



knowsquare .

PREPARADO POR  
CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

12 DE ABRIL DE 2009

# ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

---

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

## ANÁLISIS KNOW SQUARE

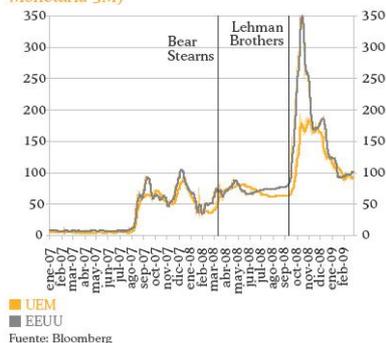
ENTORNO ECONÓMICO – ABRIL 2009

“Trece días” es el título de una apasionante película histórica que relata los acontecimientos vividos durante la Guerra Fría. Los aviones espías norteamericanos descubrían en octubre de 1962 que los rusos estaban instalando misiles en Cuba. En España también hemos estado viviendo de espejismos bolsistas durante esos días, que han elevado los mercados a los cielos, para saber luego que no era sino como consecuencia de la rectificación de posiciones bajistas. Tremenda decepción, para algunos.

Lamentablemente, y justo al final de ese período, la realidad española-castellano-manchega ha querido que CCM sea la primera entidad financiera española en caer: quién si no, la de la tierra en la que creció Alonso Quijano, nuestro Quijote, esa figura tan española y que puede acabar siendo un símbolo también de este siglo. No sabemos muy bien si ha sido como consecuencia de la existencia de misiles, o de una lucha contra los molinos de viento, pero la realidad es tozuda, y para muchos analistas la suerte estaba echada. Casi todo el mundo en el sector financiero ya conocía que las cajas aspirantes a solucionar la crisis manchega no se andarían con menudencias patrias ni regionalistas, y repetían que no era una fusión política, que era estrictamente un análisis de balances. Y así ha sido. Vaya que sí.

En términos internacionales, la realidad también es terca y a pesar de que desde EEUU e incluso desde el Banco de España se anunciaban campanas de recuperación, el indicador de tensión de liquidez interbancaria que ha desarrollado el BBVA -y que se incluye en el Informe de Situación de España publicado este mes de marzo por la citada entidad [1]- se encuentra a niveles incluso superiores a las jornadas previas de la intervención de Lehman, tal y como se observa en el gráfico 2.5 adjunto, extraído del citado informe. Quizás la aparente tranquilidad que parecía reinar a mediados del mes de marzo no era más que el receso que en todas guerras se produce entre batalla y batalla, a cual más cruel. Y que la intervención de CCM y la consiguiente caída de los mercados parece que nos devuelven a una realidad, pesadillas en algunos casos, de la que cada vez cuesta más despertarse. Y es que ya decía Don Quijote, nuestro ilustre manchego, que *“la verdad adelgaza y no quiebra, y siempre nada sobre la mentira como el aceite sobre el agua...”*.

Gráfico 2.5.  
Indicador de tensiones de liquidez  
interbancaria 3 meses:  
Diferencial (LIBOR 3M -Expectativas Política  
Monetaria 3M)



No en vano, los bancos de inversión nos siguen atizando con sus cariñosas dedicatorias, como ésta del hombre de oro, Goldman, titulada “*Spain: Banks. Tough times, tougher outlook*” [2] utilizando la táctica “Roubini” que como explica acertadamente el profesor del IESE, Javier Díaz-Gimenez, ha formulado otras muchas predicciones negativas, que finalmente no se han producido, y de las que nadie se preocupará porque nunca llegará a hablarse de ellas. Sólo los estudiosos de la obra de este analista, dentro de varios años, serán capaces de estudiar con perspectiva el valor aportado por expertos como Nouriel.

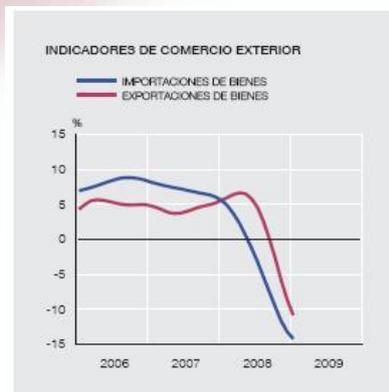
Pues eso pasa con algunos bancos de inversión: se trata de elaborar análisis -cuanto más sensacionalista a estilo de tabloide británico, mejor, ya que así captará el interés de la prensa afin aportando hasta el titular- y al final, cuando uno acierte de casualidad, siempre podrán decir aquello de: “ya lo dije yo”... Es como si el médico no diera diez diagnósticos para maximizar sus posibilidades de acertar: podría incluso ser gracioso, si no fuera por el pequeño detalle de que sus predicciones sin fundamento influyen sobre la confianza. Quizás podrían callarse, o incluso repasar sus informes elaborados entre el año 2002 y 2006... Alguna sorpresa sí que se iban a llevar.

En otra línea, diametralmente opuesta, figura el análisis del Servicio de Estudios de la Caixa, con rigor y trayectoria y apuntando problemas y líneas de actuación. En su informe del mes de marzo [3] dedica su editorial a la temida deflación, poniendo el dedo en la llaga de una preocupante mezcla de descenso de precios coincidente con una recesión económica. En un párrafo que reproducimos a continuación, creemos que resume perfectamente los riesgos de la situación que podría generarse:

*“Pero si tan mala era la inflación, por qué también es mala la deflación? Por diversos motivos. Tiende a retrasar las decisiones de consumo e inversión; si tal producto tendrá un precio inferior mañana, ¿por qué comprarlo hoy? Aumenta el valor real de las deudas, lo cual ocasiona una presión sobre los agentes endeudados que lleva a un aumento de las pérdidas y de las bancarrotas. En un contexto deflacionista, el precio de los activos también tiende a disminuir, lo que reduce el valor de las garantías de los préstamos y, por tanto, aumenta las pérdidas por morosidad de las entidades financieras. Esto significa menos oferta de crédito, igual a menos actividad. Además, como los salarios son rígidos a la baja, los márgenes de las empresas se estrechan, lo que ocasiona menos inversión y menos empleo. Un último mal es la «trampa de la liquidez», en la que se cae cuando el banco central recorta los tipos al máximo -hasta el 0%- de manera que el mejor activo para invertir es el efectivo, sin riesgo y con rentabilidad real positiva. En definitiva, una deflación persistente está íntimamente ligada a una depresión económica prolongada. Algo que en Japón conocen muy bien”.*

Siguiendo con la línea de análisis rigurosos, nos encontramos con el Boletín Económico del Banco de España [4] del que destacamos cuatro imágenes, que describen claramente el momento del ciclo en el que nos encontramos.





En el mismo informe, se incluye la comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso. Se trata de una excelente síntesis, recomendable para los que no tengan mucho tiempo o se encuentren perdidos ante el baile de cifras: cuatro subastas hasta la fecha, 20.000 millones de euros adjudicados a través del Fondo de Adquisición de Activos Financieros. El Gobernador comienza mencionando que *“habría que mencionarse 80 años atrás para encontrar una situación de riesgo global similar a esta. En dichas condiciones, es obligado huir de enfoques simplistas centrados en parcelas aisladas de la realidad y del contexto complejo en el que éstas se insertan”*. Concluyendo de forma similar con las siguientes palabras: *“el corolario de ello es que cualquier programa de acción efectivo debe contemplar acciones coordinadas en diversos frentes, que permitan abordar de manera conjunta los no pocos retos a los que se enfrenta la economía española en estos momentos. Éste es el enfoque adoptado a nivel internacional, que también nosotros hemos de seguir, adaptándolo a las particularidades del proceso de ajuste emprendido y de la situación diferenciada de nuestro sistema financiero”*.

Desde Know Square, lejos de ser pesimistas o catastrofistas, sólo tratamos de ser realistas, y a la vista de la información proporcionada por estas dos solventes fuentes seleccionadas por el Consejo Editorial, nos gustaría reforzar una serie de observaciones que hemos venido defendiendo desde hace algún tiempo.

En primer lugar, que los ciclos existen, y que más que combatirlos o lamentarlos, lo que debemos hacer es gestionarlos. En segundo lugar, que a la hora de hacer predicciones de recuperación, solicitamos que los analistas y políticos, ya sean españoles o no, o bien especifiquen sus probabilidades de acierto esperadas, o bien el día y mes exacto, de cara a estar adecuadamente preparados; ya que son capaces de predecir el trimestre, y de hecho la mayoría de ellos se agrupan y arropan alrededor del 2010 -siguiendo las acertadas descripciones que Taleb hace de ellos en “El cisne negro”, obra reseñada por este Consejo Editorial- seguro que si les pedimos que nos indiquen el día, podrán seleccionar uno en el trimestre que pueda justificarse adecuadamente.

Por último, creemos que sería también deseable que cuando un analista predijese una posible recuperación, aportase datos sobre cómo se va a producir, qué motor va a tirar de la economía, qué sector o sectores de emprendimiento vislumbran como líder. El comentario viene a colación de la afirmación realizada por un afamado “gran experto” perteneciente a una Fundación de estudios económicos, que sin el menor rubor defendía que como en “todas las crisis” las economías se recuperaban entre cuatro y seis trimestres después de entrar en ellas, pero que ésta “era más gorda”, pues que había estimado la recuperación entre seis y ocho trimestres. Sin comentarios.

El resto de las selecciones corresponden a publicaciones enfocadas en el entorno internacional, naturalmente previos a los informes publicados como consecuencia de la reunión del G-20. En el primero de ellos [5] Krugman cuestiona el Plan Geithner en su habitual columna del NY Times. En otro interesante artículo [6], Dominique Moisi vuelve al debate sobre las fechas clave que desencadenaron o que pueden ser comparables con esta crisis, apuntando en una colaboración del Project Syndicate la fecha de 1989, fecha en la que la democracia liberal triunfó sobre la ideología socialista, plasmada gráficamente con la caída del muro de Berlín. Francamente “must read”.

Robert J. Shiller, también bajo Project Syndicate [7] alentaba a los políticos a ganar el juego de la confianza con la reunión del G-20 del 2 de abril, y en el que hace una interesante mención a cuál fue la verdadera solución de la crisis de los años 30, que no fue otra que la II Guerra Mundial, y cómo ésta, desgraciadamente, ayudó a recuperar la confianza, pero cuyo mayor exponente y elemento aglutinador fue el Plan Marshall, no tanto por la cantidad económica, sino por el mensaje de reconstrucción y confianza que se lanzaba.

William Buitter escribe una valiente columna [8] sobre “*moral hazard*” en su conocido blog del FT.com, poniendo el dedo en la llaga en relación con la actitud de determinadas entidades financieras a la hora de “admitir” como socio financiero al estado correspondiente. Habla de un banco suizo, otro británico, y claro de Madoff, repartiendo estopa a diestra y siniestra, argumentando que el riesgo moral, es de lejos, el más peligroso y el primero que deberíamos de reconocer y limpiar.

El artículo titulado “*The Economic crisis and the Fiscal crisis: 2009 and Beyond*” [9], escrito por Alan J. Auerbach y William G. Gale y publicado el pasado 19 de febrero de 2009, discute el impacto de las diferentes ayudas públicas realizadas por la administración norteamericana, estimando que en este año, el déficit federal será el mayor de todos los tiempos, en términos de porcentaje respecto a PIB, desde la Segunda Guerra Mundial. Avisa también sobre la tendencia, en el mercado de CDS’s, del bono norteamericano a 5 años (5-Year US senior Treasury debt).

Por último, otro “blogger” del FT.com, Clive Crook, publica un buen artículo [10] enfocado en las razones por las que se evitaron repetir con AIG los errores cometidos con Lehman, y el rol que los congresistas republicanos están jugando al respecto.

---

## LOS 10 MEJORES INFORMES ECONÓMICOS PUBLICADOS EN MARZO 2009

---

- [1] “*Situación Española*”, Servicio de Estudios del BBVA, Marzo de 2009. Público.  
<http://serviciodeestudios.bbva.com/KETD/ketd/bin/esp/publi/espana/novedades/detalle/Situ346189478.jsp?id=tcm:346-176089-64>
- [2] “*Spain: Banks. Tough times, tougher outlook*”, Jernej Omahen, Pawel Dziedzic y Monica Kalia. Goldman Sachs, Marzo de 2009. Privado.  
<http://www2.goldmansachs.com/services/research/gir/index.html>
- [3] “Informe Mensual nº 322: *Miedo a la Deflación*”, Servicio de Estudios de “la Caixa”, Marzo de 2009. Público.  
<http://www.lacaixa.comunicacions.com/se/ieimon.php?idioma=esp&llibre=200903>
- [4] “*Boletín Económico febrero 2009*”, servicio de Estudios del Banco de España. Marzo de 2009. Público.  
<http://www.bde.es/informes/be/boleco/boleco.htm>
- [5] “*Geithner plan arithmetic*”, Paul Krugman. New York Times, Marzo de 2009. Privado.  
<http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/23/geithner-plan-arithmetic/>
- [6] “*1929 or 1989?*”, Dominique Moisi. Project Syndicate, Marzo de 2009. Público.  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/moisi40>
- [7] “*Winning the confidence Game*”, Robert J. Shiller. Project Syndicate, Marzo de 2009. Público.  
<http://www.project-syndicate.org/commentary/shiller63>
- [8] “*Moral hazard - Lite and strong*”, William Buitter. FT.com, Marzo de 2009. Público.  
<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/moral-hazard-lite-and-strong/>
- [9] “*The Economic crisis and the Fiscal crisis: 2009 and Beyond*”. Alan J. Auerbach y William G. Gale. Febrero de 2009. Público.  
[http://www.urban.org/UploadedPDF/411843\\_economic\\_crisis.pdf](http://www.urban.org/UploadedPDF/411843_economic_crisis.pdf)
- [10] “*Geithner’s power grab*”, Clive Crook. Marzo de 2009. Público.  
<http://blogs.ft.com/crookblog/2009/03/geithners-power-grab/>