



PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE AGOSTO DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO



Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – AGOSTO 2008

“La visión del gobierno sobre la economía podría ser reducida en unos pocos preceptos: si se mueve, fiscalizarla. Si sigue moviéndose, reguladla. Y si deja de moverse, subsidiarla”

Esta frase – que se nos hace inevitable recordar, una vez terminado el mes de julio – fue pronunciada por *Ronald Reagan*, locutor, actor y a la postre, cuadragésimo presidente de los Estados Unidos. Este ligero *deja-vú* hacia los años ochenta, al igual que la cierta nostalgia con la que rememoramos las crisis de finales de los noventa y principios de este siglo – la del *Long Term Capital* en 1998, la de *las puntocom* en 2000 y la de *Enron* en 2001, por citar algunas de las más recientes – nos conducen a pensar que poco o nada aprende el ser humano de tropiezos pasados.

Transcurrido tan sólo un año desde el inicio de la crisis de las hipotecas *subprime* – que con cierta similitud respecto a las anteriores nace de estrategias comerciales un tanto avariciosas y poco proclives a una óptima valoración de los activos que las sustentan – han quebrado varias entidades financieras, algo más de 80,000 los empleos perdidos en la banca hasta la fecha (casi 20,000 en poco más de cuatro entidades), las pérdidas y las provisiones siguen aumentando, y son cada vez más los que apuestan por que estamos ante el “fin de principio”, que los que juegan todas sus cartas al “principio del fin”. Y es que los mercados pueden comportarse irracionalmente durante más tiempo del que uno puede permanecer solvente, como parece que sentenciaba, oportunamente, *John Maynard Keynes*.

El mes de julio ha sido particularmente significativo en cuanto al nivel de profundidad y dificultad de la crisis actual. Las dos entidades semi-públicas “esponsorizadas” por el Gobierno de los Estados Unidos, y que garantizan la mitad de las hipotecas concedidas en ese país, *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, podrán seguir operando gracias al rescate de las autoridades, que han aprobado recientemente la posibilidad de inyectar liquidez en el caso de que los graves problemas de éstas lo hagan indispensable. Ni *Freddie Mac* ni *Fannie Mae* conceden hipotecas, pero compran y garantizan las concedidas por las entidades de crédito, dotando de liquidez al mercado y dinamizando así el mercado de la vivienda. Pero no es su exposición al *subprime*, relativamente reciente, o las condiciones restrictivas de liquidez o recesivas del mercado inmobiliario, la fuente de sus problemas; su tamaño e importancia, así como su condición privada pero de regulación y supervisión pública, conllevan el “beneficio” del rescate gubernamental, que es a la vez origen de serias ineficiencias, ya que ser poseedor de dicho privilegio conlleva un riesgo moral elevado. Una teoría poco académica, pero que con regularidad tiende a materializarse, el “*Too Big To Fail*” o “*demasiado grande como para caer*” explica que una entidad o corporación de magnitud e importancia considerable sea rescatada en el caso de fallo, lo que, sin regulación adecuada, hace que en periodos de bonanza disminuyan sus incentivos por las buenas prácticas de mercado.

El último mes ha tenido igualmente como protagonistas al *First National Bank de Nevada*, al *First Heritage Bank* de California y a *IndyMac Bancorp*, las últimas víctimas de la crisis hipotecaria y de liquidez al otro lado del Atlántico. Y van siete, de estos últimos, alguno con cierta “notoriedad”; el renombrado tras la intervención de la FED como *Indymac Federal Bank*, es una entidad hipotecaria con activos valorados en 32,000 millones de dólares, novena por volumen de préstamos concedidos el pasado año, y la tercera mayor quiebra bancaria evitada tras la intervención, únicamente superada por las sufridas a mediados de los años 80 por los bancos *Continental Illinois National* y el *Savings & Loan Association of Stockton*.

Europa ha sido menos proclive a esta avalancha de noticias preocupantes en lo que a la salud y “rescates” del sector bancario se refiere, aunque su funcionamiento, como el de la economía, sigue afectado por la evolución del mercado estadounidense – en diferentes fases de “acoplamiento y desacoplamiento” con el resto de potencias [1] –, la ralentización del crédito y la desaceleración inmobiliaria. Toquemos madera.

Mohamed El-Erian, columnista ocasional en el *Financial Times* y co-CEO y co-CIO de PIMCO – compañía subsidiaria del asegurador Allianz, que ostenta el honor de ser el primer inversor de bonos a nivel mundial con 829,000 millones de dólares en activos gestionados a 30 de junio de este año –, publicó el día 15 de este pasado mes de julio en el citado diario (así como en la página web de esta compañía, altamente recomendable) un artículo titulado “Crisis and Coherence: Finance Remains Vulnerable” [2]. Con cierta falta de optimismo a corto-medio plazo, alarma sobre el círculo vicioso producido por una falta de capitalización del sistema, que fuerza, progresivamente, a vender activos en mercados ilíquidos y a la intervención estatal, ya sea en forma de inyecciones de capital, acuerdos público-privados o facilitando matrimonios de conveniencia. Si bien es consciente que el coste de no hacer nada puede ser mucho mayor, advierte que muchos de estos pasos conducen hacia distorsiones e ineficiencias en el funcionamiento de los mercados a largo plazo. Y es que, inevitablemente, en términos de gestión, también tropezamos con la misma piedra: para El-Erian el proceso actual es inevitablemente caótico, ya que está conducido por reacciones de “crisis management” más que por la implementación calmada de medidas bien formuladas y con visión de medio-plazo.

Pero entendemos que el camino no está exento de dificultades. Los indicadores recurrentes de los últimos meses siguen sin dar motivos para el respiro. La crisis económica en nuestro país continúa acentuándose en el segundo trimestre, con un crecimiento inter-trimestral según el Banco de España del 0,1%, que reduce el aumento interanual del PIB al 1,8% [3]. El ministro de Economía Pedro Solbes, trabajando con hipótesis de crecimiento cero para los próximos trimestres – recordemos que han sido revisadas en setenta puntos básicos a la baja las previsiones de crecimiento para este año por el Gobierno, del 2.3% al 1.6% –. Los niveles de crecimiento para el año que viene, previstos por la Asociación Española de Banca, rondando el 1%, y la tasa de paro, superando el 11% [4]. Y el precio del petróleo, aliviando las dificultades, pero todavía amenazante.

Tras la subida, esperada, en el tipo de interés por parte del BCE al 4,25%, se cierra la puerta a nuevos aumentos a corto plazo, aunque de momento, el Euribor, indicador de referencia para la mayoría de los préstamos hipotecarios concedidos en España, ha marcado otro record histórico, cerrando el mes con una media del 5,39%. Por otro lado la deuda hipotecaria, aunque ha crecido un 11,1%, según datos de la Asociación Hipotecaria Española, al mismo tiempo confirma la ralentización de la actividad, si comparamos este dato con la tasa de crecimiento del mismo mes en 2007, del 21,2% [5]. Y el ratio de morosidad esperado para finales de año por el mismo organismo, próximo al 2% [6], mientras las principales Agencias de Rating se encuentran ajustando sus modelos de valoración de carteras hipotecarias para reflejar este empeoramiento en la calidad crediticia [7].

Y el sector inmobiliario residencial, que en el último ciclo ha contribuido a un 7% del empleo (directo, ya que indirectamente se estima en un 3,5% adicional), a una gran parte de la bonanza de las finanzas públicas, y a algo más del 60% del total del crédito concedido en nuestro país, se encuentra en abrupta desaceleración, cierto es que más en volumen que en precios. La quinta inmobiliaria española, Martinsa-Fadesa, una de las más activas de los últimos años, optando por el concurso de acreedores (bajo la antigua ley concursal, en suspensión de pagos).

Resumiendo, y en palabras del Director del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del Instituto Monetario Internacional, Jaime Caruana – anteriormente Gobernador del Banco de España –, los mercados financieros globales continúan siendo frágiles, y el riesgo sistémico, elevado, y renovado a la luz de los últimos acontecimientos [8]. Algo sí parece, por tanto, que hemos aprendido en momentos de crisis: y es que pocas cosas surgen, suceden y terminan – en tiempo y forma –, como a uno le gustaría... Quizás otra lección es que tampoco supimos escuchar, y que entre los “agoreros” había alguno que sí veía venir el problema: en agosto de 2006 algún analista ya se adelantó prediciendo el fallo de las dos GSEs (*Government Sponsored Enterprises*) como resultado del estallido de los mercados inmobiliario e hipotecario [9]...

No obstante, ahora disfruten de las vacaciones. Si nos permiten una recomendación estival, léanse “*When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*” [10], escrito por el citado Mohamed A. El-Erian y publicado por McGraw-Hill Professional hace poco más de un mes. Recomendable para inversores y no-inversores, particularmente para los primeros, ya que la consideramos lectura obligatoria para aquellos interesados en entender los factores del cambio económico financiero global, las oportunidades y los riesgos derivados de éste, así como las prácticas más recomendadas de diversificación y protección de carteras.

TOP 10 KNOW SQUARE – MEJORES INFORMES ECONÓMICOS JULIO 2008

[1] “*Are the World Economy and Markets (De- or Re-) Coupled?*”, *Economic Research Goldman Sachs*, julio de 2008.

<https://360.gs.com>

[2] “*Crisis and Coherence: Finance Remains Vulnerable?*”, Mohamed El-Erian. *Financial Times*. PIMCO, julio de 2008. Público.

<http://europe.pimco.com/LeftNav/Viewpoints/2008/Crisis+and+coherence+finance+remains+vulnerable+El-Erian+July+2008.htm>

[3] “*Boletín Económico*”. Banco de España, julio de 2008. Público.

<http://www.bde.es/informes/be/boleco/boleco.htm>

[4] “*Informe Económico Financiero*”. Asociación Española de Banca, julio de 2008. Público.

<http://www.aebanca.es/admin/ftpinformes/IEF0708.pdf>

[5] “*Actividad Crediticia Hipotecaria Mensual*”. Asociación Hipotecaria Española, julio de 2008. Público

<http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2008/02/19/2358.pdf?version=5>

[6] “*Informe del Presidente a la Asamblea General de la AHE*”. Asociación Hipotecaria Española, junio de 2008. Público

<http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2008/06/25/3141.pdf>

[7] “*Moody's Updated Methodology for Rating Spanish RMBS*”, Alberto Barbáchano y Elise Lemaire. *Moody's Investors Services*, julio de 2008. Privado.

<http://www.moodys.com>

[8] “*Global Financial Stability Report*”, Departamento de Mercados Monetarios y de Capital. Instituto Monetario Internacional, julio de 2008. Público.

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/fmu/2008/02/0708s.pdf>

[9] “*Insolvency of the Fannie and Freddie Predicted Here Two Years Ago. What happens next? Or How to avoid the "Mother of all bailouts"*”, Nouriel Roubini. RGE Monitor, julio 2008. Privado.

<http://www.rgemonitor.com>

[10] Libro “*When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change*”. Autor: Mohamed A. El-Erian. Editorial McGraw-Hill Professional

<http://www.mhprofessional.com>

© Know Square 2008 – Consejo Editorial
01/08/08