



El libre examen

Juan Velarde

Claridad sobre la crisis financiera

Gracias a quienes han elaborado este libro, nos llega muchísima claridad. Por eso no resisto la tentación de señalar que estoy de acuerdo con todo él, comenzando por esa alusión, debida a Ontiveros y Markus Brunnermeier, al peso de esa desconfianza, que lo complica todo, "determinada por la opacidad asociada a la extensión de la titulación como aspecto específico de esta crisis" (pág. 10). O, por otro lado, con las "doce cuestiones sobre liquidez y préstamo de última instancia" que se exponen en las páginas 27-30. Así queda inservible el que parecía cómodo planteamiento sobre el préstamo de última instancia, tal como una y otra vez se relaciona con Walter Bagehot y su obra famosa Lombard Street. Los doce argumentos de Fernández de Lis me parecen irremediables dentro del actual planteamiento de una crisis de liquidez sistémica y duradera.

El enlace entre el gráfico 8 de la página 23 y el 4 de la página 36, como pone de relieve Alonso Ruiz de Ojeda, se vincula con algo que está en estos momentos apasionando a la opinión pública, y que se concentra en estas interrogaciones de esa página 36: "¿Qué se puede hacer en este aspecto?... Quizá se deba a que una de las recomendaciones... es que los reguladores vuelvan a poner atención sobre los requerimientos de liquidez de las entidades. Y que por ello algunas... en especial las muy grandes, ya están aumentando sus posiciones de liquidez en relación con las que tenían antes de la crisis. ¿Estamos en un proceso en el que todas las entidades, preparándose para lo que pueda venir..., están valorando de nuevo sus niveles de liquidez?... ¿Estamos en el proceso de acumulación de liquidez hasta que lleguen a un nivel en el que se encuentren confortablemente instaladas?" La conducta española (págs. 37-38) parece congruente con eso. La

*

LA CRISIS FINANCIERA: SU IMPACTO Y LA RESPUESTA DE LAS AUTORIDADES

Análisis Financieros Internacionales.
Ediciones Empresa Global, Madrid.
2009. 170 págs.

El mercado teme a las eléctricas

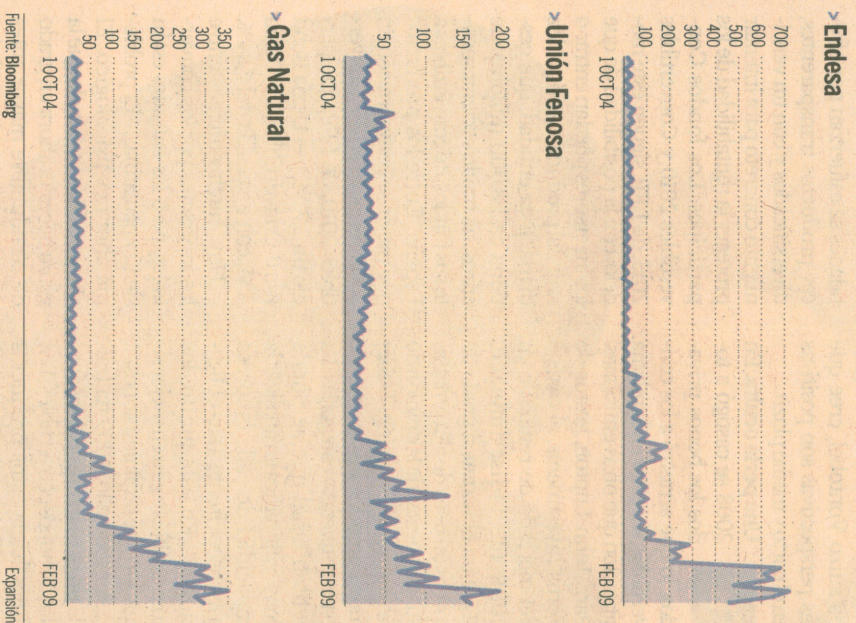
En el punto de mira

Los derivados del crédito que cubren frente a posibles impagos de Endesa, Unión Fenosa y Gas Natural cotizan en zona de máximos.

El cartel de sector defensivo ha acompañado tradicionalmente a las eléctricas. Ahora parece que el mercado pone a prueba este título.

MIEDO AL ALZA

Evolución de los derivados de crédito frente a impago a 5 años (CDS). En puntos básicos



A. Redondo

Miedo en máximos. Los *credit default swaps* (CDS, por sus siglas en inglés) o derivados de crédito de Endesa, Unión Fenosa y Gas Natural cotizan en niveles récord (ver gráfico). Estos instrumentos actúan como seguros que los inversores contratan para protegerse del riesgo de impago de una entidad pública o privada y cotizan en el mercado. Sus altos niveles indican que los inversores consideran que hay alto riesgo de que estas tres compañías encuentren problemas hacer frente a los pagos de su deuda.

Los niveles de los CDS de estas tres eléctricas contrastan con los de Iberdrola. Los derivados de crédito de la primera eléctrica española han ido bajando desde que marcan máximo histórico (en 257 puntos básicos) por los miedos a las nacionalizaciones en Latinoamérica, a finales de noviembre del año pasado. Actualmente, están en 104,5 puntos básicos, cuando la media de los últimos cinco años ha rondado en los 65-70 puntos básicos.

Incertidumbre

Los expertos señalan que los temores de los inversores están relacionados con la regulación del sector eléctrico. La posibilidad de que el Gobierno sea reacio a aumentar las tarifas ante la presión de la opinión pública por la crisis inquieta al mercado. A esto hay que añadirle que la caída de la demanda por la recesión económica tampoco favorece a estas compañías.

En el caso de Gas Natural y

Los inversores temen que la empresa fruto de la fusión entre Gas y Fenosa esté muy endeudada

Pese a las dudas sobre el marco regulatorio, las eléctricas mantienen su perfil defensivo

Unión Fenosa, los analistas indican que el mercado teme,

además, que la compañía resultante de la fusión estará muy endeudada. A cierre de 2008, la deuda financiera neta de Gas Natural era de 4.913 millones de euros.

El miedo que reflejan los CDS no ha cambiado la visión

de los expertos, que consideran que las eléctricas mantienen intacto su perfil defensivo. "El sector energético es una roca sólida en la actual crisis", indican los expertos de Credit Suisse. La firma indica que su potencial de generación de caja y su liquidez son suficientes para que estos valores alcancen sus objetivos para el presente ejercicio, algo de lo que pocos otros sectores van a poder hacer alarde.

Además, los expertos de Citi restan importancia a los temores regulatorios. En su opinión, el Gobierno mantendrá la legislación vigente hasta 2012 y no tomará más medidas por el momento.

En el caso de Unión Fenosa, que en el año cede un mínimo 0,56%, los profesionales no aventuran grandes movimientos en su cotización has-

ta que finalice la opa. De hecho, tras el ajuste inicial al precio ofrecido, Fenosa se mantiene estable en una horquilla entre los 16 y 18 euros. El precio ofrecido por Gas Natural es de 18,33 euros por acción, por lo que las acciones de Fenosa aún tendrían un potencial al alza del 4,5%.

Consejos encontrados

Las opiniones sobre su futura matriz, Gas Natural, son más dispares. Mientras que algunos se muestran cautelosos con el valor hasta que se concreten los términos de la opa y la ampliación de capital definitiva que realizará para financiar la operación, otros son más optimistas.

Antonio López, director de análisis de Fortis, reconoce que la ampliación pesará sobre el valor en el corto plazo. Aún así, cree que Gas Natural cotiza "a un precio muy atractivo considerando sus perspectivas de crecimiento y sus oportunidades de creación de valor con Fenosa, gracias a las sinergias logradas y al reapalancamiento". Fortis sitúa el precio objetivo del valor en 32 euros, lo que supone un potencial al alza del 93,4%.

En cuanto a Endesa, Víctor Peiro, analista de Caja Madrid Bolsa, indica que el ruido corporativo le va a acompañar en los próximos meses. La posibilidad de que Acciona venda su 25% de la eléctrica a Enel por unos 11.000 millones de euros (que supondrían 41,30 euros por acción) animaría a Endesa en bolsa.

Desde Citi resaltan que "su situación financiera es muy buena y su política de retribución al accionista permite la distribución de un dividendo extraordinario por las ganancias de capital". Por ello, creen que en la primera mitad del año la compañía podría distribuir un dividendo extraordinario de 4,2 euros por acción. Citi tiene una recomendación de "mantener" sobre Endesa y sitúa su precio objetivo en 31,06 euros.

de este tipo de instrumentos ha sido muy pronunciado". Al observar el fenómeno en el gráfico 2 (pág. 47) *Emisiones de titulización: volúmenes por tipo de colateral*. Dividamos los datos que se dan para 2002 para España y para Europa, y los de 2007 según la CNMV y The European Securitisation Forum para el mismo conjunto, y de esos cocientes, ¿no surgía un grito de alarma que parece haberse ignorado, aunque no hubiésemos hecho hincapié en las obligaciones de deuda garantizada, o sea, los CDOs? Y la que pudiera llamarse crónica del aprendizaje del Banco Central Europeo, que evidentemente se hace por quien, como González Páramo, ha contemplado el panorama de la lucha contra las actuales turbulencias de los mercados financieros desde el puente de mando de esta institución (págs. 55-80), resulta del más claro interés.

Los anejos son también valiosos, tanto el Informe del Foro de Estabilidad Financiera como la declaración de la cumbre del G-20 fechada el 15 de noviembre de 2008, y, desde luego la cronografía de la crisis financiera, desde el 9 de agosto de 2007 al 6 de noviembre de 2008.

Y al final, se vuelve la vista a un párrafo de la pág. 11, del profesor Ontiveros, cuando señala que la "excesiva demora en la normalización de los mercados de crédito ya está frenando de forma significativa a las economías más dependientes del ahorro del resto del mundo, Estados Unidos y España, de forma destacada". Y nuestra sociedad, ¿es consciente de la responsabilidad de quienes provocaron esa alta dependencia? Parece que no.