



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO MONTÓN

12 DE MAYO DE 2014

ANÁLISIS ECONÓMICO ABRIL 2014

INFORME

knowsquare .

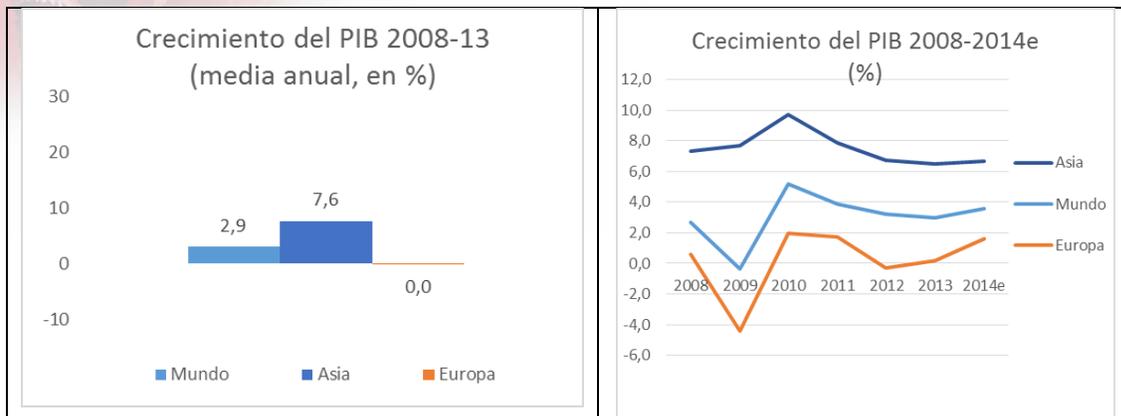
Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la
Autora y Know Square S.L.

Europa ya crece

Con el primer cuatrimestre ya cerrado y algunas cuentas trimestrales ya conocidas, nos vamos haciendo una idea de lo que puede ser este año:

- **El mundo sigue creciendo, presumiblemente a ritmo de entre el 3% y 3,5%, algo más que en 2013**, aunque menos que en los años de euforia previos al inicio de la crisis (lo cual, según se mire, puede ser hasta positivo).
- El temor a una brusca ralentización emergente y en concreto china se mantiene, aunque debería quizá alejarse una vez conocido el crecimiento de ventas de los grandes fabricantes de automóviles en el primer trimestre en dicho mercado: BMW +25%, Mercedes-Benz +34%, Audi +21%, Volkswagen +14%. Crecimientos elevadísimos, cercanos al apabullante ritmo de los últimos años. Parece que el florecimiento de la clase media y alta china sigue su curso imparable, independientemente de las lógicas oscilaciones en su velocidad.
- EE.UU. depara pocas sorpresas, con crecimiento previsto cercano al 3%, a mitad de camino entre los emergentes y Europa (5% en agregado los primeros, algo superior al 1% la segunda).
- Europa sigue siendo la mayor incógnita, salvada ya de la agonía del cuestionamiento del euro, pero con más de un lustro perdido en términos de PIB (ver gráficos) y con la tarea pendiente del fortalecimiento de sus instituciones y potestades (en detrimento de las de los estados miembros), especialmente en los ámbitos presupuestario y financiero.
- **El objeto de preocupación en Europa se traslada desde España e Italia hacia Francia**, cuya distancia con Alemania se agranda: vitalidad muy inferior (Francia podría crecer este año en torno al 1%, Alemania superar el 2%) y desequilibrios muy superiores (en 2013 déficit público >4% del PIB y deuda pública >90%, frente a equilibrio presupuestario y deuda <80% para Alemania). Francia inicia ahora, con retraso, un programa de austeridad similar al ya acometido por España e Italia.
- El **beneficio de las empresas cotizadas**, europeas y norteamericanas, **presumiblemente crecerá este año a tasas de un dígito**, como corresponde a la distribución global de su negocio: grosso modo, un tercio **Europa**, un tercio **EE.UU.**, un tercio **resto del mundo, creciendo respectivamente al 1%, 3% y 5%**. Crecimiento previsible del beneficio de un dígito alto a tipo de cambio constante, y a dígito bajo o incluso resultado plano para las compañías europeas si asumimos que se mantiene la fortaleza del euro, divisa en que la mayoría tiene más costes que ingresos (el euro se ha revalorizado un 7% en los últimos 12 meses frente al dólar y hasta un 20% frente a algunas divisas emergentes),



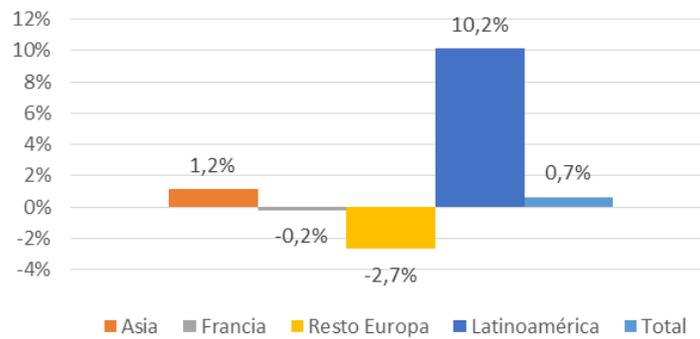
Datos FMI.

Seguimos de cerca el mercado europeo en el primer trimestre y los datos parecen confirmar que se ha visto el suelo. Carrefour, líder de distribución en Europa, aumenta por segundo trimestre consecutivo sus ventas en Francia y España. Un crecimiento que no alcanza el 2% parece escaso, pero es relevante tras cinco años de caídas ininterrumpidas. Las autopistas de peaje, no sólo las francesas (Vinci), sino también las españolas (Abertis), muestran crecimientos positivos, sobre todo en vehículos pesados, aunque ya también en algunos tramos, en automóviles de turismo. Los fabricantes de automóviles, no sólo los de lujo (BMW, Mercedes, Audi), sino también los dirigidos a un espectro más amplio (Volkswagen, Renault, Peugeot), ven cómo sus ventas aumentan en la zona euro. En todos los casos es un indicio no infalible pero sí muy apreciable, tras un comportamiento muy pobre o negativo mantenido casi ininterrumpidamente a lo largo de los últimos cinco años.

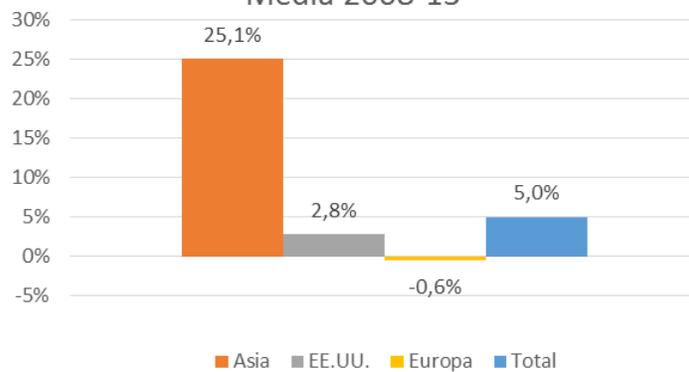
Si Europa sale de su atonía, aunque algunos países emergentes se ralenticen, estaremos salvados.

Recordemos además que, en conjunto, el mundo desarrollado sigue representando, a pesar de la pujanza perdida, cerca de dos tercios del PIB mundial a tipo de cambio de mercado (la mitad a paridad de poder adquisitivo); y tanto el área euro como Reino Unido y EE.UU. crecerán previsiblemente en 2014 en torno un punto porcentual más que en 2013.

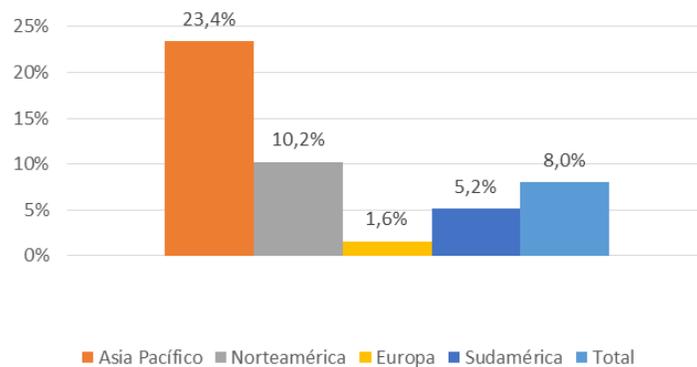
Carrefour: crecimiento comparable de ventas. Media 2008-13



BMW: crecimiento ventas (volumen). Media 2008-13



Volkswagen: crecimiento ventas (volumen). Media 2008-13



¿Qué hay de España?

En España es sobresaliente el logro en el sector exterior, labrado tras una década de incremento de exportaciones a la cabeza de Europa, que se traduce en la obtención de un superávit por cuenta corriente del 07% del PIB en 2013 (frente a déficit medio del -2% en los últimos 60 años) y en el inicio de reducción de la muy elevada deuda externa. El crecimiento de exportaciones continúa en 2014 (+4% en los dos primeros meses), aunque se compensa casi con el repunte de las importaciones, apuntando a que no será fácil mantener esa cifra de superávit por cuenta corriente en términos de PIB en el futuro.

En el conjunto de la economía hay mejoras perceptibles en:

- Sector privado: la recuperación de parte de la competitividad perdida (fundamentalmente vía ajuste salarial y baja inflación), la sensible reducción del endeudamiento de las familias (-12% desde 2010) y la incipiente recuperación del flujo de crédito contribuyen a que se observe una recuperación, aún muy tímida, en el empleo (van tres meses con crecimiento interanual de los afiliados a la Seguridad Social, siete meses en la serie *desestacionalizada* que calcula el Ministerio).
- Sector público: la reforma laboral y el impulso a la reestructuración del sector financiero han afrontado problemas enquistados que requerían solución urgente. Por su parte, el déficit público de 2013 (6,6% del PIB) se ajusta casi al objetivo (previamente ampliado), pero sigue mostrando un desequilibrio a la cabeza de Europa tanto en la cifra total como en el déficit primario, por encima de vecinos como Portugal o Polonia.
- Sector financiero: la reestructuración del sector se ha saldado con una reducción del crédito en el periodo 2008-2013 de 1,8 a 1,4 billones de € (íntegramente procedente de caída del préstamo a empresas¹, no a particulares que se mantiene estable), de los depósitos de clientes de 1,4 a 1,3 billones de €, del margen de intereses de 35.000 a 27.000 M€, de los costes operativos de 30.000 a 27.000 M€, del margen de explotación antes de provisiones de 37.000 a 29.000 M€. En sentido contrario, aumento de los recursos propios de 0,17 a 0,23 billones de € y de las provisiones de 0,06 a 0,20 M€. Con todo ello, se ha pasado de las pérdidas de 56.000 M€ de 2012 (entre cuentas de resultados y dotaciones contra reservas) a declarar ya un beneficio de 5.000 M€ en 2013. Las pérdidas acumuladas asociadas a la burbuja inmobiliaria ascienden ya a 250.000 (cargos contra resultados, provisiones y saneamientos) y el capital público, recibido o comprometido en distintas modalidades, a 100.000 M€ (íntegramente destinado a las antiguas cajas de ahorro).

¹ Los préstamos a empresas han caído de 1,1 billones en 2008 (de los que 0,4 correspondían a préstamos a promotores) a 0,7 billones en 2013.

- Sector inmobiliario: el ajuste en precios y la venta de paquetes en bloque de activos relevantes de por parte de la Sareb han animado la compra de activos por inversores extranjeros, si bien con interés más especulativo que finalista, lo que sigue posponiendo la reactivación de la actividad del sector.

La mejora de la confianza externa es notoria y se manifiesta a su vez en nuevas señales que alimentan un círculo virtuoso: menor coste de financiación (reducción de la prima de riesgo), mayor valoración bursátil (por ej. valoración bursátil de los bancos españoles a prima sobre valor contable frente a descuentos significativos para los alemanes, franceses e italianos²) y flujos de capital favorables (entradas de inversión exterior para comprar activos inmobiliarios y empresas). Sin embargo, el problema inmobiliario no está aún resuelto (sirva de indicativo el plazo de dos años que los bancos estiman aún necesario para la normalización plena de su resultado) y el déficit público sigue a la cabeza de Europa.

Aun así, las estimaciones recientemente vertidas en el **Programa de Estabilidad 2014-17 (más crecimiento, algo más de empleo y menos déficit público) nos parecen creíbles:** crecimiento medio del 1,5% en 2014 y 2015, creación entre 2014 y 2015 de 600.000 empleos (una quinta parte de los empleos perdidos desde 2008) y déficit público del 4,2% en 2015 (objetivo el último que suscita más dudas mientras no se clarifique la reforma fiscal). **No apuntan a que estaremos muy bien (para lo previsto del 20% en 2017); sí a que estaremos mejor de lo que estamos.**

Bolsa: otro mes de indecisión

En el conjunto del mes los principales índices bursátiles han cerrado con ganancias próximas al punto porcentual. El conflicto en Ucrania ha provocado episodios de volatilidad rápidamente corregidos. El mercado parece mantenerse en compás de espera hasta que se conozcan los resultados del primer trimestre. La incertidumbre en Ucrania sigue jugando en contra, aunque la resistencia del mercado da idea de su fuerza subyacente.

Recordemos la situación de los factores que mueven las cotizaciones: los tipos de interés están en mínimos, los beneficios en máximos. Los flujos de inversión vuelven a mirar a Europa, pero el mercado europeo sigue, en contraste con el estadounidense, aún bien lejos de los máximos que llegó hace tiempo a alcanzar (más de 4.500 puntos hace 6 años, más de 5.000 puntos hace 14 años).

Seguimos apostando por la bolsa europea. Con unos tipos de interés que, incluso repuntando en torno a un punto porcentual a lo largo de la curva (como es previsible

² Nuestros bancos cotizan a entre 0,9 y 1,6 veces valor contable, vs media de 0,8 veces para los bancos franceses e italianos, y 0,6 para los alemanes.

que hagan cuando se normalice completamente la percepción del riesgo), seguirán siendo muy bajos, y claramente inferiores a la rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles de la zona euro, esperamos una buena rentabilidad para el inversor en acciones.

© Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.
© Know Square S.L.