

knowsquare .

PREPARADO POR

CONSEJO EDITORIAL KNOW SQUARE

1 DE JUNIO DE 2008

ANÁLISIS KNOW SQUARE ENTORNO ECONÓMICO

“TRES PALMOS DE HIELO NO SE HACEN EN UN DÍA DE
INVIERNO, NI SE DESHACEN EN UN DÍA DE PRIMAVERA...”

PROVERBIO CHINO

knowsquare .

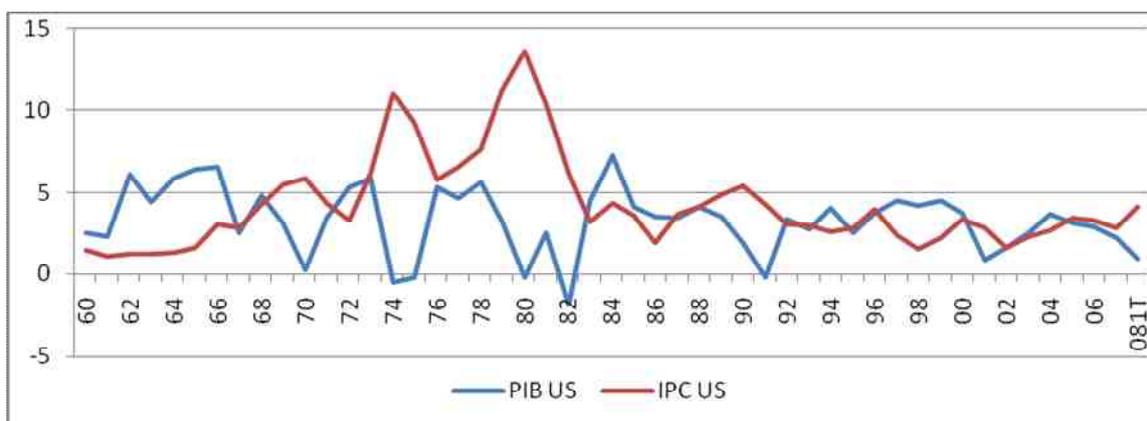
Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa del Autor

ANÁLISIS KNOW SQUARE

ENTORNO ECONÓMICO – JUNIO 2008

Varios son los riesgos que durante las últimas semanas vienen siendo objeto de profunda revisión, situación ésta que agudiza los niveles de incertidumbre económico-financiera y demoran la recuperación de los principales mercados mundiales. Al igual que hace poco más de un año nos encontrábamos con un término nuevo, *subprime* - seguro que todavía lo recuerdan -, ahora nos enfrentamos a otro que, si bien no es nuevo, ha permanecido en un afortunado segundo plano durante las últimas décadas; nos referimos a la *estanflación*. Como ya es conocido, éste implica consecuencias macroeconómicas más acusadas que el anterior, y combina el temor a una elevada inflación junto con la desaceleración, retroceso o estancamiento económico.



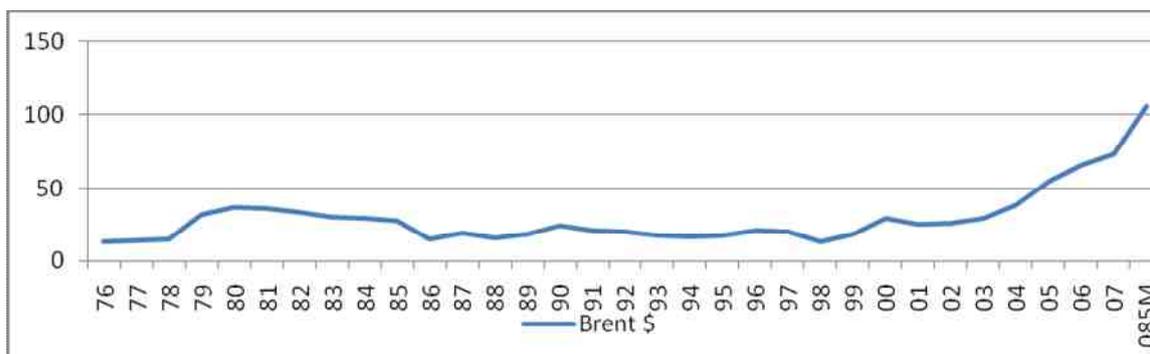
Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis. Elaboración propia.

El impacto de esta situación sobre la economía ha provocado una profunda revisión de las previsiones realizadas a principios de año, causando alguna dificultad a aquellos que, con casi “absoluta seguridad”, estimaban que la recuperación económica se produciría a mediados de 2009. Recordemos que la previsión oficial original de crecimiento para España para este año, cercana al 3%, se ha visto reducida no hace mucho hasta el 2,3% - una décima por debajo de la publicada en marzo por el *Banco de España* - y que, a la vista del último Boletín Estadístico, posiblemente no sea la definitiva [1]. Siendo ciertamente una de las más optimistas - ya que en fechas más recientes *FUNCAS* la ha establecido en un 1,6% [2], el servicio de Estudios del *BBVA* en un 1,9% [3], y el *FMI* en un 1,8% [4] rebajando en seis décimas su perspectiva anterior - no nos llama la atención la cifra, sino el desorden actual en los mercados, que no sólo parece que afecta a su propia evolución, sino también a la capacidad predictiva de organismos públicos y privados.

Y decíamos que el término no es nuevo, ya que su origen se remonta a mediados de los años 60, cuando el parlamentario Iain Macleod, que llegó a Ministro de Economía - aunque tan sólo por un mes, el tiempo transcurrido entre su nombramiento y su muerte repentina en *Downing Street* - acuñó la palabra *stagflation*. Si ése fue su origen, su constatación empírica se produjo durante los años 70, en los que el alza en el precio del crudo y las materias primas, junto con determinadas políticas monetarias expansionistas, provocaron tal escenario macroeconómico.

Esta “anomalía” académica queda definida, con suficiente claridad y perspectiva histórica, en dos lecturas que recomendamos, “*Estanflación: ¿cómo frenar a Pandora?*”, publicado en el Informe Mensual del Servicio de Estudios de “*la Caixa*” [5] y en “*Stagflation – More than a scare*”, publicado el mismo mes por *Morgan Stanley Research* [6]. De esta última destacamos la comparación que el autor realiza entre la situación actual y el escenario económico de los años setenta.

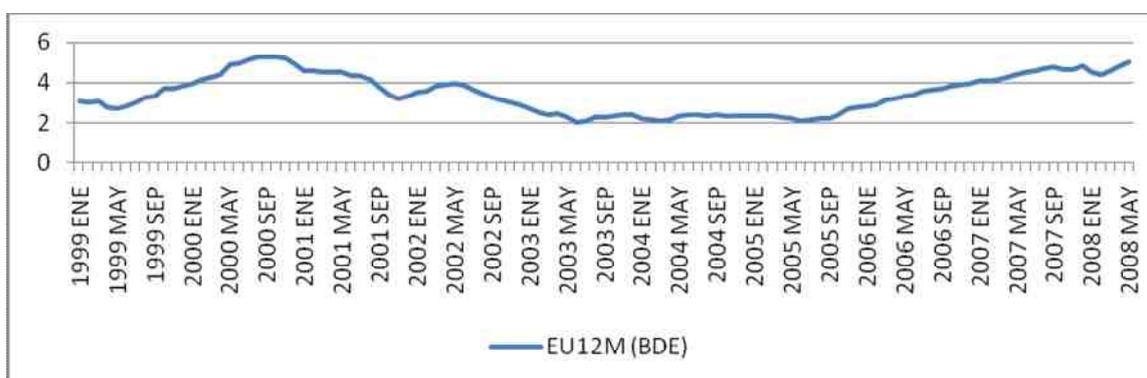
La expansión económica de las principales potencias está perdiendo dinamismo, sobre todo en los Estados Unidos, donde la corrección del mercado de la vivienda y las turbulencias en el mercado hipotecario están todavía lejos de provocar sus últimos coletazos. Por otro lado, la inflación, impulsada por el alza en los precios del crudo y los alimentos, sigue avanzando, pese a que la ralentización económica a la que hacíamos referencia debiera indicar lo contrario. De este modo se está llegando la tan temida estanflación, como lo hizo tiempo atrás, tanto en la primera potencia mundial como en Europa.



Fuente: BP Statistical Review y elaboración propia. Nota: 0805M es la media de 2008 hasta el 28 de Mayo (ese día terminó con una cotización de 129,39 dólares por barril)

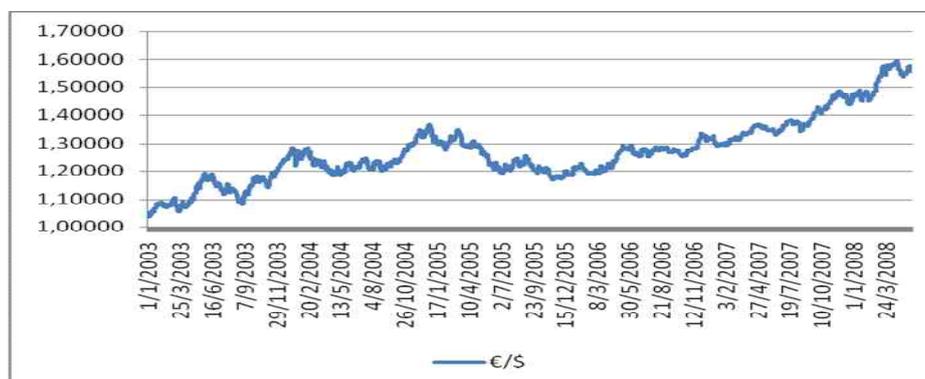
Pero además tenemos dos fuerzas generadoras de tensiones, inevitablemente condicionadas la una por la otra, como son el deterioro progresivo experimentado en los mercados inmobiliario e hipotecario, que en mayo han seguido siendo tristes protagonistas. Como menciona el estudio publicado por el *Fondo Monetario Internacional* en abril de este año, titulado “*The changing housing cycle and the implications for Monetary Policy*” [7], la innovación en los productos de financiación de vivienda en la última década ha dinamizado el negocio hipotecario e inmobiliario, pero también ha incrementado la exposición del conjunto de la economía a estos dos sectores. La otra cara de la moneda es que en un escenario como el actual, de escasa liquidez crediticia y condiciones laborales menos favorables, el mercado de la vivienda sufre un retroceso considerable, arrastrando al hipotecario, en lo que a volumen, calidad crediticia y beneficios de la banca se refiere, y a otros muchos sectores de la economía, por idénticas razones que hace sólo dos años los hacía crecer.

Los tipos no ayudan en Europa. A diferencia de en Estados Unidos, donde el de referencia ha sufrido varios recortes en el último año, aquí los tipos de interés siguen escalando posiciones sin que se otee en el horizonte un recorte por parte del Banco Central Europeo, sino más bien exactamente lo contrario. El Euribor 12 meses ya está en el 5,10% - su media el mes de mayo ha sido de 4,994% - agravando la capacidad de pago de los prestatarios y reduciendo la accesibilidad al crédito para los nuevos clientes. Quizás más preocupante todavía sea el hecho de que el diferencial del Euribor 12 meses frente al tipo oficial, todavía al 4%, no hace más que aumentar con el paso de las semanas: recordemos que a finales de abril el Euribor 12 meses se encontraba en el 4,76%.



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Y para completar la tormenta perfecta, los niveles de endeudamiento al alza, los índices de desempleo, el menor valor de los activos que han actuado como garantía, el tipo de cambio €/€ que no beneficia ciertamente nuestras exportaciones y el aumento en los niveles de morosidad hipotecaria, son, entre otros, aspectos que tienen un impacto directo en el conjunto de la economía y que, aunque en desigual condición, están afectando a distintos mercados europeos desarrollados, entre los que se encuentra el español.



Fuente: www.oanda.com y elaboración propia.

Y como no dejamos de estar en el punto de mira - por razones que creemos pronto saldrán a la luz - en una situación de notable deterioro de un sector que ha sido clave en los últimos años en nuestro país, no es extraño que el último informe publicado por *Merryl Lynch* lleve un título tan particular como lo es "*Spanish house prices: from fiesta to siesta*" [8], y unas conclusiones tan poco esperanzadoras: consecuencias negativas para el conjunto de la economía, serios problemas causados por un exceso de oferta, corrección de precios -particularmente severa en algunas provincias-, y peor funcionamiento de las carteras hipotecarias. Previsiones para los próximos dos años... algunas, y no muy positivas. Estimación temporal para una futura vuelta a la normalidad... lógicamente ninguna; por el momento...

Esta extraordinaria y "repentina" prudencia no es únicamente debida al porvenir de ambos mercados sino al impacto, o contagio, o coincidencia, en muchos otros. Nouriel Roubini, profesor de economía de la *Stern School of Business*, y ex asesor de la Casa Blanca en tiempos de Bill Clinton, aseguró no hace mucho que la situación financiera actual no es sólo causa de las hipotecas *subprime*, si no de un sistema financiero *subprime*, que arrastraría con otros sectores como lo son el crédito al consumo, el inmobiliario comercial, el mercado bursátil y la economía en general. Recomendamos el artículo titulado "*Anatomy of a financial meltdown*" [9], que contiene esta referencia hacia una "extensión" de potenciales riesgos que, para este informe mensual, nosotros hemos centrado en dos sectores (por prudencia y convicción).

Pero también es verdad que el sistema financiero español no ha contribuido ni a la generación, ni a la posterior difusión de las actuales turbulencias, lo que confiere a éste una posición de solidez para afrontarlas, como certeramente ha manifestado recientemente el Gobernador del Banco de España en una ponencia titulada "*Turbulencias en los mercados mundiales: una visión española. Cinco lecciones y algunos deberes*" [10], y cuyas 14 páginas recomendamos desde Know Square. En ellas, Miguel Ángel Fernández Ordóñez analiza la situación actual de los bancos y cajas de ahorro de nuestro país frente a las consecuencias de la exuberancia financiera de los últimos años, el proceder que dichosamente nos ha diferenciado de otros sistemas financieros, y el continuo compromiso por el desarrollo de adecuados sistemas para la medición, control y gestión del riesgo.

Si bien es cierto que nuestro mercado no puede permanecer inmune a unas consecuencias de ámbito global, el punto de partida es indiscutiblemente distinto e incomparable con lo que vemos fuera de nuestras fronteras. Además, durante el mes de mayo, la misma entidad ha publicado la Nueva Circular de Solvencia, Circular 3/2008 de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos de entidades de crédito, documento de más de 350 páginas que refuerza los mecanismos de control y rigor que el Banco de España, siempre adelantado al tiempo, ha venido desarrollando estos últimos años con dosis de inestimable prudencia que ahora todos alaban, si bien muchos criticaban hace tan sólo unos meses.

Y como ya decía San Ignacio, que en tiempos de tribulación no conviene hacer mudanzas, recomendamos paciencia y prudencia a los analistas agoreros, a la prensa anglosajona desinformada o malintencionada, a los avispados especuladores que se han quedado sin comprador de sus sueños; recomendamos seguir trabajando analizando los datos y los hechos, observando la realidad sin especular. Y damos dos pistas para tranquilizar a algunos:

- (1) Los precios de vivienda los están soportando en gran medida las hipotecas concedidas, que se convierten en un suelo sólido y atemperador de la volatilidad de un mercado muy poco líquido, y con pocas transacciones no opacas.
- (2) Los bancos de inversión norteamericanos, los mismos que años atrás participaron en CDOs, CDO's "square" y CDS de gran complejidad, están ofertando en la compra de préstamos dudosos o fallidos en España, lo que aporta a nuestro mercado un suelo adicional. Si bien es cierto que los descuentos que se están manejando son del orden del 50% para carteras que se originaron en los años 2006 y 2007, lo relevante es que están aquí, y cuando el río suena, agua lleva, sobre todo para un fondo norteamericano, garantizado.

En estos momentos en los que los mercados han dejado atrás una situación económica excepcional, con fundamentales que no siguen los patrones académicos habituales, y sin embargo con pocos obstáculos para aquellos que se aventuraban a predecir una recuperación casi con exactitud milimétrica, tal vez sea buena ocasión para recomendarles uno de los libros publicados por John Kenneth Galbraith (1908-2006). Editado en España por Ariel en 1994 bajo el título "*Breve historia de la Euforia Financiera*", en él el autor repasa hábilmente diversos episodios históricos de embriaguez económica, sus características y consecuencias; sin embargo, les advertimos que no encontrarán en él ningún pronóstico útil para los próximos meses: Kenneth Galbraith, uno de los economistas más influyentes del siglo XX y quizá uno de los más preocupados por los aspectos políticos y sociales de la economía moderna, decía: "*The only function of economic forecasting is to make astrology look respectable...*"

En definitiva, estos últimos treinta días han sido meteorológicamente caprichosos: aunque en las primeras semanas de mayo el buen tiempo se revelaba con una firme sensación de permanencia, el agua y las bajas temperaturas han caracterizado las últimas... Más allá del ámbito climatológico, en el económico, hemos pasado también de la lluvia a la tormenta, sorprendiendo sin paraguas a aquellos que hace pocas semanas ya ocupaban sus horas pronosticando la fecha de la recuperación de los mercados. Y es que, continuando con la aproximación meteorológica, ya la sabiduría ancestral china apuntaba que "*tres palmos de hielo no se hacen en un día de invierno, ni se deshacen en un día de primavera...*"

TOP 10 KNOW SQUARE – INFORMES ECONÓMICOS MAYO 2008

1. Informe de Proyecciones de la Economía Española, Boletín Económico de Marzo de 2008, y Boletín Estadístico de Mayo de 2008. Banco de España. Público

<http://www.bde.es/informes/be/boleco/mar2008/art2.pdf>

2. Principales indicadores de la Economía Española. Fundación de las Cajas de Ahorro, Mayo de 2008. Público

http://www.funcas.es/indicadores/Coyuntura_Nacional_Internacional.asp

3. Escenario Macroeconómico 2007-2009. Servicio de Estudios del BBVA, Abril de 2008. Público

http://serviciodeestudios.bbva.com/TLBB/fbin/IPRES_080407_Previsions_Spain_abr08_tcm268-137896.pdf

4. World Economic Outlook. International Monetary Fund, Abril de 2008. Público

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/index.htm>

5. Informe Mensual, número 313. Servicio de Estudios de “la Caixa”, Mayo de 2008. Público

http://www.pdf.lacaixa.comunicacions.com/im/esp/200805box_esp.pdf

6. Joachim Fels y Manoj Pradhan. Morgan Stanley Research, Mayo de 2008. Privado

<http://www.morganstanley.com/institutional/research/index.html>

7. The changing housing cycle and the Implications for Monetary Policy. Roberto Cardarelli, Deniz Igan y Alessandro Rebucci, World Economic Outlook. International Monetary Fund, Abril de 2008. Público

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/c3.pdf>

8. Spanish house prices: From fiesta to siesta. Flavio Marco Rusconi, Altynay Davletova y Alexander Batchvarov. Merrill Lynch, Mayo de 2008. Privado

http://www.ml.com/index.asp?id=7695_8137

9. Anatomy of a financial meltdown. Nouriel Roubini. RGE Monitor, Febrero de 2008.

<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/245412/>

10. Turbulencias en los mercados mundiales: una visión española (Cinco lecciones y algunos deberes), Miguel Ángel Fernández Ordóñez, Gobernador del Banco de España. Público

<http://www.bde.es/prensa/intervenpub/gobernador/mfo140508.pdf>