

# ANÁLISIS ECONÓMICO MAYO 2014

---

INFORME

knowsquare .

Privado y Confidencial

Prohibida su Distribución sin Autorización Expresa de la  
Autora y Know Square S.L.

## El dilema de Draghi

Desde la última reunión del BCE el euro se ha debilitado desde 1,40 euros por dólar a 1,36, las bolsas cotizan en máximos, los tipos de interés a largo y corto plazo están en mínimos históricos. La inflación sigue muy baja pero con tendencia a aumentar a medida que se debilite el euro. Europa está en fase de recuperación y sólo falta que los bancos vuelvan a prestar.

No obstante, pocas reuniones del Banco Central Europeo habían suscitado tanta expectativa como la de ayer.

**Draghi no ha defraudado las expectativas. Baja los tipos** del 0,25% al 0,15% y pasa a cobrar un 0,10% por los depósitos. Anuncia asimismo una serie de medidas destinadas a revitalizar el crédito. La más destacada, la oferta de una **línea de liquidez a la banca**, con un diferencial del 0,10% sobre los tipos oficiales, y vencimiento en septiembre de 2018, en cuantía equivalente al 7% del saldo de créditos al sector privado no financiero excluidos préstamos hipotecarios a familias (unos 400.000 millones de euros, en el caso de ser completamente utilizada). Se anuncia también la disponibilidad a favorecer el desarrollo de un mercado de titulizaciones de préstamos al sector privado y a estudiar posibles compras.

**Al cobrar interés a los bancos por tener su dinero depositado en el BCE se está transmitiendo un mensaje claro: el dinero está para ser prestado, no para ser guardado.** Bajar tipos no tiene gran eficacia en un contexto de tipos de interés en mínimos históricos tanto en la UME como en las principales áreas económicas, pero era un gesto esperado por el mercado. No se ha anunciado ninguna compra de bonos soberanos, al estilo de Estados Unidos. Comprar deuda pública, con el posible efecto de bajar aún más las rentabilidades de los bonos no hubiera tenido mucho sentido, con tipos largos ya muy bajos y cuando la Fed ha empezado a reducir sus compras.

Al margen de la actuación puntual de ayer, surge un gran interrogante en relación con el problema básico que afronta el BCE, impulsar el crédito para impulsar el crecimiento.

### ¿Qué es necesario para que se reactive el crédito?

A nadie se le puede obligar a prestar si no quiere, y parece sensato que no quiera mientras no tenga claro cuánto capital se le va a exigir en función de lo que ya ha prestado.

**Los test de estrés son**, más allá de las medidas anunciadas ayer, **determinantes para que se reactive el crédito.** Se están realizando ya en su primera fase (evaluación de calidad de los activos o AQR) y sus resultados totales se publicarán previsiblemente en noviembre. ¿Demasiada espera? Parece probable que, en la medida en que los bancos irán conociendo antes su resultado individual, y en la medida en que el BCE, conocedor del mismo, pueda ir anticipando algunos mensajes, es fácil que el crédito comience a recuperarse antes. Y es así por dos razones:

Porque los bancos que necesiten capital optarán previsiblemente por “ponerse la venda antes de la herida” (en esa clave cabría interpretar la reciente ampliación de capital de Deutsche Bank), y porque no son previsibles necesidades relevantes de capital en el conjunto de los grandes bancos.

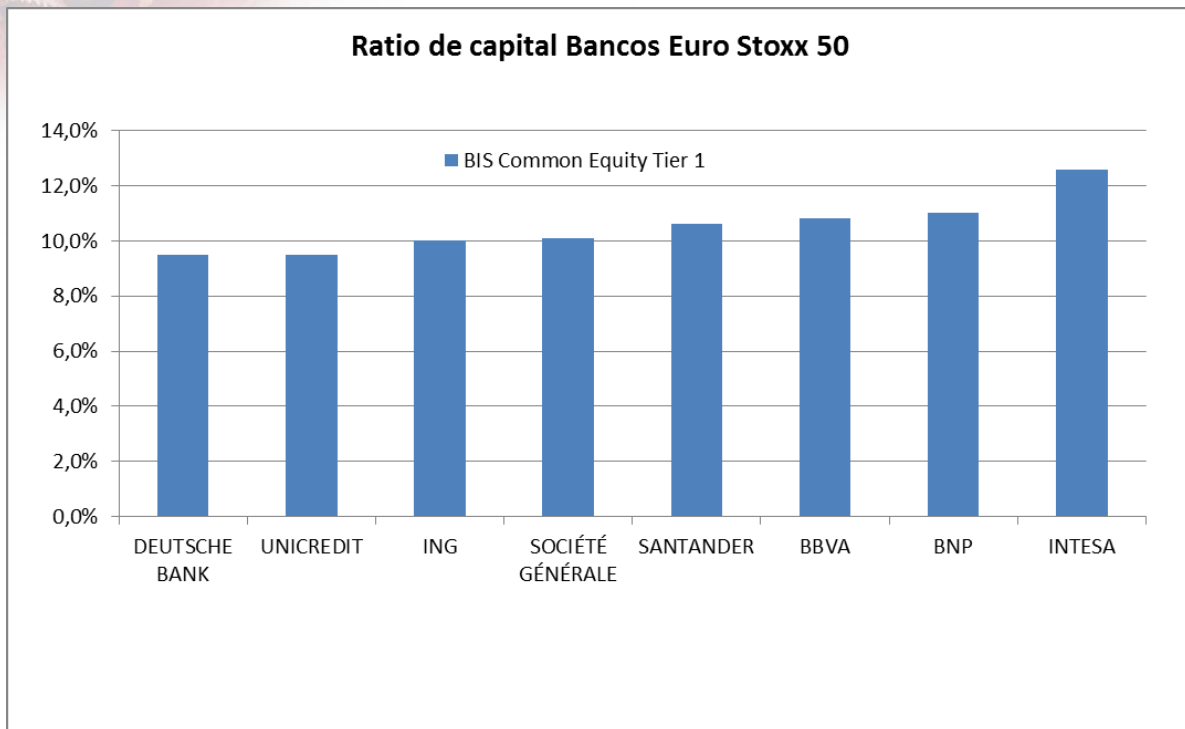
Baste para justificarlo una ojeada a las cifras:

- (a) El capital básico o *common equity Tier 1* de los grandes bancos cotizados (cerca al 10%) más que duplica los requisitos actuales (4,5%) y supera los requisitos más exigentes para 2019 (entre 8% y 9,5% para los grandes bancos o bancos “con riesgo sistémico”, 7% para el resto, en ambos casos capital necesario para poder disponer libremente del beneficio). Esto es en condiciones normales y no de estrés, pero si en un escenario económico muy negativo o estresado el capital básico quedara por debajo del objetivo para 2019, hay aún por delante un nada despreciable plazo de 5 años para lograrlo.
- (b) En cuanto al requisito de apalancamiento o *leverage* (*common equity Tier 1* equivalente al 3% de los activos totales sin ponderar por riesgo), todos los bancos de la zona euro lo superan ya, aunque en algunos casos, como Deutsche Bank (inferior al 3,5%) o, en menor medida BNP y Société Générale (alrededor del 4%), la holgura no es muy grande. En cualquier caso, este requisito no será exigible hasta el año 2017.

## Requisitos de capital según Basilea III

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Minimum Common Equity Capital Ratio	3,5%	4%	4,5%				
Minimum common equity plus capital conservation Buffer <sup>1</sup>	3,5%	4%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Leverage ratio	--	--	-	--	3%	3%	3%

<sup>1</sup> “Conservation buffer” es el capital no imprescindible pero sí necesario para poder disponer libremente del beneficio. En el caso de los bancos con riesgo sistémico, en 2019 requerirán entre un 1% y un 2,5% de capital adicional al resto (entre 8% y 9,5%).



### Bolsa: en máximos

Las bolsas están en máximos; máximos absolutos el S&P 500 y máximos relativos el Euro Stoxx 50. El segundo estuvo en 4.500 puntos en 2007 y en 5.500 en 2000, frente a los 3.250 actuales, y es la diferente composición sectorial de ambos índices causa relevante aunque no única del diferente comportamiento (en el Euro Stoxx 50 pesan más los bancos y las operadoras de telecomunicaciones, que fueron objeto de sendas burbujas en 2000 y 2007, mientras en el S&P 500 hay más empresas de consumo, industriales y tecnológicas).

Los máximos de la bolsa tienden a generar vértigo, los mínimos en los tipos apetencia por el endeudamiento, y necesidad de buscar alternativas de mayor riesgo para el inversor en busca de un rendimiento real.

La existencia en Occidente de un escenario de tipos bajos (no necesariamente mínimos) que se prolongará en el tiempo, en un contexto de moderado crecimiento con precios contenidos y alto endeudamiento, hace que la alternativa de la inversión sin riesgo sea cada vez menos atractiva, y que se justifiquen para la bolsa precios cada vez más altos; no sólo porque el PIB mundial y los beneficios de las empresas cotizadas están en máximos, sino porque la rentabilidad real de la alternativa sin riesgo brilla por su ausencia.

Para los amantes del ratio precio/beneficio o PER recordemos que, si miramos por ejemplo al S&P 500, su PER actual de 16 veces, coincide con la media histórica de los últimos 35 años, también 16 veces. Pero dicha media es la combinación de un PER de 12,5 veces en la etapa entre 1978 y 1995 (con TIR del bono en media en el 9%) y de 22 veces en la etapa entre 1996 y 2013 (con TIR del bono

en media del 4,3). Hoy la TIR del bono a 10 años no alcanza el 3% y, aunque subirá, no la esperamos por encima del 4%.

No se dejen asustar por los máximos.

© Ofelia Marín-Lozano  
*Consejera Delegada*  
*1962 Capital SICAV, S.A.*  
© Know Square S.L.