

→ COYUNTURA

"En septiembre España ha emitido



ALLANAR EL CAMINO AL CRÉDITO

"LOS RESULTADOS DEL SEGUNDO TRIMESTRE, CONOCIDOS EN VERANO, ATESTIGUAN UN BUEN TONO CONJUNTO: SE VENDIERON UN 3% MÁS DE LITROS DE COCA COLA, DE MERCEDES, DE IPHONES Y IPADS... EL ESCENARIO DE CRECIMIENTO MUNDIAL SE MANTIENE EN TORNO AL 3%"

■ TEXTO: GFELIA MARÍN-LOZANO | FOTOS: ARCHIVO

Los meses de julio y agosto, aparentemente pacíficos en cuanto a su saldo conjunto económico y bursátil, no han carecido de episodios inquietantes:

En el plano geopolítico, la sucesión de treguas rotas en Gaza, el avance bélico del integrista islamismo en Iraq y Siria, y sobre todo el nuevo y potencialmente peligroso conflicto en Ucrania han dejado notar su influencia en el comportamiento diario de los mercados, aunque siempre manteniéndose un llamativo diferencial negativo en el comportamiento de la bolsa europea frente a la americana (en los peores momentos la bolsa norteamericana retro-

cedía poco más de un 2% desde máximos, la europea más de un 10%).

En el plano económico la intervención del Banco Espirito Santo y el pulso de Argentina con los tenedores de bonos, siendo dos cuestiones relativamente menores (la primera por la cuantía económica involucrada, la segunda por el conocido historial del país) no ayudaban. Y los datos de PIB del segundo trimestre, con saldo negativo en Alemania, Italia, Brasil y Japón, aunque en algún caso atribuible a motivos coyunturales (adelanto de la inversión en construcción al primer trimestre en Alemania, subida de los impuestos al consumo en Japón), sembraban cuando menos desconcierto.

En cuanto a los mercados financieros, los nuevos mínimos históricos marcados por los tipos de interés con el bono 10 años holgadamente por debajo del 1% en Alemania y del 2,5% en EE UU, parecen extrapolar un escenario de bajo crecimiento, baja inflación, alta liquidez y predisposición de los bancos centrales a mantenerla. También, muy probablemente, reflejan una cierta anomalía (si los contrastamos con las perspectivas de crecimiento existentes), que se convierte en oportunidad de financiarse a un coste extraordinariamente bajo. Y candidatos no faltan: el Tesoro español ha realizado en septiembre su primera emisión de deuda a 50 años a un coste del 4% (muy por debajo del coste al que hace dos años se financiaba a dos años); el resto de emisiones recientes se han realizado también a un coste nunca visto: 3,59% a 30 años, 2,27% a 10 años (ambas 4 sept.), 0,034% letras a tres meses y 0,115% a 9 meses (en agosto).

Cement Roadstone Holdings (gran compañía irlandesa en sector no especialmente defensivo) se financiaba en julio a 7 años al 1,75%, la española Día emitía el 10 de julio a 5 años al 1,6%, Unibail Rodamco (líder holandés y europeo en gestión patrimonial de centros comerciales) emitía en junio deuda a 12 años a un tipo fijo del 2,5%. En el mercado secundario corre paralelo el recorte de tipos así como de diferenciales. Por ejemplo, la deuda emitida por las grandes compañías del IBEX en plazos que rondan los 5 años cotiza a entre 0,9% y 1,3%, con un diferencial frente a las obligaciones del Estado a 5 años que no supera los 40 pb.

ALEMANIA, SOBRE RUEDAS

De cara al otoño el escenario de crecimiento mundial se mantiene en cifras de en torno al 3% aunque parece haberse polarizado, con dinamismo recuperado en EE UU y China y freno del avance en la Eurozona y en algunos emergentes como Brasil.

Reino Unido será previsiblemente el país desarrollado que más crezca este año (3% previsto), EE.UU. mantendrá

... por primera vez un bono a 50 años, al 4%"

"El BCE podrá por vez primera comprar (no solo aceptar en garantía) y mantener en balance (sin "esterilizar" o vender lo comprado como hasta ahora) todo tipo de activos, menos deuda soberana. Su balance -ahora en 2 billones- podría volver a los 3 billones"

tasas próximas al 2% y China podría alcanzar su objetivo oficial de crecimiento del 7,5%. El área euro podría quedar algo rezagada frente al modesto objetivo previo del 1%, que será la media de una Alemania por encima del 1,5%, España cercana a esa cifra, y Francia e Italia mostrando atonía.

Para las empresas con presencia global las oscilaciones geográficas del dinamismo no son tan relevantes. Sí lo es en cambio el mantenimiento de un buen tono conjunto, que parece implícito en los cuadros macroeconómicos y que sobre todo atestiguan los resultados del segundo trimestre conocidos en verano. Sirvan de ejemplo los de Coca Cola, Daimler y Apple. Se vendieron hasta junio un 3% más de litros de Coca Cola que en el mismo trimestre del año anterior, un 3% más de automóviles marca Mercedes que en el mismo trimestre del año anterior y un 3% más de iPhones y iPads que en el mismo trimestre del año anterior. En el mes de julio los fabricantes de automóviles alemanes registraron un nuevo record histórico en su cifra de ventas.

Septiembre se ha estrenado con dos importantes decisiones del BCE en su reunión del pasado día 4. Por un lado, lleva los tipos al mínimo posible, al bajar los tipos de referencia en la Eurozona en 10 pb hasta el 0,05%, e incrementa simultáneamente en también 10 pb la penalización a los bancos por depositar la liquidez en sus cuentas del BCE (la tasa de depósito queda en el -0,20%). Por otro lado, anuncia para octubre el inicio del plan de compra de activos titulizados (ABS) que avanzó en su última reunión, plan que com-

plementará las ya programadas subastas de liquidez a 4 años condicionadas a la concesión de crédito (TLTRO) que se iniciarán el 18 de septiembre. En resumidas cuentas, el BCE podrá, por vez primera, comprar (no solo aceptar en garantía) y mantener en balance (sin "esterilizar" o vender lo comprado como hasta ahora) todo tipo de activos, con la excepción de la deuda soberana. El BCE financiará directamente al sector financiero (cédulas) y al sector privado (titulizaciones), aunque no por ahora al sector público. No concreta cuantías (aunque reconoce que el balance del banco podría volver a niveles cercanos a los de 2013, es decir, a los tres billones de euros frente a los dos en que se sitúa actualmente) y se reserva la posibilidad de que el BCE pueda en el futuro comprar directamente deuda pública al estilo de la Fed.

PALABRA DE DRAGHI

Da la impresión de que el presidente del BCE quiere allanar el camino para que a partir del otoño el sector finan-



"Draghi ha conseguido devaluar el euro desde \$1.4 a \$1.3 en apenas un trimestre".

ciero de la eurozona empiece efectivamente a insuflar liquidez en la economía, la gran tarea pendiente, aunque tarea que no puede realizar el solo. Pero para los bancos no tiene ya sentido depositar su dinero en el BCE al -0,2%, ni esperar a ulteriores bajadas de tipos para pedirle dinero al banco central, y sí puede tener en cambio sentido el pedirle dinero casi gratis para a su vez lanzarse a prestarlo... Siempre que detecten demanda solvente de crédito y que cada banco tenga la seguridad de que cuenta con el capital suficiente para hacerlo. Los test de estrés son el eslabón aún pendiente en esta cadena, y tanto los mensajes subyacentes del BCE como los propios ratios de solvencia que actualmente exhiben los bancos parecen apuntar a que no haya grandes sorpresas.

Draghi, conecedor de la psicología de los mercados, nos tiene acostumbrados a lograr resultados jugando sólo con las expectativas. Salvó el euro con una frase histórica, ha conseguido bajar los tipos largos del mercado secundario de deuda soberana sin comprar bonos, y ha devaluado el euro desde 1,40\$ a 1,30\$ en apenas un trimestre casi con sólo manifestar su preocupación por lo caro que estaba. En esta ocasión el BCE afronta la más difícil de las pruebas (lograr que fluya el crédito) y, la combinación del toque simbólico (tipos en el 0,05%, aunque no difieran sensiblemente del nivel donde estaban), la disponibilidad de crédito casi gratis condicionado a que éste fluya (TLTRO) y la compra de parte de la deuda privada titulizada en poder de los bancos podría ser detonante de un cambio de tendencia. Siempre, asumiendo que en el ya próximo examen la banca apruebe o, preferiblemente, saque nota.

Creemos que el peso que puedan tener sobre el mercado en el futuro los factores de inestabilidad tenderá a disminuir, máxime si la crisis en Ucrania apunta a una solución, el escenario de un crecimiento del PIB mundial cercano al 3% se consolida y; como esperamos, los tests de estrés a los bancos de la eurozona se saldan sin grandes sorpresas. ■