

# Opinión

Nadie hubiese dicho hace un año -con la recesión arremetiendo y el sistema financiero mundial al borde del colapso- que los inversores iban a encontrar en 2009 uno de los años bursátiles más brillantes de la última década. Pero la revalorización del 30% del Ibex lo atestigüa. Siguiendo esta dinámica, cabe pensar que el nuevo ejercicio bursátil que hoy estrenamos pueda traer rentabilidades a las carteras. Después de todo, las principales economías del mundo están empezando a salir de la recesión. Se explica con ello que el consenso de los analistas cifre, aunque con enormes cautelas, en un 8% el potencial de subida del selectivo español para 2010. En principio, las 35 empresas del Ibex deberían tener unos resultados al menos equivalentes a los de 2009.

Sin embargo, si toda inversión lleva implícito riesgo, con más razón es así en un entorno económico que sigue siendo incierto. Todo prelude un ejercicio complicado para los inversores, que deberán ser muy cuidadosos en sus elecciones. No obstante, el éxito no sólo dependerá de la correcta selección de valores y sectores, igualmente hay que estar muy pendientes de factores que van a determinar previsiblemente el comportamiento de los índices mundiales, incluido el español.

La evolución de la economía global marcará claramente los ritmos. Los síntomas de recuperación irán dando paso a la retirada de los estímulos presupuestarios que han puesto en marcha la mayoría de los países. Lo que genera temores, ciertamente justificados, a la reacción de las distintas economías nacionales. En recesiones anteriores, la retirada

## Claves para un año lleno de oportunidades

demasiado temprana de los planes fiscales desembocó en una recaída más profunda. Y aunque los Gobiernos están más que advertidos, y de hecho en la última reunión del G-20 ya se anunció que no se abandonarían las ayudas precipitadamente, antes o después se debe terminar la respiración asistida.

También es previsible que los bancos centrales terminen con las políticas monetarias laxas, tanto las ortodoxas como las heterodoxas. Todo apunta a que asistiremos a subidas del precio del dinero, incluso en 2010 y, sobre todo, al final de una liquidez ilimitada y barata. Ambos fenómenos generarán efectos sobre los mercados de deuda difíciles de calibrar.

La evolución del precio de las materias primas es otro de los elementos que puede distorsionar la evolución económica y, con ello, el comportamiento de las rentabilidades para los inversores. Una recuperación lenta traerá un incremento del precio de las *commodities*, con el petróleo a la cabeza. Esto podría generar inflación con bajo crecimiento, perjudicial para la salida de la crisis, y una evolución en forma de L. De hecho, muchos expertos

apuestan por varios años de atonía económica.

También hay que mantenerse expectante, por supuesto, ante la evolución del sector financiero. Su definitivo saneamiento debe abrir las puertas a la normalización del crédito, condición imprescindible para asentar la salida de la crisis. En el caso español, además, está pendiente la reestructuración de las cajas de ahorros, un proceso que el Gobierno quiere tener listo en primavera.

El mercado bursátil español estará marcado previsiblemente por movimientos corporativos. Tras una recesión tan devastadora son lógicas las reestructuraciones empresariales, con compras, fusiones y salidas a Bolsa. Y aquí se presentarán buenos negocios en sectores como el de energías renovables. Pero la renta variable no será la única en presentar oportunidades. La más que previsible emisión de deuda, tanto pública -para financiar el abultado déficit- como empresarial, será un buen refugio para inversores menos arriesgados. El vencimiento este año de 16.000 millones de euros en fondos garantizados aportará además capital para estas nuevas operaciones. Y, para completar el cuadro, no hay que despreciar el sector inmobiliario, en el que los expertos auguran que seguirá la caída de precios y, por tanto, las posibilidades de inversión.

Es cuestión de buscar y seleccionar, en un año en el que a la hora de decidir las inversiones habrá que tener muy en cuenta que el ahorro tendrá peor tratamiento fiscal que hasta ahora.

### AECA ANALIZA LA TRANSPARENCIA EMPRESARIAL

## En defensa de las NIIF



**BEGOÑA GINER INCHAUSTI**

VOCAL DE LA JUNTA DIRECTIVA DE AECA. CATEDRÁTICA DE LA UNIVERSITAT DE VALÈNCIA

La magnitud de la crisis económica obliga a plantear cómo salir de ella y cuáles fueron sus motivos. En esta búsqueda algunos han sugerido que las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) son en parte responsables. En concreto atribuyen el problema a la sustitución del coste histórico por el valor razonable como criterio de valoración. Pero ¿es esto lógico?

Conviene precisar que en muchos de los casos en los que se emplea el valor razonable (instrumentos financieros que cotizan en mercados líquidos), ya se aplicaba el coste histórico sujeto a depreciación. Por ello, como ilustra el ejemplo, el cambio de criterio supone un aumento en la información; si tenemos acciones de XYZ compradas a 10 euros que bajan a 7, con ambos criterios reflejaríamos la pérdida no realizada de 3 euros por título, pero sólo con un modelo de valor razonable se captaría el aumento hasta 15 y la posterior reducción a 7. Con el coste histórico se deja a la discreción de la dirección el reconocimiento de resultados positivos, ya que a través de operaciones reales

(ventas de activos) se pueden reconocer los resultados cuando convenga, mientras que el valor razonable obliga a captar el cambio de valor, lo que supone captar la volatilidad de los negocios. Ello explica que las empresas sean reacias a aceptar un criterio de valoración. Pero ¿es responsable el gerente por no haber vendido los títulos cuando subieron a 15 euros y haberlos mantenido hasta que su valor es 7 euros?, o ¿su responsabilidad se limita a la pérdida de 3 euros? Y por otra parte ¿están los inversores interesados en conocer esa volatilidad? Desde una perspectiva racional, para tomar decisiones se requiere conocer los flujos de caja esperados y su nivel de riesgo, por lo que revelar la ganancia realizada o no de 5 euros y la pérdida de 8 euros supone dar una información más completa que si sólo se informa de la pérdida de 3 euros.

Por otra parte la experiencia ha puesto de manifiesto que surgen algunos problemas cuando la información elaborada siguiendo unas normas que pretenden proporcionar transparencia al mercado se utiliza

para otros fines. La caída de los precios en la Bolsa y el consiguiente reconocimiento de las pérdidas produjo un empeoramiento del ratio deuda-neto, que es crítico en el sector financiero, y ante el peligro de nuevas caídas algunas empresas vendieron títulos, lo que provocó una nueva caída de los precios, incluso por debajo de los valores fundamentales. Esta es la llamada pro-ciclicidad de la norma contable, que ha provocado que algunos afirmen que el valor razonable está en el origen de la crisis.

Pero, ¿por qué se asocia el problema al valor razonable y no al tradicional coste sujeto a depreciación? El hecho de que las pérdidas reconocidas sean mayores al usar el valor razonable, 8 euros frente a 3 por título en el ejemplo, explica esta reacción. El uso del coste permite ocultar tanto las subidas de precios previas a la crisis como la propia crisis, por lo que es un mecanismo anticíclico, que sin embargo puede ser perjudicial al enmascarar la gravedad de la misma.

Antes de concluir quiero referirme a otro tema polémico en relación con



La información contable no ha causado la crisis, sino que ha permitido conocer su gravedad con mayor rapidez"

las NIIF: las provisiones por insolvencia. Siguiendo las normas del Banco de España, en el sector se dotan unas provisiones anticíclicas que implican reconocer pérdidas cuando se otorgan los créditos, ello supone crear un colchón que permite amortiguar los resultados de los años malos gracias a las reservas ocultas creadas en los de bonanza. No cabe duda de que la estabilidad financiera es una preocupación de primer orden, pero ¿es la contabilidad para usos externos el único mecanismo para lograr este objetivo?, ¿permite esta manera de proceder obtener una información transparente para los inversores?

Concluyo con un par de opiniones que tratan de responder a algunas de las preguntas planteadas. Desde mi punto de vista la información contable no ha causado la crisis, sino que ha permitido conocer su gravedad con mayor rapidez, y los diversos objetivos de la información contable no parecen compatibles, por lo que parece apropiado considerar la conveniencia de distinta información para distintos objetivos.

### Cinco Días

Director Jorge Rivera

Subdirectores José Antonio Vega y Juan José Morodo

Redactores Jefe Fernando Sanz (Especiales), Ángeles Gonzalo (Finanzas), Rafaela Peres (Diseño), Nuño Rodrigo (Mercados-5D)

Secciones Cecilia Castelló y Ana Perona (Empresas), Carmen Monforte (Energía), Antonio Ruiz del Arbol (Telecomunicaciones), Marimar Jiménez (Cinco Red), Arantxa Corella (Buen Gobierno), Bernardo Díaz (Economía), Natalia Sanmartín (Vida Profesional), Juan Ferrarri (Opinión), Miguel Rodríguez (Mercados-5D), Federico Castaño (Política), Paz Álvarez (Empleo y Directivos), Kirru Artea (País Vasco) y Óscar Laguarda (Infografía)

Corresponsales Ana B. Nieto (Nueva York) y Bernardo de Miguel (Bruselas)

Director Cincodías.com Jorge Chamizo. Jefe de sección Alfredo García

Gerente María Frías

Adjunta a Gerencia Marta Moldes

Operaciones José Luis Gómez

Producción Ángel Martín Distribución Mónica Roldán Marketing Eduardo Díaz

Suscripciones Alberto Alcantarilla Sistemas Javier Álvarez

Depósito legal: M-7603-1978. Difusión controlada

Edita Estructura, Grupo de Estudios Económicos, S.A. Miguel Yuste, 42. 28037. Madrid. Teléfono 915 386 100.