



*knowsquare* .

PREPARADO POR: CONSEJO EDITORIAL KNOW  
SQUARE

16 DE JULIO DE 2009

# BOLSA Y MERCADOS

## JULIO 2009

---

### ANÁLISIS KNOW SQUARE

*knowsquare* .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

No hace muchos días, un importante gestor de fondos que la bolsa Española nos comentaba que no tenía dirección, ni ritmo, ni referentes a los que mirar. Hablaba de escenarios negativos, de falsos brotes verdes -los denominó "ortigas"- y venía a resumir que los participantes en el mercado exageraban cada dato y cada noticia, sobre todo en lo positivo, lo que hacía perder toda perspectiva de inversión y llevaba a los gestores a cometer notables errores en sus predicciones.

No le faltaba razón, aunque su conferencia sonaba más propia de un inversor que se ha perdido las subidas de los últimos meses, que a un análisis riguroso y objetivo; quizás obedeciese a un deseo de volver a la parte baja del rango en el que se mueve el IBEX-35, para poder comprar a precios razonables. Las bolsas no cotizan realidades, sino expectativas, y los mercados más pequeños -como el caso de español- cotizan más las expectativas externas que las propias. Y estamos precisamente en ese punto: las últimas subidas, que nos han llevado a rozar los 10.000 puntos, se han basado en **datos económicos externos** que invitan a creer que la recuperación económica mundial está más cercana de lo inicialmente previsto, aunque no sea así en el caso español. Recalcamos, sólo invitan, son datos que ya se han anticipado con importantes subidas en las bolsas los tres últimos meses (una media de 30%), ahora falta ver si el barco no abre nuevas vías de agua: de hecho el frenazo que hemos sufrido las dos últimas semanas se ha debido a datos de consumo y confianza en Estados Unidos peor de lo estimado.

El FMI prevé que la economía mundial caiga un -1,4% a/a en 2009 (vs el -1,3% a/a previsto en abril) y que crezca un +2,5% a/a en 2010 (vs el +1,9% a/a previsto anteriormente). La OCDE por su parte ha revisado al alza sus previsiones económicas para el conjunto de los países miembros y espera que el PIB de la OCDE se contraiga un -4,1% en 2009 y suba un +0,7% en 2010 (Las estimaciones de marzo, apuntaban hacia un -4,3% en 2009 y un -0,1% en 2010.) El caso español es algo más sangrante: la OCDE espera que el PIB español caiga un -4,2% en 2009 y un -0,9% en 2010 (vs el -0,9% a/a en 2009 y +0,8% a/a en 2010 previstos en noviembre de 2008). El FMI también ha revisado a la baja sus previsiones de crecimiento para España dejándolas en un -4,0% a/a vs el -3,0% a/a previsto en abril. Para 2010 el organismo prevé una caída del PIB en España de un -0,8% a/a vs el -0,7% a/a estimado en abril.

La verdad es que visto así, pintan bastos, nuestro país ya no gana ni al fútbol. Pero como hemos comentado, y **en el ámbito estrictamente bursátil**, España cotiza más expectativas externas que internas. Estados Unidos es el referente, y lo que hagan las bolsas en ese lado del atlántico se verá replicado, más pronto que tarde, en el resto de índices bursátiles del mundo desarrollado. Además, no hay que olvidar que el 70% del índice selectivo español lo forman cinco empresas (Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola y Repsol) cuya cuenta de resultados está muy diversificada geográficamente.

Por lo tanto, el ejercicio razonable es analizar los resultados del segundo trimestre, no sólo en el ámbito doméstico, y las perspectivas que estas cifras nos van a desvelar. Los números del primer trimestre fueron negativos, hoy los inversores cruzan los dedos para ver mejores cifras de las previstas, pero lo realmente importante será estudiar el potencial de beneficios que presenten las distintas compañías a largo plazo, no sólo el dato puntual de éste trimestre. Precisamente en este punto es importante conocer los cambios que se han propuesto a las normas internacionales de contabilidad, concretamente en la IAS39 (International Accounting Standards), ya que puede suponer de gran impacto para bancos y compañías de seguros. En su redacción actual, la norma define cuatro

tipos de activos financieros: "*held to maturity*", "*loans and receivables*", "*available for sale*" y "*held for trading*", mientras que la nueva redacción pasaría a tener sólo dos categorías: "*Amortised at cost*" (para instrumentos de deuda) y la categoría de "*Fair Value*" (todo lo demás). A modo de resumen, estos son los cambios propuestos de mayor relevancia:

- El *mark-to-market* hasta la fecha utilizado en los activos Disponibles para la Venta pasaría a reclasificarse a PyG (algunas entidades reconocerán plusvalías latentes en resultados, pero otras potencialmente grandes pérdidas).
- Existirá una categoría para "participaciones estratégicas" pero si se elige ésta, no se podrán llevar a resultados los dividendos o ganancias de capital en la venta, haciéndola por tanto poco práctica.
- La implementación empezaría en 2009 de forma voluntaria y en 2012 de forma obligatoria, con lo que durante un tiempo las cuentas de distintas entidades no serán del todo comparables.
- La norma no afecta a participaciones consolidadas por integración global o puesta en equivalencia (participación del 20% o con influencia significativa)

Se espera un primer borrador de la nueva norma a lo largo de este mes de julio, y es más que evidente su importancia en las cuentas de resultados futuras.

Con todo, creemos que los resultados van a ser algo peores que los del primer trimestre, donde saldrán beneficiadas aquellas compañías con negocios diversificados, donde los bancos serán protagonistas con un magnífico trimestre de actividad en renta fija, tanto en emisiones como en negociación, pero con necesidad de reorganizar su estructura financiera, y donde los principales perdedores seguirán siendo los sectores más cíclicos.

Si estos resultados que empiezan a asomar decepcionan de alguna manera (y nosotros creemos que así va a ser), las bolsas buscarán soportes más sólidos en el 830-850 de SP, equivalente a los 8500-9000 en IBEX. El escaso volumen y la baja volatilidad favorecen igualmente la aparición de recortes, que aprovecharán gestores (espero que así lo haga mi amigo el conferenciante de hace unos días) para entrar; es cierto que la sensación que tenemos muchos inversores es que hay dinero esperando, lo que nos puede llevar a un SP en 1.000 puntos en el año 2010. Entre los sectores más atractivos, farmacia, salud, "*utilities*", tecnología, y en menor medida telecomunicaciones. Y a partir de ahí, esperar y ver, creemos que los mínimos del año ya se hicieron en marzo, y también creo que los máximos los hemos visto el mes pasado.

Queda mucha tela que cortar, estamos en plena transformación, en pleno periodo de reestructuración, de fusiones, de nuevas pautas de supervisión y regulación; queda por saber el valor de muchos activos e inversiones, determinar hasta qué punto son fiables los rating que hoy utilizamos, ver si realmente cambia el sesgo en política monetaria -tal y como vienen descontando las rentabilidades del 10 años y el nuevo escenario de inflación moderada frente a deflación (un repunte importante parece descartado)- conocer si las macro operaciones de refinanciación realizadas por los bancos centrales (la última de 442 bn€ al 1% por el BCE donde acudieron 1.121 entidades) consiguen que se otorgue crédito a la economía que hasta ahora no ha tenido ningún efecto... Lo contrario haría que nos cuestionásemos la eficacia de la política monetaria en Europa en tiempos de crisis y

reflexionásemos sobre otros soportes más directos a la financiación de la economía (ver gráficos), vigilar muy de cerca la evolución y volatilidad del **dólar** para ver si EEUU es capaz de mantener su deuda de cara a seguir sustituyendo el consumo interno por gasto público (al menos hasta que el primero se recupere), poner atención sobre la evolución del paro, y sobre todo los salarios, y confirmar que no aumenta la percepción de riesgo soberano y que el crecimiento de los países emergentes no sólo es fuerte, sino sostenido. Cabe apuntar aquí que el auténtico riesgo para la recuperación sería que los bancos centrales tuvieran que frenar, por algún motivo, sus políticas laxas.

En el ámbito puramente bursátil queda por conocer los límites que impongan supervisores y reguladores a la actividad OTC y demás derivados que no tienen liquidez para encontrar contravalor, saber si la prohibición de posiciones cortas se va a mantener (algo que se solucionaría de forma eficaz si simplemente se regulase y controlase el préstamo de valores, ya que la mera prohibición drenaría la operativa en derivados ante la imposibilidad de cubrir deltas), y un largo etcétera.

Y como siempre, paciencia y sentido común, mucho sentido común.

