

La crisis bursátil de 2008

Pablo Fernández*

1. El IBEX 35 y el IGBM

La figura 1 muestra la evolución del IBEX 35 que pasó de 3.000 puntos el 31 de diciembre de 1989 a 15.182,3 puntos en diciembre de 2007 y a 7.905 puntos el 28 de octubre de 2008. El máximo fue 15.945,7 (8 de noviembre de 2007). También muestra la evolución del IBEX 35 con la del IGBM (Índice General de la Bolsa de Madrid), que pasó de 296,8 por 100 el 31 de diciembre de 1989 a 848,4 por 100 el 28 de octubre de 2008. El máximo fue 1.724,95 por 100 (8 de noviembre de 2007).

La figura 2 muestra la evolución del IBEX 35 y la magnitud de sus descensos (su valor con respecto al máximo histórico). El mayor descenso del IBEX 35 (**58 por 100**) se produjo entre el 6 de marzo de 2000 (12.816,8 puntos) y el 1 de octubre de 2002 (5.368,6 puntos). El descenso entre el 8 de noviembre de 2007 y el 28 de octubre de 2008 (de 15.945,7 a 7.905 puntos) supuso un **50,4 por 100**.

La figura 3 compara la evolución del IBEX 35 con la de los tipos de interés a diez años. Permite comprobar que ascensos sustanciales de los tipos de interés (en 1992 y 1994) provocaron descensos sustanciales del IBEX (del 32 por 100 y del 28 por 100) y que descensos sustancia-

Figura 1

EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y DEL IGBM

Datos diarios.



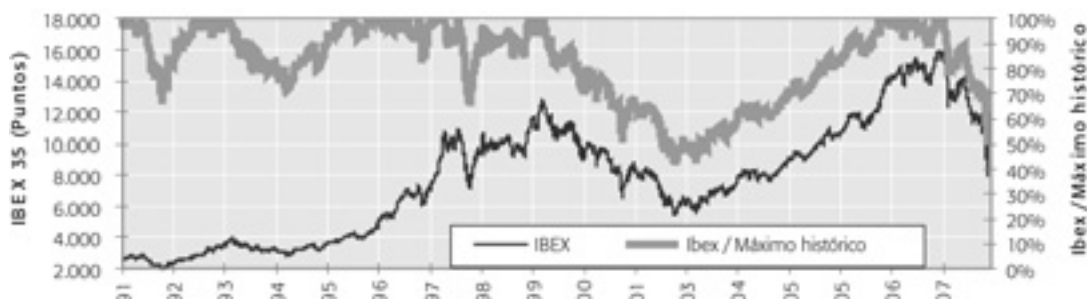
Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y Bolsa de Madrid.

* Profesor del IESE.

Figura 2

IBEX 35 RESPECTO A SU MÁXIMO HISTÓRICO Y EVOLUCIÓN DEL IBEX 35

Datos diarios.

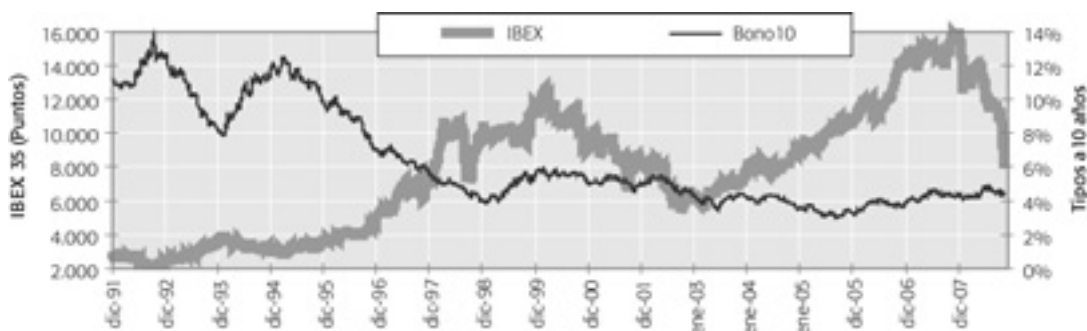


Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y elaboración propia.

Figura 3

EVOLUCIÓN DEL IBEX 35 Y DEL TIPO DE INTERÉS A 10 AÑOS

Datos diarios.



Fuente de los datos: Sociedad de Bolsas y Datastream.

les de los tipos de interés (en 1993 y 1995-1998) provocaron ascensos sustanciales del IBEX.

La figura 4 muestra la evolución intradía del IBEX 35 en una semana de octubre de 2008. Es muy sorprendente la oscilación intradía del IBEX 35 (que, por otro lado, ofrece muchas posibilidades a inversores que conservan la calma) y que se debe al nerviosismo con el que se comportan algunos inversores. Más sorprendente todavía es que muchos de ellos ya han vivido varias crisis bursátiles. Tras contemplar la figura 4, ¿alguien mantiene que la cotización en bolsa es siempre el mejor indicador del valor de las acciones?

La tabla 1 muestra que en octubre de 2008 se produjo el mayor descenso y ascenso (diarios) del IBEX. Otras variaciones relevantes se concentran en cinco periodos: septiembre-octubre de 2008 (5), enero de 2008 (2), julio

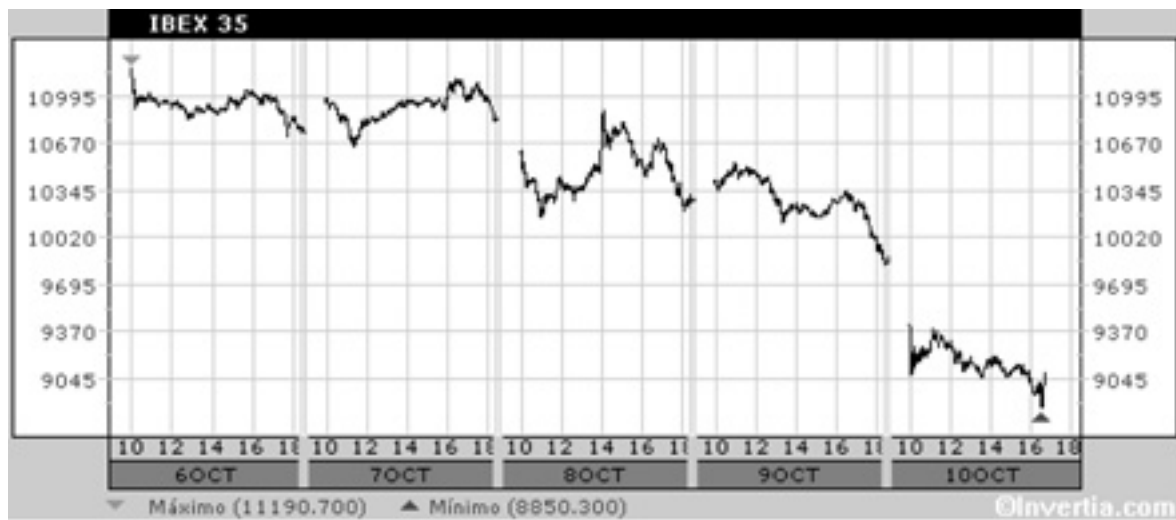
Tabla 1

MAYORES ASCENSOS Y DESCENSOS DIARIOS DEL IBEX 35. 1991-MARZO 2008

10-oct-08	-9,1%	29-jul-02	5,7%
22-oct-08	-8,2%	29-oct-97	5,7%
21-ene-08	-7,5%	05-jul-02	5,9%
01-oct-98	-7,1%	06-oct-98	5,9%
10-sep-98	-7,1%	24-sep-01	6,0%
13-ene-99	-6,9%	04-ene-99	6,0%
06-oct-08	-6,1%	23-sep-98	6,5%
27-ago-98	-5,8%	24-ene-08	7,0%
14-sep-01	-5,8%	19-sep-08	8,7%
21-ago-98	-5,8%	13-oct-08	10,6%

Figura 4

EVOLUCIÓN INTRADÍA DEL IBEX 35 EN TRES SEMANAS DE OCTUBRE DE 2008

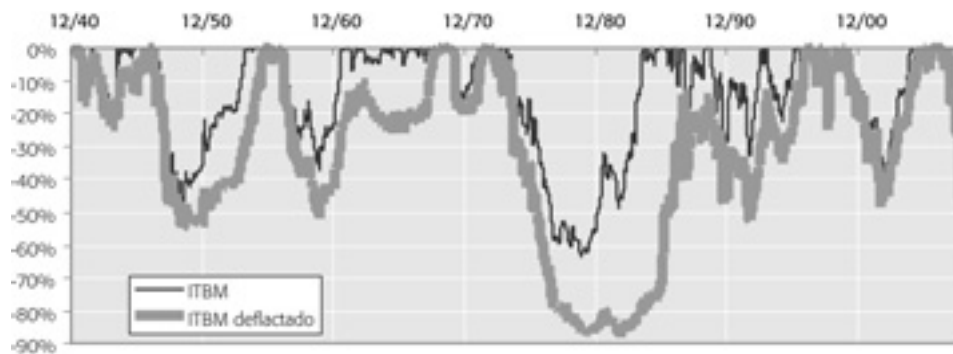


Fuente de los datos: <http://www.invertia.com>.

Figura 5

ITBM. PORCENTAJE CON RESPECTO AL MÁXIMO HISTÓRICO ANTERIOR

$(ITBM - \text{Máximo histórico anterior}) / \text{Máximo histórico}$



de 2002 (2), septiembre de 2001 (2), enero de 1999 (2) y agosto-octubre de 1998 (6).

El mayor descenso del IBEX 35 (**58 por 100** entre el 6 de marzo de 2000 y el 1 de octubre de 2002) o el más reciente (**50,4 por 100** entre diciembre de 2007 y el 28 de octubre de 2008) puede parecer elevado, pero en años anteriores a 1991 hubo mayores descensos, tal como se muestra en el siguiente apartado.

Analizamos a continuación el IGBM (el Índice General de la Bolsa de Madrid) porque el IBEX no se calculaba

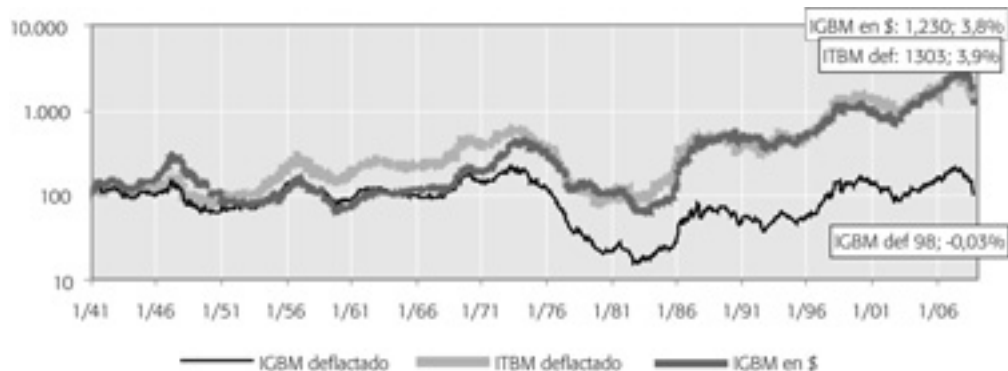
antes de 1987. La figura 5 muestra los descensos del ITBM¹ desde diciembre de 1940 hasta octubre de 2008. Tras el máximo de abril de 1973, el ITBM descendió un **63,7 por 100** hasta noviembre de 1979. Por su parte, el ITBM deflactado descendió un **87 por 100** hasta septiembre de 1982 y no alcanzó el nivel de abril de 1973 hasta 1996, 23 años después.

¹ El Índice Total de la Bolsa de Madrid (ITBM) es el IGBM ajustado por los dividendos que reciben las acciones que lo componen.

Figura 6

EVOLUCIÓN DEL IGBM Y DEL ITBM DEFLACTADOS (EN TÉRMINOS REALES) Y DEL IGBM EN DÓLARES

Diciembre de 1940 = 100



Fuente: Bolsa de Madrid, Datastream y elaboración propia.

Tabla 2

MAGNITUDES FUNDAMENTALES. DICIEMBRE 1940 - MARZO 2008

	IGBM	ITBM	ITBM deflactado	IGBM deflactado	Senda inflación España	Senda inflación USA	Inflación diferencial	Ptas/\$	IGBM en \$	S&P 500
31/dic/1940	100,00	100,00	100,00	100,00	1,00	1,00	1,00	10,95	100,00	100,00
28/octubre/2008	14.985,53	199.425,02	1.302,90	97,90	153,06	15,12	10,12	133,38	1.230,30	97.901,93
Incremento anual	7,7%	11,9%	3,9%	-0,03%	7,7%	4,1%	3,5%	3,8%	3,8%	10,7%
			IGBM	ITBM	ITBM deflactado	IGBM deflactado				
Máximo descenso en 1940-2008			-72,9%	-63,7%	-87,0%	-92,6%				
Periodo			Abr 73 - Abr 80	Abr 73 - Nov 79	Abr 73 - Sep 82	Abr 73 - Feb 83				

Tabla 3

MAYORES ASCENSOS Y DESCENSOS MENSUALES DEL IGBM. 1940-OCTUBRE 2008

oct-87	-28,40%	ago-90	-12,30%	ago-86	12,30%	ago-48	15,00%
oct-08	-27,80%	jul-77	-11,90%	ago-93	12,30%	feb-00	15,30%
ago-98	-19,40%	sep-74	-11,70%	abr-86	12,70%	feb-51	15,90%
sep-90	-18,60%	oct-97	-11,70%	feb-91	13,60%	jul-87	16,10%
sep-08	-14,00%	feb-48	-11,40%	jun-81	13,60%	feb-86	16,30%
ene-08	-13,80%	mar-48	-11,30%	ene-85	14,20%	ene-87	17,30%
sep-77	-12,40%	nov-73	-11,30%	mar-98	14,70%	mar-86	23,80%

La figura 6 muestra la evolución del IGBM y del ITBM deflactados, esto es deduciendo la inflación, y del IGBM en dólares. El IGBM deflactado ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 98 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del -0,03 por 100). El ITBM (IGBM + dividendos) deflactado, ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 1.303 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del 3,9 por 100). El dividendo anual promedio a lo largo de estos 68 años fue el 3,9 por 100 y la inflación anual media española entre 1940 y 2008 fue 7,7 por 100. El IGBM en dólares ha pasado de 100 en diciembre de 1940 a 1.230 en octubre de 2008 (rentabilidad anual media del 3,8 por 100).

La tabla 2 contiene algunas magnitudes que aparecen en las figuras anteriores.

La tabla 3 muestra que el mayor descenso mensual del IGBM se produjo en octubre de 1987 y el segundo en octubre de 2008

2. El Índice S&P 500. 1926 – 2008

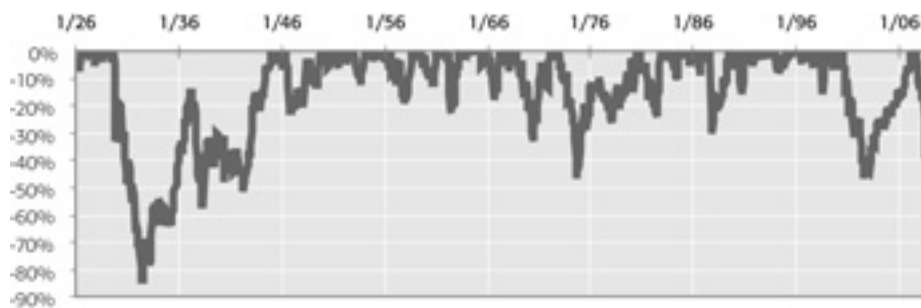
La figura 7 muestra los descensos del S&P 500 desde 1926 hasta octubre de 2008. Tras el máximo histórico de agosto de 1929, el S&P 500 descendió un **84,8 por 100** hasta junio de 1932. El S&P 500 no consiguió recuperar el nivel de agosto de 1929 hasta septiembre de 1954. Con la crisis del petróleo, tras el máximo histórico de enero de 1973, el S&P 500 descendió un **43,3 por 100** hasta diciembre de 1974 y no consiguió recuperar el nivel de enero de 1973 hasta julio de 1980. En la crisis de Internet, tras el máximo histórico de agosto de 2000 (1.485,4) el S&P 500 descendió un **43,6 por 100** hasta febrero de 2003. El nivel de agosto de 2000 no se alcanzó hasta mayo de 2007. En los periodos julio 1920-septiembre 1922 y diciembre 1929-marzo 1933 hubo una fuerte deflación (inflación negativa) en USA. El nivel de precios de julio de 1920 no se alcanzó hasta octubre de 1946. En el periodo 1926-2008 la inflación anual media entre fue del 3,0 por 100, la ren-

Figura 7

S&P 500. PORCENTAJE CON RESPECTO AL MÁXIMO HISTÓRICO ANTERIOR

(IGBM – Máximo histórico anterior) / Máximo histórico

Realizado con datos mensuales



Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Tabla 4

MAYORES DESCENSOS MENSUALES DEL S&P 500. 1926-OCTUBRE 2008

Sep-31	-29,7%	Apr-32	-20,0%	Aug-98	-14,6%	Sep-30	-12,8%
Mar-38	-24,9%	Oct-29	-19,7%	Sep-37	-14,0%	May-31	-12,8%
May-40	-22,9%	Oct-08	-19,4%	Dec-31	-14,0%	Nov-29	-12,5%
May-32	-22,0%	Feb-33	-17,7%	Oct-32	-13,5%	Nov-73	-12,2%
Oct-87	-21,8%	Jun-30	-16,3%	Mar-39	-13,4%	Sep-74	-11,9%

tabilidad media del S&P 500 deflactado 5,4 por 100 y la rentabilidad por dividendos media 4,2 por 100.

La tabla 4 muestra que los 20 mayores descensos mensuales del S&P 500 se concentraron en los periodos 1929-32 (10), 1937-39 (3) y 1973-74 (2).

3. Caídas de índices bursátiles internacionales

La tabla 5 muestra las mayores caídas de las bolsas mundiales desde 1926 hasta 1996 en términos reales. En España, el mayor descenso mensual se produjo en octubre de 1987 (-28,6 por 100), el mayor anual entre octubre de 1976 y septiembre de 1977 (-52,4 por 100), el de un periodo de cinco años, entre mayo de 1975 y abril de 1980 (-84,3 por 100), y el mayor descenso en un periodo de 10 años, entre marzo de 1973 y febrero de 1983 (-91 por 100).

Otros descensos reseñables fueron:

- Londres 2000-2003: **52 por 100**. Colapso de la burbuja de internet y de empresas tecnológicas.
- Hong Kong 1997-98: **64 por 100**. Sobrevaloración previa y abandono de los inversores de acciones asiáticas.
- Londres 1973-74: **73 por 100**. Aumento de los precios del petróleo, huelga de mineros y caída del gobierno de Heath.
- Japón 1990-2003: **79 por 100**. Colapso de la burbuja japonesa y deflación.
- Nasdaq 2000-2002: **82 por 100**. Colapso de la burbuja de internet y de empresas tecnológicas.

4. Origen de la crisis: la falta de sentido común de algunos directivos

El oficio de directivo presupone una combinación de sensatez, experiencia y algunos conocimientos. La falta de sensatez de un directivo siempre acaba teniendo consecuencias dolorosas para otras personas; un ejemplo: la crisis actual. Y todavía es más pernicioso la falta de sensatez mezclada con el orgullo de una falsa sabiduría.

El valor de un activo financiero depende de los flujos que se espera obtener de él. Esto es muy obvio, pero pe-

riódicamente hay inversores que olvidan esto y surgen las llamadas *burujas* (situaciones en las que el precio de las acciones no se corresponde con los flujos que razonablemente se puede esperar que generen las empresas). Aunque ha habido muchas burujas, una grande y reciente fue la de Internet.

Peores efectos para la sociedad surgen cuando los que olvidan esa obviedad son directivos de empresas y, peores aún, cuando los que se olvidan son directivos de instituciones financieras. Éste es el momento actual: el inicio de una crisis que afectará a muchas personas y familias, pero ¿afectará a los que se han olvidado de algo tan obvio en sus decisiones? También hay que tener en cuenta que ese “olvido” ha reportado a varios de ellos sustanciosos *bonuses*.

Otra falta de sentido común: algunas empresas piden que se prohíban las posiciones cortas (la venta a crédito) sobre las acciones porque —según manifiestan— son las responsables de las caídas de las cotizaciones.

La cotización de las acciones se fija (al igual que casi todos los precios) por el acuerdo entre los que las venden y los que las compran. Cuando hay más acciones a la venta que a la compra, las cotizaciones caen y cuando sucede lo contrario, suben. Entre los que venden acciones, hay vendedores de acciones que son propiedad suya y otros que las han tomado prestadas (venta a crédito). Entre los que compran, los hay que compran con su dinero o a crédito. Afirmar que la culpa de que bajen las cotizaciones la tienen los vendedores a crédito tiene tanto fundamento como afirmar que la culpa es de los vendedores naturales de Murcia. Obviamente, la culpa de que bajen las cotizaciones se reparte entre:

- a) Todos los vendedores, los que poseían acciones y los que lo hacen a crédito.
- b) Todos los compradores, por no haber comprado más.
- c) Todas las personas restantes por no haber comprado acciones.
- d) Los directivos de la empresa que no han comprado.
- e) Los consejeros de la empresa que no han comprado.
- f) La propia empresa que no ha comprado sus propias acciones.

Tabla 5

MAYORES DESCENSOS DE LAS BOLSAS MUNDIALES DESDE 1926 HASTA 1996 EN TÉRMINOS REALES

(eliminando la inflación)

País	Mayor descenso				Mes final			
	1-Mes	1 año	5 años	10 años	1-Mes	1 año	5 años	10 años
España	-28,6%	-52,4%	-84,3%	-91,0%	10/87	9/77	4/80	2/83
US	-24,0%	-55,9%	-56,4%	-60,7%	11/29	6/32	9/34	8/82
Canada	-22,9%	-45,6%	-60,9%	-55,6%	10/87	6/82	3/42	6/82
UK	-22,8%	-65,6%	-74,7%	-68,7%	11/87	11/74	12/74	12/74
Austria	-21,8%	-73,5%	-89,6%	-83,2%	6/49	8/48	7/51	7/51
Belgium	-22,6%	-45,5%	-70,3%	-70,0%	11/87	11/47	12/47	5/51
Denmark	-16,9%	-48,8%	-49,2%	-51,8%	11/73	8/74	7/51	6/49
Finland	-20,1%	-51,0%	-86,6%	-89,5%	3/48	10/45	8/48	10/48
France	-25,4%	-53,4%	-83,5%	-84,8%	3/82	10/45	6/49	1/53
Germany	-92,4%	-89,7%	-92,0%	-89,1%	7/48	6/49	7/48	7/48
Ireland	-29,1%	-59,0%	-63,7%	-72,5%	11/87	1/75	1/75	2/83
Italy	-32,9%	-73,0%	-87,3%	-87,3%	7/81	4/46	4/46	6/77
Netherlands	-20,3%	-44,2%	-61,4%	-71,5%	4/32	4/32	3/49	2/53
Norway	-34,6%	-53,8%	-76,8%	-61,8%	11/87	1/75	6/78	8/82
Portugal	-26,0%	-67,9%	-97,8%	-94,7%	10/87	9/88	11/78	12/83
Sweden	-27,5%	-56,7%	-51,2%	-56,1%	3/32	6/32	2/33	4/40
Switzerland	-22,0%	-45,8%	-65,4%	-56,3%	11/87	10/74	12/66	8/82
Australia	-32,9%	-49,8%	-68,2%	-63,1%	11/87	8/74	12/74	7/78
New Zeland	-30,4%	-52,1%	-65,1%	-70,6%	11/87	12/87	12/91	1/80
Japan	-47,1%	-92,7%	-98,4%	-99,0%	7/47	8/46	11/47	4/50
India	-24,3%	-50,5%	-73,2%	-80,2%	11/87	4/93	6/50	10/49
Pakistan	-12,7%	-42,6%	-66,4%	-66,8%	7/96	3/95	2/75	8/74
Philippines	-27,2%	-65,8%	-85,6%	-93,5%	5/86	9/74	1/85	9/83
South Africa	-28,4%	-46,4%	-65,3%	-73,2%	2/93	10/74	5/53	6/79
Brazil	-67,9%	-82,0%	-89,4%	-92,2%	3/90	5/87	10/90	6/81
Chile	-68,3%	-67,4%	-76,9%	-80,8%	10/73	9/74	6/85	4/50
Colombia	-20,5%	-48,3%	-78,8%	-82,9%	3/71	6/47	2/76	2/81
Mexico	-46,5%	-73,2%	-84,9%	-78,2%	11/87	5/82	4/84	4/83
Venezuela	-37,2%	-84,3%	-84,3%	-92,3%	2/89	7/89	9/82	7/89
Israel	-34,2%	-67,4%	-54,6%	-63,6%	10/83	12/83	6/68	1/75
Promedio	-32,3%	-60,1%	-74,7%	-76,0%				
Mediana	-27,4%	-54,9%	-75,8%	-75,8%				
Mundo	-20,1%	-43,2%	-51,4%	-54,0%	11/29	10/74	6/49	6/49
No - USA	-22,7%	-39,7%	-59,2%	-58,3%	7/48	10/74	6/49	6/49

Fuente: Jorion, P. (2003), "The Long-Term Risks of Global Stocks Markets", Financial Management, Winter, pg. 5-26.

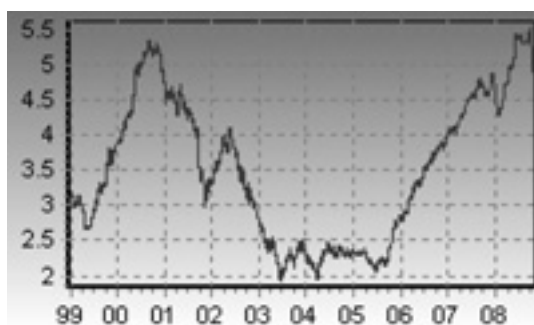
g) Los directivos de la empresa por no haber sido capaces de transmitir a compradores potenciales el

atractivo de sus acciones o de convencer a los vendedores de que las mantengan.

Afirmar que las posiciones cortas son las responsables de las caídas de las cotizaciones supone un importante desconocimiento de los mercados financieros y una falta de sentido común, pero pedir que se prohíban es una aspiración caciquil y un atentado a la libertad de mercado.

Para justificar la petición de prohibición, manifiestan que la SEC estadounidense y la FSA prohibieron las posiciones cortas en todos los valores financieros². Tal vez sea este afán por copiar lo que hacen otros países lo que introdujo en nuestro país algunas modas, entre otras:

- a) Relajar las condiciones de concesión de hipotecas.
- b) Conceder préstamos ilógicos por indicación de algún político "porque más adelante me proporcionará mejores negocios",
- c) Comprar y vender instrumentos financieros que ni se conocen bien ni se es capaz de calibrar su riesgo,
- d) Comprar instrumentos financieros sin analizarlos razonablemente con los únicos argumentos de que "me los vende una *institución de reconocido prestigio*³" y/o "también los ha comprado mi competidor y no puedo quedarme fuera de este mercado con tanto potencial",
- e) Conceder hipotecas y créditos en 2003-2006 suponiendo que el Euríbor se mantendría 30 años por debajo del 3 por 100,
- f) Conceder préstamos a accionistas significativos para comprar acciones en máximos históricos poniendo como garantía las propias acciones,



Evolución del Euríbor

² No hace falta decir que estas medidas no evitaron los descensos de las cotizaciones.

³ Habitualmente con nombre inglés. Algunas de éstas ya han desaparecido.

- g) Analizar el riesgo de las operaciones basándose exclusivamente en datos históricos (y muchas veces sin ser consciente de ello),
- h) Creer que se tienen algunos riesgos totalmente cubiertos (por instrumentos o estrategias que no se comprenden totalmente) cuando la realidad es muy otra,
- i) Acometer la compra de una empresa o institución financiera manifestando que "es esencial para nuestra estrategia el quedárnosla, el precio es secundario".

Sólo hemos enumerado algunas prácticas de algunas instituciones financieras (afortunadamente, no de todas) españolas y extranjeras.

Es bastante obvio que si estas decisiones se han tomado durante bastante tiempo, los directivos que las han tomado y autorizado son los primeros responsables, pero no los únicos. ¿No tenían nada que decir el Consejo de Administración⁴, supervisores, reguladores, auditores⁵, auditores de los auditores, agencias de calificación?

5. Algunos tópicos poco claros sobre la crisis

a) *Esta crisis la ha producido Estados Unidos*

Si eso fuera así, ¿por qué hay desconfianza entre instituciones no estadounidenses? Es cierto que la crisis de muchas instituciones financieras de Estados Unidos ha perturbado los mercados internacionales, pero eso ha sucedido porque muchas instituciones no estadounidenses habían entrado en el juego de comprar instrumentos financieros sin analizarlos razonablemente con los únicos argumentos de que "los vende una *institución de reconocido prestigio*" y/o "también los ha comprado un competidor". La componente "española" de la crisis no es pequeña: no es sostenible construir en España más vivien-

⁴ No vale la excusa de que "no me informaban". Un consejero que no se considere suficiente informado tiene obligación de pedir la información pertinente. Si no sabe qué información pedir (no debía haber sido nombrado para el puesto) o, tras pedirla no se la proporcionan, debe dimitir. Si no dimite y sigue en su puesto es responsable.

⁵ El auditor no está para firmar, como a veces sucede, que las mentiras que utiliza la empresa para fundamentar sus decisiones (y la contabilización de las mismas) están correctamente sumadas en las cuentas presentadas.

das que en Francia e Inglaterra, y tampoco es sostenible conceder hipotecas por importe superior al valor de la vivienda y con tipos de interés mínimos. ¿Quiénes han financiado la construcción de tantas viviendas y la venta (de la que no están todavía esperando comprador)?

b) Las instituciones financieras españolas no tienen ningún problema y son un ejemplo ante el mundo

Algunas sí, pero todas no. Si la situación de todas las instituciones financieras en España es tan buena como nos dicen algunos políticos y algunos reguladores, ¿por qué no confían unas en otras para prestarse dinero? ¿Por qué ha tenido que poner el Gobierno tantos millardos de euros a su disposición? Unos números: el 61 por 100 de los créditos concedidos en 2007 por bancos y cajas estuvieron destinados a la construcción: 9 por 100 a constructoras; 17 por 100 a promotoras inmobiliarias y 35 por 100 para adquisición o rehabilitación de viviendas.

c) En España tenemos una desaceleración producida por perturbaciones internacionales

Con este tipo de comentario se pretende insinuar que la crisis "ha llegado a España desde fuera" cuando no había ninguna razón española y, por supuesto, ningún responsable español.

d) Una morosidad del 4 por 100 es perfectamente asumible por nuestras instituciones

El margen de intermediación de la banca en España es aproximadamente 1 por 100⁶: esto significa que una operación de crédito fallida (sin tener en cuenta colaterales) se compensa con otras 100 operaciones similares que cumplen escrupulosamente con sus pagos. ¿Cómo se compensa un 4 por 100 de impago con un 1 por 100 de margen de intermediación?

e) Los culpables del descenso de las cotizaciones son los vendedores a corto y los hedge funds

Ya hemos hablado en el apartado anterior sobre la responsabilidad de los vendedores a corto. Respecto a los

⁶ Hay instituciones financieras españolas que operan en países en los que el margen de intermediación es superior al 15 por 100

hedge funds, es tal su variedad que es una insensatez considerarlos como un colectivo con prácticas homogéneas. Sí que es cierto que algunos *hedge funds* han vendido muchas acciones, pero han sido obligados por el reembolso de muchos de sus partícipes y por las peores condiciones en los créditos que les han tratado de imponer algunas entidades financieras.

f) Un hecho relevante

"El consejo considera necesario en defensa del interés social, hacer expreso que no existe ningún hecho o circunstancia significativa en la evolución de los negocios o en la situación patrimonial de [la empresa] que justifique la reciente evolución negativa de la cotización".

Esto lo publicó en diciembre de 2007 una empresa cuya cotización ya había caído un 57 por 100 desde el máximo y que cayó más de un 90 por 100 a partir de entonces.

g) Hay que cambiar el modelo actual de mercados financieros y hay que prohibir los derivados financieros

Esto equivale a sentenciar: "hay que cambiar los automóviles" porque un conductor borracho que circulaba a 250 Km./Hora ha sufrido un accidente. Los problemas principales no los han causado las estructuras de los mercados sino las personas. Al igual que conviene no dejar conducir a quien no tiene carnet (y sancionarle si lo hace), conviene no dejar comprar o vender derivados a quien no los entiende (y sancionarle si lo hace).

h) El selectivo IBEX representa a la economía española

El IBEX 35 refleja principalmente la evolución en bolsa de cinco empresas (Telefónica, Santander BBVA, Iberdrola y Repsol) que tienen la mayor parte de su negocio fuera de España. La capitalización de estas cinco mayores empresas supuso el 65 por 100 en 2008.

i) No compre acciones hasta que el panorama se aclare

Parece que es más rentable comprar acciones (pensando en el largo plazo) cuando los precios son bajos, no cuando el panorama está "claro".

j) Las empresas están muy bien y así lo muestran las cuentas de resultados y los balances

Ante la avalancha de impagos, muchas instituciones financieras prefieren retrasar el problema y refinanciar a sus clientes. Muchos de esos créditos fueron otorgados con una flagrante falta de rigor y la "contabilidad creativa" ayuda a enmascarar la situación.

Conviene revisar algunas sentencias muy en boga en las últimas décadas:

- Una empresa poco apalancada es poco eficiente.
- Mantener un exceso de caja es una forma de malgastar el dinero de los accionistas.
- La gestión del riesgo es una actividad ya completamente automatizada.
- Sin cuota de mercado no hay negocio.

- El precio de una vivienda en España sólo puede subir o, en el peor de los casos, mantenerse.
- Los descensos pronunciados en el consumo son historia.
- Decir que no pasa nada mejorará las expectativas de los agentes económicos.
- A veces hay que mentir para preservar el crecimiento económico.
- El beneficio publicado es más importante que los hipotéticos flujos futuros.

A pesar de los recientes descensos de la bolsa, la inversión (diversificada) en acciones ha seguido siendo (a largo plazo) mejor opción que la inversión en renta fija (ver tabla 6). Sólo los accionistas que compraron al final de 1997 y 2001 (burbuja de Internet) y en 2005-2006 (burbuja inmobiliaria-bancaria) han ganado menos que si hubieran invertido en bonos del estado. Sigue siendo mejor comprar tras un descenso que tras una subida de las cotizaciones.

Tabla 6

COMPARACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL IBEX CON LA DE LA INVERSIÓN EN BONOS DEL ESTADO A 10 AÑOS

	Rentabilidad anualizada				Rentabilidad anualizada		
	Bono 10	IBEX 35	DIF		Bono 10	IBEX 35	DIF
1991-2008	8,3%	11,1%	2,7%	1999-2008	5,4%	0,0%	-5,4%
1992-2008	8,4%	12,2%	3,8%	2000-2008	5,1%	3,0%	-2,1%
1993-2008	6,7%	9,5%	2,8%	2001-2008	5,0%	4,4%	-0,6%
1994-2008	8,1%	11,2%	3,1%	2002-2008	3,9%	10,9%	7,0%
1995-2008	7,0%	10,4%	3,4%	2003-2008	3,8%	7,0%	3,2%
1996-2008	5,7%	7,7%	2,0%	2004-2008	1,9%	3,5%	1,6%
1997-2008	5,1%	4,9%	-0,3%	2005-2008	0,2%	-2,3%	-2,5%
1998-2008	4,1%	1,9%	-2,2%	2006-2008	1,1%	-18,4%	-19,5%

Anexo 1

CAPITALIZACIÓN Y RENTABILIDAD DE 121 EMPRESAS DEL MERCADO CONTINUO

	Capitalización (€ millones)			Rentabilidad			Capitalización (€ mill.)			Rentabilidad	
	31oc08	2007	2006	2008	2007		31oc08	2007	2006	2008	2007
1 Telefónica	67.846	106.067	79.329	-34,0%	41,7%	37 Iberia	1.754	2.859	2.616	-33,0%	9,5%
2 Santander	53.528	92.501	88.436	-41,4%	8,1%	38 B. Pastor	1.698	2.790	3.860	-38,2%	-26,8%
3 BBVA	33.694	62.816	64.788	-39,7%	-5,3%	39 Bolsas y Mercados Esp.	1.592	3.896	2.620	-56,6%	52,8%
4 Arcelormittal	28.899	76.715	29.914	-61,7%	69,0%	40 Ebro Puleva	1.565	1.929	2.954	-17,4%	-33,4%
5 Iberdrola	28.163	51.935	29.859	-44,5%	28,5%	41 Telecinco	1.544	4.319	5.323	-61,1%	-14,8%
6 Endesa	27.379	38.486	37.935	-15,5%	5,1%	42 Corp.Fin.Alba	1.504	3.037	3.710	-50,5%	-18,0%
7 Cepsa	18.570	18.998	15.894	-1,5%	21,3%	43 Sos Cuétara	1.501	1.924	1.718	-21,8%	12,1%
8 Repsol YPF	18.118	29.765	31.987	-37,0%	-4,9%	44 Catalana Occidente	1.470	2.749	3.294	-45,3%	-15,6%
9 Inditex	16.431	26.192	25.438	-35,5%	4,6%	45 Prosegur	1.368	1.506	1.524	-7,0%	0,6%
10 Unión Fenosa	15.173	14.073	11.425	11,5%	25,9%	46 Tecnicas reunidas	1.243	2.447	1.628	-48,3%	52,3%
11 Gas Natural	10.756	17.920	13.429	-38,4%	36,3%	47 Abengoa	1.030	2.188	2.516	-52,6%	-12,7%
12 EADS	10.706	17.824	21.208	-39,6%	-15,4%	48 B. Guipuzcóano	917	1.663	1.715	-44,1%	-7,3%
13 ACS	9.713	14.344	15.071	-25,5%	-2,6%	49 Antena 3	899	2.261	3.849	-56,6%	-38,4%
14 Abertis	8.976	13.254	12.847	-34,2%	4,8%	50 OHL	878	2.062	2.095	-56,9%	-0,9%
15 Banco Popular	8.593	14.221	16.688	-36,5%	-12,6%	51 NH Hoteles	875	1.805	1.858	-50,4%	-17,9%
16 Banesto	6.812	9.242	11.637	-23,0%	-17,9%	52 Zeltia	864	1.358	1.204	-36,3%	9,6%
17 Corp. Mapfre	6.639	6.849	4.085	-16,2%	-9,7%	53 Uralita	849	1.185	986	-26,2%	23,7%
18 B. de Sabadell	6.512	9.070	10.377	-26,0%	-10,3%	54 Elecnor	832	1.782	1.202	-44,6%	49,3%
19 Zardoya Otis	4.691	5.581	6.019	-13,8%	-5,3%	55 Cementos Portland	793	2.063	2.756	-60,2%	-23,0%
20 Acciona	4.687	13.781	8.967	-65,3%	55,8%	56 B. de Andalucía	782	1.399	2.002	-42,2%	-28,1%
21 Red Eléctrica	4.629	5.849	4.395	-19,1%	36,1%	57 CAF	747	948	466	-19,2%	105,5%
22 FCC	4.048	6.711	10.080	-36,9%	-31,9%	58 Sol Melia	678	1.925	2.774	-64,0%	-30,1%
23 Metrovacesa	3.831	10.666	13.080	-31,0%	-31,2%	59 PRISA	668	2.810	2.891	-75,8%	-2,0%
24 Cintra	3.752	5.593	6.549	-32,4%	-14,1%	60 Vocento	649	1.700	1.837	-61,0%	-4,9%
25 Enagas	3.636	4.772	4.206	-21,7%	16,0%	61 Viscofán	645	694	685	-4,4%	3,1%
26 Bankinter	3.401	4.981	4.644	-17,7%	7,3%	62 Faes Farma	645	1.286	1.644	-49,6%	-22,2%
27 Ferrovial	3.369	6.750	10.373	-49,5%	-34,1%	63 Grupo Emp.Ence	630	1.272	1.426	-49,4%	-12,2%
28 B. de Valencia	3.351	4.550	3.917	-25,4%	9,8%	64 Campofrío	479	496	731	-1,1%	-32,2%
29 Grifols	3.303	3.283	2.152	1,3%	53,0%	65 B. de Castilla	460	651	899	-27,2%	-25,6%
30 Gamesa	3.102	7.781	5.073	-59,9%	54,3%	66 Befesa	439	550	813	-20,2%	-32,4%
31 Itinere infr.	2.873	1.009	1.063	-43,7%	-4,0%	67 Duro Felguera	423	887	758	-48,9%	19,1%
32 Acerinox	2.535	4.367	5.981	-40,5%	-25,6%	68 Parquesol inmb.	417	804	941	-47,4%	-13,3%
33 Indra	2.492	3.050	2.710	-78,4%	3,3%	69 Sotogrande	402	649	628	-37,4%	4,0%
34 Sacyr Vallehermoso	2.196	7.571	12.809	-69,6%	-40,1%	70 Cie automotive	392	827	827	-52,1%	1,1%
35 Aguas de Barcelona	2.182	4.129	4.162	-45,0%	0,6%						
36 Testa Inmuebles	1.848	1.816	3.291	-1,1%	-44,3%						

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.

Anexo 1 (continuación)

CAPITALIZACIÓN Y RENTABILIDAD DE 121 EMPRESAS DEL MERCADO CONTINUO

	Capitalización (€ millones)			Rentabilidad			Capitalización (€ mill.)			Rentabilidad	
	31oc08	2007	2006	2008	2007		31oc08	2007	2006	2008	2007
71 B. de Galicia	381	548	779	-28,5%	-27,9%	98 Service Point	101	265	196	-62,5%	1,0%
72 Vidrala	375	575	479	-33,4%	21,7%	99 PRIM	100	151	176	-33,1%	-13,4%
73 Tubacex	370	888	657	-57,6%	36,8%	100 Azkoyen	92	148	168	-37,3%	-12,3%
74 Pescanova	369	526	352	-24,0%	51,2%	101 Miquel y costas	90	145	232	-35,9%	-35,9%
75 Mecalux	367	661	751	-38,2%	-10,7%	102 Inypsa	86	122	133	-29,9%	-23,5%
76 Tubos reunidos	360	994	940	-56,2%	8,1%	103 Tavex Algodonera	86	159	263	-57,5%	-44,1%
77 B. de Vasconia	352	462	608	-21,8%	-22,3%	104 Cleop	79	196	172	-59,4%	14,1%
78 Barón de Ley	323	364	339	-11,2%	7,1%	105 Sniace	78	197	244	-60,3%	-37,0%
79 Colonial	297	3.077	7.006	-90,4%	-62,3%	106 Montebalito	78	140	110	-43,4%	-32,6%
80 Papeles y cartones de europa	275	468	397	-41,3%	-0,1%	107 Puleva biotech	73	122	134	-40,1%	-9,0%
81 Avanzit	259	619	1.023	-68,0%	-41,9%	108 Renta corp.n. real estate	70	382	854	-80,9%	-54,7%
82 Seda Barcel.	251	1.078	1.008	-76,4%	-26,2%	109 Reno de Médici	68	170	152	-68,4%	11,7%
83 CVNE	239	253	216	-4,8%	19,4%	110 Adolfo Domínguez	65	222	429	-69,6%	-47,4%
84 Jazztel	239	439	825	-48,5%	-50,1%	111 Vueling	61	134	489	-54,3%	-72,6%
85 Tudor	219	288	244	-23,8%	18,1%	112 Nicolas Correa	59	63	59	-3,9%	8,1%
86 Tecnocon	216	214	226	-10,4%	-28,9%	113 Funespaña	56	49	87	15,0%	-42,9%
87 Gral. alquiler maquinaria	206	687	413	-70,0%	53,9%	114 Bodegas Riojanas	46	49	50	-4,5%	-1,3%
88 B. de Credito Balear	204	305	451	-31,2%	-30,6%	115 Dogi	46	73	147	-42,2%	-60,2%
89 Natraceutical	197	263	598	-25,0%	-56,0%	116 Urbas Guardahermosa	43	134	213	-67,7%	-78,6%
90 Corp. Dermoestética	158	292	346	-46,1%	-15,5%	117 Federico Paternina	39	51	50	-24,6%	2,7%
91 Natra	156	264	348	-40,2%	-23,9%	118 Lingotes Especiales	36	40	72	-4,9%	-43,6%
92 Astroc	154	606	4.820	-89,8%	-87,4%	119 Indo Int.	28	65	92	-71,8%	-29,0%
93 Ercros	151	292	532	-48,3%	-58,3%	120 Inbesos	22	79	81	-72,3%	-1,2%
94 Iberpapel	141	197	204	-26,6%	-2,4%	121 Cia General de Invers.	21	30	29	-23,1%	3,7%
95 Amper	127	324	304	-60,4%	1,5%						
96 Unipapel	126	206	252	-35,9%	-13,8%						
97 Dinamia	123	251	281	-48,8%	-6,7%						

Fuente de los datos: Datastream y elaboración propia.