

## Pedro y el lobo



EN PRIMER PLANO

Lorenzo Dávila

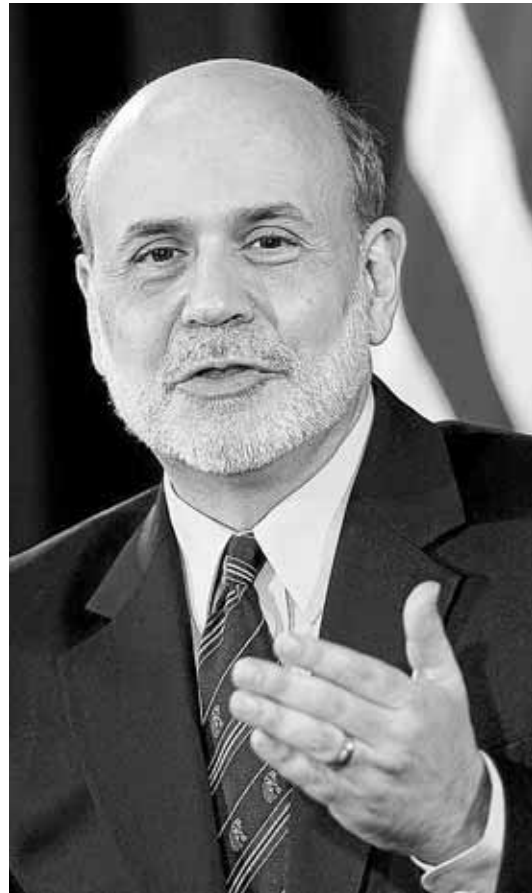
A escasos días de evitar temporalmente un potencial *default* por parte del Gobierno norteamericano por imperativo legal –en esta ocasión a escasas horas de su vencimiento, mientras que en agosto de 2011 fueron algunos días antes–, el problema no es tanto si el próximo 7 de febrero será cuestión de minutos o finalmente pasaremos al otro lado del espejo, como que la tan aclamada recuperación estadounidense de los dos últimos años se ha basado básicamente en una extraordinaria política fiscal expansiva que ha consentido en fundirse los 2,1 trillones de euros de más conseguidos entonces, pese a la retirada de las tropas de Irak y a los ajustes presupuestarios automáticos en vigor desde el pasado mes de marzo –que han conseguido meter el déficit público del año fiscal que acaba de terminar por debajo del -5%–.

Y esto es así en la medida en que la brutal política monetaria expansiva llevada a cabo por la Fed lo único que ha conseguido es la mayor inflación de activos de la historia, dejando a dicha política fiscal expansiva, que ahora irremediablemente termina sí o sí, todo el protagonismo respecto a la economía real.

Política monetaria expansiva a la que los mercados viven enganchados, y en la que creen –por su necesidad– ciegamente hasta límites insospechados –y peligrosos–. Tal es así, que incluso el paro sufrido por la administración estadounidense ha sido tomado durante el periodo que ha durado con bastante deportividad por los mercados –dentro de una especie de thriller político en el que finalmente el efecto negativo sobre el PIB del colapso del gasto público se ha cargado sobre las espaldas de la ampliación del techo de deuda– como si no pasara nada, donde no sólo no ha tenido un impacto significativo, sino que ha llevado a pensar que la única solución pasa por que la Fed incremente su política de compra de bonos del Tesoro –prácticamente el único motivo por el cual no ha colapsado el mercado–, lo que supone una patada hacia adelante, tal y como se viene haciendo desde la caída de Lehman, alimentando aún más la burbuja sostenida desde la Fed. Burbuja que tarde o temprano tiene que estallar, aunque los mercados han decidido que esta vez no, de momento.

Lo cierto es que, ante la nueva situación, ellos saben que la economía real podrá caer ante el freno de la actividad pública, el desempleo podrá repuntar, pero los mercados seguirán subiendo mientras la Fed cumpla con su trabajo, en lo que se está convirtiendo en la mayor redistribución de renta de la historia. Sólo que en este caso desde las clases medias hacia las clases altas.

Incluso en el hipotético caso en el que no se llegue a ningún acuerdo antes del 7 de febrero, los mercados no van a creer que se produzca el *default* de la deuda norteamericana, al menos un *default* en sentido estricto, dado que, más allá de los subterfugios legales, siempre queda la posibilidad de algún ajuste heterodoxo



El presidente de la Fed, Ben Bernanke.

pasando, una vez más, por la máquina del dinero de la Fed, tal y como se hizo en 1971.

### Ajuste

Un hipotético ajuste heterodoxo podría pasar por la emisión de bonos por parte del Tesoro y adquiridos por la Fed, al tiempo que esta última asume una quita parcial en la deuda viva en su poder manteniendo siempre el techo de deuda y pagando los cupones de terceros. Es difícil de creer, por el colapso sistémico que provocaría, que los jugadores del mercado no dieran por buena una maniobra así –máxime si no afecta a los CDS–, más allá de bajarle algún escalón de rating, pese a que supondría perder el control sobre parte de la base monetaria, lo que debería trasladarse automáticamente a una acelerada caída de los tipos de cambio y en poco tiempo a la inflación –abriendo serias oportunidades de negocio con la toma de posiciones cortas en el mercado de divisas y dinamizando las coberturas de inflación–, dado que de no hacerlo es imposible calcular el efecto que tendría. Los mercados siempre ganan... hasta que revientan.

No hemos querido saber pero hemos sabido esta semana que el déficit de España durante el 2012 se sitúa finalmente en el 10,6% del PIB –es decir más de la mitad de los Presupuestos Generales del Estado para 2014–, sin la menor creación de riqueza real, lo que nos lleva irremediablemente a un callejón de difícil salida, por más que los mercados quieran ser crédulos y complacientes, con su confianza ciega en las máquinas de liquidez sin límite, como la Fed...de momento.

Director EUDE Finanzas

## Las claves para el éxito del MARF

A FONDO

Jesús López Zaballos

La puesta en marcha del Mercado Alternativo de Renta Fija en España (MARF) es, sin duda, una buena noticia para la pequeña y mediana empresa porque mitigará sus dificultades actuales de acceso a la financiación.

Sin embargo, algunas cuestiones quedan todavía por resolver: ¿Existe suficiente información de calidad sobre los emisores de bonos y sus diferentes emisiones? ¿Qué indicadores o ratios serán necesarios para que los inversores tomen decisiones fundadas al comprar o vender esos activos con garantías suficientes? ¿Cómo podemos estandarizar la información que se publica para establecer una comparativa eficiente sobre riesgo y beneficio?

En las grandes empresas que cotizan en los mercados bursátiles esta información, por lo general, la proporcionan sus departamentos de relaciones con inversores, centrada en las necesidades de los mercados y los requisitos regulatorios. El trabajo del analista es buscar información adicional para mejorar sus recomendaciones.

Sin embargo, sobre las empresas de capitalización mediana o pequeña, la experiencia demuestra que no existe una información adecuada y, por tanto, su acceso a la financiación mediante la emisión de bonos corporativos se reduce, debido a la incertidumbre que genera a los inversores. Aquí es donde el trabajo de los analistas puede y debe aportar un valor añadido, estableciendo la información mínima que permite a estas empresas mejorar sus relaciones con los inversores en lo relativo a las emisiones de estos bonos.

A pesar de que a veces su nivel de inversión es más elevado, y por tanto de riesgo, los inversores en bonos, en comparación con los de acciones, los analistas de renta fija y los de crédito no siempre son tratados por igual por los emisores de bonos o se les proporciona la misma calidad y cantidad de información que a aquellos

que trabajan en el mercado de valores.

Además, las regulaciones sobre el cumplimiento y las normas de gobierno corporativo en Europa estaban, en general, sobre todo pensadas para los inversores en capital. Esto significa que la información que es esencial para los inversores en bonos se trata a veces con menor importancia en la información corporativa.

Esto afecta a las herramientas y a la información sobre riesgos, planes de refinanciación, ingresos por intereses y pasivos de pensiones, que son más importantes en relación a los bonos que a la renta variable, teniendo en cuenta las influencias en la calificación de la empresa y por lo tanto en los bonos. Las proyecciones de rendimiento, la comunicación de las decisiones estratégicas clave y su influencia en la estructura de financiamiento deben ser comunicadas de inmediato por los emisores de bonos y en formatos utilizables por los inversores.

En definitiva, la estandarización de las principales cifras para el mercado

### La estandarización de las principales cifras para el mercado de renta fija es urgente

de renta fija es urgentemente necesaria. Además, la información sobre la estructura corporativa de las empresas es conveniente para permitir la identificación de los riesgos subordinados de instrumentos de renta fija y diferenciar entre la calificación del emisor y la calificación de la emisión.

Consciente de esta problemática, EFFAS se dedica a crear conciencia sobre la urgente necesidad de mejorar la comunicación de dichas emisiones. Este trabajo de investigación a nivel europeo ha dado como resultado el documento “*Minimum Standards for Bond Communication*” que pretende ser un conjunto de recomendaciones, una guía para actuar, que permita a las empresas proporcionar información uniforme y de calidad de sus emisiones de bonos corporativos.

PhD y presidente de EFFAS, European Federation of Financial Analysts Societies (Federación Europea de Sociedad de Analistas Financieros)

## Expansión

DIRECTOR GENERAL EDITORIAL PEDRO J. RAMÍREZ

DIRECTORA ANA I. PEREDA

DIRECTOR ADJUNTO: Manuel del Pozo

SUBDIRECTORES: Martí Saballs y Pedro Biurrun

Redactores Jefes: Mayte A. Ayuso, Juan José Garrido, Augusto González-Besada, Tino Fernández, Clara Ruiz de Gauna, José Orihuel (Cataluña), Roberto Casado (Londres) y Estela S. Mazo (Nueva York)

Empresas Alberto Marimón / Finanzas/Mercados Laura García / Economía Juan José Marcos / Especiales Sonsoles García Pindado / Directivos Emelia Viaña  
Andalucía Simón Onrubia / Comunidad Valenciana Julia Brines / País Vasco Marian Fuentes / Galicia Abeta Chas / Bruselas Miquel Roig

MADRID. 28033. Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. Tel. 91 443 50 00. **Expansión.com** 902 99 61 11. / BARCELONA. 08080. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. Tel. 93 496 24 00. Fax 93 496 24 05. / BILBAO. 48009. Plaza Euskadi, 5. planta 10, sector 1. Tel. 94 473 91 00. Fax 94 473 91 58. / VALENCIA. 46004. Plaza de América, 2. 1.ª planta. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / SEVILLA. 41011. República Argentina, 25. 9.ª planta. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. / VIGO. 36202. López de Neira, 3. 3.ª. Oficina 303. Tel. 986 22 79 33. Fax 986 43 81 99. / BRUSELAS. Tel. (322) 2311932. / NUEVA YORK. Tel. 646 484 63 63. Móvil 917 912 21 95. / LONDRES. Tel. 00 44 20 77827331.



Unidad Editorial

PRESIDENTE ANTONIO FERNÁNDEZ-GALIANO

VICEPRESIDENTES ALEJANDRO DE VICENTE y GIAMPAOLO ZAMBELETTI

DIRECTOR GENERAL DE PUBLICIDAD: Jesús Zaballa

PUBLICIDAD: DIRECTOR DEL ÁREA DE PUBLICIDAD DE EXPANSIÓN: Miguel Suárez / DIRECTORA DE PUBLICIDAD: María José Gordon. Tel. 91 443 55 74. / COORDINACIÓN: Esteban Garrido. Tel. 91 443 52 58. Fax 91 443 56 47. / MADRID: Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 91 443 65 12. / BARCELONA. Jefe de Publicidad: Daniel Choucha. Paseo de Gracia, 11. Escalera A. 5.ª planta. 08080 Barcelona. Tel. 93 496 24 57. Fax 93 496 24 20. / BILBAO: Marta Meler Gines. Plaza Euskadi, 5. planta 10, sector 1. 48009 Bilbao. Tel. 94 473 91 43. Fax 94 473 91 56. / VALENCIA: Miguel Igueravide. Plaza de América, 2. 1.ª planta. 46004 Valencia. Tel. 96 337 93 20. Fax 96 351 81 01. / ANDALUCÍA: Yolanda Laglera. Avda. República Argentina, 25. 9.ª B. 41011 Sevilla. Tel. 95 499 14 40. Fax 95 427 25 01. / GALICIA: Manuel Carrera. C/ López de Neira, 3. pl. 3. ofc. 303. 36202 Vigo. Tel. 986 22 91 28. Fax 986 43 81 99. / ZARAGOZA: Alvaro Cardemil. Avda. Pablo Gargallo, 100. 50006 Zaragoza. Tel. 976 40 50 53.

COMERCIAL: SUSCRIPCIONES Avenida de San Luis, 25-27.1.ª planta. 28033 Madrid. Tel. 902 99 61 00. Fax 901 022 220. TELÉFONO PARA EJEMPLARES ATRASADOS 902 99 99 46 / DISTRIBUYE Logintegral 2000. S.A.U. Tel. 91 443 50 00. www.logintegral.com RESÚMENES DE PRENSA. Empresas autorizadas por EXPANSIÓN (artículo 32.1, Ley 23/2006): Acceso, TNS Sofres, My News y Factiva. IMPRIME: RECOPIRINT IMPRESIÓN, S.L. Tel. 91 692 73 20. Fax 91 692 13 74

DIFUSIÓN CONTROLADA POR



Depósito Legal M-15572-1986 ISSN 1576-3323

Edita: Unidad Editorial, Información Económica S.L.U.