



knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE NOVIEMBRE DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – NOVIEMBRE 2008

“*A day (gasp) like any other?*”, titulaba Joe Nocera, aclamado columnista del *New York Times*, su columna del 7 de Octubre, tan solo cinco días después de publicar su magistral reconstrucción de las treinta y seis horas más críticas vividas por el sistema financiero internacional durante el 17 y 18 de Septiembre [1] – que muchos hubiéramos devorado cual ficción novelística, sino fuera porque cualquier parecido con la realidad, no era pura coincidencia –. Octubre, pues, ha sido un mes (exhalación) como cualquier otro.

Pero sólo en cierta manera. Los pasados treinta y un días han supuesto una traslación, principalmente mediática, de lo financiero a lo económico, de lo invisible a lo palpable, de la economía virtual a la **economía real** – último término que no paramos de leer y escuchar en las últimas semanas y que, gracias a las fenómenos del lenguaje, no deja de comportar cierto grado de sarcasmo e ironía frente al antónimo que describiría el conglomerado financiero *brokers-dealers, hedge funds, conduits*, etc. de los últimos años –. Y es que Octubre, más allá de la inyección de capital en grandes entidades bancarias, de la cuasi nacionalización de otras tantas, y de la definición de planes de rescate como el Fondo de Adquisición de Activos Financieros en España, ha estado caracterizado por las ayudas a países en grave riesgo como Islandia y Ucrania (posiblemente en un futuro no muy lejano, Hungría), y por el temor a una gran depresión económica derivada de lo que hasta ahora era “tan solo” una crisis financiera e inmobiliaria, que puntualmente se ha acercado a lo acontecido en el 29; en duración y en consecuencias – ya que en lo que a evolución bursátil se refiere, la comparación, hasta la fecha, no puede ser más abrumadora [2] –.

Esta es la razón que, en buena parte, explica que tras el desplome histórico de la bolsa de Nueva York el 29 de Septiembre, ésta marcara un segundo hito a mediados de octubre con la pérdida de 777 puntos en una sola sesión; o por el contrario, que el descuento de una decisión de la Reserva Federal sobre el tipo de interés provoque un avance de 890 puntos; o que en nuestro país el Ibex-35 perdiera la cota de los 8.000 cerrando con poco más de 7.900, nivel que no se alcanzaba desde septiembre de 2004. La **evolución del tipo de cambio** que afecta la balanza comercial de las principales potencias económicas, el **tipo de interés** que dinamiza o ralentiza la actividad económica, y la **evolución de las economías emergentes** con respecto a los efectos de una crisis global – geográfica y sectorialmente hablando –, son suficientes para variar el estado de confianza del sistema de un modo más contundente que las necesarias, aunque tardías, medidas impulsadas por los diferentes gobiernos y bancos centrales.

Si consideramos superado el miedo a una debacle del sistema financiero, es – o debería ser – a partir de ahora la economía (real), el punto de atención y preocupación. Para Estados Unidos son muchos los que pronostican una recuperación conexas a la revitalización del mercado inmobiliario e hipotecario. Pues bien, los precios de la vivienda ya han bajado un 18% desde su máximo de julio de 2006 – de acuerdo con el índice de precios S&P/Case-Shiller [3] –, lo que representa el descenso más acusado desde los años 30, y pese a los tímidos avances en el número de transacciones, nadie se atreve a poner fecha a un cambio de ciclo. La actividad constructora sigue cayendo, y la morosidad extendiéndose a otros segmentos de mayor calidad crediticia que los *subprime*, como lo son los préstamos *Alt-A*, que podrían ser catalogada como *prime*, pero no lo son debido a los altos porcentajes de financiación, al tipo de propiedad, o a la insuficiencia de documentación. Si el derrumbe de la economía “ficticia” no tardó en descubrir a los “*ninja*”, la evolución de la economía real no ha hecho más que empezar a impactar en los substratos más tradicionales de la clientela bancaria.

Si este paralelismo lo aplicamos a nuestro país, pese al desorden numérico que provoca contar con diferentes estadísticas realizadas con diferentes fuentes y metodologías – permítannos recomendarles la nota técnica, que al respecto, hemos publicado recientemente en *Know Square* [4] – es evidente que el precio de la vivienda está bajando, no tan abruptamente como la actividad, que acumula un descenso del 58% en los siete primeros meses del año. Sin embargo, como converger hacia niveles de equilibrio (tanto en precios como en actividad) es incluso saludable, lo que nos alarma es el optimismo de aquellos que, sin saber que en las últimas décadas se han periodificado los ciclos inmobiliarios en 7-8 años, estiman que para finales de 2009, el mercado cambiará su tendencia.

Por su extensión en datos facilitados, no sólo inmobiliarios sino también hipotecarios, recomendamos el “Boletín Informativo” de la *Asociación Hipotecaria Española*, así como el “Resumen Ejecutivo de la comparecencia del Presidente de la Asociación ante la Comisión de Vivienda del Congreso de los Diputados” [5]. Nos parece interesante destacar, que al igual que en Estados Unidos ahora convergen dos fuentes de morosidad de distinto origen, en España el aumento de los últimos trimestres, hasta la fecha, obedece fundamentalmente al incremento de tipos de interés, mientras que el crecimiento causado por el aumento del **desempleo**, no comenzará a recogerse hasta finales de este año. Preocupante.

Y no por el análisis microeconómico oferta-demanda-precio de un determinado elemento o sector productivo; tampoco por su peso relativo en el crecimiento de la economía –“no hay mal que por bien no venga” comentan egoístamente aquellos que llevan pidiendo desde hace tiempo un cambio radical en el modelo de crecimiento de nuestro país – sino por las grandes ramificaciones de un sector que desembocan en un aumento generalizado de la tasa de desempleo. Como viene siendo habitual, recomendamos el profuso análisis de los datos de la Encuesta de Población Activa realizados por el Servicio de Estudios Económicos del BBVA [6]. De su lectura, extraemos dos preguntas: ¿hasta qué niveles dejará de absorber el sector servicios parte de la intensa destrucción de empleo del sector de la construcción?, ¿no es más preocupante que también la industria contribuya negativamente al crecimiento interanual del empleo? Analicen los niveles de productividad del primero y la pérdida de competitividad del segundo; de nuevo, preocupante.

Como no podía ser de otra forma, las previsiones siguen revisándose a la baja. Así el *Centro de Predicción (CEPREDE)* [7] ha estimado que la recuperación económica de España no será lo suficientemente sólida como para aliviar la tasa de desempleo hasta 2014 (para el que proyectan un crecimiento ligeramente superior al 2%). La novedad con respecto a las últimas previsiones de organismos nacionales e internacionales presentadas en anteriores números de este informe (*FMI, Fumcas, BBVA*) radica en la extensión del periodo recesivo hasta bien entrado el 2010. Sin embargo no difiere en las causas argumentadas por los anteriores: débil posición estructural de la economía española y **restricción del crédito**.

En cuanto a esta última causa, esgrimida para explicar el descenso de la actividad aquí y más allá de nuestras fronteras, permítannos volver de nuevo a Estados Unidos para recomendarles un estudio que, sorprendentemente, desmitifica este aspecto que considerábamos una verdad, actual, absoluta – y es que la historia ha digerido para toda crisis, leyendas, mitos y fábulas que los acontecimientos han legitimado durante un mayor o menor periodo de tiempo –. Así que les invitamos a leer un pequeño trabajo realizado por el Departamento de Investigación de la *Reserva Federal de Minneapolis*, “*Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008*” [8]. Fundamentado en 26 gráficos relativos al mercado crediticio en Estados Unidos (sobre datos publicados por la *Reserva Federal Americana* y *Bloomberg*, actualizados a octubre del presente), desmonta, factualmente, a) que los préstamos bancarios a corporaciones financieras e individuos hayan decrecido fuertemente, b) que el mercado interbancario haya esencialmente desaparecido, c) que la emisión de papel comercial se haya reducido drásticamente, y sus

intereses, crecido hacia niveles sin precedentes, y d) que los bancos juegan un papel importante en canalizar fondos de los ahorradores a los prestatarios.

Por último nos gustaría destacar el “Informe Mensual de Octubre” publicado por el *Servicio de Estudios de “la Caixa”* [9], donde encontrarán un extenso análisis de la tensión extrema iniciada en verano del pasado año, la concatenación de eventos y la reacción de los diferentes Bancos Centrales, así como un interesante análisis sobre la vulnerabilidad de la banca ante negocios no categorizados como “tradicionales”. Llamamos la atención, sin embargo, a uno de sus cuadros que, con el nombre “Regulación Financiera: Rumbo a Basilea III”, analiza las deficiencias de un acuerdo que habiendo sido adoptado recientemente, necesita un análisis riguroso a raíz de los últimos acontecimientos. El carácter contra-cíclico de los nuevos requerimientos mínimos de capital, la inexistencia de requisitos mínimos de liquidez y la falta de transparencia y estandarización de algunos productos financieros son, indudablemente, aspectos a considerar dentro de un marco normativo que promueva el crecimiento y desarrollo sostenido, a largo plazo, de una función clave para la economía.

Noviembre será, sin duda, otro mes interesante. El día cuatro estaremos atentos a las elecciones americanas, de las cuales saldrá el presidente encargado de acometer las reformas en el sistema financiero que puede que se vislumbren tras la cumbre financiera de Washington a celebrarse durante el 14 y 15 del mismo mes – que por cierto, llega con un retraso de aproximadamente... 12 meses –. No nos olvidaremos, tampoco, de la próxima reunión del *Banco Central Europeo*, para la cual ya se está descontando una nueva bajada de tipos (25-50 puntos básicos) imitando a sus homólogos estadounidenses que el día 29 rebajaron 50 puntos básicos, hasta el 1%, ni tampoco de los datos avanzados de crecimiento de nuestra economía durante el tercer trimestre. Quizá sea un mes propicio para, coincidiendo con la primera subasta del *Fondo de Adquisición de Activos Financieros* [10], anticipar algo del nuevo panorama bancario español, aunque son muchos los que no pronostican tales movimientos hasta el primer trimestre de 2009. Por todo ello esperamos que Noviembre sea un mes (exhalación) como cualquier otro...

LOS 10 MEJORES INFORMES ECONÓMICOS PUBLICADOS EN OCTUBRE 2008

- [1] “*A credit crisis spiraled, alarm led to action*”, Joe Nocera. The New York Times, Octubre de 2008. Público.
<http://travel.nytimes.com/2008/10/02/business/02crisis.html>
- [2] “*How This Bear Market Compares*”, The New York Times, Octubre de 2008. Público.
http://www.nytimes.com/interactive/2008/10/11/business/20081011_BEAR_MARKETS.html
- [3] “*Global Financial Institutions eye another wave of write-downs as U.S. Housing woes spread*”, Scott Bugie y Nick Hill. Standard & Poor’s, Septiembre de 2008. Público.
<http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>
- [4] “*Indicadores de Precio y Valor de la Vivienda en España*”, Consejo Editorial. Knowsquare, Octubre de 2008. Público.
<http://www.knowsquare.es/index.php/es/articulos/leer/3278>
- [5] “*Boletín Informativo*” y “*Resumen Ejecutivo de la comparecencia del Presidente de la Asociación Hipotecaria Española ante la Comisión de Vivienda del Congreso de los Diputados*”, Asociación Hipotecaria Española. Octubre de 2008. Público.
<http://www.ahe.es/bocms/sites/ahe/pages/MenuOK.jsp?mID=27>
- [6] “*Observatorio Mercado Laboral*”, Servicio de Estudios Económicos. BBVA, Octubre de 2008. Público.
http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_081024_NovedadesEspana_108_tcm268-175701.pdf
- [7] “*Deterioro Adicional de Perspectiva*”, CEPREDE, Octubre de 2008. Privado.
http://www.ceprede.com/fr_forest.html
- [8] “*Facts and Myths about the Financial Crisis of 2008*”, V.V. Chari, Lawrence Christiano y Patrick J. Kehoe. Federal Reserve Bank of Minneapolis. Octubre de 2008. Público.
http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=4062
- [9] “*Informe Mensual nº 317*”, Servicio de Estudios. “la Caixa”, Octubre de 2008. Público.
<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/icimon.php?idioma=esp&llibre=200810>
- [10] “*Fondo de Adquisición de Activos Financiero*”. Octubre de 2008. Público.
<http://www.boe.es/boe/dias/2008/10/14/pdfs/A41167-41169.pdf>