



knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE ENERO DE 2009

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – ENERO 2009

Si no han oído o leído en los últimos meses, con inexorable asiduidad, que el nuevo año en el que ahora entramos va a ser sensiblemente peor que 2008, les damos la enhorabuena. Les felicitamos porque al menos analizarán los próximos doce meses con renovada objetividad y algo de optimismo, en un momento en el que se habla, no sólo del contagio de la economía financiera a la economía real, sino del de la economía real a la economía emocional, de la que dependen muchas decisiones, a medio y largo plazo, de compra, inversión y empleo. Desde la objetividad que ofrecen las diez lecturas recomendadas de este mes, intentaremos en este primer número del año analizar algunas de las claves más importantes que marcarán buena parte de 2009: planes gubernamentales, actuaciones de los bancos centrales como directores de la política monetaria, regulación y supervisión, y mercado inmobiliario.

En primer lugar, creemos que 2009 seguirá caracterizado por **planes de estímulo fiscal** que, junto con la política monetaria, centrarán buena parte no sólo del debate económico, sino también del político. Y es que del gasto de la Administración y la inherente gestión del déficit público dependerá la rapidez con la que dejemos atrás la crisis actual y la posición de partida con la que afrontemos el próximo ciclo. Recomendamos en este punto la lectura del artículo titulado “*Deficits and the Future*”, escrito por *Paul Krugman* en su columna habitual del *New York Times* [1]; no encontraremos en éste una solución “de Nobel” a esta disyuntiva, pero sí una interesante referencia histórica a situaciones similares y una defensa del gasto público como única alternativa en el actual escenario –según el autor, “*anything but normal*”- para volver a la senda del crecimiento económico. Para aquellos que defienden lo contrario, esto es, austeridad para no “hipotecar” el largo plazo, les recomendamos no un artículo, sino tan solo una frase: “*entre el dolor y la nada, elegiría el dolor*”. Es de otro Premio Nobel, pero no de economía, sino de literatura, *William Faulkner*, presente en su novela “*Las palmeras salvajes*”.

Al menos entendemos que es eso lo que debió pensar la *Reserva Federal Americana* para que el 16 de Diciembre rebajara el tipo de interés oficial en 75 puntos básicos hasta la increíble cifra del 0,25%, **política monetaria**, aplicada por el *Banco de Japón* en la crisis de los 90, conocida por la teoría económica con el acrónimo *ZIRP* –del inglés, *Zero Interest Rate Policy*-. De origen keynesiano, pretende fomentar la inversión a través de rendimientos más atractivos del capital y favorecer la financiación y el consumo frente al ahorro, al tiempo que se convierte en el último cartucho para luchar contra la deflación; otra medida no convencional para una crisis poco convencional. En uno de los últimos informes de *Coyuntura Económica del Banco Santander en Colombia*, su Jefa de Investigaciones Económicas, *Carolina Ramírez*, y bajo el título “*El mundo hacia el ZIRP*” [2] expone en detalle las lecciones del caso japonés ante esta alternativa monetaria. Esta medida, al menos desde un punto teórico, no es nueva para el actual presidente de la *FED*, *Ben Bernanke*, quien en 2004 -junto a *Vincent R. Reinhart* y *Brian P. Sack*, redactó el estudio posiblemente más completo sobre el también llamado escenario de Límite Cero o *ZLB* –del inglés, *Zero Lower Bound*-, sus planes de contingencia y subsecuentes alternativas monetarias “no ortodoxas”, titulado “*Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment*” [3].

Estados Unidos ha llegado ya casi al límite – técnicamente el 0,25% podemos considerarlo como *Zero Lower Bound*-, mientras Europa podría acercarse con nuevas rebajas en el primer trimestre del año. La reducción del 3,25% al 2,50% de primeros de diciembre fue la mayor bajada de tipos de la corta historia del *Banco Central Europeo*, pero a la vista de sus proyecciones de crecimiento económico e IPC para 2009, es muy posible que la primera mitad del año nos acerquemos a tipos de referencia del 1,50%.

Por otro lado, el Gobierno irlandés ha sido el último en lanzar un plan de adquisición de acciones comunes y preferentes, de hasta 10,000 millones de euros, para garantizar la sostenibilidad de sus grandes bancos. Mencionamos este aspecto porque 2009 puede que sea todavía un año en el que no descartemos, como lo hacen multitud de analistas, nuevos **rescates y/o recapitalizaciones** de entidades financieras; o alguna de las anteriores, vestida de fusión o absorción. De ser así, se acrecentará el debate político-económico por la disparidad de ayudas que cada país está otorgando a su sistema bancario y que distorsionan la libre competencia de mercado y, como argumenta el secretario general de la *Asociación Española de Banca*, Pedro Pablo Villasante – anteriormente director general de Supervisión del *Banco de España* –, “premiar a los bancos más ineficientes en perjuicio de los bancos que mejor han gestionado sus riesgos”. Recomendamos la lectura de su artículo “*La Capitalización de la Banca*” [4], en la que repasa las medidas más importantes estos 500 días de crisis financiera, y las principales diferencias de nuestro sistema financiero respecto del de otros países, bondades que no pueden ser amenazadas por medidas alejadas de lo que el autor define como *fair play* económico.

Recapitalización, desalancamiento y reducción de costes, ya sea a través de recursos humanos – con un proceso de reestructuración de plantilla ya en situación avanzada, que en tan solo en el período septiembre-noviembre ha supuesto cerca de 100.000 empleos eliminados-, o materiales –principalmente a través de la desinversión en activos inmobiliarios, oficinas y sedes corporativas-. La asfixia crediticia seguirá acompañando a empresas y familias, al menos, durante la primera parte del año, sin que por el momento ninguna medida gubernamental logre sobreponerse a la falta de confianza y endurecimiento en las condiciones de financiación de las entidades financieras.

Quizás sea más un deseo que una predicción, pero ¿será 2009 el año en el que se implante – ya sea a nivel global o local – las nuevas **reglas de actuación y supervisión financiera**? Y no hablamos de mayor regulación, sino, insistimos, de mejor supervisión. Somos algo más pesimistas en este aspecto, al menos a la luz de la poca repercusión que una serie de recomendaciones bien formuladas, han tenido durante el pasado mes de diciembre. Nos referimos a los documentos publicados por el *Comité de Basilea* titulados “*Supervisory guidance for assessing banks’ financial instrument fair value practices*” [5] y “*External audit quality and banking supervision*” [6]. El primero de ellos establece diez principios o recomendaciones que pretenden promover la robustez, consistencia y transparencia en los procesos de valoración de todos aquellos instrumentos financieros estimados a valor razonable – ya sea en condiciones normales de mercado o situaciones de stress –, procedimientos que más que en ninguna otra crisis financiera han sido en ésta donde han demostrado ser insuficientes. El segundo de ellos describe las áreas relacionadas con la auditoría externa de entidades financieras que necesitan de la atención del Comité de Basilea, dada la importancia del ejercicio de los primeros en los procesos de supervisión. Siendo una guía que agrupa los aspectos más importantes de sinergia entre el auditor y el supervisor en lo relativo, principalmente, a la transparencia, confianza de mercado, y valoración objetiva, ha pasado para muchos, como el anterior, desapercibido.

Aunque los planes que mencionábamos al inicio, como el instrumentado en España a través del *Fondo Estatal de Inversión Local*, suavizarán la caída de empleo y actividad en el **sector de la construcción**, en 2009 éste seguirá siendo triste protagonista a causa del parón en casi la totalidad de las principales variables del ámbito privado residencial. Visados de obra nueva, transacciones, certificados de fin de obra, consumo de cemento, número de hipotecas... continuarán el acusado descenso que ha caracterizado el 2008, tan sólo con precios y tipos de interés como únicos datos positivos, siempre que el empleo y las condiciones crediticias permitan el acceso a la vivienda. Destacamos en este punto el último informe de “*Situación Inmobiliaria*” publicado en diciembre por el *Servicio de Estudios Económicos* del *BBVA* [7], en especial sus principales conclusiones: 1) sobreoferta de vivienda, estimada entre 800.000 y 1.400.000 unidades en stock, en tendencia ascendente, lo que

ralentizará la recuperación del sector inmobiliario residencial, 2) 5% de caída nominal en los precios para los próximos 12 meses y 3) dinamización del mercado de alquiler como alternativa a la compra. Más pesimista son los analistas de *Credit Suisse*, que en su informe "*Spanish Banks: Real Estate prices never fall. Really?*" [8] no descartan una reducción de precios acumulada de al menos un 30%, en términos reales, para los próximos años; desconocemos si acertarán, pero a la vista de las proyecciones de algunos *market players* en los que se apoyan, y en la aseveración que realizan comparando el *subprime* con el crédito promotor (relación subjetiva ya que elementos comparables no cita el autor ninguno), si lo hacen, será el azar y no la calidad analítica y conocimiento del mercado que demuestran, entre otros, el anteriormente mencionado informe del *BBVA*.

Y es que es bien sabido que el mundo de las predicciones es difícil, especialmente si son sobre el futuro. Y más complicado si se realizan desde el desconocimiento. Por ello, y para aquellos a los que hemos felicitado en nuestra primera parte del informe, va dedicado, más que recomendado, un ameno artículo publicado en *Business Week* [9] que repasa las 10 peores predicciones – divertidamente erróneas – realizadas sobre el pasado año, confiando que para 2009 nos sobrepongamos rápidamente al pésimo escenario previsto.

No podemos terminar nuestro análisis sin hacer una breve referencia al término estrella del mes de diciembre, último protagonista de nuestro particular "diccionario de la crisis" que llevamos colmando de conceptos como "*subprime*", "*conduits*", "*hedge funds*", "estanflación", "deflación", "desapalancamiento"... durante los últimos 20 meses. Desde el mes pasado algunos sabemos que ni *Ponzi* fue ningún faraón, ni la pirámide una de las construidas en el desierto egipcio, sino las dos palabras que describen un fraude en el que el retorno ofrecido a un inversor no es cubierto por los beneficios de las inversiones, sino por el dinero aportado por nuevos "privilegiados". Este esquema tomó el nombre de un inmigrante italiano, que a través de este sistema se convirtió en 1920, y en tan solo seis meses, en un conocido millonario de Boston, embaucando a cerca de 10,000 personas que invirtieron un total de 10 millones de dólares en cupones postales de "increíble" rentabilidad. Comparando cantidades de dudosa recuperación, bien se merece *Bernard Madoff*, nuestro protagonista del mes pasado, el honor de renombrar con su apellido este fraude tan simple como recurrente (sólo que ahora han sido 50,000 millones de dólares). Quizá sea por los sentimientos que afloran en las fiestas que acabamos de pasar, o quizá por la costumbre que este año nos ha llevado a relacionar la complejidad financiera con los efectos más perniciosos de la crisis actual; por una razón u otra permitánnos encontrar cierto romanticismo a una estafa que con un funcionamiento tan rudimentario, ha pasado desapercibida a reguladores, auditores, e inversores hasta ahora considerados altamente exclusivos y especializados, y en pleno corazón de Manhattan. Escandaloso, excesivo, pero excepcional para terminar el año.

Y como queríamos ser breves en nuestra referencia, tan sólo les invitamos a que profundicen con la lectura de "*The Madoff Ponzi Scheme*" y "*Bernard Madoff and Ponzi Schemes*", dos excelentes artículos publicados por el Nobel de Economía *Gary Becker* y el juez *Richard Posner*, respectivamente, en el blog de economía que ambos comparten [10], donde el primero repasa pormenorizadamente la increíble duración, internacionalización e impacto de la pirámide de *Madoff*, mientras el segundo se sorprende de que haya sido en el escenario actual, de cuasi *crash* bursátil, en el que este suceso salga a la luz. Y es que, parafraseando al reputado inversor *Warren Buffet*, "*one doesn't know who is swimming naked until the tide runs out*"-.

Aún con marea baja, os deseamos Feliz Año 2009 a todos.

LOS 10 MEJORES INFORMES ECONÓMICOS PUBLICADOS EN DICIEMBRE 2008

- [1] “*Deficits and the Future*”, Paul Krugman. New York Times, Diciembre de 2008. Público.
http://www.nytimes.com/2008/12/01/opinion/01krugman.html?_r=1&partner=rssnyt&emc=rss
- [2] “*El mundo hacia el ZIRP (Zero Interest Rate Policy)*”, Carolina Ramírez. Banco Santander Colombia, Diciembre de 2008. Público.
<http://www.bancosantander.com.co/portal/formas/250/CE-151208.pdf>
- [3] “*Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment?*”, Ben S. Bernanke, Vincent R. Reinhart y Brian P. Sack. Division of Research, Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Septiembre de 2004. Público.
<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2004/200448/200448pap.pdf>
- [4] “*La capitalización de la banca*”, Pedro Pablo Villasante. Cinco Días, Diciembre de 2008. Público.
http://www.cinco dias.com/articulo/opinion/capitalizacion-banca/20081222cdsdiopi_7/cdsopi/
- [5] “*Supervisory guidance for assessing banks’ financial instrument fair value practice?*”. Basel Committee on Banking Supervision, Noviembre de 2008. Público.
<http://www.bis.org/publ/bcbs145.pdf?noframes=1>
- [6] “*External audit quality and banking supervision*”. Basel Committee on Banking Supervision, Diciembre de 2008. Público.
<http://www.bis.org/publ/bcbs146.pdf?noframes=1>
- [7] “*Situación Inmobiliaria*”, Servicio de Estudios Económicos del BBVA. Diciembre de 2008. Público.
http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/EEUES_081219_NovedadesEspana_114_tcm268-183535.pdf
- [8] “*Spanish Banks: Real Estate prices never fall. Really?*”, Santiago López Díaz. Credit Suisse, Diciembre de 2008. Privado.
<http://www.credit-suisse.com/ib/en/research/index.html>
- [9] “*The worst predictions about 2008*”, Peter Coy. Business Week Online, Diciembre de 2008. Público.
http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/content/dec2008/db20081224_028134.htm?campaign_id=rss_daily
- [10] “*The Madoff Ponzi Scheme*” y “*Bernard Madoff and Ponzi Schemes*”, Gary Becker y Richard Posner. The Becker-Posner Post. Diciembre de 2008. Público.
<http://www.becker-posner-blog.com/index.html>