



*knowsquare* .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE SEPTIEMBRE DE 2008

# ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

---

*knowsquare* .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

## ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – SEPTIEMBRE 2008

El mes de agosto ha sido, como marca la tradición, parco en novedades económico financieras. No obstante, nos ha ofrecido, por un lado, la actualización de informaciones conocidas que contribuyen a esa ardua tarea que es la de cuantificar la profundidad de la crisis global; por otro, el tiempo y espacio necesario para recapitular y de este modo preparar calmadamente lo que queda de año – que no es poco – aunque muchos de ustedes ya estarán pensando en el siguiente...

La “desafortunada combinación de factores” (perturbación financiera, inflacionista e inmobiliaria), término que oportunamente utiliza el *Servicio de Estudios del BBVA* en su último informe de *Situación* [1], continua ganando intensidad y retroalimentándose del deterioro de importantes sectores de la economía en las principales potencias occidentales. Es más, es precisamente este círculo – vicioso – el que poco a poco estimula el comportamiento cortoplacista de medidas, análisis y previsiones económicas e incita a un sentimiento pesimista, en parte razonable, y en otra, tan sólo provocado por la necesidad de evitar los fallos de previsión y estimación del último año. Y posiblemente no es para menos, porque la verdad es que los bandazos de los analistas están siendo de montaña rusa, ajustando casi en tiempo real sus previsiones en función de los nuevos datos e indicadores publicados cada semana.

Si cerramos el mes de julio con unas perspectivas de crecimiento anual para nuestra economía entre el 1,5% y el 1,6% en 2008, y del 1% para 2009, éstas ya han sido relegadas para varios agentes del mercado a lo que los anglosajones llaman “*best case scenario*”. Para muestra el citado informe del *BBVA*, que pronostica un crecimiento del 1,3-1,7% durante este año y entre el 0 y el 1% para el que viene, con una tasa de desempleo que podría superar el 14% a finales de 2009; la intensidad del cambio de ciclo del mercado inmobiliario se espera precisamente para ese último año, aunque ya a julio del presente el porcentaje de paro en el sector de la construcción muestra un aumento del 70%, mientras que para el conjunto de la economía, en términos interanuales, es poco más del 23%.

En relación a este último comentario, y dado que el ajuste hacia niveles de equilibrio en la inversión de vivienda no se contempla por esta misma fuente en un período inferior a cuatro años, recomendamos el punto cuarto del informe, titulado “*Una perspectiva sectorial del crecimiento*”, que trata con acierto los factores que caracterizan la posición cíclica del resto de ramas de actividad (fundamentalmente la intensidad tecnológica, patrones socio demográficos y apertura exterior).

Pero seguimos con el mercado inmobiliario residencial, que continúa en caída libre y ya acumula un descenso en lo que llevamos de año cercano al 30% en el número de transacciones con respecto a los seis primeros meses de 2007. El desplome es superior en la costa mediterránea debido a un inherente componente cíclico – vacacional – poco amigo de crisis económico financieras y para el que no hay más solución que la normalización de la economía y los mercados crediticios más allá de nuestras fronteras. Para primeras residencias el Gobierno ha propuesto diversas medidas centradas en la Vivienda de Protección Oficial: se promocionarán alrededor de unas 150.000 VPO al año (frente a las 90.000 en media de años anteriores), se instituirá una reserva mínima del 20% del suelo residencial para la nueva construcción de este tipo de viviendas, mientras que el *Instituto de Crédito Oficial* otorgará avales por un importe de 5.000 millones de euros a titulaciones que incorporen préstamos VPO. Además, y como novedad reciente de este último mes, Beatriz Corredor ha anunciado que el Gobierno impulsará la construcción de “viviendas dotacionales”, o pisos en alquiler, dirigidos a jóvenes y mayores, que se levantarán en suelo municipal con una cesión del derecho de superficie.

Sin duda este paquete de medidas puede ayudar a evitar el desplome del sector inmobiliario, pero no está exento de fugacidad – el efecto en los niveles de desempleo no sería muy elevado y duradero – ni de daños colaterales – todo incremento de oferta, a similar demanda, supone una reducción de precios, que en el caso que nos ocupa, dañaría las expectativas de venta y rentabilidad sobre el stock [2] de un sector sobredimensionado y con un mayor peso sobre el conjunto de la economía comparado con otros países de la OCDE [3] y [4] – . Estas soluciones de origen keynesiano – intervención estatal a través de medidas fiscales y monetarias para suavizar los efectos de las crisis económicas – no son exclusivas de España, sino que las aplican la mayoría de países de la OCDE. Ciertamente es que, aparte de sus consecuencias específicas, muchas de éstas son medidas esencialmente criticables por su intervencionismo y cortoplacismo, pero como citaba el autor de estas teorías en su *Tratado sobre la Reforma Monetaria*: “*in the long run we are all dead*” [5].

El mercado hipotecario sigue, como no podía ser de otra forma, al inmobiliario, con un descenso interanual del 31% en el número de hipotecas constituidas en junio. El descenso del 8,2% en el importe medio – que muchos han atribuido en su totalidad al descenso en el precio de las propiedades y han aprovechado esta relación directa, errónea, para poner en duda la integridad de las estadísticas publicadas por el *Ministerio de la Vivienda*–, se debe principalmente a la restricción en los porcentajes de financiación aplicados por bancos y cajas, una medida que, a costa de sacrificar volumen, incrementa la calidad de las nuevas operaciones en carteras en constante rebaja crediticia (*downgrade*) [6].

El beneficio de aquellos, según el último informe presentado por la *Asociación Española de Banca* con el *Agregado de Estados Financieros Consolidados de los Grupos Bancarios Españoles*[7], ha retrocedido un 1,15% durante los primeros seis meses del año, que si bien es leve, estamos obligados a compararlo con el crecimiento ligeramente superior al 20% de un año atrás. En palabras de este organismo, el mayor esfuerzo en dotaciones para insolvencia y provisiones durante el semestre, junto a resultados no recurrentes, han motivado que el beneficio consolidado de la primera mitad del ejercicio sea ligeramente inferior. Y es que las pérdidas por deterioros de activos han aumentado casi un 62%, y las dotaciones a provisiones un 78%.

Pese a haber transcurrido ya dos tercios de año, agosto representa un punto y aparte estacional muy notable, entre otros, por el comienzo de los planes estratégicos corporativos para el año siguiente, y por la vuelta del mercado bursátil a su papel de termómetro de la actividad y confianza económica financiera, rol que utilizaremos periódicamente en este Informe para “*tecnificar y fundamentar*” el comportamiento económico y empresarial en nuestro país. Agosto se ha caracterizado por una extrema iliquidez y movimientos en cierto modo erráticos que no han aportado ninguna novedad. Si acaso alguna pincelada en forma de datos macro económicos y “*flasbes*” empresariales centrados en el sector de banca, que reafirman la corrección observada durante los meses previos en los mercados financieros. Esta relativa calma estival ha situado el Ibex en los 11.707 puntos, tan sólo un 1,46% menos que el mes anterior (porcentaje moderado, teniendo en cuenta que ha retrocedido un 28% en lo que va de año).

Esta corrección parece entrar en una tercera, y puede que última, fase bajista, pese a que existen señales positivas en el corto plazo – la caída en precios de materias primas y el rally del dólar – que dan cierto oxígeno a los inversores y quizá permitan un tímido rebote. Y es que no debemos olvidar que bajo estos signos positivos subyace un entorno económico muy tocado, con previsiones de resultados empresariales que no invitan al optimismo. Esta fase combina los problemas ya mencionados con una desaceleración cada vez más acusada en las economías emergentes. La consecuencia más inmediata la hemos visto en la caída del precio del crudo, ya que se estima una menor demanda por parte de estos países, para los cuales se está revisando, a la baja, sus estimaciones de crecimiento.

¿Qué pasará de aquí a final de año? En nuestra opinión, creemos que vamos a ver bonos al alza, caídas en renta variable con algún tímido rebote y dólar acercándose a los niveles que marcaba hace un año frente al euro. Los últimos comentarios de la *Reserva Federal* anunciando posibles subidas de tipos si la inflación no se modera no hacen sino confirmar esta tendencia. La “prueba del algodón” será ver cómo entra dinero en valores defensivos, y adelantarse a esta entrada puede ser una buena estrategia si acertamos con el inicio de la tercera fase de corrección. Por otro lado, tanto la revaloración de dólar como la relajación en el precio de las materias primas provocarán un rebote en las bolsas a muy corto plazo que no deberíamos perder, pese a que la tendencia principal siga siendo de sesgo bajista; un escenario de mercado bajista con un rebote a corto plazo coincide en gran medida con lo que muestran los gráficos y su análisis técnico. Pero no echen las campanas al vuelo; jugarlo significa exactamente eso, apostar a una subida a corto plazo.

Para los que prefieran el largo plazo, la mejor estrategia para su dinero sería entrar en valores castigados del sector autopistas o construcción con fuerte componente en resultados por obra civil. También empresas con fuerte exposición favorable al dólar y como no, aseguradoras. Una propina: comprar acciones hoy de *Unión Fenosa* a los precios actuales (17,32 euros) ofrece una rentabilidad del 6% bruto en seis meses (el plazo previsto por *Gas Natural* para culminar la OPA) el doble de lo que ofrece cualquier depósito. Los servicios de primera necesidad (y más en sectores regulados), no han sido nunca una mala opción en momentos en los que no se vislumbraba el final de una crisis.

Capítulo aparte creemos que merece este mes el Reino Unido [8], que tampoco está en su mejor momento, o al menos eso parece según los últimos comentarios de sus altos representantes. Para *Charles Bean*, Subgobernador del Banco de Inglaterra, la crisis actual representa un desafío al menos como el de los setenta; desconocemos si se refiere a la crisis de confianza tras el *Watergate*, la guerra del *Vietnam*, o a la crisis del petróleo – creemos que a esta última, aunque su origen y consecuencias son poco coincidentes con la situación actual –... Mientras, el ministro de Economía *Alistair Darling* y tras estancarse la actividad británica en el segundo trimestre de este año (escenario que no se producía desde algo más de cinco lustros), se ha remontado a un periodo aún más lejano, considerando las dificultades actuales como las mayores en los últimos sesenta años (más o menos coincidiendo con el período traumático tras el final de la Segunda Guerra Mundial, ahí es nada).

Agradecemos a ambos las referencias históricas a otros tiempos económicos, pero prever y solucionar el futuro – que es su tarea – mirando al pasado, implica que todo lo que rodea a uno y a otro permanece constante; y eso es creer que uno puede darse un paseo en bicicleta montado de espaldas... Es nuestra modesta recomendación a los hijos de la “Pérfida Albión”, que más que nunca lanzan ahora sus huestes periodísticas – antes eran piratas ascendidos a Almirantes con el grado de “*Sir*” – para hablar de cerdos volantes cuando quizás deberían fijarse o buscar lo que huele objetivamente mal en sus propias islas... En efecto, y según el mismo informe mencionado anteriormente [6], el índice de mora promedio de UK, teniendo en cuenta el *UK Prime*, el *Buy To Let* y el *Non-Conforming* (que en España no se diferencian) asciende al 2,41%, mientras que el mismo índice de *Fitch* para España está en 0,65%...

Y es que, en todo caso, parece “que lo peor está por llegar” para todos [9], frase manida en el último semestre, y en ocasiones pronunciada con intereses peculiares que van más allá del puro análisis económico (algunos, bursátiles...). A principios del pasado mes, fue *Kenneth Rogoff*, ex-economista jefe del *Fondo Monetario Internacional* y actualmente Profesor de Economía de *Harvard*, al cual creemos alejado de teorías interesadas, el que ha ubicado la crisis financiera global a medio camino, alertando de la posibilidad de que algún gran banco norteamericano todavía pueda quebrar. Lo primero no parece exagerado; lo segundo lo situamos entre el profundo análisis de los estados financieros y su deseo sobre la conducta del mercado financiero, expuesta en el artículo “*The End of Financial Triumphalism*” [10],

publicado en *Project Syndicate* – página altamente recomendable donde encontrarán interesantes contribuciones de prestigiosos economistas como *Roubini*, *Stiglitz* y *Shiller*, entre otros –, en el que se podía leer:

*“Para los gobiernos, la clave del éxito en la regulación de los mercados financieros radica en mantener limitaciones razonables durante los tiempos de bonanza que protejan los fondos de los contribuyentes de una excesiva exposición al riesgo. Desafortunadamente, es tarea difícil, porque en buenos tiempos, quienes advierten del riesgo son vistos como profetas del desastre. Por eso es importante que los gobiernos permitan que las empresas financieras fallen de vez en cuando. Es la única manera de imponer disciplina real sobre los accionistas, tenedores de bonos, y líderes corporativos”...*

Al igual que la supervivencia de los dos gigantes hipotecarios *Fannie Mae* y *Freddie Mac*, que no se cumplan los augurios de *Rogoff* es sólo cuestión de Fe, o cuestión de FED...

---

## TOP 10 KNOW SQUARE – MEJORES INFORMES ECONÓMICOS AGOSTO 2008

---

- [1] “*Situación España Julio 2008*”, Servicio de Estudios Económicos del BBVA. Julio 2008. Público.  
[http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES\\_080731\\_NovedadesEspana\\_96\\_tcm268-170664.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_080731_NovedadesEspana_96_tcm268-170664.pdf)
- [2] “*Situación Inmobiliaria Julio 2008*”, Servicio de Estudios Económicos del BBVA. Julio 2008. Público.  
[http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES\\_080731\\_NovedadesEspana\\_97\\_tcm268-170689.pdf](http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_080731_NovedadesEspana_97_tcm268-170689.pdf)
- [3] “*That shrinking feeling?*” y “*Vacant lot*” - The Economist. Agosto 2008. Público.  
[http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story\\_id=11921252&CFID=18345016&CFTOKEN=49916293](http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story_id=11921252&CFID=18345016&CFTOKEN=49916293)  
[http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story\\_id=11921260](http://www.economist.com/world/europe/displaystory.cfm?story_id=11921260)
- [4] “*Sobre el peso del sector de la construcción en la Economía Española*”, Jorge Bielsa Callau y Rosa Duarte Pac, Boletín Económico del ICE nº 2944. Julio de 2008. Público.  
<http://www.revistasice.com/RevistasICE/BICE/pagUltimoNumero.htm>
- [5] “*Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria*”, John Maynard Keynes. 1923. Libro.  
<http://www.casadellibro.com/libro-breve-tratado-sobre-la-reforma-monetaria/2900000179514>
- [6] “*Around the Houses – Quarterly European RMBS*”, Fitch Ratings, Agosto 2008. Privado.  
[http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script\\_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Eframe%2Ecfm&query\\_string=rp%5Fid%3D395968](http://www.fitchratings.com/corporate/login/login.cfm?script_name=%2Fcorporate%2Freports%2Freport%5Eframe%2Ecfm&query_string=rp%5Fid%3D395968)
- [7] “*Agregado de los Estados Financieros Consolidados de los Grupos Bancarios Españoles*”, Asociación Española de Banca. Agosto de 2008. Público.  
[http://www.aebanca.es/admin/fipestadosfinancieros/P%0c3%0a1ginas\\_de\\_con0608-5.pdf](http://www.aebanca.es/admin/fipestadosfinancieros/P%0c3%0a1ginas_de_con0608-5.pdf)
- [8] *Need to know – Business – 2 September 2008* The Times (c) 2008 Times Newspapers Limited. Público.  
[http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/banking\\_and\\_finance/article4610816.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/banking_and_finance/article4610816.ece)
- [9] “*European Economic Forecast: Recession Ahead?*” Credit Market Services Standard&Poors. August 2008. Privado.  
[www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect)
- [10] “*The End of Financial Triumphalism*”, Kennet Rogoff - Project Syndicate. Agosto 2008. Público.  
<http://www.project-syndicate.org/contributor/433>