivel de ocupación de los vuelos, las aerolíneas más importantes estaban viéndose afectadas por la competencia de las pequeñas compañías que ofrecen billetes a bajo precio. La vuelta a una campaña de ajustes anunciada por Iberia para este otoño sorprendió a muchos, empezando por los operadores de bolsa que consideraban que la compañía ya había concluido su saneamiento. Sin embargo, los datos del ejercicio de 2002 no eran nada alentadores: la facturación de las compañías españolas tuvo un incremento del 1,3 por 100 respecto a 2001, cifra muy alejada del 10,5 por 100 habido en 2001 y del 15,9 por 100 en 2000. Y para el cierre de este ejercicio se espera que el crecimiento se sitúe en el entorno del 2 por 100, es decir, de nuevo por debajo de la inflación.

Lo confirmó el propio presidente de Iberia, Fernando Conte, al admitir que los recortes practicados por su predecesor, Xavier de Irala, no eran

suficientes y el Plan Director 2003-2005 debería ser revisado para lograr una reducción del coste unitario de entre un 8 y un 10 por 100. Las medidas anunciadas, y no todas llevadas a efecto, que vaticinaban aún trimestres duros para la antigua compañía de bandera son la supresión o reducción de las comisiones que paga a las agencias de viajes por la venta de billetes, el recorte en los servicios que se ofrecen a bordo (*catering*, auriculares, periódicos...) y la posibilidad de poner en marcha un nuevo expediente de regulación de empleo. No es una particularidad de Iberia: otras grandes compañías europeas, como British Airways, Alitalia o Swiss (antigua Swiss Air) han anunciado a las agencias de viajes la reducción de las comisiones, al tiempo que, ayudadas por el permiso dado por la Comisión Europea para compartir *slots*, firman alianzas estratégicas entre sí para sobrevivir, como la anunciada por la antigua compañía de bandera suiza al integrarse en el consorcio Oneworld o la también inminente fusión de Air France y la holandesa KLM.

Y mientras las grandes compañías sufren este calvario, las pequeñas líneas aéreas de vuelos baratos no dejan de desarrollarse y anunciar servicios a nuevos destinos, pues otro de los llamativos fenómenos del momento es la proliferación de pequeños aeropuertos en ciudades de aparente escasa demanda. En España sorprenden el caso de Huesca, Logroño, Burgos Albacete, Castellón y Ciudad Real, a cuya gestión (los dos últimos son aeropuertos privados de uso público) parecen lanzarse con avidez alianzas de empresarios locales y diversas constructoras. La referencia en este segmento del "aeropuerto pequeño y compañía pequeña" son las aerolíneas Ryanair y Easyjet, que logran la rentabilidad del negocio merced a un modelo en el que es eliminado todo lo que no es imprescindible: el billete se vende por internet, y se ahorra así la comisión de entre el 6,5 y el 9 por 100 que cobran las agencias; las cortesías (lecturas, comidas) se cobran aparte; y, para rematar, se mantienen los aviones en el aire el mayor tiempo posible, para lo cual supone una ventaja operar desde aeropuertos pequeños (por ejemplo, volar a Castellón en vez de a Barcelona, a Logroño en vez de a Bilbao, o a Ciudad Real en vez de a Madrid puede suponer evitarse muchos retrasos, porque estos aeropuertos no sufren la congestión de los grandes). La media de vuelo de cada avión en estas compañías es de 11 horas al día, frente a las 8 horas en una aerolínea convencional (casi un 38 por 100 más de uso). La escasez de personal propio en tierra incrementa también la prosperidad de

este modelo. Mientras en una aerolínea tradicional, como British Airways, hay un empleado por cada 1.000 pasajeros, en la agresiva Ryanair hay uno por cada 9.000 clientes.

Esa era la explicación que hasta ahora se daba al éxito de las aerolíneas de bajo coste. Sin embargo, en fechas recientes, una investigación respecto a Ryanair, llevada a cabo por la Comisión Europea parece haber hallado otras razones para tanta bonanza con billetes de avión a 25 euros. Estas compañías negocian con pequeños aeropuertos unas condiciones muy ventajosas para su negocio, condiciones que los pequeños aeródromos, en su mayor parte públicos, ofrecen porque el interés de tener una buena comunicación les compensa a los políticos locales. En muchos casos esas administraciones pueden permitirse tanta generosidad merced a que la infraestructura recibe sustanciosas ayudas públicas, ayudas comunitarias. Es decir, que se está produciendo una transferencia de renta desde el sector público hacia las pequeñas aerolíneas, lo que les permite trabajar a precios sin competencia. De la resolución de este expediente en Bruselas y del funcionamiento de este sistema de vuelos a bajo precio con aeropuertos de carácter estrictamente privado dependerá el futuro de este segmento del sector aéreo, que ha llevado a las grandes compañías a tener que redefinir su modelo de negocio.

Fondos de Inversión Garantizados

La entrada en vigor, el pasado 1 de enero, de la exención fiscal para el traspaso de dinero entre fondos de inversión abrió la guerra de la captación del ahorrador pequeño y mediano mediante promesas de rentabilidad y estrategias de fidelización de todo tipo. Parece ser que los fondos de inversión garantizados se han alzado como nuevo producto estrella, arrebatando el cetro que antes ostentaron las cuentas de alta remuneración. Todas las entidades financieras se han apresurado a ofertar este tipo de producto. La competencia desatada ha llevado a mejorar continuamente la oferta hasta tal punto que el BBVA, con un producto denominado Extra 5 Garantizado, abona un 5 por 100 en el mismo momento de su contratación. La atracción de este tipo de fondos de inversión descansa en la palabra "garantizados". Este adjetivo parece haber sido suficiente para acaparar las simpatías de la miríada de pequeños inversores que han salido escaldados de la renta variable tras la crisis bursátil.

En realidad, se trata de productos que garantizan la totalidad o una parte muy importante del capital invertido y que ofrecen unas rentabilidades casi siempre indicadas a la revalorización media de una cesta de variados fondos de inversión, nacionales y extranjeros, y de valores bursátiles. En la práctica la remuneración media que se consigue es bastante reducida, pero los clientes, que poco o nada saben del comportamiento pasado de los fondos que integran la cesta, suscriben el producto alentados por la confianza personal en los consejos de las redes comerciales de las entidades (auténticos arietes en la colocación de este tipo de productos). El pequeño ahorrador se ha vuelto prudente por la fuerza de los hechos.

El ejercicio está siendo bueno para todo el sector de los fondos de inversión, no sólo para los garantizados, pero los números les son más propicios a éstos. En un año (de agosto de 2002 a agosto de 2003) el patrimonio gestionado por las entidades ha crecido alrededor de un 16 por 100, y la palma se la llevan, según los operadores del sector, los productos más conservadores. A finales de agosto los garantizados habían captado casi 7.000 millones de euros. Y el panorama que se vaticina indica que, al menos durante un tiempo, los garantizados seguirán siendo el producto estrella del sector.

Este producto, sin embargo, es mirado por los especialistas con mucha frialdad, pues se subraya que, para garantizar el fondo, lo que hacen las entidades es colocar la mayor parte del capital en renta fija y jugar con un pequeño porcentaje en inversiones de riesgo más o menos controlado. Algunos datos ilustran esta evidencia: el mejor fondo garantizado no gana ni la mitad de lo que se ha revalorizado el Ibex este año. O que la rentabilidad media de estos productos desaparece, en términos reales, por el efecto de una inflación en torno al 3 por 100. Por eso, apoyándose en el mejor comportamiento que están teniendo los mercados, ya hay quienes aventuran que, si la recuperación de las bolsas lograra consolidarse, el crecimiento de los garantizados se reduciría enormemente en beneficio de los productos "clásicos", los fondos FIAMM y los mixtos. Sin embargo, el cliente se verá atrapado por la fuerte barrera de salida determinada por las elevadas comisiones de reembolso de estos fondos. Y ya hay quien anuncia que la próxima estrella del mercado serán los fondos de gestión activa, en lo que a captación de ahorro se trata.

El negocio del fútbol

La explotación del fútbol supone un negocio plagado de particularidades y que, en última instancia, está condicionado por un elemento que distorsiona su devenir: el sentimiento de la afición y, por ende, su capacidad para repercutir esa presión en los poderes públicos. La liga de fútbol española ha estado a punto de ver retrasado su comienzo debido a la polémica entre los equipos grandes y los pequeños a la hora de repartirse los derechos de retransmisión de esta competición, que no puede llevarse a cabo sin el concurso de todos ellos. Este conflicto de intereses parece una aplicación de la tesis de la "lógica de la acción colectiva" desarrollada por Marcus Olson en su famoso libro.

El motivo último de esta confrontación entre equipos grandes y pequeños radica en la desmesurada inflación que sufrieron, a finales de la pasada década, los dineros manejados por derechos televisivos de retransmisión de fútbol, reflejo de lo que ocurría aguas arriba con los precios de los jugadores. En el caso español, la disputa de derechos entre las dos plataformas digitales disparó los precios al punto de que se pagaron cifras por retransmitir fútbol difíciles o imposibles de recuperar con su comercialización. El caso de los derechos del Mundial de Korea-Japón, adquiridos por Telefónica, que se retransmitía por las mañanas (por la diferencia horaria), es especialmente ilustrativo. Un dato de la antigua Canal Satélite Digital aporta más evidencias al caso: en la compra de derechos para *pay per view* la plataforma de Sogecable destinaba el 80 por 100 de los recursos a comprar fútbol. Sin embargo, en los ingresos generados por su servicio de *taquilla*, el fútbol apenas suponía un 10 por 100 de la facturación. El porno, por el contrario, al que se destinaba un 5 por 100 del dinero destinado a compra de contenidos, generaba la mayor parte de los ingresos. El caso no es exclusivo de nuestro país; la quiebra del grupo alemán Kirch es una prueba de las dificultades para el sostenimiento de la burbuja de los derechos televisivos.

Así las cosas, y tras la fusión de las dos plataformas españolas, era obvio que los derechos tenderían a bajar de precio. Como unos pocos equipos generan mucha más expectación que la suma de la mayor parte del resto, en un marco de recortes es lógico que decidieran constituirse en grupo de presión independiente y abandonaran a los modestos a su suerte. El llamado G-30, que aglu-

tina a los equipos medianos y pequeños, tuvo que negociar con Sogecable por su cuenta, y, pese a unas pretensiones iniciales de 330 millones de euros, tuvo que conformarse con 264 millones. Al final, la intervención del Gobierno, anunciando su renuncia a una parte del IVA, ampliando la moratoria fiscal de la que ya disfrutaban los clubes y ampliándoles el porcentaje de los ingresos por quinielas, permitió el acuerdo. Pero no se ha resuelto el problema principal.

Algunos clubes ya están tratando de diversificar sus ingresos mediante otro tipo de recursos como la especulación con los solares en los que se ubican los estadios, la comercialización de camisetas de grandes estrellas o la ampliación de los horarios de los partidos para comercializarlos en *prime time* en otros continentes. Pero estos recursos sólo están al alcance de una parte de los clubes y además está por demostrar que puedan constituirse en ingresos recurrentes. Por otra parte, las experiencias italiana e inglesa de explotación de la imagen del club y cotización en bolsa han salido bien a un limitado número de los equipos que componen la Premier League, y los inversores consideran demasiado volátiles estos valores como para apoyarlos.

La paradoja es que algunos clubes disponen de una capacidad de generar ingresos por imagen infinitamente mayor a la de otros, diferencia como las que hay entre una superproducción de Hollywood y una modesta película española. Sin embargo, en el caso del fútbol, los grandes equipos necesitan rivales, porque no pueden organizar competiciones de suficiente duración sin contar con los modestos. Además, la actual tendencia a que se ensanchen las diferencias entre los presupuestos de unos y otros equipos puede terminar devaluando la competición, de modo que el espectador pierda el interés por una lid cuyo resultado es previsible. Por eso, a la larga, unos y otros están condenados a entenderse.

Eurobank

La crisis del pequeño banco catalán Eurobank ha vuelto a poner de actualidad el debate sobre si el Banco de España cuenta con suficientes instrumentos para evitar preventivamente los posibles riesgos del sistema bancario español. Eurobank del Mediterráneo S.A. fue fundado en los años 80 por Joan Bilbao, ex presidente de Caixa de Catalunya, con el nombre Caja EuroHipotecaria,

que luego pasó a llamarse, hasta 1997, Eurobank del Principat. Dos años después, en 1999, accedía al cargo su actual presidente y socio principal, Eduardo Pascual Arxé, que posee, directa e indirectamente, una parte importante del capital del que forman parte hasta cinco mutuas con participaciones cruzadas y algo más de un centenar de accionistas.

Los problemas de la entidad comenzaron a salir a la luz en el año 2001, cuando fueron impugnadas las cuentas del ejercicio anterior por un grupo de accionistas que representaba en torno al 7 por 100 del capital. El Banco de España obligó entonces a reformular la contabilidad. Desde entonces, el órgano regulador ha venido vigilando la actividad de Eurobank, hasta que la propia entidad informó de su deseo de disolverse y elevó, inopinadamente, una petición de intervención el 15 de julio. Por otra parte, ya en 2001, el servicio de auditorías de la Generalitat, que posee la competencia de la supervisión de las mutuas, había desenmarañado la compleja trama de más de 40 sociedades que permitía al banco alimentarse "de las primas de los mutualistas", mientras se estaban "anticipando posibles beneficios de promociones inmobiliarias a Pascual". El informe de los auditores concluía que todo lo detectado justificaba "la incoación de expediente de medidas de control especial", es decir, la intervención por parte de la Generalitat. El gobierno catalán prefirió una actuación menos agresiva y se limitó a recomendar que la participación de las mutuas en Eurobank fuera reducida.

La última junta general de accionistas de Eurobank, celebrada el 25 de agosto, apostó por no aplicar una liquidación ordenada como en principio había anunciado Pascual al Banco de España, sino intentar una ampliación de capital (una más), ante la aparición de un posible socio, una pequeña cooperativa, Caixa Comarcal del Llobregat, que espera la licencia para operar desde 1994, año en

que impulsó su creación Isidre Segura Petit. Caixa Comarcal del Llobregat lanzó una oferta para quedarse con la entidad acudiendo a la ampliación de capital con 18 millones de euros, cantidad que debería servir para reflotar Eurobank. El plazo para la ampliación de capital, que concluía en principio el próximo 7 de noviembre, puede prolongarse hasta el 25 de enero si Pascual decide agotar el máximo plazo legal (seis meses). A partir de esa fecha, el regulador dispone de 90 días para decidir si autoriza o no la operación.

La crisis de Eurobank tiene un alcance económico limitado y no supone un riesgo para el sistema financiero español en su conjunto (Eurobank representa un 0,018 por 100 de los recursos del sistema). Lo que en realidad preocupa es la capacidad del supervisor para prever el desarrollo de estas crisis. El gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, reconoció que se había practicado un "estrecho seguimiento" a la entidad en los últimos años y, de hecho, la exigencia de liquidez que se realizó a Eurobank en 2002 había servido para paliar el impacto de la presunta quiebra. Tampoco está en cuestión la solvencia del cuerpo de inspectores pues, tanto los técnicos del Banco de España como los auditores de la Generalitat, detectaron con tiempo suficiente los problemas de Eurobank. Caruana devolvió la pelota a los diputados en su comparecencia en el Congreso: "actuamos a posteriori (...) si quieren que se pueda intervenir con menos exigencias, cambien la regulación". En realidad se trata de un viejo debate entre las "regulaciones garantistas", que establecen una legislación muy dura que permite intervenir al supervisor antes de que se produzca el problema, y los "sistemas sancionadores", que, dejando más autonomía a la actuación de la iniciativa privada, sólo intervienen a posteriori mediante un sistema sancionador muy duro que desincentiva nuevos comportamientos ilícitos o de riesgo para el sistema.