



knowsquare .

OFELIA MARÍN-LOZANO MONTÓN

7 DE SEPTIEMBRE DE 2013

**TERCER TRIMESTRE DE 2013:
¿PUNTO DE INFLEXIÓN?**

ANÁLISIS MACROECONÓMICO

knowsquare .

Privado y Confidencial

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

Crecen las previsiones que apuntan a que el PIB español saldrá de los números rojos en el actual trimestre, a la vez que mejoran las expectativas para 2014, aunque apunten a un crecimiento muy modesto. ¿Estamos ante el ansiado punto de inflexión?

Recuperación a la vista sí, pero previsiblemente a ritmo muy pausado: Por un lado, en España **la carga de la deuda pública** sigue en aumento: su coste, redondeando, en breve alcanzará el 4% del PIB (deuda del 100% del PIB a un coste medio del 4%) y el 10% del gasto público. Si a este gasto sumamos el de pensiones y servicios sanitarios, también en continuo aumento debido al rápido envejecimiento de nuestra población, tenemos que el gasto público inevitablemente creciete asciende a más de la mitad. Muy difícil será, por tanto, frenar la espiral de crecimiento de la deuda, para lo que necesitaríamos que el déficit público fuera inferior al crecimiento nominal del PIB (es decir, inferior hoy por hoy al 2%-3%, mientras que el objetivo de déficit para este año es del 6,5%). Y casi imposible sin acometer una reforma profunda del aparato del Estado y, sobre todo, de las Administraciones Territoriales.

Por otro lado, **la deuda de las familias** sigue superando con creces las de nuestros vecinos. Y está ciertamente respaldada por un patrimonio inmobiliario también superior, pero que no aporta rentabilidad ni empleo, al contrario que la deuda empresarial invertida en activos productivos, que ha sido la opción prioritaria en otros países.

Y, sobre todo, **la lacra del desempleo** será difícil de enderezar (de los tres millones de empleos destruidos en la crisis, más de la mitad son directamente ligados al sector inmobiliario). Todo ello nos hace muy vulnerables, cada vez más dependientes del exterior e inmersos en una dinámica en que son cada vez menos los que contribuyen al gasto de cada vez más.

Aunque tanto dentro como fuera se encienden algunas luces:

En España el ritmo exportador, que ha actuado de sustento en la crisis, se ha incluso incrementado: tras crecer un 3,4% en 2012, las exportaciones de bienes aumentaron un 8% en el primer semestre, un record histórico. En 2013 destinaremos a la exportación en torno a un tercio de nuestra producción de bienes y servicios, y eliminaremos nuestro crónico déficit por cuenta corriente. Y lo hemos conseguido (lo han conseguido nuestras 40.000 empresas que exportan regularmente) haciendo de la necesidad virtud, y sin poder acudir al tradicional recurso de la devaluación.

En Europa son varios ya los indicadores reales (que provienen de ventas publicadas por compañías con cuotas de mercado relevantes, como McDonalds, Volkswagen) que apuntan a una levísima, pero real, recuperación; mejora que vislumbran también en España algunos grandes grupos de distribución. Y, lo que es mucho más importante, los temores a la ruptura del euro, aunque no totalmente eliminados, se van disipando. Y la confianza tiene un valor: menor coste de financiación, mayor valor de las inversiones (recuperación bursátil) y, a la postre, recuperación del crédito (asignatura pendiente y clave para recuperar el crecimiento).

En Alemania la economía crece moderadamente pero manteniendo un liderazgo industrial y exportador compatible con equilibrio en las cuentas públicas y con la tasa de paro más baja desde la reunificación (5,3%). Tras las elecciones, la pérdida conjunta de representación de los tres partidos con posturas euroescépticas (FDP, AfD y Die Linke pierden ocho puntos porcentuales de votación popular) y la posibilidad de un compromiso o coalición entre los dos principales partidos, ambos pro-euro y reforzados en las Elecciones, se vislumbra positiva para el futuro de la zona euro.

En EE.UU. el crecimiento dista de ser boyante pero la mejora del mercado inmobiliario y del mercado de trabajo siguen su curso. En este contexto, la decisión de la Fed de mantener por ahora su política monetaria altamente expansiva puede interpretarse, bien como un deseo de seguir priorizando el estímulo a la economía, bien como un deseo de ralentizar la escalada reciente de los tipos largos, y con ella la volatilidad inducida en el precio de algunos activos. Explicaciones ambas que nos parecen razonables, aunque no evitarán la tradicional proliferación de augurios e interpretaciones.

El crecimiento emergente sigue su curso, con China la cabeza. Y recordemos que su peso en la economía mundial es de facto ya equiparable al de EE.UU. y su aportación al crecimiento global es el triple. Importancia relativa tiene, por tanto, su siempre esperada desaceleración, más perceptible en otros países emergentes con evolución más ligada al precio de las materias primas (Rusia) o a la financiación exterior (India, Brasil).

Los tipos de interés de los bonos a 10 años se han prácticamente duplicado en Alemania y EE.UU en el último trimestre, rondando niveles del 2% y 3% respectivamente (frente al 1,2% y 1,5% que tocaban hace tan solo un trimestre). Y, aunque los movimientos bruscos puedan generar prevención, la realidad es que el alza de unas rentabilidades que eran y aún son anormalmente bajas, reflejo de un escenario anormalmente deprimido y de una excesiva percepción de riesgo en otros activos, no deja de ser una buena noticia.

Todo parece apuntar al inicio de una normalización: de las rentabilidades de los bonos, de las primas de riesgo y de la economía. El mundo crecerá en 2014 algo más que en 2013 (4% frente a 3,3% según el FMI), con mejora más sensible de las economías desarrolladas que de las emergentes. Y España, aunque pagará en esta crisis uno de los precios más altos (será aproximadamente una década perdida en términos de PIB; hasta 2017 no recuperaremos el PIB de 2007), no permanecerá ajena a este escenario. Ojalá quede menos de lo que esperamos.

¿Y las bolsas?

En perspectiva histórica tanto Euro Stoxx 50 como el Ibox cotizan a poco más de la mitad de los niveles máximos alcanzados en los últimos 15 años, mientras que el S&P 500 lo hace en máximos históricos. En ambos casos, el PIB es aproximadamente el doble. Y la bolsa a largo plazo evoluciona como la economía, como el PIB nominal. Adicionalmente, con la rentabilidad de los bonos en niveles insuficientes para proporcionar un mínimo retorno real, y la percepción de la existencia de activos considerados “sin riesgo pero con rentabilidad elevada” habiéndose probado falsa, la opción de la bolsa gana argumentos. A priori, la bolsa se muestra como inversión mucho más atractiva que la renta fija; la bolsa europea, más atractiva que la norteamericana.

Para 2014, sólo contando con que se confirme el escenario de moderado crecimiento occidental y en ausencia de grandes sorpresas, deberíamos asistir a una relevante recuperación de la bolsa europea.