



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO MONTÓN

05 DE DICIEMBRE DE 2013

ANÁLISIS ECONÓMICO

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor
y Know Square S.L.

El debate sobre una posible espiral deflacionista en el área euro se ha abierto.

El BCE rebajó en noviembre inesperadamente el tipo de interés repo un cuartillo, 25pb (hasta 0,25%) y el de la facilidad de crédito otros 25pb (hasta 0,75%). El tipo de la facilidad de depósito se mantendrá en el 0,0%.

¿Cómo debemos interpretar este movimiento?

La primera reacción.

Inmediatamente después de anunciar el recorte de tipos el mercado marcaba una fulgurante subida; transcurridas un par de horas, una significativa caída. ¿Cara o cruz?

- La **interpretación positiva** es que, con la medida, se abarata el coste de la financiación y se facilita la expansión crediticia, a la vez que disminuye el coste financiero de los agentes endeudados (recordemos que en España estamos entre los líderes mundiales en endeudamiento familiar y en crecimiento del endeudamiento público).
- La **negativa** es que muy mal se tienen que ver las cosas en términos de crecimiento en Europa, mucho temor tiene que haber a una deflación para que se reduzcan los tipos cuando ya están en niveles misérrimos.

Quedémonos con una síntesis de ambas visiones: bajan los tipos porque el crecimiento es muy pobre y la inflación está muy baja (0,7% en octubre), bajan porque con tipos más bajos la propensión a prestar y a consumir aumenta, lo que mejora las expectativas de crecimiento. Y bajan también los tipos porque hay que intentar compensar la revalorización del euro, que frena el crecimiento al encarecer las exportaciones.

Aunque las previsiones sigan siendo modestas (en 2015 tanto España como el conjunto de Europa seguirán creciendo por debajo del 2%, según tanto la Comisión Europea como la OCDE), **parece que el futuro será algo mejor que el presente.**

Estimación de PIB (% incr.)

	2013	Comisión Europea		OCDE	
		2014	2015	2014	2015
Área Euro	-0,4	1,1	1,7	1,0	1,6
España	-1,3	0,5	1,7	0,5	1,0
EE.UU.	+1,6	--	--	2,9	3,4

Lo que realmente piensa el mercado.

En cualquier caso, con tipos cortos prácticamente nulos el debate sobre la posibilidad de que la zona euro entre en una espiral deflacionista al estilo de Japón (caída de precios, que trae como consecuencia un descenso de beneficios, de sueldos, de la bolsa...) está servido. ¿Qué piensa realmente el mercado?

Hay un precio que nos informa objetivamente sobre lo que el mercado, el conjunto de los inversores, piensa acerca de la inflación. Si comparamos la rentabilidad real ofrecida por las obligaciones del tesoro francés que aseguran una rentabilidad real predeterminada (las OATi, ligadas a la inflación francesa, y las OAT€i, ligadas a la inflación de la zona euro) y la comparamos con la rentabilidad nominal de las obligaciones tradicionales (ambas son emitidas por el mismo agente), la diferencia nos da, grosso modo, la inflación futura cotizada. A diez años, la inflación anual cotizada (el diferencial entre las obligaciones tradicionales y las ligadas a inflación) es del 1,7% para la zona euro y del 1,8% para Francia. A plazos más largos aumentan la expectativa de inflación hasta el 2,2% a 15 años y el 2,3% a 25 años, tanto para la zona euro como para Francia. Niveles, todos ellos, próximos al 2% que es el objetivo de inflación a largo plazo el BCE. **Las inflaciones cotizadas** se sitúan en la banda media baja de una historia larga. Pero, **hoy por hoy, claramente no anticipan deflación.**

Otra cuestión es que **en Occidente afrontemos una larga temporada de tipos de interés de referencia bajos o muy bajos:**

- (1) Porque la inflación será baja, y lo será porque seguiremos viendo los salarios presionados: en el mercado de servicios, por la presión que la inmigración seguirá ejerciendo, como alternativa de bajo coste a la mano de obra nacional; en el mercado de bienes, porque el coste de mano de obra implícito en los productos elaborados en países emergentes sigue siendo aun notablemente inferior al occidental (del orden de un tercio en China).
- (2) Por otro lado, unos tipos muy bajos son la única vía que permite asumir el coste financiero de una deuda, tanto pública como privada, disparada en muchos países. A título de ejemplo, el coste marginal de la nueva deuda pública emitida en España se sitúa ya por debajo del 2,5%.

Mientras las cosas sigan así, tendremos un estímulo claro a la inversión en activos de riesgo frente a activos sin riesgo; en renta variable frente a renta fija.

El precio de las acciones guarda una relación lógica con los beneficios empresariales y el entorno de tipos de interés. A mayores beneficios mayor precio. A menores tipos, mayor precio. Los beneficios empresariales de las grandes empresas cotizadas están en general en máximos y los tipos en mínimos. En principio, sigue siendo un buen entorno para los precios.

Resultados empresariales 3T 2013

Los resultados del tercer trimestre, ya publicados, han estado por regla general dentro de lo previsto: **crecimientos nominales próximos al cero en Europa, cercanos al 5% en Estados Unidos y cercanos a los dos dígitos en los mercados emergentes.** Todo ello en sus respectivas divisas (traducidos a euros, este trimestre algo menor, debido a la revalorización de nuestra divisa). El mundo crece a un buen ritmo, aunque Europa, todavía el principal mercado para las compañías europeas, solo tímidamente empieza a desperezar. Pero **los beneficios de la globalización, que además de un reto es una gran oportunidad, se hacen patentes en las grandes compañías europeas:**

1. A pesar del estancamiento europeo, las ventas de las tres automovilísticas germanas (Volkswagen, BMW y Daimler) están en máximos históricos. Recordemos por ejemplo que sus ventas en China ascienden a cerca del 30%, 20% y 10% del total respectivamente.

2. Danone (+4,2% en ventas en el 3T 2013, +5,5% en 9M 2013) factura en torno a la mitad en mercados emergentes, y más un 60% en mercados en crecimiento (lo que incluye también EE.UU., cuyo consumo per cápita de lácteos es muy bajo).
3. LVMH, líder mundial del lujo (ventas orgánicas +8% en 3T y en 9M) factura cerca del 50% en mercados emergentes, y parte de lo que vende en mercados maduros lo hace a turistas de estos mercados.
4. Sanofi (ventas +0,6% en 3T y +6% en septiembre, marcando un punto de inflexión) es reconocida como la primera farmacéutica en mercados emergentes (presente en por ejemplo en India desde 1951, pero también en otros más de 100 países), crecientemente preocupados por la salud, adonde destina un tercio de sus ventas.
5. Por lo general, el resto de grandes compañías europeas industriales y de consumo también han obtenido buenos resultados gracias a su carácter global.
6. Los beneficios de bancos y utilities (entendiendo como tales las compañías de servicios públicos básicos, como las eléctricas y las operadoras de telecomunicaciones), por su carácter más local han estado sujetos a una mayor presión.
7. Los bancos por el entorno de tipos bajos y la reducción de la actividad crediticia propiciada tanto por un nivel de actividad económica estancada como por la necesidad de reforzar su solvencia.
8. Las compañías de servicios públicos, en especial las eléctricas, por la presión que la regulación ejerce sobre sus márgenes, debiendo soportar el coste de políticas incentivadoras de las energías renovables a la vez que se ven imposibilitadas de repercutir los mayores costes en la factura al consumidor.

No hay ya grandes empresas españolas ni europeas, hay empresas globales con domicilio social en un país determinado. La globalización es un reto, pero también una oportunidad: aumenta la tarta que es el PIB global y la pone a disposición de quienes sean capaces de producir bienes y servicios de forma más competitiva. Ello hace que todas las compañías, independientemente de su domicilio social, puedan beneficiarse del crecimiento global, aunque para el progreso económico de un país, y para sus arcas públicas, es importante contar con grandes compañías multinacionales que tengan su sede social en el mismo. En el país en el que la multinacional tiene su sede social suelen desarrollarse las actividades que generan, no solo más empleos, sino especialmente los empleos de mayor valor añadido.