



knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE DICIEMBRE DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – DICIEMBRE 2008

El reloj marcaba poco más de las dos y media de la madrugada del 6 de junio de 1944, cuando más de cinco mil embarcaciones aliadas comenzaron a situarse en la bahía del Sena, frente a la costa de Normandía. Eran decenas de cruceros, cientos de barcos de guerra, médicos, de mando, de abastecimiento, de carga, y miles de buques que transportaban a los más de ciento cincuenta mil soldados, que cuatro horas después, principiaron el despliegue por las playas que fueron bautizadas con los nombres de *Utah*, *Omaha*, *Gold*, *Juno* y *Sword*. Así comenzaba la fase de asalto – conocida con el nombre en clave de *Neptuno* – de la Operación *Overlord*, inmortalizada como la mayor acción militar de la historia que marcó el principio del fin de la Segunda Guerra Mundial, la mañana del *día D*.

No creemos que noviembre pase a la historia por el “desembarco” de los representantes políticos de las principales potencias económicas en Washington para la cumbre extraordinaria, y ampliada, del G-20, en la que se abordaron durante los días 14 y 15 los problemas que atraviesa el sistema financiero internacional. Aunque ciertamente valorada por su propósito y coordinación, no formará parte de las enciclopedias como un segundo *Bretton Woods* que condujo a la creación de un orden financiero más estable y equitativo, como deseaba el premio *Nobel* de Economía y catedrático de la *Universidad de Columbia* Joseph Stiglitz [1]; no, al menos, tras la lectura del acuerdo-declaración de la mencionada cumbre [2] que, pese al subyacente carácter bienintencionado, no deja de ser un compromiso excesivamente abierto, condicional, farragoso, y manifiestamente redundante.

Nuestra introducción, sin embargo, no estaba encaminada a la comparación de ambos eventos. Noviembre ha permanecido, así como los que le suceden permanecerán, determinado por una suerte de “pentágono” de las Bermudas, de días “D”, meses “D”, incluso trimestres “D”, que por perfectamente engranado – más quisiéramos que estanco e incomunicado – nos presenta difícil la tarea de ordenar sus vértices “D” en tiempo y causalidad: **de**presión, **de**flación, **de**semplo, **de**dudosidad, y **de**-apalancamiento. Harto delicado...

Si de la intranquilidad que producía una crisis aparentemente singular, pasamos rápidamente al pánico que provocaba una potencial crisis financiera global, de este posible colapso bancario que, con algún otro susto puntual, parece que dejamos atrás, hemos pasado precipitadamente a considerar la amenaza de una **de**presión económica (lo que en el anterior informe indicábamos como preocupación por la economía real). Radio de la economía de la depresión, como la llama el último premio *Nobel* de Economía *Paul Krugman* [3], caída, recesión o contracción abrupta, en definitiva, crecimiento negativo, nulo o por debajo del potencial técnico de la economía. Y por primera vez, global. Y es que el rápido deterioro de las variables macroeconómicas no sólo alcanza potencias de primera línea, sino también a países emergentes y a los volúmenes y capacidad de los más modestos.

Las últimas cifras correspondientes al tercer trimestre de este año, para Estados Unidos, no pueden ser más sombrías. El Producto Interior Bruto se redujo en términos interanuales en un 0,3% -frente al positivo 2,8% del trimestre anterior-, la primera caída desde la recesión del año 2001. Llamativo es el declive del consumo privado, del 3,1%, y el descenso anualizado del 5,6% en la Formación Bruta de Capital Fijo, principalmente por un retroceso cercano al 20% en la inversión residencial – que en lo relativo a precios de vivienda, ya presenta un caída superior al 16,5% sobre el tercer trimestre del pasado año [4] –. Recomendamos la lectura del último “*Informe Mensual*” publicado por “*la Caixa*”,

especialmente en lo referente a la situación de Estados Unidos, y particularmente el análisis sobre la situación de su sector de construcción residencial [5].

Similar situación se extiende por Europa, donde ya podemos hablar de recesión – técnicamente – tras dos trimestres consecutivos con crecimientos del PIB negativos. Un retroceso del 0,2% para los últimos tres meses que coincide con la contracción de la economía española para el mismo período, que no presentaba una tasa tan baja desde el cuarto trimestre de 1993, cuando la actividad se contrajo un 0,3%. El análisis de estos datos, avanzados por el *Instituto Nacional de Estadística* y confirmados más tarde por el *Banco de España* [6], apuntan a una mayor desaceleración de la economía en los próximos trimestres, y a un poco prometedor 2009. Ya son pocas las predicciones que sitúan el crecimiento del próximo año en tasas más favorables al -0,5%. Entre los más optimistas, *BBVA*, *Ceprede* y el *FMI*, con una estimación del 1,0% los dos primeros y una contracción del 0,7% estimado por el tercero de ellos; y por otro lado, *Fincas*, con un -1,5%, confirmando no solo el progresivo agravamiento de la economía, sino también de sus previsiones – recomendamos especial atención al cambio sufrido en la media del panel de analistas para 2008 y 2009, según la fecha de previsión [7] –.

Una de las características de la actual crisis financiera y económica que se extiende desde hace dieciocho meses es su gran velocidad. En este escenario poco ortodoxo y en el que cada vez menos, los hechos, por previsión o quizá costumbre, nos pillan con el pie cambiado, hemos pasado de hablar de “estanflación” (estancamiento de la actividad económica y crecimiento de la inflación) al segundo de nuestros vértices, la “**deflación**”, término que define la disminución generalizada y continuada del nivel general de precios de una economía. La teoría nos dice que convenientemente anexa a la desaceleración económica, provoca una espiral deflacionaria que, por este orden, reduce precios, beneficios empresariales, inversión, consumo (en base a expectativas de precios más bajos), y así sucesivamente. En especial la moderación de los precios del crudo (en el entorno de los 50 dólares el barril), a pesar de los intentos de los principales países de la *OPEP* por elevar su precio rebajando la producción, ha propiciado que el Índice de Precios al Consumo (armonizado) se desplome en noviembre un 1,2%, situando la tasa anual en un 2,4%, un “beneficio colateral de una enfermedad maligna”, como acertadamente lo define el Presidente de la *Confederación Española de Cajas de Ahorro*, *Juan Ramón Quintás*. Otro factor de preocupación adicional en la estrategia a seguir en los próximos meses por los *monetary policy makers* [8]

Coincidimos con el diagnóstico del profesor *Quintás*, y con la teoría que predice que una espiral de reducción progresiva en beneficios, inversión y consumo, con similar carga crediticia, provoca de igual modo e irremediadamente, una disminución del empleo. Llegamos así al **desempleo**, aspecto en el que España tiene el desagradable honor de encabezar la *Champion League Europea* (permítannos la licencia a dichos en tiempos pasados), con una tasa del 11,3% al cierre del tercer trimestre de este año (datos *EPA*, *INE*), que compara desfavorablemente con la media de la eurozona de un 7,5%. En los últimos doce meses hemos pasado en nuestro país de un 8,3% a un 11,3%, deterioro que, en media para diversos analistas, vaticina un 2009 con niveles cercanos al 16%. También en Estados Unidos los datos desbordan las previsiones, y aunque con una tasa más moderada del 6,5%, son más de 650.000 empleos los destruidos tan sólo entre agosto y octubre de este año.

Datos, en definitiva, poco alentadores para la relativamente maltrecha situación de las entidades financieras. El desempleo, junto a los tipos de interés, es la principal fuente de nuestro cuarto punto a tratar, la **dudosidad** (~ morosidad) crediticia. Según las previsiones de bancos y cajas, se podría alcanzar en España el 9%, igualando máximos de principios de los noventa, catapultada principalmente por el sector de la construcción y la promoción inmobiliaria – la más compleja – y en menor medida, el crédito hipotecario para la adquisición de vivienda – históricamente “gestionable”-. Por el momento a

septiembre de 2008 nos situamos, para el conjunto del crédito (excluyendo a los establecimientos financieros de crédito), en el 2,54%, el triple que la registrada el pasado año. Este desafío para la banca española, junto a otros resultantes del difícil entorno económico-financiero actual, quedan magníficamente tratados por el Subgobernador del *Banco de España*, José Viñals, en su última intervención pública, bajo el título “*Presente y Futuro del Sistema Bancario Español*” [9].

De acuerdo con las estimaciones de *Ahorro Corporación*, el grupo de servicios financieros de las Cajas de Ahorros, el sistema financiero español tan sólo necesitaría reforzar su capital si la mora alcanzara el 12%, umbral que por el momento se nos antoja lejano, y que para sí desearían el *Franklin Bank* de Houston y el *Security Pacific Bank* de los Ángeles, las dos últimas entidades en cierre en Estados Unidos, de la lista de 19 en lo que va de año.

Pese al arsenal de medidas impulsadas internacionalmente – recortes de tipos oficiales, fondos de adquisición de activos, inyecciones de liquidez... – la dificultad para gestionar adecuadamente ésta sigue siendo importante, y el acceso al crédito, restringido. Si bien este último es el motor de la actividad bancaria, las entidades financieras están inmersas en un proceso de **des-apalancamiento** que por su dimensión lleva anexo a otro de preocupación por el *Return of Capital*, más que de el *Return on Capital* (devolución vs. retorno) y otro de reducción o contención de costes.

Si el apalancamiento es la relación entre el capital propio y el crédito, o el proceso de incrementar la deuda respecto del capital aportado, es en estos momentos en los que no abunda el dinero líquido en los que se requiere el proceso contrario. Recomendamos el artículo “*De-leveraging. There are no fairy tale endings*” publicado en *RGE Monitor* por *Satyajit Das*, un completo análisis del proceso de des-apalancamiento que para el autor, es la madre de todas las soluciones a esta crisis [10]. El proceso no es particular para el sector financiero, y redundará en menores niveles de actividad para el conjunto de la economía. Como verán... hemos vuelto al primer vértice de nuestro artículo...

En fin, treinta y un días y habrá acabado un año ciertamente particular que, por la esperanza de saber que algo recordaremos en próximos ciclos, cerraremos con moderado optimismo. Ya tan solo nos queda **diciembre**.

LOS 10 MEJORES INFORMES ECONÓMICOS PUBLICADOS EN NOVIEMBRE 2008

- [1] “*The Next Bretton Woods?*”, Joseph Stiglitz. Project Syndicate, Noviembre de 2008. Público.
<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz105>
- [2] “*Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy?*”, Office of the Press Secretary. The White House, Noviembre de 2008. Público.
<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>
- [4] “*S&P/Case-Shiller Home Price Indices. Home National Values 3Q08?*”, Standard & Poor’s. Noviembre de 2008. Público.
www.homeprice.standardandpoors.com
- [5] “*Informe Mensual, número 318?*”, Servicio de Estudios de “la Caixa”, Noviembre de 2008. Público.
<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/icimon.php?idioma=esp&llibre=200811>
- [6] “*Informe trimestral de la Economía Española?*”, Servicio de Estudios del Banco de España. Noviembre de 2008. Público.
<http://www.bde.es/informes/be/boleco/coy.pdf>
- [7] “*Panel de Previsiones de la Economía Española?*”, Funcas, Noviembre de 2008. Público.
http://www.funcas.es/indicadores/Coyuntura_Nacional_Internacional.asp
- [8] “*Mounting Deflation Fears?*”, Luigi Speranza. Daily Economic Spotlight BNP Paribas, Noviembre de 2008. Público.
http://cib.bnpparibas.com/?eclip=MSGetAllTheIssues&LINK_ID=BNPID@1977742608@ascipepo_sitt
- [9] “*Presente y Futuro del Sistema Bancario Español?*”, José Viñals. Banco de España, Noviembre de 2008. Público.
<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/subgoberna/Sub271108.pdf>
- [10] “*De-leveraging. There are no fairy tale endings?*”, Satyajit Das. RGE Monitor, Noviembre de 2008. Público.
http://www.rgemonitor.com/globalmacro-monitor/254242/de-leveraging_there_are_no_fairy_tale_endings