



PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE JULIO DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO



Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – JULIO 2008

Seguro que recuerdan el viejo acertijo sobre el pobre pastor que debe cruzar en su barca un río con un lobo, una oveja y una lechuga, únicamente dos a la vez – por las reducidas dimensiones de la embarcación – y evitando el riesgo que supone dejar, en una u otra orilla, combinaciones poco prometedoras... En parecido dilema siguen enfrascados el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y la Reserva Federal de Estados Unidos, entre otros, sin olvidarnos de los últimos movimientos de los Bancos Centrales en China, India, Rusia y Brasil, por ejemplo. La inflación, el enemigo público número uno en el actual ciclo económico, sigue incrementándose hacia niveles poco gestionables, ya sea por una acumulación de burbujas o por la simple realidad económica en dos de sus principales componentes, la energía y las materias primas. La medicación contra esta fiebre inflacionista es sencilla, subir los tipos de interés de referencia. Mejor dicho, parecía sencilla, ya que estamos comprobando que la medida tiene graves contraindicaciones para la marcha del sistema financiero – congelado desde agosto del pasado año– y perjuicios para una economía cada vez más resfriada, con algún sector relevante ya en la UCI.

Pero aun podemos complicar más la travesía: si la combinación es una en Europa, y la contraria en Estados Unidos, ustedes comprenderán que el jeroglífico del pastor “transoceánico” tiene difícil solución: recuerden que aunque es idéntico el objetivo de controlar las presiones inflacionistas, la Reserva Federal ha bajado el tipo de interés en los últimos 10 meses desde el 5,25% al 2,00%.

Las sorpresas, en según qué condiciones, no siempre son bienvenidas, quizás porque la barrera que separa “sorprender” de “asustar” es particularmente delicada. Así el anuncio de una posible subida en julio del tipo de interés por parte del Banco Central Europeo – actualmente en el 4,00% desde junio del pasado año – ha “sorprendido” a los participantes de los mercados financiero, inmobiliario e hipotecario, a aquellos que ven en ello una posterior revaloración del euro frente al dólar – y por ende, una nueva revalorización del crudo, paradojas de la economía – y, finalmente, a los que sostienen que un acceso al crédito más favorable conlleva una mayor actividad económica. No deberíamos olvidar tampoco a todos los que pronosticaban bajadas del tipo de referencia para mediados de este año, aunque es un impacto relativamente anecdótico, “quinielístico” más que económico-financiero.

Por tanto, ¿qué movemos primero y a quién nos dejamos en la orilla? Respecto a los “sorprendidos” mencionados en primer lugar y aunque la estadística de precios de la vivienda en España, para el segundo trimestre, no la conoceremos hasta mediados de julio, existen algunos indicios: sabemos ya que **el precio del suelo** descendió un 7,7% en el último año, y que **las ventas de vivienda** un 31,8% en el primer trimestre de 2008 con respecto al primero del año pasado. Esta última cifra está compuesta de una caída en el ritmo de venta del 46,9% en vivienda usada, y un 12,9% en vivienda nueva. Las **tasas de crecimiento del volumen hipotecario** siguen a la baja y **la morosidad** está ya en el 0,99%, que si bien es una cantidad que compara favorablemente con otros países de nuestro entorno, es el doble de la publicada hace 12 meses. Conocemos también que el **Euribor 6M** está al 5,13% y que el **Euribor 12M** cotiza al 5,38%. Para profundizar en los últimos datos de morosidad hipotecaria y particularmente en las diferencias presentes entre bancos, cajas y establecimientos financieros de crédito, pueden dirigirse al último informe publicado por la Asociación Hipotecaria Española sobre tasas de dudosidad [1] o bien al informe de Standard & Poor’s “*Spanish RMBS Index Report Q12008—Higher Interest Rates Drive Arrears*” [2].

Recomendamos en este punto un reciente informe realizado por Deutsche Bank titulado “*All good things come to an end*” en el que se analiza en detalle el aterrizaje del mercado inmobiliario español y particularmente su impacto en el terreno macroeconómico [3]. Sin embargo, no podemos dejar de recordar que esta misma institución publicó, en el mes de septiembre de 2007, un informe en dirección diametralmente opuesta en el que se destacaban las bondades del mercado inmobiliario en España, detallando incluso las ocho razones que soportaban los precios de la vivienda...El título del informe explica por sí mismo lo que tratamos de decir: “*Spain 2020 – The success story continues*”, [4].

Volviendo a nuestra propuesta inicial, parece que al menos tenemos por seguro que el lobo va a oponer bastante resistencia. Y es que poco pueden hacer los Bancos Centrales ante el componente especulativo que parece estar tras las últimas subidas del crudo, **el precio de la energía** (ojo a esta variable), los alimentos y las materias primas; pero no son los únicos aspectos relativamente fuera del ámbito de control de Jean Claude Trichet, Ben Bernanke y sus homólogos en otros países. Eliminando de la ecuación la raíz de problema, y aprovechando que ya han terminado las clases y nos toca estudiar para los exámenes de septiembre, acuérdense de estas siglas como si de una regla nemotécnica se tratara: **LIDER**. En ellas agrupamos los aspectos o variables clave a seguir en los próximos meses, a saber: Liquidez, Internacionalización, Desconfianza, Expectativas y Riesgo.

La falta de **Liquidez** y la persistente **Desconfianza** financiera, motivada por la crisis de las hipotecas *subprime* y por la probabilidad de que sus consecuencias, finalmente valoradas y contabilizadas, sean mayores que las actuales, conllevan entre otros aspectos a que el mercado descuenta las expectativas de subidas de tipos de interés e incrementa los diferenciales interbancarios muy por encima de la media de los últimos años. Es decir, no es tanto el efecto de un incremento del tipo de interés oficial como el que finalmente incide a través del Euribor 12M, que cotiza a más de 140 puntos básicos por encima del primero (desde 2002 a 2006 contadas han sido las ocasiones en las que las diferencias han superado los 50 puntos básicos).

Y las perspectivas no son muy halagüeñas, ya que muchos “expertos” – que bien es cierto, son los mismos que no supieron ni valorar ni recomendar prudencia ante el riesgo de las hipotecas basura – no descartan todavía que lo peor del desastre financiero esté por llegar. Hasta el momento los grandes afectados han reconocido 250.000 millones de dólares en pérdidas, que no parecen ser suficientes para despejar las dudas sobre el sistema, y dar carpetazo a la sequía crediticia y al efecto contagio sobre otros productos y sectores financieros. Les invitamos a leer el epígrafe “*El comportamiento de las entidades financieras ante la crisis: análisis comparado entre el Área Euro y Estados Unidos*,” publicado por Caixa Catalunya en su último informe sobre la economía española y el contexto internacional, donde se presenta un interesante análisis sobre la concesión, demanda y desconfianza del mercado crediticio [5].

Sin embargo estamos ante un problema **Internacional**. Si bien, como apuntaba el Gobernador del Banco de España en referencia a las presiones inflacionistas, éstas y otras incertidumbres son episodios de carácter principalmente externo, no por ello debemos considerarlas fuera de nuestro ámbito de influencia. La actual **política monetaria del Banco Central Europeo** parece más favorable para países como Alemania que para aquellos del arco mediterráneo e Irlanda (éste último con una evolución del mercado inmobiliario similar a la española). El **mercado inmobiliario estadounidense** ha registrado en junio una caída record en los precios de la vivienda (-15,3%) que seguirá afectando a la evolución de la cartera hipotecaria y a la confianza de los consumidores de la primera potencia económica. **El precio de la energía** está últimamente ligado a la demanda de la economía china y otros países emergentes, así como a las tensiones externas con Irán, y las internas de Nigeria... En definitiva, la globalización provoca que debamos estar atentos a la evolución de diferentes frentes externos, sobre los que poco, o nada, pueden influir nuestros agentes internos. Es de reseñar, en este sentido, la

comparecencia del Gobernador del Banco de España el 24 de junio de 2008 ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso, donde, aparte de hacer un resumen de los aspectos más relevantes de las turbulencias económicas actuales, hace mención al ámbito de actuación de los agentes locales y a la moderación de márgenes empresariales y salarios que comentaremos a continuación [6]. También recomendamos la lectura del “Informe anual del Banco de España, 2007” [7].

Si hay algo que está influyendo en los últimos meses sobre los órganos de decisión de la Política Monetaria, y sobre la posible subida en los tipos de interés oficiales, no es la inflación actual o puntual, si no la evolución de las **Expectativas** de inflación a medio y largo plazo, por cuanto pueden afectar a las decisiones sobre precios y salarios, que darían lugar a una espiral mucho más peligrosa. Es decir, si el mercado espera una tasa de inflación mayor, o persistentemente superior a niveles óptimos, esto puede provocar que se adelanten las subidas en el precio de productos y servicios, así como que los agentes sociales demanden mayores salarios. Y esto generaría una mayor inflación: como comprenderán, es lógico que los Bancos Centrales pretendan “anclar” esas expectativas, y los Gobiernos y Bancos locales moderar los salarios y los márgenes comerciales/empresariales.

El Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS es de los más pesimistas en lo que a perspectivas de inflación a corto plazo se refiere, con un techo en verano del 5,4% (una media del 4,6% para 2008), y mejores expectativas para 2009, con una tasa de inflación media del 3,3%. Recomendamos la lectura del informe “IPC mayo 2008 – Previsiones hasta Diciembre 2009”, y el análisis de los diferentes escenarios presentados [8] (este último fin de semana de este mes conocíamos que el Índice de Precios de consumo armonizado ha alcanzado una tasa de variación interanual del 5,1%.) Recomendamos, por último, que profundicen en las perspectivas de la economía a través de la publicación de la misma fuente “La situación económica: examen de junio”, en la que no se descarta una recesión intensa y duradera tras el periodo estival [9] y en el “Informe Económico del Presidente del Gobierno 2008”[10].

Finalmente, el nivel de **Riesgo** que se pretenda asumir para controlar la inflación y sus expectativas, aún sacrificando el crecimiento económico, que si bien está en el ámbito de actuación de los Bancos Centrales, aporta una dosis mayor de subjetividad y azar al complejo terreno de la teoría monetaria y financiera. Es previsible que a principios de este mes el BCE suba el **tipo de interés de referencia** un cuarto de punto, conozcamos las cifras de **paro del segundo trimestre**, y el **Índice de Precios al Consumo** del mes anterior. A finales del mismo contaremos con la **revisión de las previsiones económicas realiza por el Gobierno**, que ya en junio ha advertido niveles de crecimiento inferiores al 2% para 2008, tasas de inflación cercanas al 4%, y un porcentaje de desempleados superior al pronosticado a principios de año.

Posiblemente conocían el rompecabezas que planteábamos al principio de este informe. Pero seguramente no lo recordaban con el pastor enfermo y sometido a un ERE, el río revuelto y algo turbio, y la orilla cada vez más lejos. Crisis, ¿qué crisis?, se pregunta el lobo, que se ha quedado sin cruzar el río, acompañado de la oveja, que tranquila en su ignorancia, ya olfatea la lechuga... Creemos que con los datos que se conocen, nadie puede predecir cuándo vamos a empezar a ver la luz al final del túnel. Lo que sí sabemos, es que las crisis históricamente han sido siempre más largas de lo que se esperaban, y es que el ser humano es optimista por naturaleza y tiende a pensar como más probable un escenario positivo que otro negativo. O como escribió Manuel Conthe en una de sus “Crónicas de Freedonia”, publicada en Expansión en septiembre de 2004: “imaginar de forma deliberada circunstancias que podrían dar al traste con nuestros deseos será la mejor forma de no confundirlos con la realidad”...

TOP 10 KNOW SQUARE – INFORMES ECONÓMICOS JUNIO 2008

- [1] “*Tasas de dudosidad hipotecaria, primer trimestre de 2008*”. Asociación Hipotecaria Española, Junio de 2008. Público.
<http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2006/04/26/90.pdf?version=15>
- [2] “*Spanish RMBS Index Report Q12008—Higher Interest Rates Drive Arrears*”. Standard & Poors, 25 de junio de 2008. Privado.
<http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect>
- [3] “*Spanish Housing Market. All good things come to an end?*”, Daniel Gandoy López. Deutsche Bank Global Markets Research, Junio de 2008. Privado.
<https://gm.db.com/welcome.html>
- [4] “*Spain 2020 – The success story continues?*”, Stefan Bergheim. Deutsche Bank Research, Septiembre de 2007. Público.
http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000215035.pdf
- [5] “*Informe sobre la economía española y el contexto internacional*”. Servicio de Estudios de Caixa Catalunya, Junio de 2008. Público.
<http://www.caixacatalunya.es/caixacat/es/ccpublic/particulars/default.htm>
- [6] “*Comparecencia del Gobernador del Banco de España ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso*”. Banco de España, Junio de 2008. Público.
<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo240608.pdf>
- [7] “*Informe anual del Banco de España, 2007*”. Banco de España, Junio de 2008. Público.
<http://www.bde.es/informes/be/infanu/2007/inf2007.pdf>
- [8] “*IPC mayo 2008 – Previsiones hasta Diciembre 2009*”. Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, Junio de 2008. Público.
http://www.funcas.es/indicadores/Coyuntura_Nacional_Internacional.asp
- [9] “*La situación económica: examen de junio, número 204*”. Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS, Junio de 2008. Público.
<http://www.funcas.es/Publicaciones/Publicaciones.asp>
- [10] “*Informe Económico del Presidente del Gobierno 2008*”. Oficina Económica del Presidente. Julio 2008. Público.
<http://www.la-moncloa.es/Programas/OEP/default.htm>