



Santiago Fernández Valbuena, director general de Finanzas y Desarrollo Corporativo de Telefónica, descarta que se haya agotado un modelo económico

De las crisis se sale siempre por muy complejas que sean

Madrileño, de 50 años, lleva más de doce vinculado a Telefónica, primero como vicepresidente y consejero delegado de Fonditel, la gestora de fondos de pensiones de los trabajadores del grupo, y desde julio de 2002 como responsable, entre otras cuestiones, de las finanzas de la primera multinacional española. A sus espaldas queda una dilatada trayectoria profesional ligada al mundo financiero; seis años en Beta Capital, adquirida en su día por Fortis, y dos en Société Générale de Valores, como director general. Una trayectoria que ha sido reconocida recientemente por el Instituto de Analistas Financieros al otorgarle el premio al mejor director financiero de España.

Santiago Fernández Valbuena, que se confiesa "piloto de tormentas antes que capitán de barco", no ha perdido los nervios frente a la crisis financiera y económica actual, una de las muchas que ha vivido en su larga carrera profesional. Acaso le tranquilice el hecho de saber que tiene los deberes hechos, que su decisión de iniciar un proceso de recorte de la deuda de Telefónica, cuando el dinero estaba más barato, le permite afrontar estos tiempos turbulentos de una manera más confortable. Aunque a buen seguro podrá seguir aplicando su experiencia y conocimientos en Ferrovial, una empresa a la que ha accedido como consejero independiente, inmersa en uno de los sectores que se encuentran en el vértice del huracán. En todo caso, su

análisis de la situación actual se aleja del catastrofismo, siendo más bien docente, sin duda influenciado por su paso como profesor por la Manchester Business School, el Instituto de Empresa y la Universidad Complutense. Un pasado que podría convertirse en futuro si algún día abandona la primera línea de fuego: "Me gusta más lo intelectual que el poder, disfruto más leyendo que echando broncas".

Usted solía iniciar sus clases universitarias planteándoles a los alumnos una pregunta compleja: ¿Cuánto vale el mundo, si alguien lo quisiera comprar? A día de hoy han debido de bajar los precios, ¿no cree?

S. Fernández Valbuena: El mundo vale menos que hace un año, mucho más que hace dos y diez veces más que hace veinte. Pero sí es cierto que hoy es más barato. Y lo es, porque las dos bases de la valoración, los flujos a generar y la tasa de descuento por la que se convierte el futuro en presente, han variado. Los tipos de interés y los *spreads* crediticios, el diferencial que tienen que pagar las empresas para que los inversores les presten dinero, son más altos. Según la ley de los grandes números, si los tipos de interés han subido entre 80 y 90 puntos básicos y los *spreads* crediticios lo han hecho entre el 0,5% y el 1%, no es ninguna tontería decir que el mundo vale entre un

“Tendemos a querer consolidar lo conseguido, pero a veces hay que avanzar cinco pasos y retroceder tres para obtener dos”



15% y un 20% menos que hace un año. Esto, por supuesto, puede ser distinto mañana o dentro de seis meses, si los signos actuales de recesión mundial se confirman. Yo lo preguntaba en clase para que los alumnos estimasen cuánto valían todas las bolsas y los mercados del mundo. La respuesta entonces era unos 45 billones de dólares. Ahora, la cifra está más cerca de los 70 y el año pasado rondaba los 90 billones.

Este ejercicio, seguramente se simplifica a la hora de valorar un negocio. Y, sin embargo, el valor de las empresas a efectos bursátiles varía mucho en función de quién las valora. ¿Tan difícil es hacerlo, evitar unas oscilaciones tan grandes?

S. Fernández Valbuena: Suele haber una coincidencia en los procedimientos de valoración a tener en cuenta: los flujos que la empresa va a producir y una tasa de descuento razonable. Los analistas se ponen, o nos ponemos, fácilmente de acuerdo en lo que respecta a los tipos de descuento. Pero lo más difícil de valorar en una empresa no es el denominador, la tasa de descuento, sino los flujos. No es lo mismo valorar una empresa razonablemente grande y con muchas fuentes de ingresos como Telefónica que otra que se dedique a un solo producto, cuya demanda puede verse alterada de forma radical por factores coyunturales. A priori, la primera ofrece más estabilidad, aunque también hay un mayor número de variables en juego, y su valoración, en consecuencia, puede moverse en unos rangos más estrechos que los aplicados al otro tipo de empresas o a un banco, cuyos servicios son, por definición, mucho más volátiles y están basados, además, en los activos. Decir cuánto vale una cosa como si fuera una magnitud física es difícil y desde luego las empresas cuando miramos desde dentro nuestro negocio lo vemos mucho más estable que la gente que lo mira desde fuera. Normalmente, los analistas tienden a estar cerca del precio de mercado por arriba o por abajo.

Sin embargo, a la vista de lo que está sucediendo, no parece que los analistas que califican la deuda hayan hilado muy fino...

S. Fernández Valbuena: Desde luego, el trabajo de los calificadores de deuda está más cuestionado ahora que hace un año y por muy buenos motivos. La degradación de las calificaciones ha sido vertiginosa, una cuestión de pocos días en muchos casos. Esto no debe pasar. Un estudiante que saca sobresaliente o matrícula de forma recurrente puede tener un trimestre malo pero no es lógico que, de repente, lo suspenda todo. Y eso es lo que ha pasado con las agencias de calificación, que han otorgado calificaciones muy altas basadas en criterios estadísticos que no se han cumplido. En mi opinión, esto va a



“No nos engañemos, la innovación financiera ha contribuido a crear riqueza y a facilitar operaciones que, de otro modo, no se habrían realizado”

tener repercusiones, igual que ocurrió con las medidas que se tomaron a raíz del estallido de la burbuja tecnológica, que supusieron una acentuación y un endurecimiento notable de las reglas de gobierno corporativo.

¿Comparte la opinión de que se ha acabado un modelo económico, esa idea de que la crisis de Wall Street es al mercado lo que la caída del muro de Berlín al comunismo?

S. Fernández Valbuena: Qué duda cabe que resulta estimulante, desde un punto de vista intelectual, sacar conclusiones de que estamos viviendo un momento histórico. Pero yo, que ya no soy tan joven, he vivido muchas situaciones parecidas a la actual. Acaso ésta sea de las más importantes, sistémica si se quiere, y tenga consecuencias duraderas, pero ya entre los años 2000 y 2002 parecía que la economía se iba a enfriar durante una década porque el estallido de la burbuja tecnológica iba a secar las fuentes del crecimiento mundial. No nos engañemos, la innovación financiera ha tenido muchas cosas buenas y ha contribuido a crear una riqueza ingente y a facilitar muchas operaciones que, de otra manera, no se habrían podido hacer. Ocurre que los humanos tendemos a querer consolidar lo conseguido, sin entender que, a veces, hay que avanzar cinco pasos y retroceder tres para obtener un saldo neto de dos. Ahora nos enfrentamos a una crisis general, sobre todo relacionada con los instrumentos de deuda. Han faltado los pasos hacia atrás y así vemos que cuando el apalancamiento es insostenible termina siendo insostenido, es decir que cuando alguien tiene más deuda de la que puede soportar con su flujo regular termina teniendo problemas o causándolos. Toca corregir la situación. Soy un optimista de la innovación. Creo que sólo innovando se evita que las cosas se anquilosen. En este sentido, conviene recordar que el mundo occidental se mueve todavía sobre unas estructuras del siglo XIX y ello es posible gracias a la tecnología del siglo XXI.

Las medidas arbitradas para intentar volver a la normalidad han sido muy contestadas. Se tiene la sensación de que la crisis financiera la van a pagar los contribuyentes y las disponibilidades de los Gobiernos parecen generosísimas...

S. Fernández Valbuena: Las medidas arbitradas están plenamente justificadas. Son una condición necesaria, aunque no suficiente, para atajar la crisis. Las autoridades están intentando, con algún éxito, restaurar los tres grandes pilares de cualquier sistema económico: la capitalización bancaria, la liquidez de los activos y la confianza de los ciudadanos. Aunque se han puesto en marcha con algún retraso, todos los países están combinando en distintas proporciones estos tres conceptos. En primer lugar, es preciso reponer el capital en los

bancos, que es tan fundamental como el agua para las plantas, y si se repone con dinero público los bancos se convertirán en públicos. Ese es el modelo británico. Además, los bancos tienen como función fundamental prestar dinero y eso no ocurre por falta de liquidez. La única solución para corregirlo es quedarse con los activos bancarios dañados e inyectar dinero fresco para que vuelva a circular por el sistema. De esa manera será posible volver a recuperar el valor de los activos tóxicos y evitar que se conviertan, a largo plazo, en activos muertos. Y por último, junto a estas medidas y a efectos de recuperar la confianza de los ahorradores en el sistema, la única solución conocida pasa por garantizar los depósitos bancarios. A la gente no se le puede decir que sus ahorros han desaparecido de la noche a la mañana.

La crisis financiera está dando paso a una crisis subsiguiente en el mundo empresarial. Da la impresión de que la economía real está abriendo la puerta a una recesión económica impredecible, ¿no cree?

S. Fernández Valbuena: No hay una economía real y una economía financiera; ambas forman parte de un todo. Es como el cuerpo humano que está integrado por distintos órganos y sistemas cuyo buen funcionamiento depende de que la sangre circule; porque si no, no hay vida. Las ayudas arbitradas eran necesarias, pero no suficientes, porque si el dinero concedido no sale del circuito bancario a la economía real, que es donde hace falta, solo habremos hecho la mitad del trabajo. Y en ese sentido, yo estoy preocupado y soy muy crítico porque me parece que no se está haciendo lo necesario para que la financiación circule. El dinero se está quedando en los bancos, que no están facilitando el crédito. Y las empresas que están muy faltas de financiación están entrando en dificultades. Hay compañías industriales con problemas de funcionamiento porque no se les renueva la póliza de crédito y no pueden pagar a sus proveedores o a sus empleados. Estamos entrando en una

“No conviene olvidar que si la regulación protege, también genera rigideces en la operativa empresarial”



“La decisión de Telefónica de reducir deuda cuando el dinero estaba baratísimo se ha manifestado como positiva”

situación que puede conducir a una recesión, inducidos por la incapacidad de hacer circular el dinero.

¿Era previsible el derrotero que han seguido los acontecimientos tras el estallido de la burbuja de las subprime?

S. Fernández Valbuena: Acaso lo que nos ha sorprendido es que no ha habido una crisis sino varias superpuestas. El estallido de la burbuja subprime se podía haber quedado ahí, pero al final se vio que aquello era el desencadenante de algo mayor, no la causa; lo primero que emergía de ese iceberg en cuyo fondo se descubrieron tantos excesos. Sobre todo se pudo comprobar que había subprimes encubiertas bajo activos de mala calidad financiados casi al 100% por deuda y en esas condiciones, como ya he comentado, cualquier variación menor en el valor del activo puede generar, de repente, una situación de insolvencia, en especial si el sistema está basado en la idea falsa de que los precios sólo suben. Si la crisis se hubiera limitado a las hipotecas basura posiblemente estaríamos viendo más cerca la salida del túnel. De hecho, algunas estadísticas muestran que ciertos Estados americanos, en especial los más expuestos al turismo, como Las Vegas, el sur de Florida o algunas zonas de Texas parecen estar tocando fondo. Puede ser una parada momentánea para desplomarse otra vez, quizás, pero las cosas no pasan de valer cien a cero automáticamente, salvo que no haya nada donde sostenerlas.

¿Esos indicios nos pueden llevar a pensar que hay una salida próxima de la crisis? Y, por otra parte, ¿el ritmo de recuperación será el mismo para las distintas economías mundiales?

S. Fernández Valbuena: Hay que ser conscientes de que esta es una crisis de los países ricos fuertemente endeudados, es

decir, de Norteamérica y de Europa, tal vez con menor intensidad. Aquellas economías donde el crédito no ha estado presente, como las de Asia o Latinoamérica, no tienen este problema.

Sin embargo, las bolsas latinoamericanas y asiáticas han recibido un duro castigo

S. Fernández Valbuena: Se ha producido una minicrisis cambiaría sobre todo en América Latina. Algunos bancos centrales estaban comprobando como sus grandes empresas especulaban con sus propias monedas y les han dejado actuar. Pero a partir de ahí no hay ningún problema de funcionamiento en las economías latinoamericanas, que siguen teniendo fuelle: seguro que este año no crecerán como el anterior, lo harán al 3% o al 4% frente al 6% o el 7% de 2007, pero no estamos hablando de recesión. Lo que sí es cierto, es que las bolsas han sido el único mercado que ha permanecido abierto y quien necesitaba dinero no ha tenido otra opción que vender sus participaciones bursátiles y eso ha provocado una debacle. Nunca habíamos visto seis días seguidos de caídas del 5% o del 6%. Estoy convencido de que lo que está pasando en las bolsas es consecuencia, en parte, de operaciones de liquidación de activos que algunos *hedge funds* se vieron en la imperiosa obligación de hacer y el único mercado abierto era la Bolsa. En cuanto se limpien posiciones se acabará esta sensación de contagio universal. En cuestión de semanas saldremos de esta borrachera de volatilidad. Y este convencimiento es algo que trato de hacer ver a los analistas que siguen Telefónica y se muestran inquietos sobre cómo puede afectar a nuestro negocio la situación económica de nuestro país. En muchos de los lugares donde tenemos diversificada la actividad esta crisis prácticamente no se notaría -una ventaja más de la internacionalización- si no llegaran las noticias de esas partes del mundo donde se concentra el 80% de la riqueza. Pero más allá de si ya se ve la salida del túnel o del ritmo de recuperación,

creo que lo más importante ahora es tener la certeza de que de las crisis se sale siempre por muy complejas que sean. Hasta ahora, y no hay razones especiales para que se rompa la racha, ninguna civilización ha quebrado todavía por motivos estrictamente económicos.

¿Han fallado los mecanismos de detección de los riesgos y la supervisión de los mercados?

S. Fernández Valbuena: Partiendo de la base de que responsabilidad y supervisión son dos cosas distintas que no tienen nada que ver, lo que ha fallado gravemente es el control del riesgo por parte de las entidades. Por su parte, el papel de los supervisores en este campo es complejo, ya que sus potestades no van mucho más allá de asegurar que dicho control se haga, pero carecen de competencia, capacidad profesional, equipos especializados y proximidad para garantizar cómo se hace. No obstante, resulta inevitable que ahora todo el mundo se dirija hacia ellos a preguntarles dónde estaban y qué hacían, mientras se gestaba la crisis. En momentos así, es lógico que crezca la demanda de una mayor regulación, pero los reguladores no quieren regular más sino mejor. Y, desde luego, ninguno de ellos, y eso es especialmente visible en el mundo de las finanzas, quiere tener la última responsabilidad. Parte de lo que ha ocurrido en esta crisis es que no se ha podido identificar con claridad de quién era la responsabilidad última

de la supervisión. De todas formas, subsiste un gran problema, en mi opinión, y es que las regulaciones siguen siendo básicamente nacionales y, sin embargo, el mundo de las finanzas está muy globalizado. Por otra parte, no conviene olvidar que si bien la regulación protege, también osifica, genera rigideces en la operativa de las empresas.

¿Cómo se puede vivir de un modo confortable con una deuda elevada, como es el caso de Telefónica, en una situación como la de ahora, con los grifos financieros cerrados e incertidumbres respecto a los tipos de interés?

S. Fernández Valbuena: Creo que tuvimos un poco de perspectiva y otro poco de suerte. Tras la adquisición de O2 en 2005, y una vez tomada la decisión de frenar las grandes operaciones de compra, iniciamos un proceso de reducción de deuda que era muy contracíclico. Entonces hubo quien se sorprendió de nuestra postura, habida cuenta de que el dinero estaba baratísimo, pero a la postre se ha manifestado como una actuación positiva. Nuestro volumen absoluto de deuda sigue siendo muy significativo, pero nuestros ratios de endeudamiento son muy cómodos en función de los ingresos. Además tenemos muy bien diversificadas las fuentes de financiación. En 2006 fuimos a pedir dinero a Japón, donde no nos habíamos endeudado en 25 años, y ahora nos encontramos con que podemos contar con un mercado que, aunque está



caro, está abierto, a diferencia de lo que ocurre aquí en Europa, por ejemplo. Nosotros somos de las pocas empresas que han podido emitir bonos este año y nos hubiera gustado emitir más, pero las condiciones del mercado no son las más apropiadas, aunque lo terminarán siendo porque los bancos que no prestan no ganan y si no ganan, desaparecen.

¿Qué se puede hacer para tratar de revitalizar el valor de la acción en una época de bolsas deprimidas?

S. Fernández Valbuena: Creo que está todo inventado. Hay que seguir haciendo lo que anunciaste que harías, ser predecible, fiable y no cambiar los objetivos en función de la coyuntura. Hay que transmitir con credibilidad lo que estás haciendo, tratar de anticiparte a los acontecimientos, como hicimos en 2006, y asumir que las turbulencias son algo connatural a los mercados. Creo que el sector de las telecomunicaciones, donde el problema de la deuda es cuestión de matices, va a salir reforzado de esta crisis y, seguramente, va a concitar la atención de los inversores cuando se pose el polvo y se vea claro que estas empresas no sólo sobreviven sino que prosperan. Incluso en el caso extremo de que la crisis se radicalice y lleve a la gente a no salir de casa, algunos de nuestros negocios, como el de banda ancha, pueden verse beneficiados.

¿En este contexto de restricción del crédito, se pueden mantener los objetivos respecto a los dividendos?

S. Fernández Valbuena: Sin duda, porque nuestra financiación está asegurada para los próximos cuatro años. Nosotros generamos cada año más caja que vencimientos de deuda y, en consecuencia, la posición es muy cómoda. Y, por supuesto, los objetivos de dividendo a medio plazo no están comprometidos en absoluto por las restricciones de dinero. Lo que sí quiero decir es que las condiciones crediticias no pueden seguir estando así porque los bancos, que viven de esto, tendrán que abrir el grifo en algún momento. Estoy convencido de que tarde o temprano va a surgir en alguna parte del mundo, probablemente en Europa, una inquietud por saber dónde está el crédito, porque ahora parece que estamos intentando tapar los problemas derivados de las subprime y lo que está pasando es que la falta de crédito está cortocircuitando una economía en la que hay empresas de verdad, que venden cosas de verdad, que no tienen problemas financieros pero que pueden llegar a tenerlos si no cambian las cosas.

¿Y con respecto a las inversiones?

S. Fernández Valbuena: Tampoco se van a alterar sustancialmente los planes sobre todo porque el grueso de

nuestras inversiones se concentra fuera de España. Respecto a los planes en nuestro país, es posible que les demos una vuelta adicional, no porque haya menos dinero sino porque tenemos menos prisa. Una economía que crece menos y unos mercados con competidores menos agresivos permiten tomarse algún tiempo de reflexión. En líneas generales, el importe global de la inversión se va a mantener pero va a ser más selectiva, afinando un poco más los proyectos.



“ Hay que tratar de anticiparse a los acontecimientos y asumir que las turbulencias son algo connatural a los mercados ”