

# Panorámica empresarial

Carlos Humanes

## 1. Los bancos de inversión de EE.UU. cierran un año convulso

La crisis de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) que estalló el verano pasado ha pasado factura con desigual intensidad a los principales bancos de inversión estadounidenses. Mientras que Morgan Stanley ha anunciado unas pérdidas de 9.000 millones de dólares en 2007 y Merrill Lynch cerró 2007 con unos números rojos de 7.800 millones, Goldman Sachs registró un beneficio neto anual de 11.600 millones de dólares, un 22 por 100 más que en 2006. Lehman Brothers, por su parte, cerró el año con un crecimiento de ingresos netos del 5 por 100 y su beneficio por acción mejoró un 7 por 100, hasta marcar máximos históricos de 4.200 millones de dólares y 7,26 dólares por título, respectivamente. JP Morgan ha sido otra entidad que se ha salvado de la quema, con un crecimiento de su beneficio en 2007 del 6 por 100, hasta 15.365 millones, pero en el cuarto trimestre las ganancias se redujeron un 33 por 100.

La caída de resultados más sonada ha sido la de Citigroup que, aún siendo un banco que ofrece servicios universales, cuenta con una potente división de banca de inversión. El gigante bancario estadounidense logró cerrar 2007 en positivo, con 3.617 millones de dólares, un 83 por 100 menos que en 2006, pero sólo en el cuarto trimestre las pérdidas rozaron los 10.000 millones, aproximadamente las mismas que registró en esos meses Merrill Lynch. El dividendo del Citi podría reducirse un 40 por 100 este año como consecuencia de sus dificultades financieras.

Las costosas consecuencias de la crisis *subprime* se han empezado a sentir con especial virulencia en ese cuarto trimestre, y sólo las entidades con poca o nula exposición a esos créditos hipotecarios basura han podido capear el temporal, al menos de momento. Los expertos empiezan a alertar del posible surgimiento de otra crisis, mucho más difícil de calibrar, la de confianza en el sector bancario de EE.UU. y, por extensión, en los mercados financieros de todo el mundo.

Quizás la trayectoria "más limpia" dentro de la banca de inversión de EE.UU. la esté protagonizando Goldman Sachs que, no obstante, ya ha anunciado el recorte del 5 por 100 de su plantilla mundial, unos 1.500 trabajadores (Merrill podría despedir a 1.600 y Citi ha anunciado la eliminación de 4.200 empleos). Goldman ha hecho público un fuerte crecimiento del beneficio neto en el año fiscal 2007 (que acaba en noviembre) sensiblemente por encima de las previsiones. Ese aumento del resultado del 22 por 100 interanual responde en buena medida a su limitada exposición a los préstamos *subprime*: 400 millones de dólares.

Y es que el desplome del mercado inmobiliario y el aumento de las ejecuciones judiciales de viviendas hipotecadas desencadenaron pérdidas colosales para los grandes bancos de EE.UU. Pero Goldman Sachs supo eludir la debacle y, según la prensa estadounidense, se adjudicó "una de las mayores oportunidades de ganancias en el sector de corretaje desde hace varios años" tras apostar a que los bonos vinculados a créditos hipotecarios de riesgo perderían valor. Esa apuesta contra los negocios *subprime* le ha permitido cubrir largamente las depreciaciones de activos, del orden de 1.500 a 2.000 millones de dólares. Unas depreciaciones de activos que se han extendido por todo el sector en EE.UU.

La agencia de calificación crediticia Moody's ha establecido que los bonos vinculados a vehículos de inversión estructurados, o SIV (por sus siglas en inglés), han sufrido una caída del 47 por 100 de su valor nominal. Además, Moody's establece que los activos de los SIV han perdido 300.000 millones de dólares. Estos "vehículos" vendieron 55.600 millones de dólares entre junio y noviembre de 2007.

La valoración de los SIV es uno de los principales problemas con que se están encontrando los organismos reguladores. Tras las zozobras financieras, es complicado establecer cuánto valen estos vehículos de inversión, que deberían reflejar las ganancias o pérdidas finales de las inversiones en bonos de alto riesgo vinculados al sector *subprime*. El precio de estos títulos ha sufrido importantes recortes en un mercado prácticamente parado por la desconfianza de los inversores en estos SIV, que registraban un alto grado de impagos. La valoración de Moody's llega en un momento clave, y establece un paralelismo entre las caídas del precio de mercado de estos bonos y su valor real. De esta manera, también se envía un mensaje a los bancos centrales, que estarían obligados a establecer unos criterios para determinar el precio de los SIV, unos instrumentos que ocupan un papel central entre los actores que han hecho estallar la crisis *subprime*.

Entre tanto, el presidente de JP Morgan, Jaime Dimon, ha manifestado que su entidad se mantendrá "extremadamente cauta" en 2008, debido a que la desaceleración de la economía afectará a los volúmenes de negocio e incrementará los costes de los créditos. Las previsiones más pesimistas establecen en 400.000 millones de dólares el coste de la crisis de las hipotecas basura, lo que implica la necesidad de realizar provisiones para hacer frente a la creciente morosidad y a la pérdida de valor de los activos relacionados con las hipotecas basura.

La crisis ha contaminado al mercado interbancario, donde se palpa la desconfianza entre las propias entidades, lo que ha provocado un encarecimiento de la financiación, que a su vez podría desencadenar, en el peor escenario, problemas de solvencia. Un negro escenario ya bosquejado por algunos analistas.

Pero en medio de esta escasez de liquidez y con los serios problemas que atraviesan los bancos estadounidenses ha surgido el equivalente al caballero blanco en las OPA hostiles en forma de fondos soberanos asiáticos. Estos poderosos instrumentos de inversión han tendido sus manos a entidades como Citigroup, Merrill Lynch o Morgan Stanley con abundantes inyecciones de capital.

## 2. El freno en la construcción arrastra a las industrias auxiliares

Las consecuencias del frenazo inmobiliario en España se hacen sentir también en todas aquellas empresas vinculadas al equipamiento de los hogares. Compañías de muebles, sanitarios, baldosas, bricolaje, ladrillos, etc., sufren una reducción de los pedidos y por supuesto del trabajo. De ahí que los responsables de distintas compañías de la industria auxiliar de la construcción perfeccionen sus estrategias para afrontar el debilitamiento del mercado.

Representantes de Porcelanosa, por ejemplo, indican que la compañía va a comenzar a potenciar las ventas en el exterior actuando en aquellos mercados que habían sido un poco abandonados debido a la fuerte demanda que España ha estado mostrando durante los últimos años. Por su parte, la empresa levantina Roca ha anunciado la congelación de sus inversiones en España. La compañía asegura que este año no realizará desembolsos destacables, más allá de los necesarios para el mantenimiento de sus instalaciones. En el terreno laboral, la Administración catalana aprobó un recorte de plantilla de Roca para 48 trabajadores, de los cuales 21 dejaron la empresa el pasado mes de octubre.

Los fabricantes de ladrillos, por su parte, estiman una caída de la demanda del 40 por 100 este año.

Otras empresas auxiliares de la construcción se muestran un poco más positivas, ya que aseguran que prevén un crecimiento reducido, pero sostenido. Así, Ikea espera un crecimiento de un 3 por 100 en la venta de los muebles del hogar y un 5 por 100 en los de oficina, augurando hasta un 15 por 100 de aumento en la facturación este año. Los motivos para el crecimiento de esta industria son que en el sector del mueble de oficina se mantendrá y se prevé que su crecimiento continúe durante los próximos cinco años.

Los datos provisionales para 2007 de las compañías de bricolaje apuntan a un incremento de las ventas del 10,4 por 100, hasta 2.925 millones de euros, un crecimiento algo inferior al registrado en 2006, que fue de un 11,6 por 100. Además, las previsiones para este año tampoco dejan muchas esperanzas en el sector. Los expertos consideran que las ventas continuarán en descenso.

## 3. El sector del automóvil reafirma su apuesta por las exportaciones

La industria española del automóvil confía en el mercado alemán para aumentar sus exportaciones un 4,5 por

100 durante este año. Esta proyección ha salido a la luz después de que el sector registrase en 2007 el mayor desequilibrio comercial de su historia. Un portavoz de la Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC) explicó recientemente que la exportación absorbe el 82 por 100 de la producción (datos de 2006, los últimos disponibles), concretamente 2,27 millones de vehículos, por lo que los fabricantes del sector han decidido potenciar este segmento. ANFAC prevé completar 2008 con 2,9 millones de ventas al exterior y para cumplir ese objetivo la producción debe experimentar un crecimiento de entre el 2 y el 3 por 100 este año.

Sin embargo, en otros aspectos del sector la patronal automovilística no se muestra tan optimista. Es el caso de las ventas totales de vehículos, que aunque se comportaron dentro de lo esperado durante 2007, para el ejercicio recién estrenado se espera un descenso de las matriculaciones de entre el 1 y el 2 por 100, hasta situarse en torno a 1,6 millones de unidades, si bien, las ventas podrían aumentar debido a la entrada en vigor, el pasado 1 de enero, del nuevo impuesto de matriculación que rebajará el precio de los vehículos más "verdes", los que reduzcan las emisiones de CO<sub>2</sub>. De hecho, y pese a la subida del IPC, siete de cada diez Fiat comercializados en España se han abaratado desde el 1 de enero. En total, 65 modelos y versiones ya han reducido su precio en 2008.

Hasta 2007, el impuesto de matriculación establecía sólo dos tramos impositivos (del 7 y el 12 por 100) en función exclusivamente del carburante y de la cilindrada del motor. Con el cambio normativo, se eliminan estos tramos y se crean cuatro nuevos según las emisiones contaminantes del vehículo: 0 por 100 de gravamen para aquellos con una cifra inferior o igual a 120 gramos de CO<sub>2</sub> por kilómetro recorrido; 4,75 por 100 cuando estén entre 121 y 160 gramos; 9,75 por 100 para los que emitan entre 161 a 200 gramos y 14,75 por 100 cuando las emisiones sean iguales o superiores a 201 gramos por kilómetro.

Entre los "debe" del sector se encuentra un déficit comercial en aumento. A falta de conocer las cifras de los dos últimos meses del año pasado, el sector de la automoción en España acumula en los diez primeros meses del pasado ejercicio un déficit comercial de 6.289,3 millones de euros, un 5,3 por 100 más que en todo 2006, que ya supuso un máximo histórico, según los datos oficiales publicados por el Ministerio de Industria.

El mercado español de la automoción presenta la peculiaridad de ser una industria en la que las compañías son en su totalidad extranjeras pero su producción está en territorio español. El sector representa el 6 por 100 del PIB, el 25 por 100 de las exportaciones, da empleo a 75.000

personas directamente y a 350.000 de forma indirecta, según los datos de ANFAC.

#### 4. ¿Huida de patrimonio de los fondos garantizados?

Distintos expertos en mercados financieros aseguran que el hecho de que numerosos fondos de inversión garantizados tengan su fecha de vencimiento en estos primeros meses del año puede hacer que ese patrimonio vaya a parar a los depósitos bancarios, en detrimento de otros instrumentos de inversión colectiva. A todo esto se une el acusado signo bajista que el índice bursátil español de referencia, el IBEX 35, ha registrado en el comienzo de 2008.

Durante este año vencerán fondos garantizados por un valor total de 18.000 millones de euros, según datos de VDOS Stochastics.s, sin embargo, las entidades consultadas aseguran que "no habrá problemas para los pagos", aunque coinciden en que en estos primeros meses de 2008, los garantizados podrían presentar una rentabilidad menor que en 2007. Y los rendimientos de estos productos, generalmente criticados por sus bajos retornos, muestran un abanico espectacular: el fondo garantizado de renta variable que más ganó en 2007, dedicado a los mercados emergentes, ofreció una rentabilidad del 33,58 por 100, frente al último de la clasificación, que cerró el año con unas minusvalías del 6,27 por 100. Entre los garantizados de renta fija, la evolución ha sido mucho más desfavorable: el mejor fondo garantizado del año pasado registró una revalorización del 4,34 frente al 23 por 100 anual que perdió el peor, según las estadísticas de la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO).

Ángel Martínez Aldama, director general de INVERCO, estima que "este año se repetirá la tendencia que los garantizados registraron en 2007, con más de dos millones de partícipes (...). Al final, las gestoras venden lo que les piden sus clientes", asegura Aldama, que además no cree que haya problemas en las garantías a pagar, ya que las entidades "cubren todas las hipótesis del mercado". También coinciden con esta idea Barclays y BBVA Gestión, cuyos garantizados están referenciados al mercado de renta fija.

Según datos del Banco de España, los depósitos bancarios con un plazo superior a dos años contaban con 334.994 millones de euros en octubre de 2007, lo que representa un aumento del 41,7 por 100 respecto al mismo período del año anterior. Su rentabilidad media anual es del 7 por 100.

El año 2007 ha sido negativo para la industria global de los fondos de inversión en España. El patrimonio total de estos instrumentos se ha reducido en 15.624 millones de euros, un 6,1 por 100 con relación a 2006, hasta 238.699 millones. El número de partícipes también ha caído en similar proporción: un 6,3 por 100, o más de medio millón de ahorradores e inversores saliendo de estos instrumentos, hasta cerrar el año con un total de 8,26 millones de partícipes, según datos de INVERCO.

A pesar de que los reembolsos de patrimonio del conjunto de los fondos de inversión fueron generalizados durante el pasado mes de diciembre, entre las contadas categorías de estos instrumentos que ganaron recursos se encuentra la de los fondos garantizados de renta fija, con unos magros 23 millones de euros de suscripción neta.

Pero quizás el dato que mejor refleja el escaso atractivo de los fondos de inversión en los últimos tiempos es el de su rentabilidad. El rendimiento medio ponderado de todas las categorías de fondos de inversión fue el año pasado de tan sólo el 2,40 por 100, lo que contrasta con los depósitos bancarios remunerados a ese plazo (4,5 por 100 y superiores) y la rentabilidad de la Bolsa española en 2007, un año no especialmente fructífero: casi el 8 por 100.

## 5. Marsans, dispuesto a vender un 15 por 100 de Aerolíneas al Estado argentino

Un portavoz de Marsans ha asegurado que el grupo turístico español, propietario del 95 por 100 de Aerolíneas Argentinas (ARSA), está dispuesto a que el Estado argentino (que tiene el 5 por 100 restante) alcance un 20 por 100 de la compañía aérea de bandera siempre y cuando solucione antes el contencioso de los pilotos en huelga.

Marsans accedería así a los deseos del Gobierno argentino de lograr más derechos en el consejo de administración de la aerolínea. La compañía habría llegado a un primer acuerdo con el ex presidente Néstor Kirchner a mediados de 2007 en el que autorizaba esta transacción. Sin embargo, todavía queda pendiente discutir el precio de esta participación. Marsans explica que en un momento en el que la mayoría de países no quiere hacerse cargo de una aerolínea, Argentina que "son unos nostálgicos del poder, quiere «argentinar» Aerolíneas Argentinas".

En el caso de que el Gobierno de Cristina Fernández de Kirchner finalmente decida adquirir ese 15 por 100, el si-

guiente paso será sacar la aerolínea a bolsa a finales de este año o en 2009. Con esta operación, Marsans podría financiar una eventual compra de Spanair. De momento, mientras no se soluciona el contencioso laboral de la compañía aérea, los propietarios de Marsans, Gerardo Díaz Ferrán —también presidente de la patronal española CEOE— y Gonzalo Pascual han frenado sus inversiones en ARSA hasta que no se normalicen los servicios. Estas inversiones ascienden a 2.387,5 millones de euros.

Pero la pugna sindical en Aerolíneas no parece fácil de destrabar. "Lo que resaltamos fue nuestra preocupación por la falta de inversión del Grupo Marsans dentro de Aerolíneas", dijo Edgardo Llano, secretario general de Asociación de Personal Técnico Aeronáutico (APTA). Por su parte, el portavoz de ARSA, Jorge Molina, declaró recientemente: "Asumimos los primeros compromisos que la empresa va a tomar en el pacto social: inversión, incorporación de flota y modernización de la compañía", dijo tras el encuentro que mantuvieron representantes de la compañía con el ministro argentino de Trabajo, Carlos Tomada.

El último "escándalo" de ARSA se produjo a principios de enero, cuando unos 5.000 pasajeros se quedaron en tierra en el aeropuerto bonaerense de Ezeiza como consecuencia de otro conflicto sindical. El caos fue tal, que hasta algunos viajeros agredieron al personal de tierra de la compañía aérea. Y aunque los vuelos se han normalizado notablemente, el APTA no ha enterrado ni mucho menos el hacha de guerra. Un reciente comunicado suyo no deja lugar a dudas: "La estrategia de los dueños de Marsans, conjuntamente con la del actual Gobierno de Cristina Kirchner, es intencionadamente desviar el foco de atención sobre las causas reales de los problemas de las compañías, para *desresponsabilizar* a (Gonzalo) Pascual, (Gerardo) Díaz y los Kirchners de sus culpas y delitos contra las mismas —unos por cometerlos y otros por consentírselos y ser sus corresponsables—, a los efectos de poder responsabilizar de todos los males pasados, presentes y futuros de Aerolíneas Argentinas y Austral a los trabajadores y sus sindicatos".

El "culebrón" de Aerolíneas comenzó para España en noviembre de 1990 cuando Iberia adquirió el 30 por 100 de la compañía aérea argentina; en 1996 y tras la puesta en marcha de un complejo diseño empresarial en el que participó la Comisión Europea, Iberia se desprende de su participación asumiendo pérdidas millonarias. En 1998 la compañía estadounidense American Airlines se hace con una participación de ARSA y asume su gestión, que dura sólo dos años puesto que la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales de España (SEPI), que controlaba el capital de ARSA, la retiró de esa responsabilidad por con-

siderar que no había cumplido los objetivos. En 2001 se declara la suspensión de pagos de Aerolíneas y la SEPI procede a su venta. Recibe 16 ofertas y la de Air Comet (del Grupo Marsans) es considerada la más atractiva.

Desde entonces, los tiras y aflojas por las inversiones comprometidas han sido casi continuos. Air Comet incumplió distintos plazos contemplados en el contrato de compra a la SEPI, como el de incorporar 23 aeronaves a

la flota de ARSA (finalmente aportó 22) o ampliar capital en 50 millones de dólares (lo hizo en febrero de 2003 con siete meses de retraso). Además, aportaciones de la SEPI destinadas al pago de deudas y pasivos de ARSA fueron utilizadas por Air Comet para cubrir gastos corrientes, etcétera.

Quizás la eventual desinversión de Marsans en ARSA le ahorre nuevos dolores de cabeza al grupo turístico español.