



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO MONTÓN

06 DE OCTUBRE DE 2013

ANÁLISIS ECONÓMICO OCTUBRE 2013

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

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

Se despejan incertidumbres

Algunas pretendidas incertidumbres que amenazaban coadyuvar a un severo correctivo de los mercados se están despejando.

En EE.UU.

- Janet Yellen, una economista con contrastada formación y experiencia, será la nueva gobernadora de la **Reserva Federal**, institución en la que lleva 17 años trabajando.
- En el último minuto, pero a tiempo, se ha llegado a un acuerdo entre la Casa Blanca, el Congreso y el Senado para **levantar el techo de deuda**. Se trata de una prórroga temporal que nos garantiza nuevas discusiones en tres meses. Pero tras este episodio debería quedar algo claro: los miembros del Congreso y del Senado norteamericano, en su mayor parte propietarios a título particular de patrimonios millonarios, no serán quienes fuercen un impago de la deuda soberana americana.

En Europa

- **La Unión Europea avanza.** El Mecanismo único de Supervisión se ha aprobado, lo que permitirá que el BCE se estrene a finales de 2014 como "supervisor único" de los 130 mayores bancos del área euro. Hito este relevante en la unión bancaria, a su vez necesaria para el afianzamiento del euro. El siguiente paso será la creación del Mecanismo Único de resolución, el que todos tengamos las mismas normas sobre en quiénes recae la responsabilidad en caso de fracaso de una entidad. Mirando al horizonte, el paso definitivo será la unión fiscal: solidaridad en el pago de la deuda, pero asegurando la disciplina en el gasto, es decir, con necesaria aprobación de los presupuestos nacionales por instancias europeas.

Si avanzamos en este sentido, Europa habrá logrado, en la segunda década de existencia del euro (2009-2018) y "gracias" a la crisis económica, más que en los 20 años previos. Valga el dicho popular, "a la fuerza ahorcan", o mejor, "nunca es tarde si la dicha es buena".

A ambos lados del Atlántico

- **La política de tipos de interés extremadamente bajos**, común a EE.UU. y al área euro, **se prolongará** en el tiempo, según reiteradas declaraciones tanto del Presidente del BCE ("los tipos directores seguirán en los niveles actuales o inferiores durante un periodo de tiempo prolongado") como de la Fed, proporcionando un respiro a economías altamente endeudadas como la estadounidense o la española (siendo la deuda estadounidense, tanto pública como privada, superior a la española).

En España

La economía va a remolque de Europa (el FMI prevé para España crecimiento en 2014, pero con la peor tasa tras Chipre y Eslovenia). No obstante hay indicios positivos, ensombrecidos por algún que otro "pero":

- El PIB ha registrado en el tercer trimestre su primer repunte en los últimos 10 trimestres: +0,1% intertrimestral. El consumo interno ha dejado de caer. También se ha creado empleo, pero sólo temporal y gracias al turismo; las ventas minoristas crecen en septiembre, pero favorecida la comparación por el alza del IVA en septiembre de 2012; el tráfico en las autopistas mejora, pero eso es caer menos que antes, lo mismo que pasa con el consumo de electricidad. Y, a pesar de nuestra campaña de imagen, España cede del puesto 44 al 52 en la clasificación del Banco Mundial de países que facilitan los negocios. En resumen, como resumía un directivo de una entidad financiera, **no podemos asegurar que estemos en el punto de inflexión, pero sí en una "zona de inflexión"**.

En cuanto a los Presupuestos del Estado para 2014, constatan un año más que, a falta de recuperación económica ostensible, sólo la presión impositiva mantenida e incluso incrementada (en IRPF, en sociedades, en nuevos "impuestos verdes" y en retoque de algunos tipos de IVA) y el recorte ya recurrente en partidas como infraestructuras o defensa logra paliar la inercia alcista de la principales partidas de gasto: gasto en pensiones, desempleo e intereses de la deuda subirán entre un 5% y un 10% a pesar de que las pensiones sólo se revalorizan un 0,25%, el número de desempleados no se espera que aumente y los tipos de interés están a la baja.

- En la vertiente financiera las cosas parecen ir mejor: la inversión extranjera en España se ha duplicado en los ocho primeros meses de año, la prima de riesgo se ha reducido, la rentabilidad del bono a 10 años cotiza por debajo del 4% y España ya paga por su deuda algo menos que Italia (que tiene más deuda pero está cercana al superávit primario). Se reactiva del mercado inmobiliario, aunque sea mediante ventas en bloques protagonizadas por la Sareb o los bancos como vendedores y por fondos extranjeros a la caza de gangas como compradores. Los precios han caído ya en media entre un 30% y un 40% en términos nominales. Mucho por hacer. Pero por algo se empieza.

Y surge la eterna pregunta: **¿Requerirá el BCE como nuevo supervisor más capital a los bancos españoles?**

Las autoridades competentes (BCE, Eurogrupo, Comisión Europea, Ministerio de Economía) han afirmado verbalmente la no necesidad de inyectar más dinero público en el sector financiero español ("España no necesita prorrogar el actual programa de asistencia financiera"). Más allá de esa afirmación hay que recordar que:

- Las especulaciones sobre eventuales necesidades de capital en los bancos de países periféricos, derivadas de la posibilidad de aplicar distintas fórmulas de valoración a sus respectivas deudas públicas son desde hace tiempo recurrentes (¿podrían la deuda española o la italiana valorarse menos que la alemana y por tanto los bancos cargados de deuda de estos países requerir más capital?). Pero parece altamente improbable. Cambiar la valoración de la deuda pública mantenida en cartera a vencimiento no tendría sentido: los estados soberanos pagan mientras no se demuestre lo contrario; además sería un gran agravio comparativo entre naciones socias. Basilea trata igual a todas las deudas soberanas, y es una regulación para todo el mundo. Difícilmente una autoridad de la propia Unión Europea dará un tratamiento peor que Banco Internacional de Pagos.
- Puestos a valorar en concreto la solvencia de los grandes bancos cotizados españoles, recordemos que, además de cumplir los requisitos de solvencia de Basilea III del 9% (solvencia calculada sobre activos ponderados por riesgo), todos cumplen con holgura el requisito simplificado del 3% de recursos core Tier 1 sobre activos totales (mínimo requerido para 2017), al que llegan con dificultad los grandes bancos franceses y que no alcanza por ejemplo Deutsche Bank.
- Una prueba indirecta de solvencia, quizá la más clara, es la que proporciona el mercado. Uno de los grandes bancos italianos acaba de salir al mercado a pedir prestado a EE.UU. y le han prestado a menos del 4%, sin más garantía que su propio balance (reciente colocación de bonos a 5 años de Intesa al 3,88% entre inversores institucionales norteamericanos). Aunque el recurso al BCE sea más barato, demostrar que se pueden valer por sus propios medios, aun a coste superior, muestra un plus de confianza muy importante que hace unos trimestres habría sido impensable. ¿Quién en su sano juicio prestaría a bancos cargados de deuda pública de países que iban a hacer una quita? Esa duda está ya superada.

No podemos decir todavía que el sistema financiero europeo haya normalizado su funcionamiento. El interbancario no fluye y las emisiones de deuda dirigidas a institucionales son todavía limitadas. Pero empiezan. Y quien recibe crédito, pronto empezará a concederlo. Eso será la prueba definitiva de solvencia. Y la situación de los bancos italianos es en buena medida extrapolable a los grandes españoles.

¿Y la marcha económica?

Aunque, desgraciadamente, nuestra experiencia directa diaria en el mundo real nos haga pensar lo contrario, la realidad es que la economía mundial progresa más que adecuadamente. Valgan algunas cifras, procedentes de los resultados trimestrales ya publicados:

- Las ventas publicadas por los tres grandes fabricantes alemanes **de automóviles** correspondientes a septiembre ponen de manifiesto que en los tres casos el mes pasado ha sido el **mejor septiembre de la historia**. Y el

acumulado en los tres primeros trimestres de 2013 frente al del mismo período del año anterior registra crecimientos notables: 10,1% en Mercedes Benz, 7,5% en BMW, 3,6% 7,6% en Audi, 3,6% en Volkswagen y 14,7% en Porsche. Y todo ello con un mercado europeo todavía reprimido, aunque mostrando en todos los casos signos de recuperación en septiembre. Son los efectos de la globalización. No en vano hoy las ventas en China representan ya en torno al 30% del total en el Grupo Volkswagen, 20% en BMW y 10% en Daimler. Y las ventas en mercados en expansión representan en todas ellas más de la mitad.

- Las francesas **Danone, LVMH y Air Liquide** han declarado **crecimientos de ventas, a perímetro comparable y tipo de cambio constante, del 4%, 8% y 5% respectivamente**, en línea con lo previsible. Traducida a euros la foto sale un poco más fea: 0%, 4% y -1%, como consecuencia de la marcada revalorización de nuestra divisa en el último trimestre; deslucimiento debido al tipo de cambio que será factor común en todas las multinacionales europeas que tienen en euros más costes que ingresos.
- Los **resultados de los bancos españoles**, mostrando en términos generales una ostensible mejoría (en 9 meses +77% Santander, +86% BBVA), deben desmenuzarse. Y en conjunto muestran que el desastre de la burbuja inmobiliaria no está todavía plenamente contabilizado, aunque el lastre se reduce, permitiendo que el resultado empiece a normalizarse.

En resumen: aunque no lo percibamos desde España, la economía mundial crece, crecen los beneficios empresariales, los tipos de interés en las principales economías están por debajo de la mitad de lo que han estado en media en los últimos treinta años y las rentabilidades por dividendo de las principales bolsas siguen superando la tasa libre de riesgo, suponiendo un aliciente claro a la inversión bursátil.

Ni quebrará el sistema financiero internacional, **ni el euro se romperá, ni España ni Italia (y no digamos Estados Unidos) impagarán su deuda**. No estamos en un mundo ideal, pero vamos mejorando. Y la bolsa no espera. Como decía un anuncio televisivo de detergentes "busquen, comparen y si encuentran algo mejor, cómprenlo".

¿Y las bolsas?

La reducción de la percepción de riesgo está permitiendo que continúe la rotación de fondos: desde activos alternativos a la bolsa, desde bolsa americana a europea, desde países centrales de la zona euro a periféricos, desde sectores poco endeudados hacia el sector financiero y sectores endeudados.

Los resultados publicados no están defraudando las expectativas, y las primeras indicaciones sobre 2014 apuntan al mantenimiento de moderadas tasas de crecimiento.

El S&P 500 está en zona de máximos históricos, mientras el Euro Stoxx 50 y el Ibex 35, estando en máximos anuales, se encuentran todavía muy lejos de los niveles previos a la crisis. Desde la crisis ha habido, en algunas compañías, en especial las financieras y las más endeudadas, ampliaciones de capital claramente diluidas para el accionista, por lo que el simple retorno a niveles de beneficio y percepción de riesgo similares a los de 2007 no garantizaría la recuperación de los 4.500 puntos de Euro Stoxx o los 16.000 puntos de Ibex. Pero por lo menos la mitad de la brecha entre los actuales niveles y los máximos alcanzados sí debería cerrarse. Lo que ofrece todavía un importante potencial.

Ofelia Marín-Lozano
Consejera Delegada
1962 Capital SICAV, S.A.

© Know Square S.L.