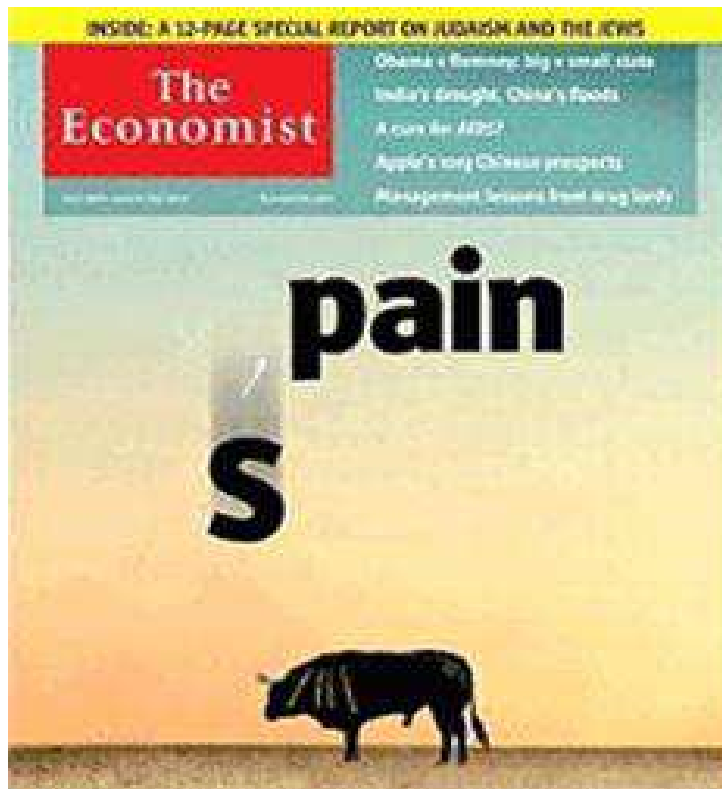


## España 2014 = Alemania 2004

Ignacio de la Torre, Ph. D. [idelatorre@arcanogroup.com](mailto:idelatorre@arcanogroup.com)

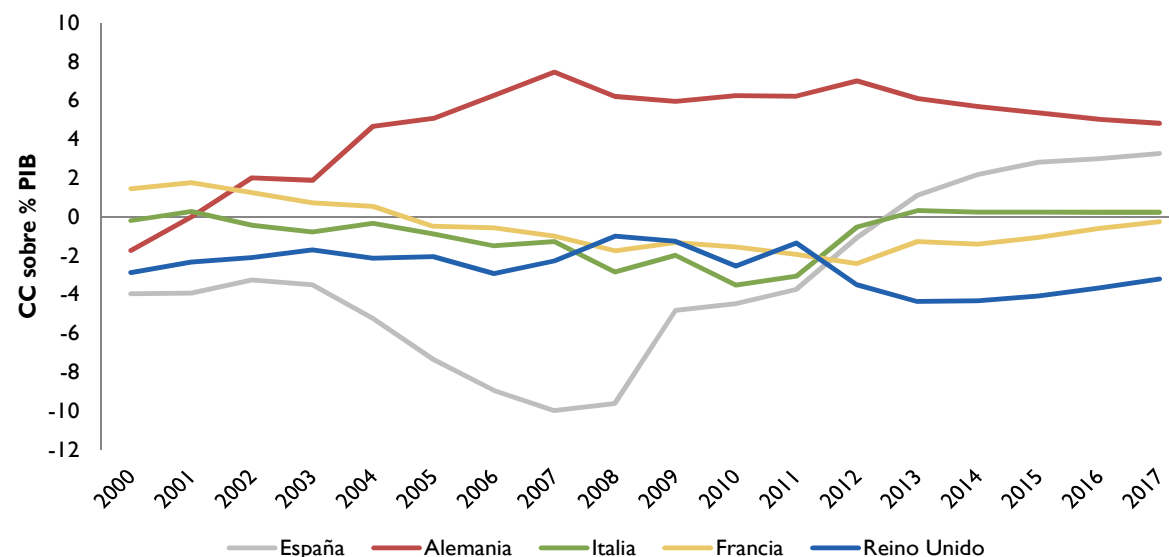


## Resumen Ejecutivo

- En octubre de 2012 Arcano publicó [“The Case for Spain: it’s the fundamentals, stupid!”](#) posicionándose como la primera casa de análisis en aconsejar de manera clara y argumentada la inversión en España. Desde entonces los fundamentales de la economía española han mejorado y otros bancos han ido cambiando su visión hacia una recomendación positiva.
- Esta segunda edición del informe intenta analizar los paralelismos con Alemania, la inminente recuperación de la inversión privada y el consumo español, y el enorme potencial de medio plazo de nuestra economía.
- Tras su unificación, Alemania experimentó una profunda crisis económica; los inversores la tildaban como “el enfermo de Europa” hasta incluso 2005. Las reformas emprendidas desde 2002 pronto comenzaron a dar sus frutos: Alemania afianzó un modelo exportador, en 2004 salió de la recesión y el consumo volvió a tasas positivas a pesar de que el crédito no aumentó. Dichos factores contribuyeron a una rápida disminución de los riesgos de invertir en Alemania.
- España afronta 2014 con unas perspectivas parecidas a las de Alemania en 2004. Tras los ajustes ya acometidos, España se ha convertido en una potencia exportadora; en 2014 España saldrá plenamente de la recesión, con la inversión privada y el consumo entrando en positivo tras tres años a la baja, y el crédito bancario y no bancario paulatinamente estabilizándose. El riesgo sistémico español está decreciendo a ritmos acelerados, aunque persistan mitos extendidos sobre nuestra economía.
- A pesar de los evidentes riesgos que España aún afronta, que son discutidos en detalle a lo largo del documento, la economía también presenta un importante potencial alcista entre 2015 y 2020, potencial no bien calibrado por muchos inversores.

## Por qué la España de 2014 se parecerá a la Alemania de 2004

### Previsión saldo cuenta corriente



Fuente: FMI

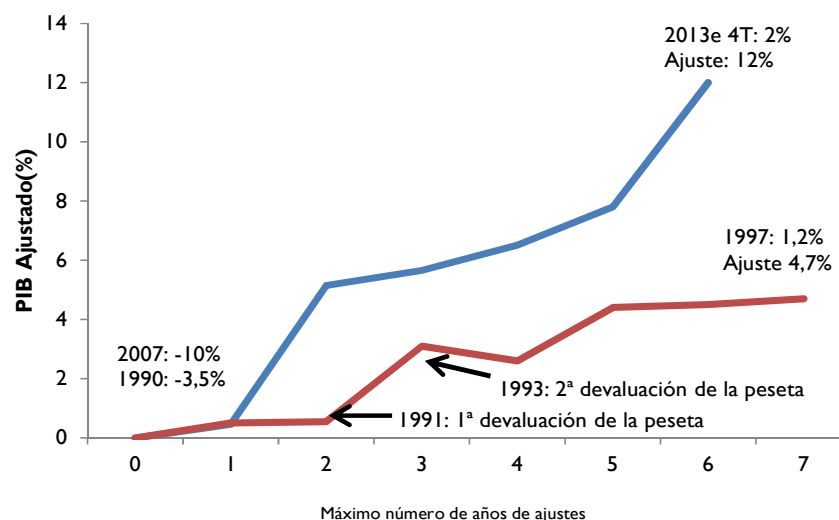
- El saldo de cuenta corriente mide la diferencia entre la capacidad de ahorrar y financiar al exterior (superávit) o la de endeudarse como nación y depender del ahorro exterior (déficit). Las economías en superávit (como Alemania) suponen menor perfil de riesgo que las que presentan déficit (como Turquía), repercutiendo en una menor prima de riesgo.
- En el año 2000 Alemania presentaba un déficit del 1,7% de PIB. Tras los ajustes acometidos, Alemania pasó a obtener en 2005 un superávit del 5%, es decir un ajuste de 7 puntos en 5 años. España ha sido capaz de ajustar 11 puntos en el mismo periodo; en el futuro se acercará a los niveles de superávit de Alemania.



## Diez afirmaciones falsas sobre España

## Uno: es imposible ajustar un 11% de saldo de la balanza de cuenta corriente sin devaluar

### Ajustes del déficit de cuenta corriente español

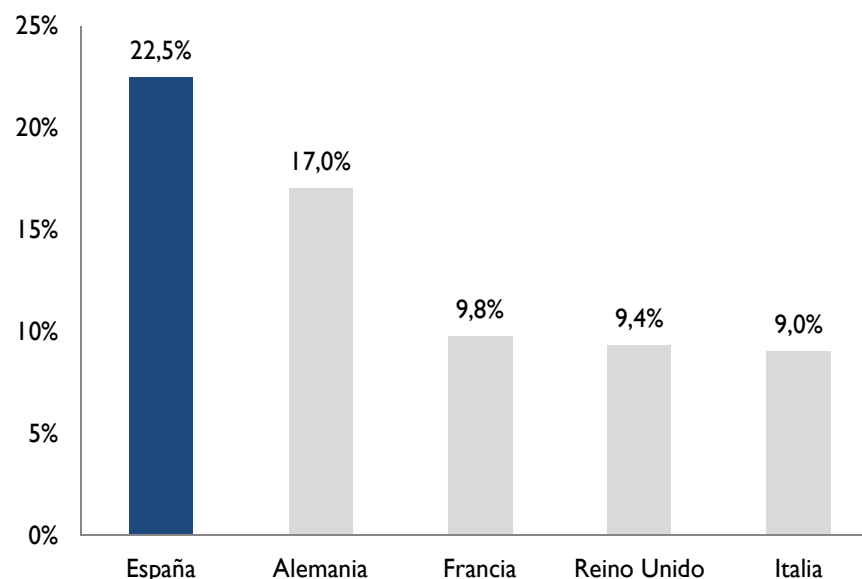


Fuente: Banco de España, Eurostat

- España ha ajustado históricamente sus desequilibrios de cuenta corriente mediante devaluaciones de la peseta; en las tres últimas devaluaciones, España consiguió mejorar hasta 4,7 puntos su saldo (1997)... por eso mucha gente consideraba la salida del euro la única forma de ajustar el déficit español de 2007-2008. Sin embargo, España lo ha conseguido mediante reformas estructurales que han redundado en una evidente mejora de competitividad sin devaluar la peseta. Las revoluciones exportadora explica el “milagro”: España ha ajustado 11 puntos en cinco años. El superávit por cuenta corriente superará el 2% del PIB en 2013, este exceso de ahorro reduce paulatinamente el endeudamiento externo.

## Dos: si la divisa de un país cae más que la de otro, sus exportaciones se comportarán mejor

**Evolución de exportaciones 2008 -2013e (%)**

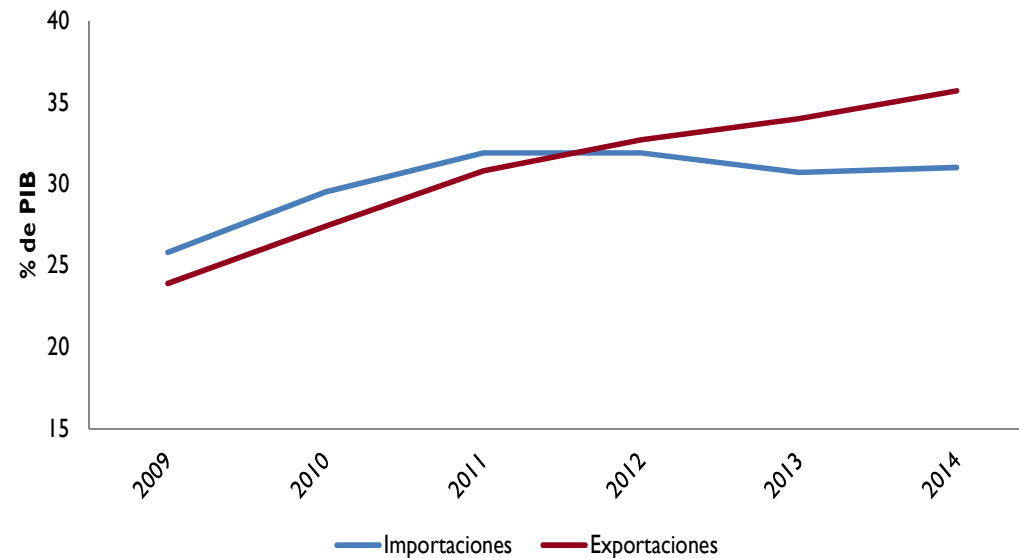


Fuente: Eurostat

- La libra esterlina ha caído un 25% desde 2008 (frente a una cesta de divisas ponderada por comercio); el euro un 7%. Sin embargo, las exportaciones británicas han subido un 9% en ese periodo frente a un 22% las españolas. Además de la competitividad de salarios y productividades, existe un “factor cultural” (propensión a salir al exterior ante la dureza de una crisis de demanda interna) que explica una revolución exportadora. Estos datos muestran que la diversidad del tejido productivo (el español es más diverso que el del Reino Unido) es relevante para generar una revolución exportadora, y que las reformas difíciles (limitarse a depreciar su divisa) dan sus frutos.

## Tres: la mejora en el déficit de cuenta corriente se debe en gran parte al hundimiento de las importaciones

Exportaciones e importaciones como % del PIB

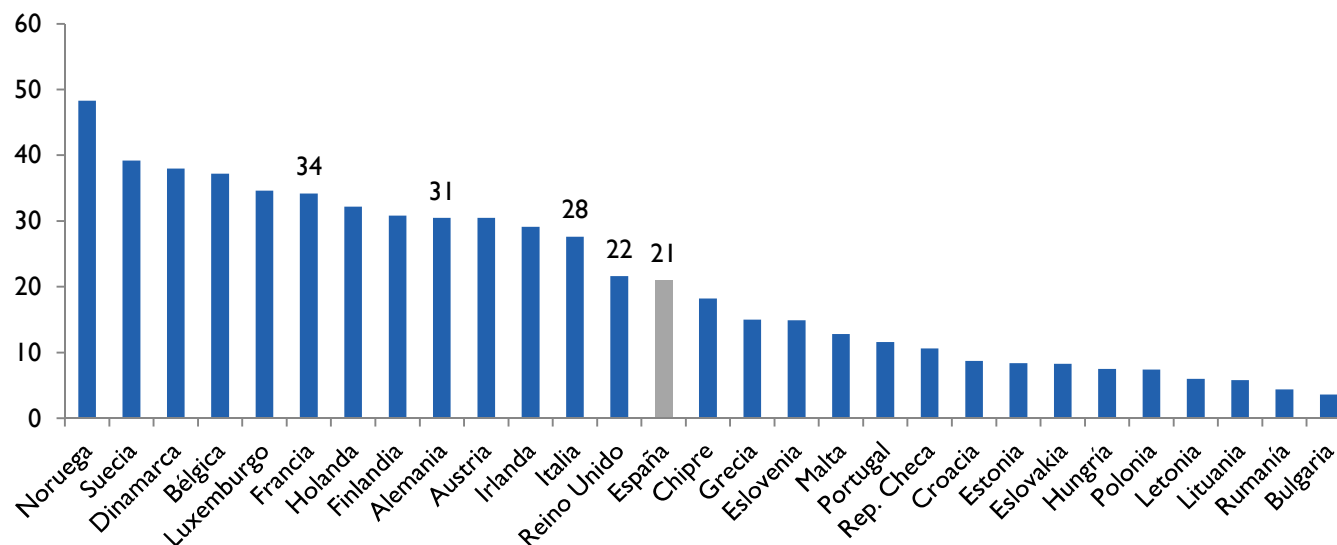


Fuente: Eurostat

- De cada 100 euros de mejora del déficit de cuenta corriente, dos tercios provienen de subida de exportaciones tan sólo un tercio de caída de importaciones. Es por lo tanto la revolución exportadora el principal factor que explica nuestra mejor posición frente al exterior.

## Cuatro: las empresas españolas no pueden competir con las europeas debido al mayor coste de financiación

Coste laboral (€) por hora trabajada

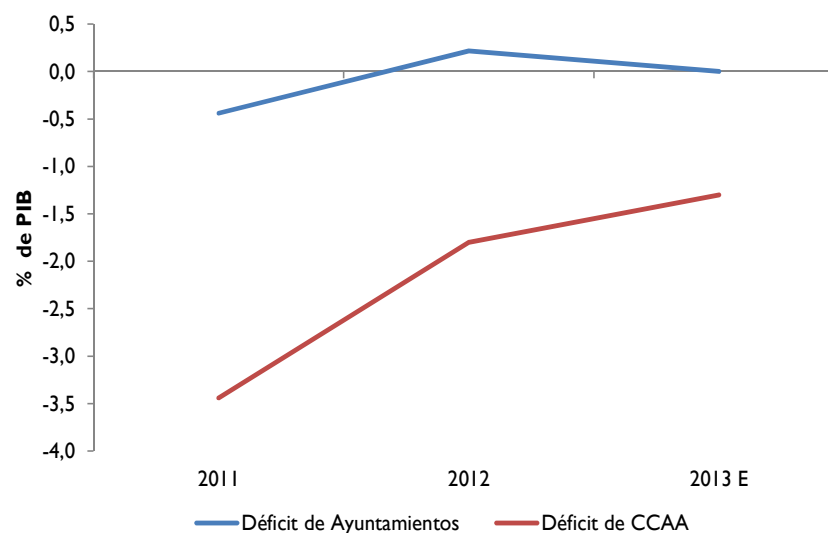


Fuente: Eurostat

- El factor trabajo es cinco veces más importante que el coste financiero en una empresa estándar. El trabajador español en la actualidad es de los más competitivos de Europa en relación salario/productividad. Por lo tanto, aunque las empresas españolas se financien más caro, presentan evidentes ventajas de costes totales frente a las alemanas, francesas o italianas. De ahí la mejora en competitividad y en exportaciones.

## Cinco: Comunidades Autónomas y Ayuntamientos son incapaces de recortar sus déficit fiscales

**Déficit de los Gobiernos locales como % de PIB**



Fuente: Eurostat

- Las Comunidades Autónomas han reducido su déficit fiscal total desde el 5,1% de PIB en 2011 hasta el 1,8% en 2012, más de 32.000 millones de euros, la mayoría mediante reducción de gastos. En 2013 el déficit estará en el 1,3%. Los Ayuntamientos alcanzaron equilibrio presupuestario en 2012.
- El esfuerzo fiscal total ha sido del 10% de PIB, el segundo mayor ajuste de Occidente.
- En su conjunto, España ha ajustado déficit estructural (no ligado al ciclo económico) primario (antes de intereses) en 3,7% de PIB entre 2012 y 2013 (2,2% en 2012 y 1,5% en 2013); el ajuste de 2014 será del 0,5%.

## Seis: Para ajustar el déficit fiscal, España se limita a subir impuestos, no a reducir gasto

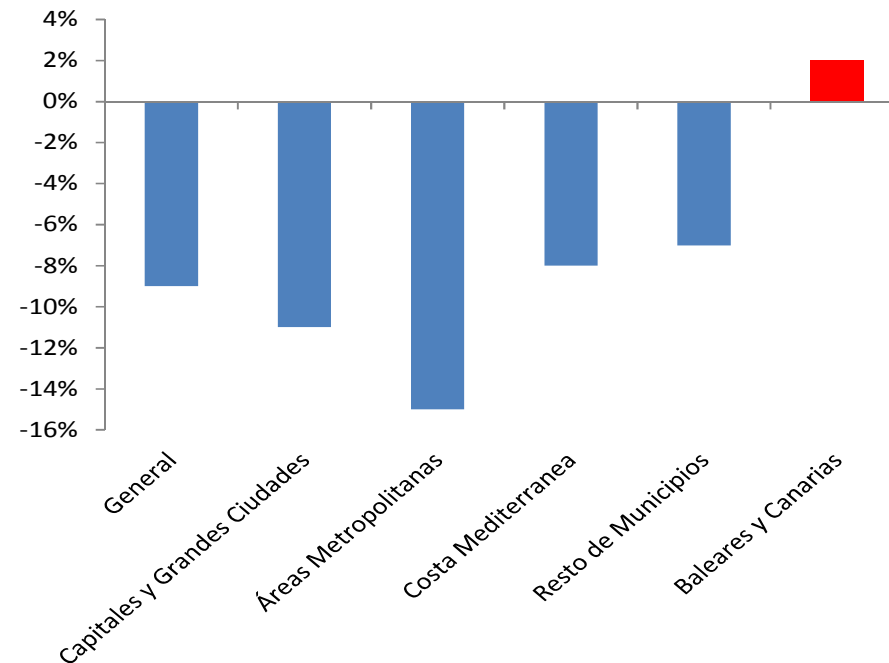
	2009	2013	Cambio
Gastos públicos como % de PIB	46,3	42,9	-3,4
Ingresos públicos como % de PIB	35,1	36,0	0,9
Déficit	11,2	6,9	-4,3

Fuente: OCDE, excluye gastos contables de recapitalización bancaria

- Aunque los tipos fiscales hayan subido, el impacto neto de ciclo económico es muy diferente. Medido como % de PIB, tres cuartas partes de la reducción de déficit se deben a un menor gasto público y una cuarta parte a mayores impuestos. Tan sólo en 2012 el esfuerzo vía impuestos ha sido mayor que el realizado vía gastos.
- Según los planes de estabilidad fiscal futuros (2014-2016) dicha relación neta se mantendrá (dos puntos de reducción de gasto por cada punto de subida de ingresos).
- A largo plazo la convergencia entre ingresos y gastos llevará a que ambos supongan el 39% del PIB, lo que situará a España como uno de los países con menor gasto público de Occidente.

## Siete: El precio de las casas no subirán hasta que no se venda el stock de casas vacías

Variación del precio de la vivienda (%)

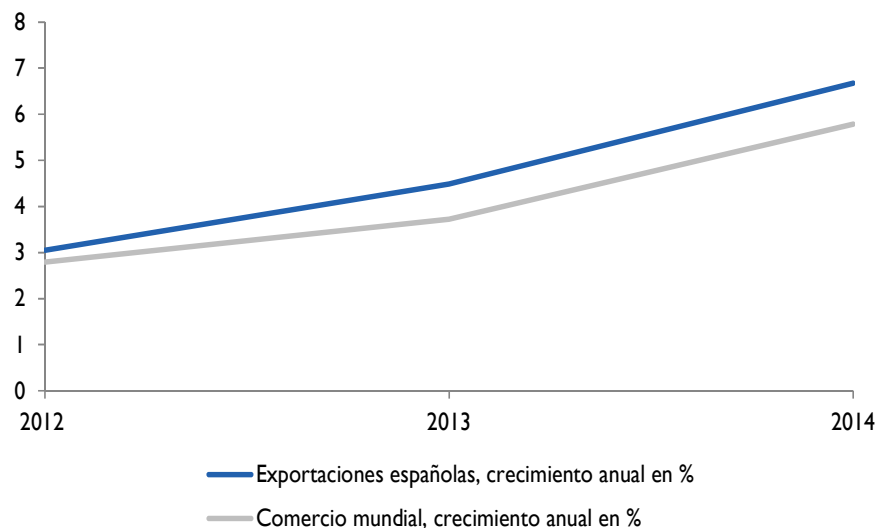


Fuente: Tinsa 2013

- El stock de vivienda vacía (aproximadamente 0,6-1 millón, del que dos tercios son casas nuevas) puede desaparecer en unas zonas de España, manteniéndose en otras, explicando que los precios empiecen a subir. Esto explica que las casas estén ya subiendo en las islas, donde existe un inventario limitado. Este efecto puede producir a medio plazo subidas en la media nacional aunque quede inventario en zonas como la costa mediterránea.

## Ocho: las exportaciones españolas solo suben si el comercio mundial sube

### Exportaciones españolas y comercio mundial

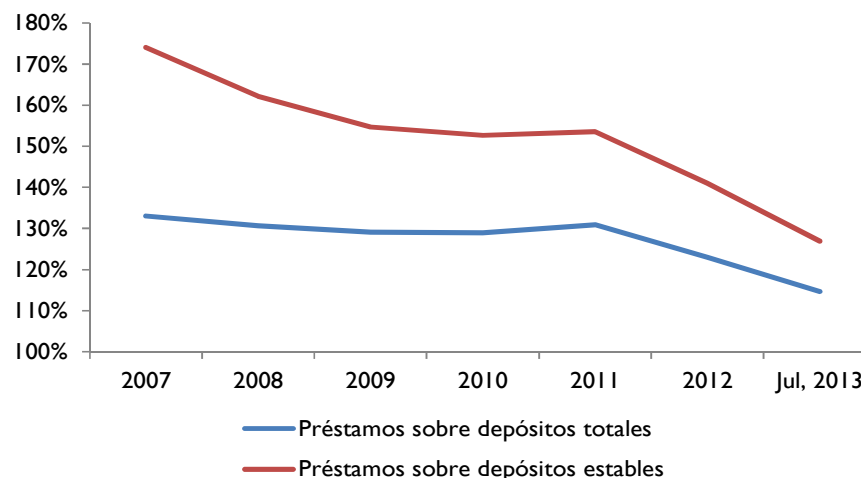


Fuente: OCDE

- Muchos economistas predecían que las exportaciones españolas iban a incrementar un 3% en 2013, en línea con el comercio mundial. La realidad es que durante el primer semestre de 2013 las exportaciones españolas subían nominalmente un 7% con el comercio mundial subiendo un 2,5%.
- Las exportaciones suben más porque España está rápidamente ganando cuota de mercado frente a otros países. El motivo es que las firmas españolas que han sobrevivido a la crisis son muy competitivas.

## Nueve: la financiación al sector privado se seguirá contrayendo varios años

### Préstamos sobre depósitos

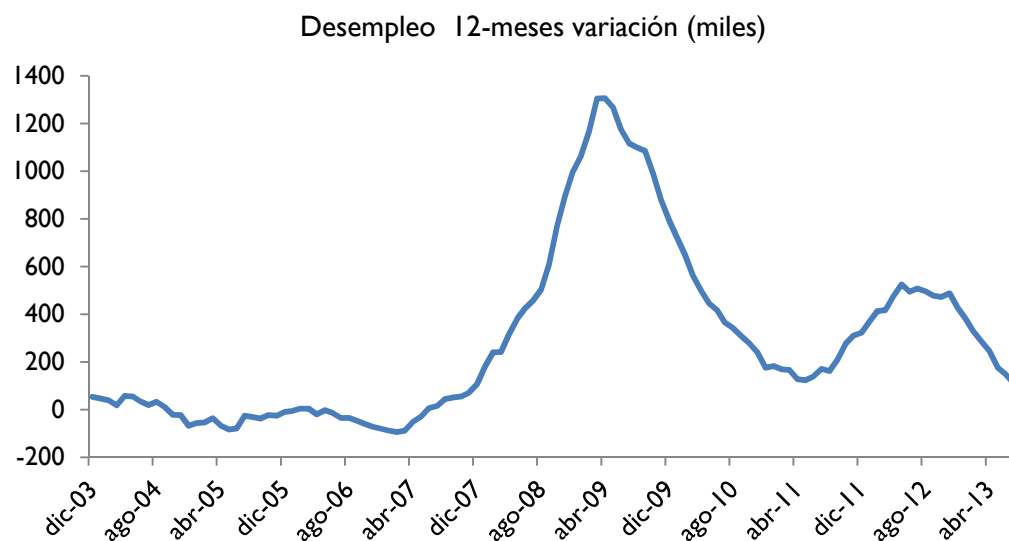


Fuente: Banco de España

- El crédito depende de la solvencia bancaria (analizada en la diapositiva 53) y del ratio entre préstamos y depósitos. En esta última ratio, cuanto más se aproxime el numerador al denominador más propicia estará la banca para “abrir el grifo” del crédito. En 2008 los analistas esperaban que la banca española necesitaría al menos 8 años para equilibrar su relación entre préstamos y depósitos de alta calidad –familias y empresas no financieras– desde el 216% de máximo en 2007 al 127% (115% si se consideran todos los depósitos); la realidad es que dicho ajuste ha tenido lugar en tan solo cuatro años, y los depósitos son ya superiores a los previos a la crisis de Bankia.
- Dicha evolución puede suponer que lo peor de la contracción crediticia ha pasado ya, la estabilización de la banca y la financiación no bancaria pueden generar un punto de inflexión.

## Diez: España ha de crecer al 2% para crear empleo

### Estabilización del desempleo en España



Fuente: Bloomberg

- El umbral del 2% para crear empleo es historia, relacionado con el régimen laboral inflexible que ha mantenido España desde los años 40. Con el nuevo régimen laboral y saliendo de una recesión, España puede crear empleo con crecimientos muy inferiores.
- De hecho, España ha generado 340.000 empleos brutos entre abril y agosto de 2013 con un PIB plano; son empleos estacionales y temporales, pero la última vez que se crearon 340.000 empleos en España fue en 2006 con un PIB creciendo al 4%. Esto puede ser la primera evidencia empírica de un cambio en la “ley de Okun”: España necesita tasas de crecimiento menores que antes para crear empleo.



## **Razones por las que España ya no es un riesgo sistémico**

## ¿Era en 2010 y 2011 España más arriesgada que Egipto? Riesgo de crédito: España (rojo) vs Egipto (negro)



Fuente: Bloomberg

- Los mercados de seguros de impago (CDS) miden el riesgo de impago de un país. Durante periodos de 2010 y 2011, el mercado consideraba que una inversión en un país emergente regido por una dictadura sin clase media (Egipto) era menos arriesgada que hacerlo en una democracia liberal con clase media como España.

## Egipto: 2013 Golpe de Estado y estallido social

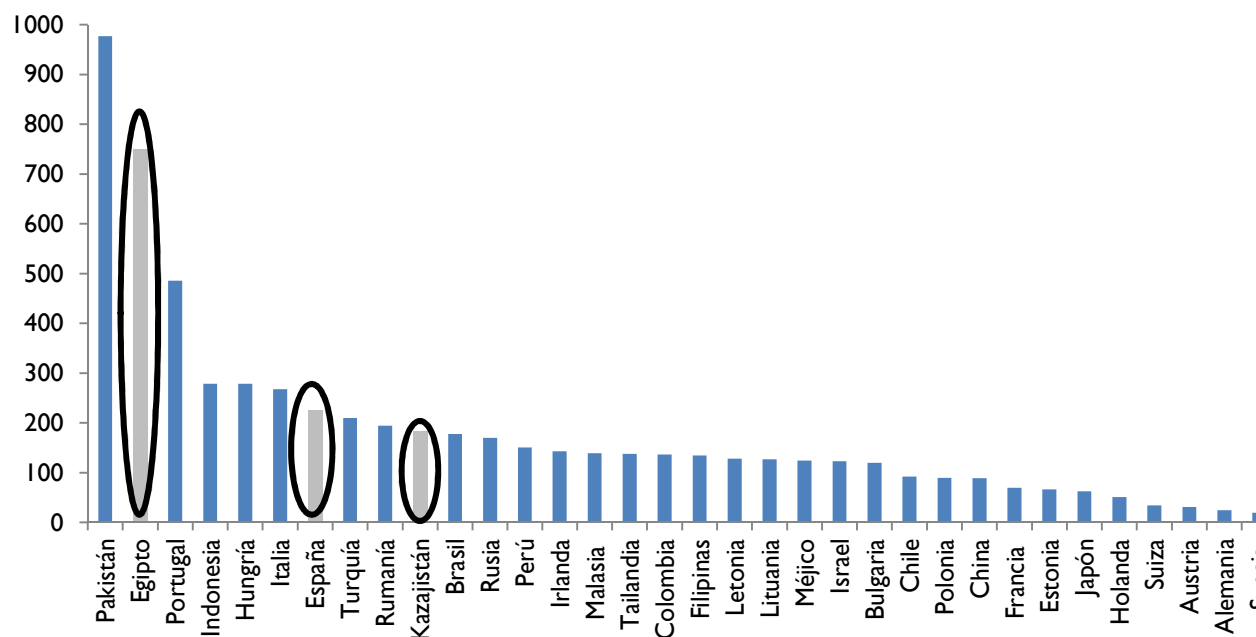


Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

- Ha hecho falta un golpe de Estado y la antesala de un conflicto civil para que el mercado reaccione.

## Tras dos años de revueltas el mercado fija bien el riesgo, pero ¿es España más arriesgada que Kazajistán?

Diferencial de CDS, octubre 2013



Fuente: Factset

- Hoy en día el mercado todavía considera invertir en Kazajistán como menos arriesgado que hacerlo en España.

## España aun afronta muchos riesgos...

- Posición de endeudamiento neto internacional de 90% de PIB, elevadísima a todos los efectos, y solo sostenible por el apoyo implícito y explícito de las instituciones europeas. Aunque la deuda soberana y familiar, medida como % de PIB, se sitúa a niveles parecidos a los de otros países, la deuda empresarial es mayor, en este caso parte del motivo es la internacionalización de la empresa española (la deuda medida como % de activo no es inusualmente alta).
- Aunque el desempleo verdadero sea inferior al oficial (26,7%) debido a la economía sumergida (una quinta parte del total), su nivel es intolerable, afectando especialmente a los jóvenes. Se han destruido 3,6 millones de trabajos en España desde 2008, un tercio entre jóvenes (1,2 m.). Tan solo un 7% de los empleados entre 35 y 49 años ha perdido su empleo.
- Menos de 14 millones de españoles trabajan para sostener una población total de 46,5 millones, que incluye 8 millones de pensionistas, 9 millones de menores de 16 años, 2,6 millones de empleados públicos y 5,9 millones de parados.
- El sector bancario continúa disminuyendo el crédito al sector privado (reducción total de casi unos 400.000 millones de euros desde 2009) derivado en gran parte por las restricciones de capital resultantes de la subida de las provisiones (más de 200.000 millones de euros en tres años) para afrontar el alto nivel de morosidad (12%, un récord histórico). En el mismo periodo la banca ha aumentado enormemente el préstamo a la Administración (incremento de 500.000 millones).
- La lentitud y la falta de claridad en el progreso de reformas en el marco europeo y especialmente en la unión bancaria puede volver a generar incertidumbres entre los inversores que afectaría negativamente al riesgo España.

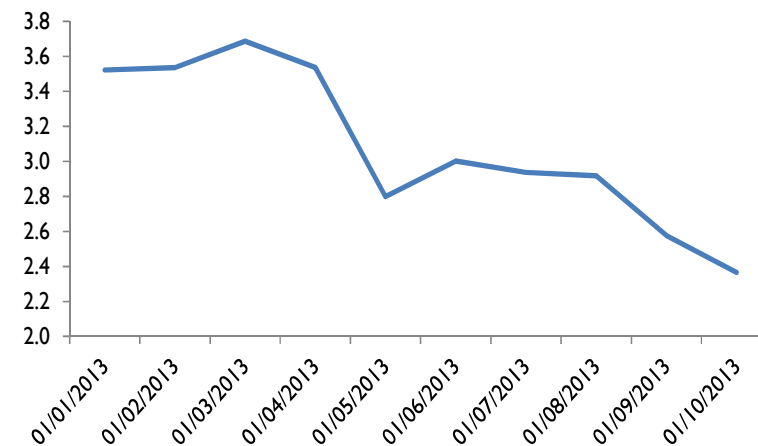
## Hasta verano de 2012 los riesgos sistémicos actuaban como círculos viciosos, anunciando una catástrofe



## Pero durante 2013 se están convirtiendo en círculos virtuosos



**Prima de riesgo España - Alemania**



Fuente: Bloomberg

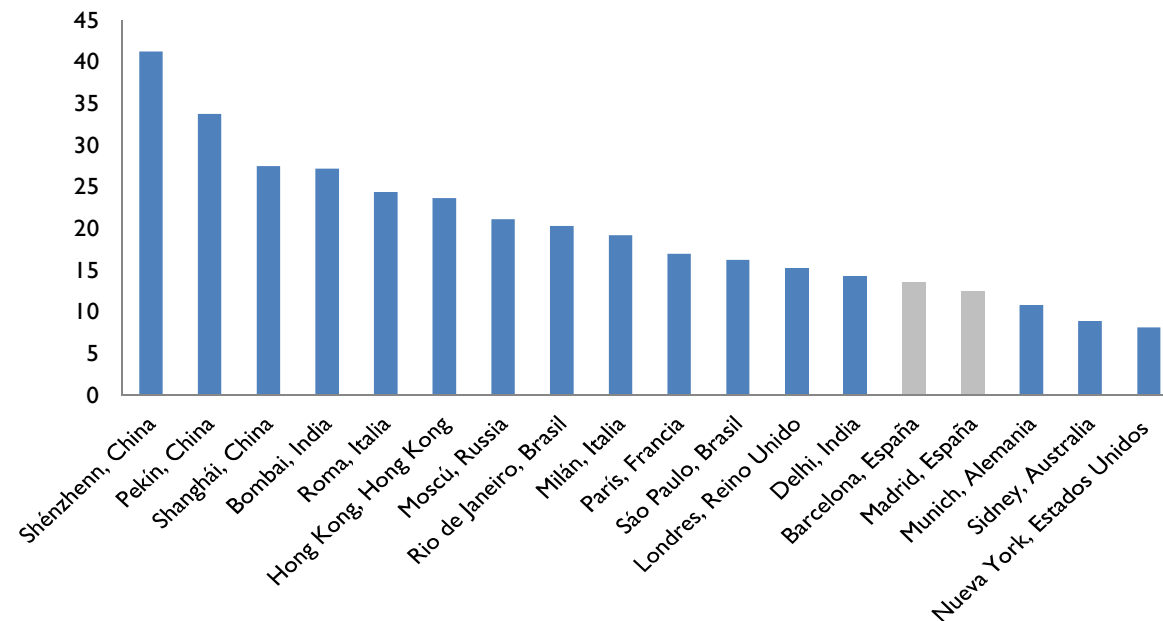
- Los efectos negativos del contagio se están dando la vuelta hacia factores positivos. El cambio en el sector privado, que ha pasado de presentar un déficit de un 13% del PIB en 2007 hasta un superávit (exceso de ahorro sobre consumo e inversión) de un 5% de PIB en 2013 ha sido clave.

## Consideraciones sobre el sector inmobiliario español

- Las estadísticas inmobiliarias son en general de calidad limitada e interpretable.
- A largo plazo el precio de la vivienda obedece una ley: la relación entre precios de las casas y la renta de los hogares.
- En España hay 17,5 millones de hogares y 25,3 millones de casas, una relación de 1,45 entre casas y hogares.
- Tras una caída de un 40%-43%, los precios de los inmuebles en España están en 5,7 veces la renta bruta (niveles del 2003) comparado con el máximo alcanzado en 2009 (7,8 veces); la media histórica se sitúa entre 4 y 5 veces. El precio medio de una casa española se sitúa en 1.482 euros el metro cuadrado.
- El esfuerzo de compra de una vivienda se ha reducido desde el 42% de la renta en 2008 hasta el 32% en 2013.
- Importantes instituciones extranjeras están comprando el sector inmobiliario español desde junio de 2013: AXA, Blackstone, IG, Varde, Goldman Sachs o Anchorage (Apéndice I).
- Las ventas de casas de doce meses españolas se estabilizan en la zona de las 320.000 unidades (152.000 nuevas, 168.000 de segunda mano) frente a una construcción de menos de 40.000 unidades anuales.

## ¿Dónde está la burbuja inmobiliaria?

### Relación entre precio de la vivienda vs. renta bruta (2013)

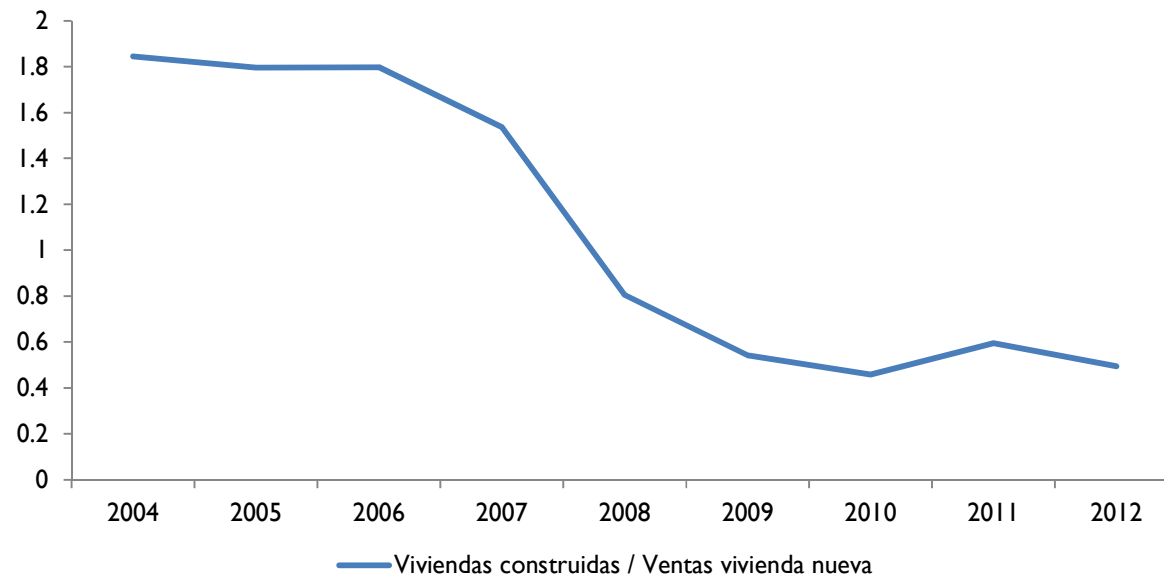


Fuente: Numeo.com

- Las medias nacionales son siempre inferiores a las del centro de las capitales, pero una comparativa internacional permite ver que hoy en día es en los BRIC donde se da el mayor riesgo de burbuja inmobiliaria.

## El riesgo consiste en construir más viviendas de las que se venden...

Ratio de viviendas construidas sobre ventas de viviendas nuevas

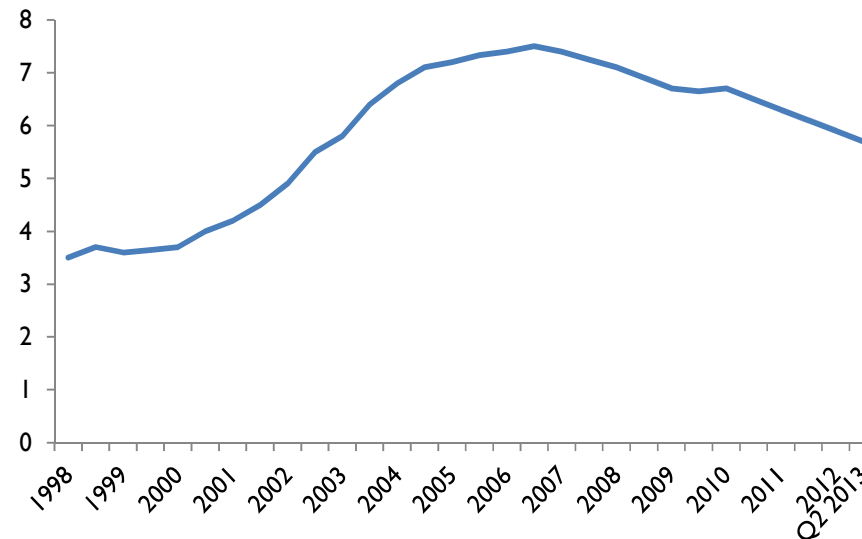


Fuente: Bloomberg

- En España, la construcción de viviendas nuevas frente a ventas de vivienda nueva se sitúa en 0.5x. En China el ratio es de 3.5x.
- Los ratios superiores a 1 indican riesgo de burbuja, los inferiores a 1, potencial alcista (a largo plazo el ratio tiende a 1...).

## ¿Es el pasado un reflejo del futuro?

### Precios de las casas vs. renta bruta

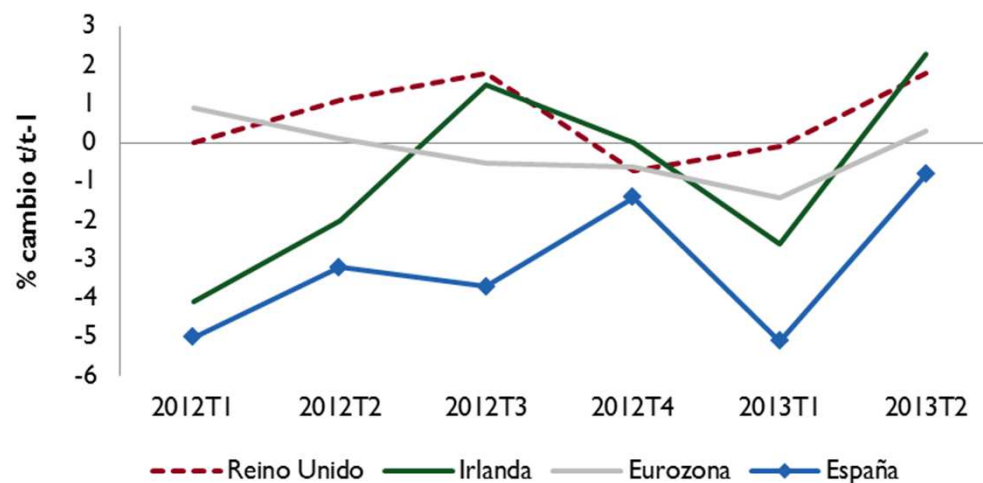


Fuente: Banco de España

- Es cuestionable el que los precios de las casas tengan siempre que revertir a la media. En la coyuntura actual hay que considerar tres ajustes: i) los tipos de interés actuales son inferiores a los históricos, ii) la liquidez provocada por los balances de los bancos centrales (tres veces su tamaño habitual) es muy alta, y iii) el arbitraje generado entre precios y renta disponible de los extranjeros provoca un aumento de las compraventas de no residentes (se han duplicado desde el 10% del total al 22% actual).

## ¿Algo está cambiando en el sector inmobiliario?

### Precios de la vivienda, movimientos intertrimestrales

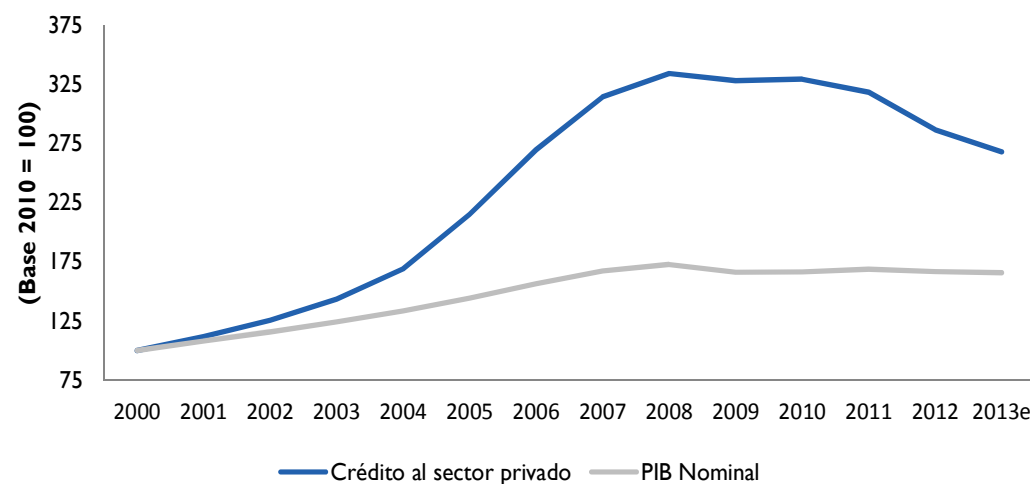


Fuente: Eurostat

- En línea con la tendencia europea, las caídas de precios de las casas en España se moderaron el segundo trimestre de 2013. Las caídas de precios intertrimestrales se situaban al 5,1% el primer trimestre, el segundo caen solamente un 0,6% (Eurostat).
- El índice de precios de casas de fotocasa entró en positivo en julio de 2013 después de varios años en negativo.

## Crédito en España: ¿Qué PIB preferimos, 2006 o 2014?

### Evolución crédito privado vs. PIB

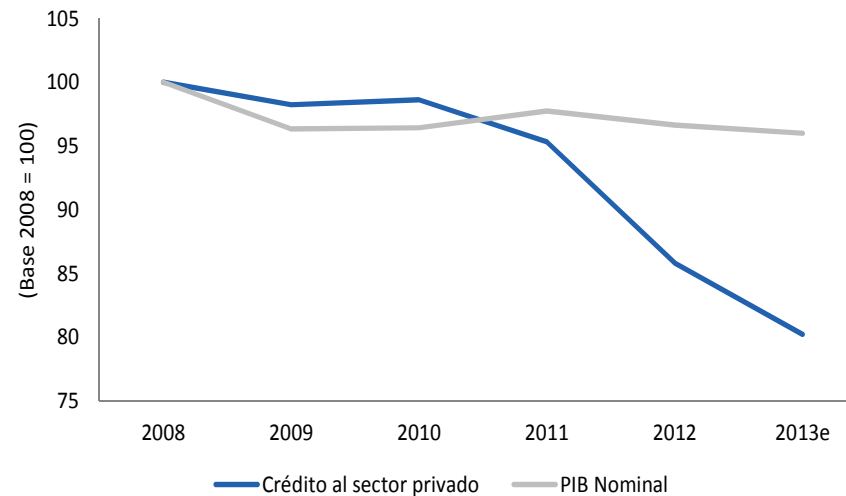


Fuente: Banco de España

- En 2006 España necesitaba 3 euros de crédito nuevo para crecer 1 euro en PIB nominal, dicha intensidad de crédito es una muestra evidente de burbuja. La relación entre crédito y PIB real se situaba en 5 a 1.
- En 2014 el crédito probablemente no suba, y el PIB subirá un 2,5% en términos nominales. Esto implica que el PIB generado en 2014 es de mucha mayor calidad que el de 2006.
- El crédito y sus burbujas se han trasladado a los mercados emergentes entre 2007 y 2012.

## La economía Española es resistente

### Crecimiento anual del crédito

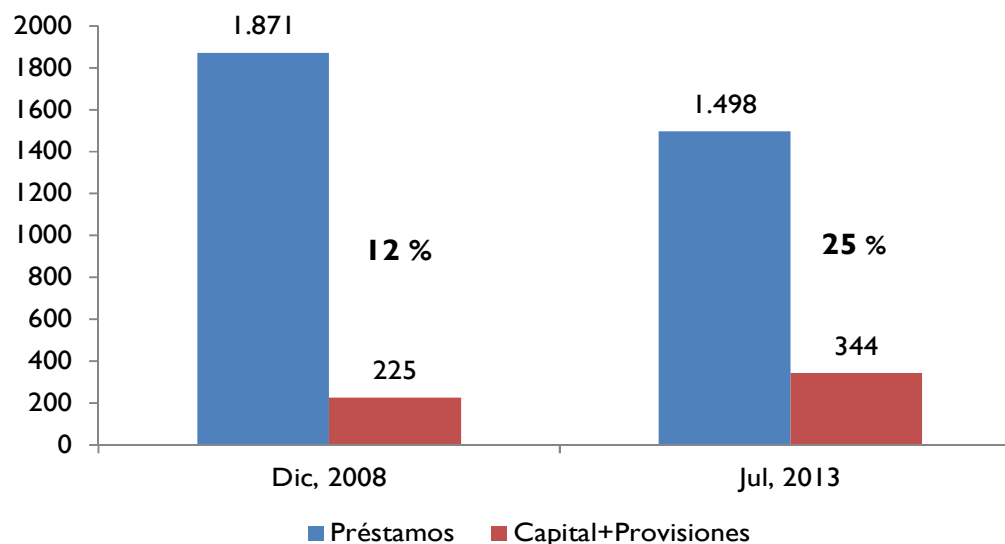


Fuente: Banco de España

- El crédito (proporción de PIB) se ha reducido un 40% (de 183% a 143%) mientras que el PIB real tan solo ha caído un 7%, manteniéndose en términos nominales. La mayoría de la contracción ha afectado al sector inmobiliario.
- Aunque una parte de la reducción es debida a provisiones, se trata de un resultado heroico: el PIB hubiera podido caer mucho más ante esta enorme contracción crediticia.
- La apertura de los mercados de bonos mejorará la situación.

## El efecto contagio de los bancos se ha limitado mucho

Solvencia de la banca española (€ mill.)



Fuente: Banco de España

- La solvencia de un banco se puede mirar como el porcentaje de fondos propios y provisiones con los que cuentan para respaldar al nivel de préstamos. En España, dicho % se ha duplicado desde el 12% de 2008 hasta el 25% actual. A su vez, la exposición al sector inmobiliario ha descendido considerablemente de 400.000 M€ a 110.000M€ (por provisiones y por el “banco malo”, SAREB).
- Los niveles de solvencia han mejorado desde el 8% al 10% a pesar de haber reconocido unas pérdidas totales cercanas a 200.000 millones de euros (20% de PIB, limpieza superior a la de muchas otras economías).

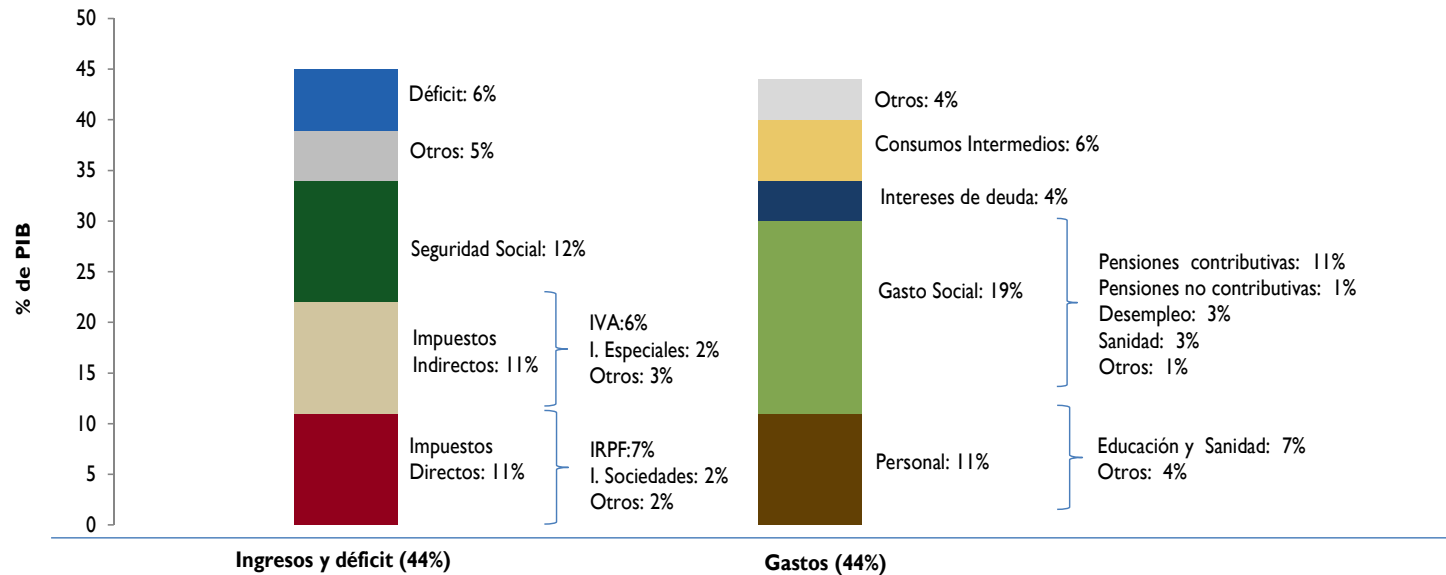
## La deuda pública se estabilizará al 101% de PIB

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PIB nominal (€ mm)</b>	1029	1026	1047	1076	1110
<b>Cambio real</b>		-1,3%	0,7%	1,2%	1,7%
<b>Cambio nominal</b>		-0,3%	2,0%	2,8%	3,2%
Impuestos	37,1	37,9	38,2	38,4	38,4
Ajuste bruto	1,8	2,2	0,8	0,3	0,4
Gastos	43,9	44,4	44,0	42,6	41,2
Ajuste bruto	2,5	1,5	0,8	1,0	0,8
Esfuerzo fiscal bruto	4,3	3,7	1,6	1,3	1,2
Esfuerzo fiscal neto		0,3	0,7	1,6	1,4
<b>Déficit Fiscal</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>2,8</b>
Déficit Pactado	7,0	6,5	5,8	4,2	2,8
Estado		3,8	3,7	2,9	2,1
CCAA		1,3	1,0	0,7	0,2
Seguridad Social		1,4	1,1	0,6	0,5
Déficit estructural	4	2,4	2,1	1,2	0,6
Deuda soberana total		94	99	101	101

Fuente: Ministerio de Hacienda, datos en % de PIB si no se indica lo contrario

- Desde 2009 se ha logrado una reducción del déficit del 4% del PIB (3% estructural). El comportamiento del PIB muestra que nuestro multiplicador fiscal (caída de PIB por cada euro de esfuerzo fiscal) es mejor que el de Italia o el de Portugal.
- La deuda se estabilizará en 2016 al 101%, momento en el que el PIB nominal español crecerá por encima que el incremento de deuda, reduciendo ésta.
- Los impuestos representan el 37% del PIB, muy por debajo de la UE (45%); si España consigue normalizar sus ingresos al 39% (reduciendo los tipos a la vez que las deducciones fiscales), la bajada de deuda sería más pronunciada. Con la reducción de la prima de riesgo mejora la situación de España (ahorro de € 5.000 millones).

## La cuenta de resultados de la Administración en 2014 (% de PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

- El gasto social y empleados públicos representan un gasto equivalente al 30% del PIB. Por su parte la recaudación fiscal, en el 38% del PIB, es inferior a la de muchos otros países a pesar de los altos tipos, reflejando su limitado impacto.



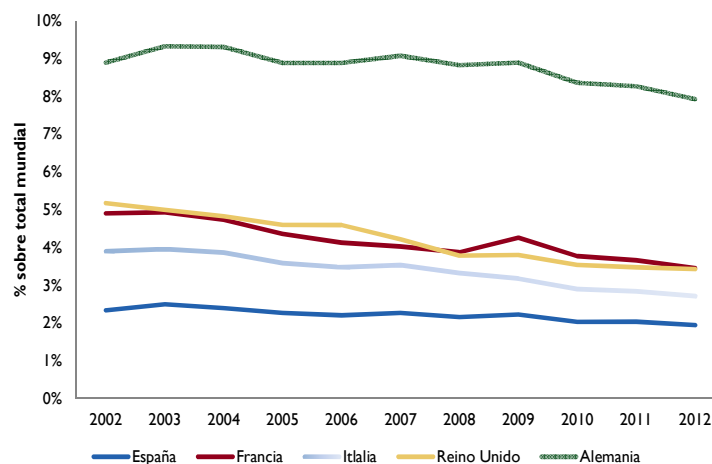
# **La revolución exportadora: ¿Por qué España se está convirtiendo en Alemania?**

## España vs. Alemania

- La economía alemana en 2004 aceleró su capacidad exportadora. Tras las importantes reformas para apuntalar su competitividad (los costes laborales unitarios bajaron seis puntos entre 2003 y 2006), las exportaciones subieron diez puntos como % de PIB entre 2003 y 2006.
- España ha demostrado su capacidad de convertirse en una potencia exportadora, también ha ganado en competitividad (ocho puntos de reducción de costes laborales unitarios entre 2008 y 2013) y sus exportaciones han crecido más de diez puntos como % de PIB en un periodo de tiempo similar al de Alemania (cuatro años).
- Sin embargo, aunque el gobierno español disfruta de mayoría absoluta frente a la coalición que regía Alemania en esa época, las diferencias entre ambos países aun son evidentes:
  - España atraviesa una evidente crisis institucional, importante diferencia frente a Alemania.
  - El tamaño medio de la empresa española es inferior a la alemana. Tenemos muchas pequeñas empresas y pocas medianas, mientras que en Alemania es al revés. Es crucial una estrategia de consolidación para que las empresas españolas consolidadas tengan más potencial de exportar (a partir de los 50 empleados la posibilidad de que la empresa exporte sube al 50%). España ha realizado muy poco esfuerzo en este sentido.
  - Alemania ha invertido muchos más recursos que España en investigación y desarrollo, con mayor productividad.
  - España necesita consolidar estrategias y mercados de nicho como hizo Alemania en su momento.
  - El sistema laboral español produce más temporalidad que el alemán, lo que dificulta políticas de formación eficientes.

## ¿Quién está en declive?

**Cuotas de mercado de exportaciones de bienes y servicios**



Fuente: Eurostat

**Cuota de mercado en exportaciones mundiales de bienes y servicios**

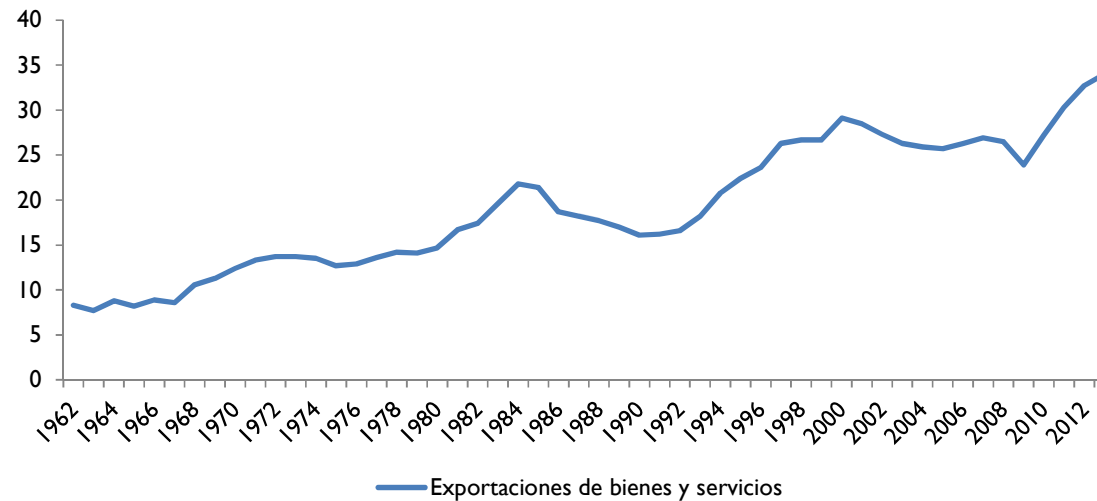
	2002	2012
España	2,30%	1,90%
Italia	3,90%	2,70%
Francia	4,90%	3,40%
Reino Unido	5,20%	3,40%
Alemania	8,90%	7,90%

Fuente: Eurostat

- La introducción definitiva de muchos países emergentes en el comercio mundial durante la primera década del siglo ha provocado una caída en la cuota de mercado de exportaciones de países desarrollados.
- Sin embargo es el nivel de la caída lo que demuestra qué países están en declive; el comportamiento español ha sido sobresaliente, reflejando la calidad de su tejido exportador.

## La revolución exportadora de España

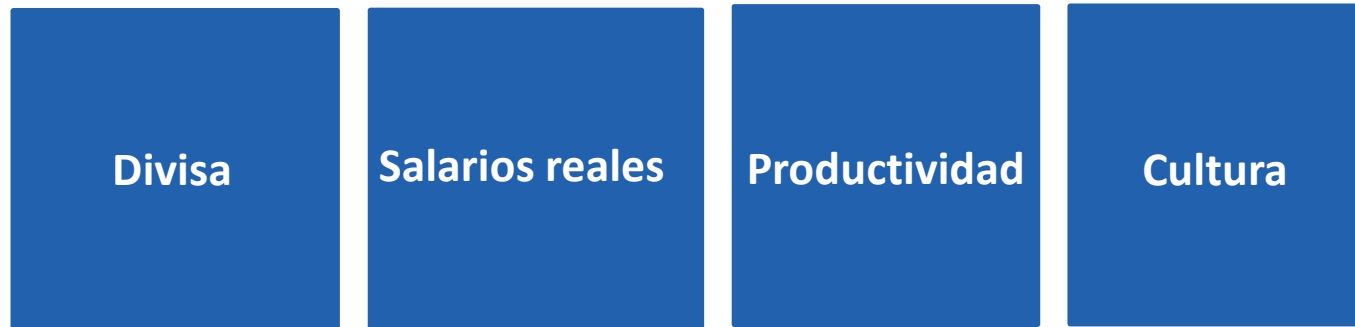
### España: exportaciones de bienes y servicios sobre % PIB



Fuente: Eurostat

- Las exportaciones españolas han crecido desde el 8% del PIB en 1962 hasta el 34% en 2013. Este nivel supone un record histórico.
- España exporta más que la mayoría de las grandes naciones (EEUU un 13%, Francia un 27%, Italia un 30%, Reino Unido un 31% y sólo es superada por Alemania, con un 52%).

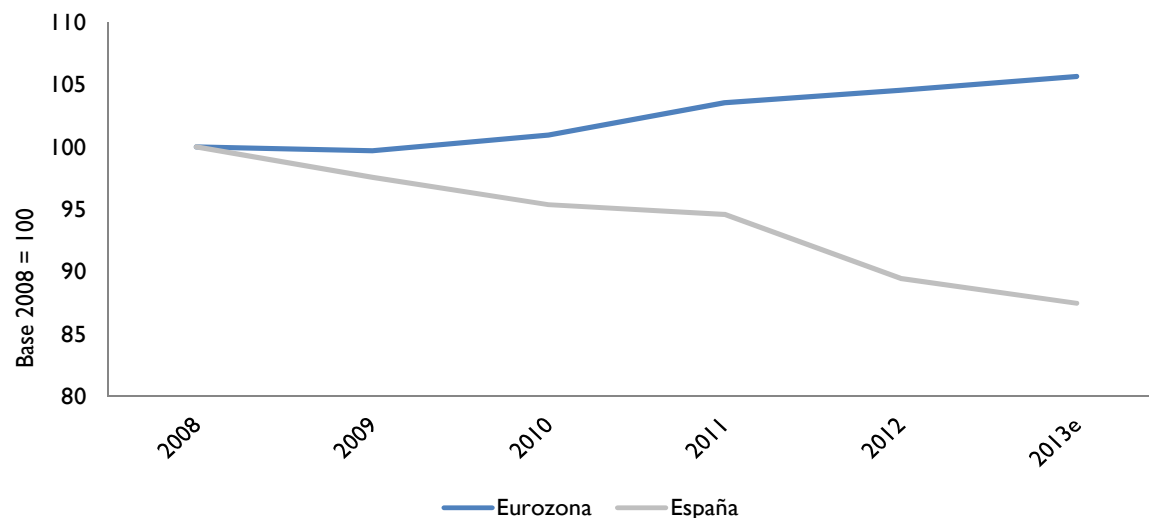
## Factores que contribuyen a la revolución exportadora



- Hemos visto cómo a pesar de caer más la libra que el euro, España ha subido sus exportaciones más que el Reino Unido.
- Este hecho puede estar motivado no solo por la mejora de la competitividad (salarios y productividad), sino a la capacidad de muchas empresas españolas para abrirse camino en el exterior en un periodo de tiempo record, una “cultura exportadora”: durante 2013 un total de 115.000 empresas españolas exportan (un 10% más que 2012), record histórico.

## España se ha convertido en un país ultra competitivo en salarios

### Crecimiento en términos reales de salarios

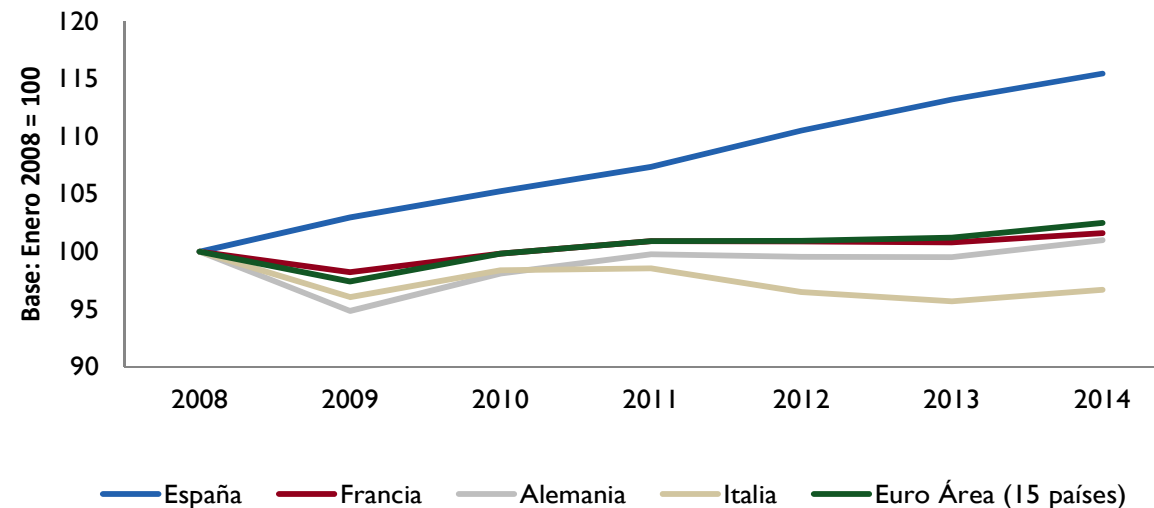


Fuente: Eurostat

- El salario medio español es de 2.300€ (3.000€ incluyendo seguridad social), un tercio más bajo que la media de la zona euro.
- Los salarios españoles han disminuido tanto en términos reales (ajustados por inflación) como en términos nominales, lo que mejora la competitividad.
- Como aun existe mucha capacidad instalada no utilizada (entre el 4% y el 5% sobre PIB ya que el nivel de paro es muy alto comparado con el desempleo natural), no se generarán tensiones inflacionistas a futuro, lo que mejorará aun más la competitividad.

## La productividad española ha aumentado un 12% desde 2008

### Productividad laboral

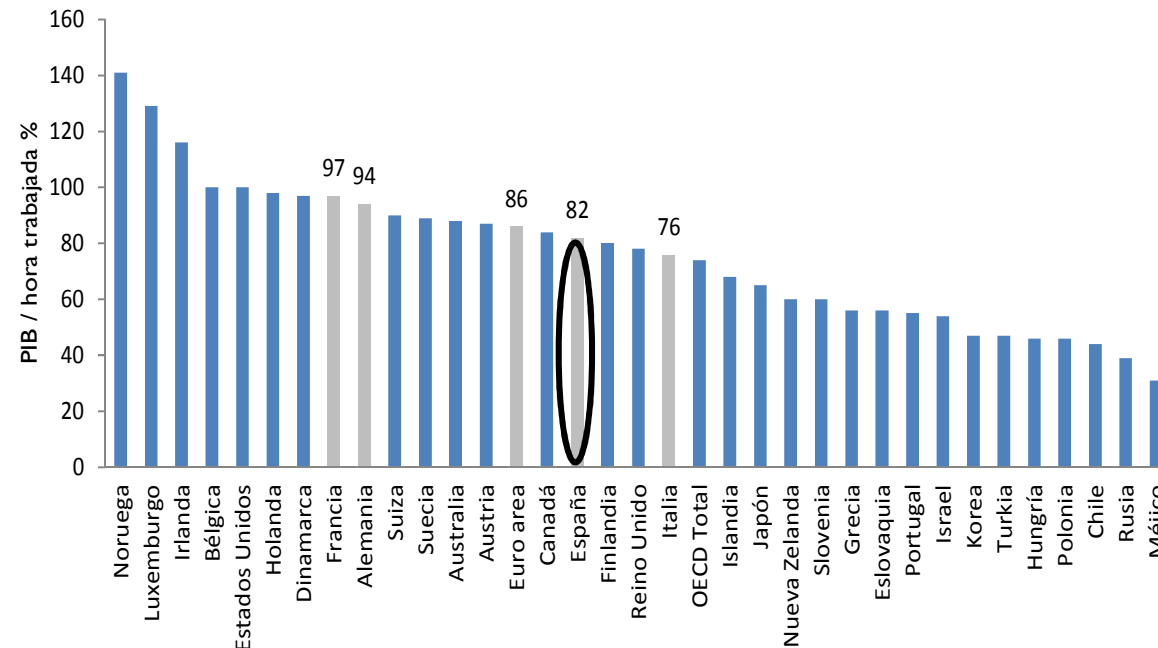


Fuente: OECD

- El PIB ha caído un 7% desde 2008 y el empleo lo ha hecho un 19%; es decir, que cada español produce un 12% más, haciéndose más competitivo. Una parte de esta mejora es debida al menor peso del sector constructor (de menor productividad), pero la mayoría (60%) es una ganancia genuina.

## Provocando que un español sea casi tan productivo como la media europea

Productividad laboral 2012, EEUU = 100%

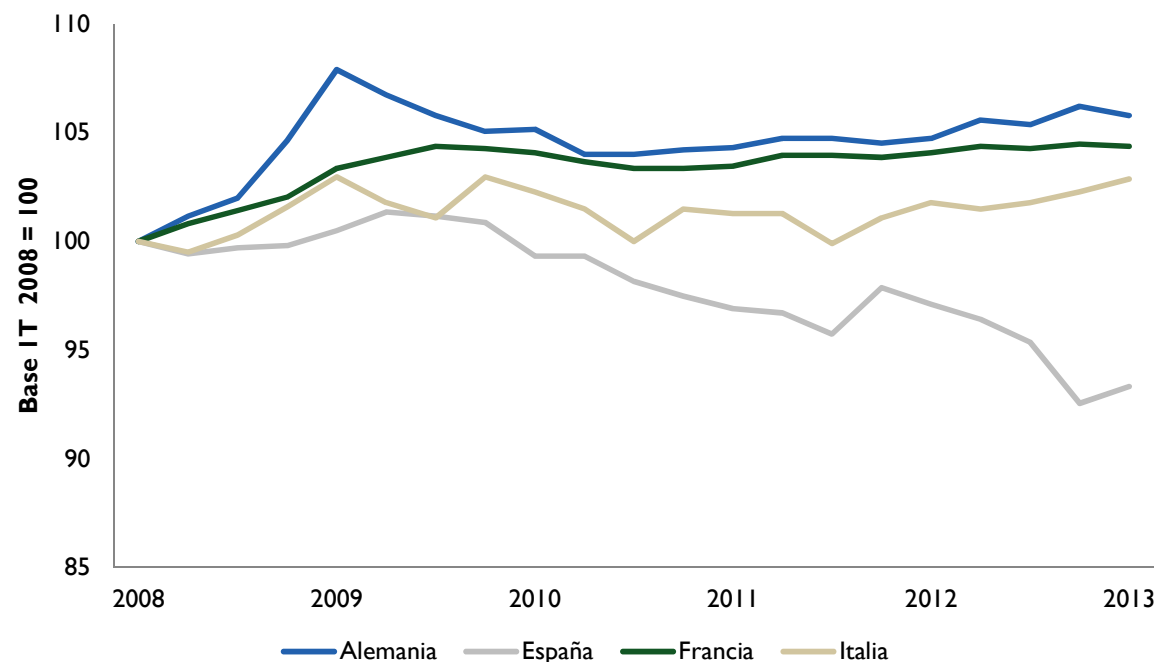


Fuente: OCDE

- Los españoles son casi tan productivos como la media de los trabajadores de la zona euro, pero con salarios un tercio menores.

## Resultando en la favorable la evolución del coste laboral unitario

### Costes laborales unitarios

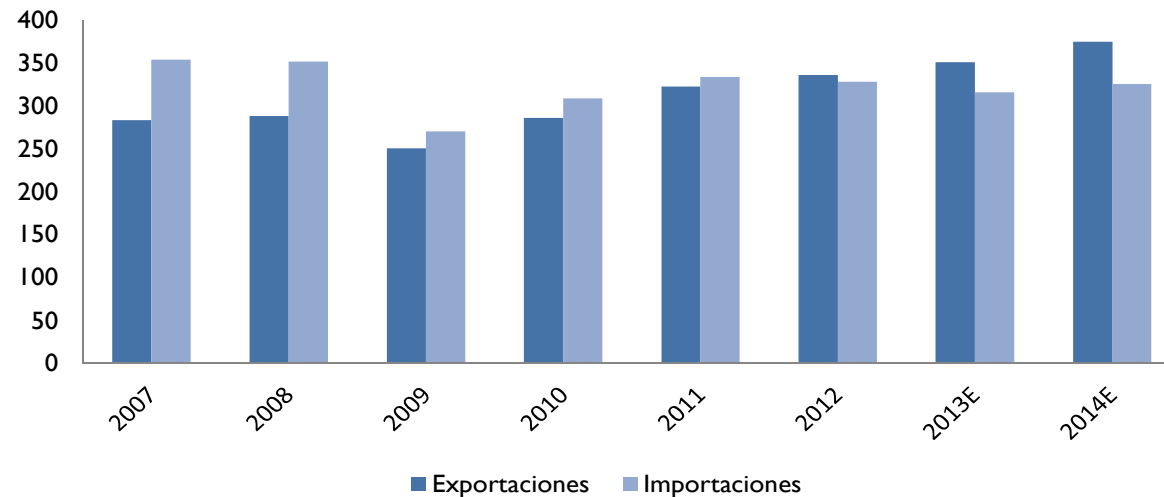


Fuente: Eurostat

- El coste laboral unitario (CLU) es un factor clave de la competitividad. Se define como la diferencia entre el incremento de salario real y el incremento de la productividad.
- El CLU se ha reducido un 8% en España frente a subidas de entre el 5 y el 10% entre sus principales competidores. Es mala noticia para el consumo pasado, pero muy buena para la competitividad futura. Entre 2014 y 2015 continuará esta tendencia (se esperan otros cuatro puntos de mejora de competitividad vía CLU).

## Superávit comercial de España

### Comercio de bienes y servicios (€ miles de millones)

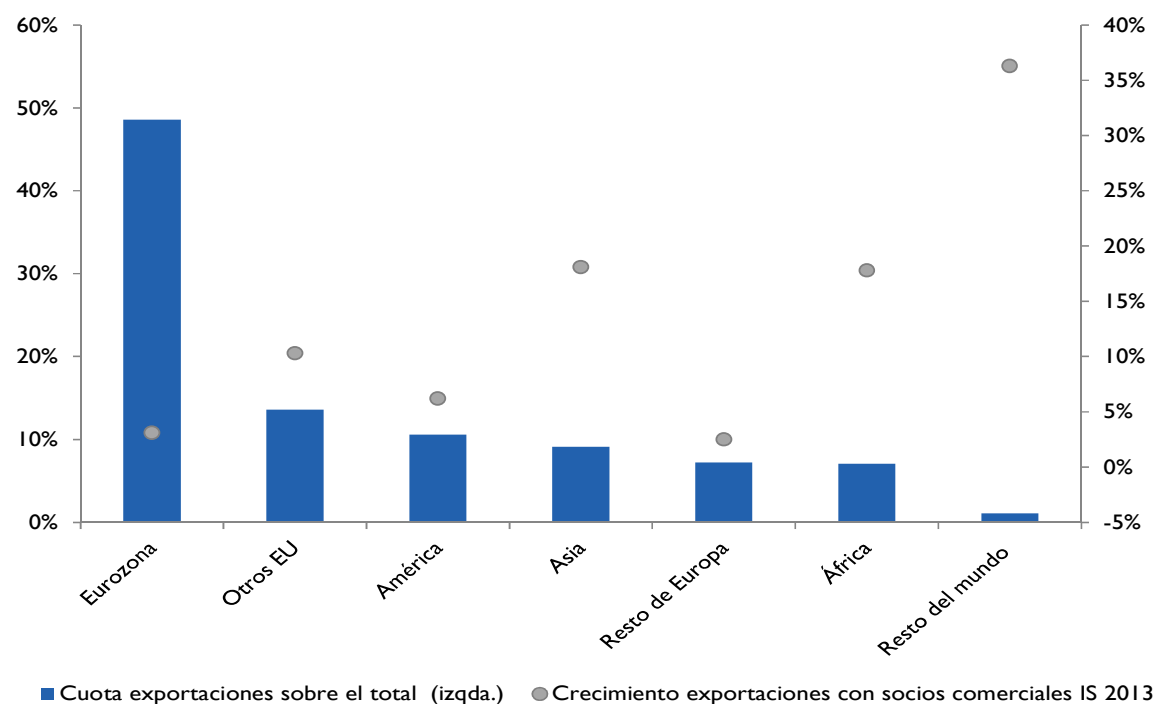


Fuente: Eurostat

- A pesar de que España importa más de 50.000 millones de euros todos los años en petróleo y gas, se ha conseguido exportar más bienes y servicios que importarlos desde 2012 por primera vez desde la entrada en el euro.
- El turismo en 2013 ha alcanzado otro año record: España ingresará más de 65.000 millones de euros brutos (31.000 millones netos del gasto de nuestros turistas) por este concepto, situándose como segunda potencia mundial tras los EEUU. El resto del sector servicios (como nuestras empresas de ingeniería) presentará un saldo neto de 8.000 millones tras subir sus exportaciones un 44% desde 2008. El superávit comercial previsto para 2014 es de 50.000 millones de euros.

## ¿Dónde exporta España? (primer semestre 2013)

### Cuota de exportaciones y crecimiento

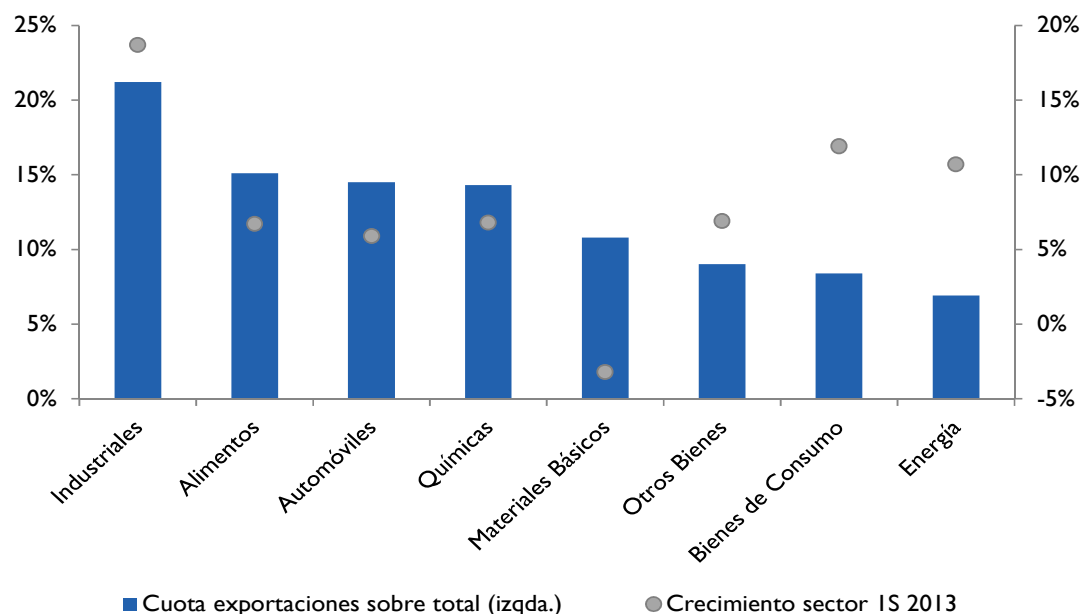


Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad

- Las exportaciones españolas han crecido un 8% en el primer trimestre de 2013 frente a Alemania, Francia e Italia que han presentado reducciones del -0,6%, -1,7% y -0,4% respectivamente.
- Es de destacar el enorme incremento de exportaciones españolas fuera de Europa (con incrementos entre el 15% y el 35%).

## ¿Qué está exportando España? (primer semestre 2013)

### Cuota de exportaciones y crecimiento

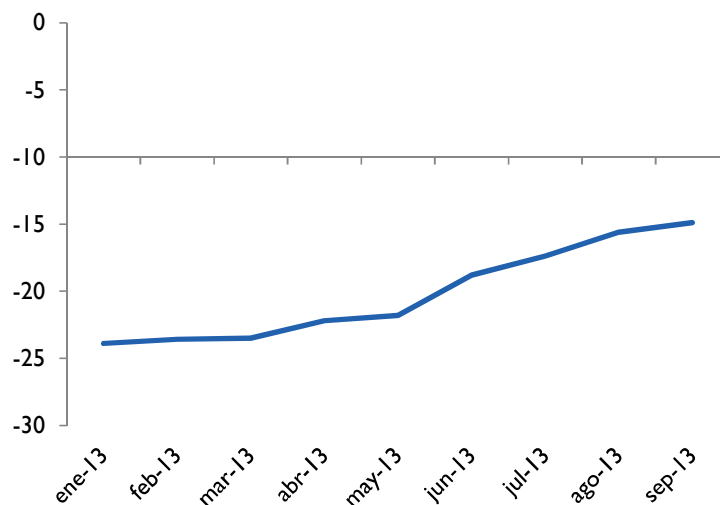


f uente: MINISTERIO de Economía y Competitividad

- En contra de la percepción de que España exporta bienes de bajo valor añadido, nuestro país exporta bienes de equipo industrial (21%) seguido de tres bloques cercanos al 15%: automóviles, industria química y alimentación.
- Esto implica que las exportaciones españolas son de elevado valor añadido, por lo tanto no fácilmente replicables y “poco elásticas” (mantienen su cuota de mercado a pesar de movimientos de divisas). De aquí se deduce porqué la cuota de mercado española ha permanecido estable los años buenos y los malos.

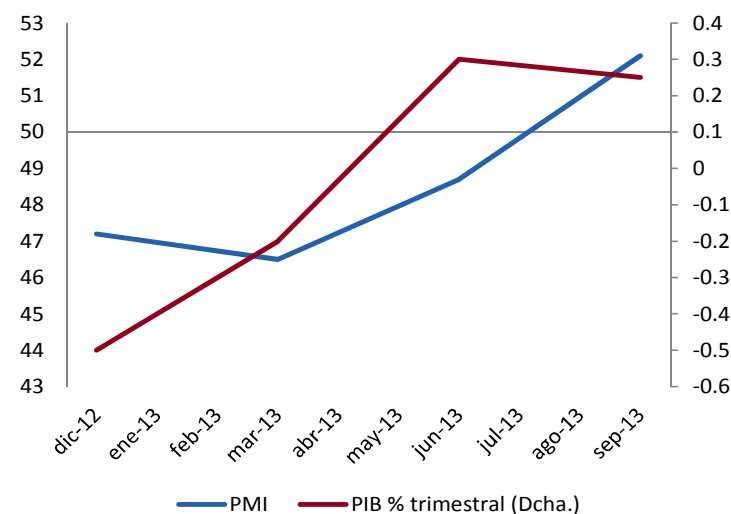
## En 2014 se alcanzará otro record histórico de exportaciones debido a la recuperación europea

**Confianza del consumidor de la Eurozona**



Fuente: Bloomberg

**PMI compuesto y PIB de la zona euro interanual (%)**



Fuente: Bloomberg

- El comercio mundial crecerá casi al doble en 2014 (4,5%) vs. 2013 (2,5%), tendencia de la que se beneficiará España. La UE representa el 62% de las exportaciones españolas. Europa ha abandonado dos años de recesión el segundo trimestre de 2013.
- Los indicadores adelantados (PMI) apuntan a una reactivación de la economía europea (PIB), sentándose la base para un nuevo record de exportaciones españolas en 2014. Las ventas de coches europeas de septiembre, con su mejor registro en dos años, es una buena muestra de este potencial.



## **El consumo español puede sorprender al alza muy pronto**

## Un punto de partida: la pesadilla del consumo interno

- El consumo en España representó en 2012 el 58% del PIB.
- Las ventas minoristas llevan 38 meses de caídas consecutivas.
- La demanda interna española financió su excesivo crecimiento entre 2004 y 2007 mediante ahorro especulativo de corto plazo (movimientos de cartera), lo que provocó un peligroso déficit por cuenta corriente.
- Al cortarse la financiación externa, la demanda interna se redujo un 18% entre 2010 y 2013 (primer trimestre).
- Desde septiembre de 2012 se generó la “tormenta perfecta” en el consumo, con una serie de factores que redujeron el poder de compra en unos 6.000 millones de euros:
  - Subida de IVA del 18% al 21% en septiembre de 2012.
  - Supresión paga extra a los funcionarios (dic. 2012).
  - Subida de IRPF en enero 2012.
  - Caída de salarios de un 3,6% de media en 2012 tras la reforma laboral de abril de 2012.
  - Subida de la inflación al 2,7%, lo que resta poder de compra.
  - Destrucción de 0,5 millones de puestos de trabajo durante 2012.
- Muchos analistas consideran que dicha tendencia negativa va a continuar hasta 2015.

## Riesgos sobre el consumo

- Las familias españolas mantienen un elevado endeudamiento por la carga hipotecaria. Una subida de tipos de interés puede perjudicar negativamente al consumo.
- Aunque hay signos de mejora en la financiación, la situación actual sigue siendo negativa, lo que limita las posibilidades de expandir el consumo.
- La caída de salarios y congelación de pensiones son una evidente merma en el crecimiento del poder de compra.
- Para una recuperación sostenible del consumo es importante apuntalar bajadas de impuestos, condicionadas al cumplimiento de los objetivos de consolidación fiscal.
- La caída continuada de precios inmobiliarios ha supuesto una rémora en el consumo.
- Un desempleo en cotas elevadas no propulsará una fuerte demanda interna.
- El consumidor español hace frente a costes más elevados frente a otros países: energía, telecomunicaciones, gasolina... lo que merma su poder de compra discrecional.

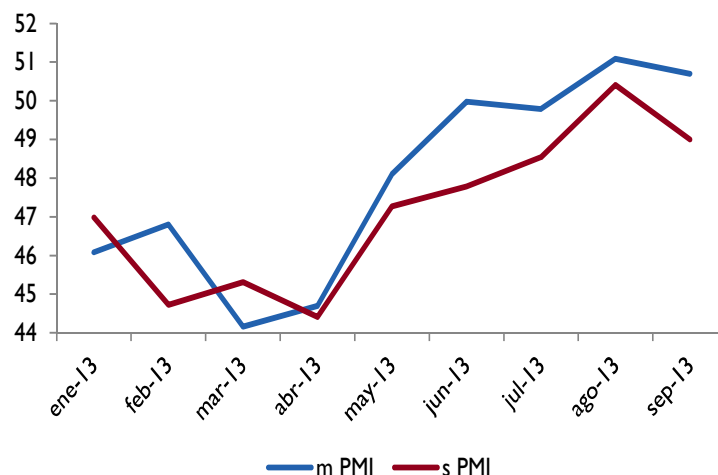
## Algo está cambiando: factores que afectan al consumo



- El desempleo se ha estabilizado desde abril; la confianza del consumidor se ve afectada por la subida del desempleo, y no tanto ante su nivel absoluto. Así, la confianza del consumidor está en máximos de 1,5 años.
- Los sueldos caían un 4% en 2012, la caída en 2013 es de un 0,5%; en 2014 los salarios se estabilizarán. A finales de 2013 los funcionarios volverán a recibir la paga extra de Navidad, lo que también contribuirá al consumo.
- Lo peor de la contracción del crédito al sector privado ha pasado ya.
- El efecto riqueza se recupera: i) la inflación ha bajado del 2,7% hasta el 0,3% (Sept 2013), ii) la estabilización del precio de la vivienda mejorará el efecto riqueza en 2014, y iii) los impuestos posiblemente bajen en 2015, lo que podría anticipar el consumo a finales de 2014.
- Esta menor tendencia negativa se ha reflejado en una reducción de la caída de ventas minoristas desde finales de 2012 cuando las caídas se situaban en el 10% (las mayores caídas desde 1971), hasta caídas de entre el 2 y el 4% en verano de 2013.

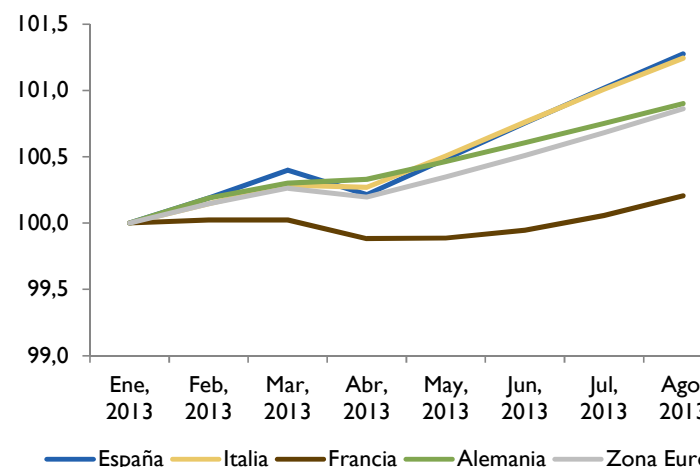
## Los indicadores adelantados son prometedores

**PMI Español**



Fuente: INE

**Indicador Sintético de Actividad, base 100 enero 2013**



Fuente: OCDE

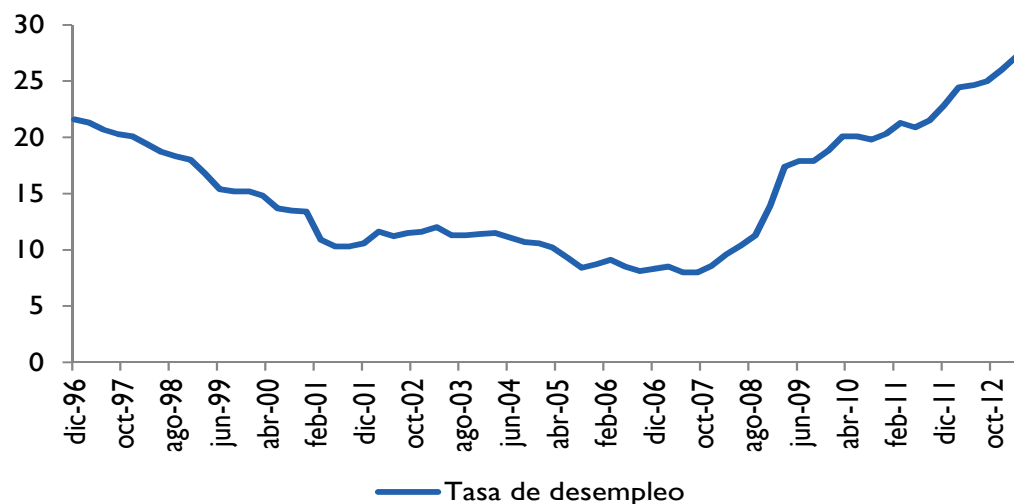
- Los indicadores de gerentes de compras (PMI) son el mejor predictor del comportamiento futuro de la economía, por encima de 50 muestran una expansión. Por su parte, los indicadores sintéticos de actividad (ISA) también predicen la actividad económica futura.
- A pesar de la caída de septiembre, el PMI español, entre 49 y 51, se sitúa en los mayores niveles desde agosto de 2011, mostrando que el país está abandonando la recesión. Por su parte España es el país de la zona euro cuyo ISA ha mejorado más durante 2013.
- El sector corporativo ha aumentado su capacidad de ahorro neto hasta los 30.000 millones de euros, antesala de una recuperación de la inversión y el empleo.

## Consideraciones sobre empleo y desempleo español

- En la medición del nivel de empleo y desempleo inciden varios elementos: número de personas que trabajan, las que han conseguido empleo, las que han sido despedidas y el resultado de estos tres factores se divide por el número de personas que busca trabajo (población activa).
- España ha destruido 3,6 millones de empleos desde el inicio de la crisis: 1,5 millones en construcción, 1 millón en la industria, 0,6 millones en autónomos y 0,5 millones en empleados públicos. Actualmente en España trabajan 16,3 millones de personas (afiliados a la seguridad social) en la economía oficial. Esta cifra de trabajadores ha rebotado desde mínimos desestacionalizados de 16,1 millones en Febrero de 2013. En la economía sumergida podrían trabajar entre 2 y 3 millones de personas.
- La población activa española subió en 5,5 millones entre 2000 y 2008, más que Francia, Alemania e Italia juntos. Una parte mayoritaria de este incremento se debió a la inmigración, y una parte relevante de este flujo fue absorbido por el sector constructor. De este incremento de 5,5 millones de trabajadores, 2,2 millones se debía a un incremento natural y 3,3 millones a uno anormalmente alto relacionado con el “boom” constructor. Como el total de pérdida de puestos de trabajo alcanza los 3,5 m. quiere decir que el ajuste ha terminado.
- El desempleo se ha estabilizado durante 2013: i) el crecimiento del empleo en sectores punteros (por ejemplo el sector exportador crea 65.000 empleos por cada punto de subida de las exportaciones), compensa la reducción en el sector público y en la construcción, provocando que la destrucción de empleo neta alcance niveles mínimos desde el inicio de la crisis, ii) se está produciendo una bajada de la población activa (que como hemos visto era inusualmente alta) mediante la emigración (dos millones de personas han abandonado España, un 10% nacionales; las remesas de inmigrantes han pasado a ser positivas en primavera de 2013).

## El mercado laboral está cambiando

### Evolución de la tasa de desempleo en España

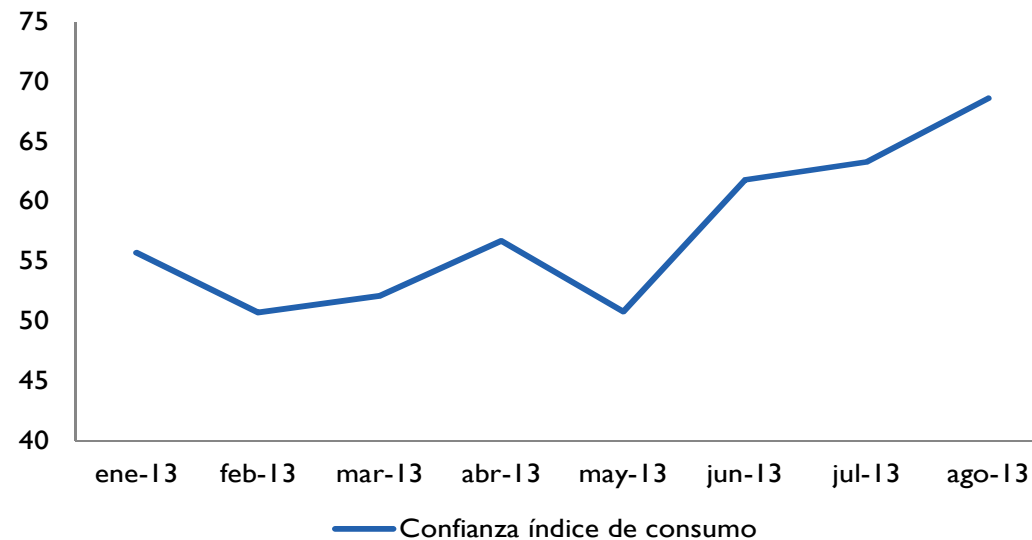


Fuente: Bloomberg

- Durante 2013 el desempleo se está estabilizando en 5,9 millones, al 26,3%. Aunque las cifras interanuales siguen indicando incrementos de desempleo, las intermensuales indican ya ligeras bajadas de desempleo. La subida en utilización de capacidad instalada es otra muestra de estabilización del empleo (al incrementar la capacidad instalada las empresas contratan trabajadores, compensando el nivel de despidos).
- El cambio en la ley de Okun, que establece el nivel de crecimiento para crear empleo, puede provocar una sorpresa positiva en el empleo durante 2014: los datos de empleo de agosto-septiembre desestacionalizados son los mejores desde el inicio de la crisis.

## Mejora evidente de la confianza del consumidor

### Confianza de consumo español

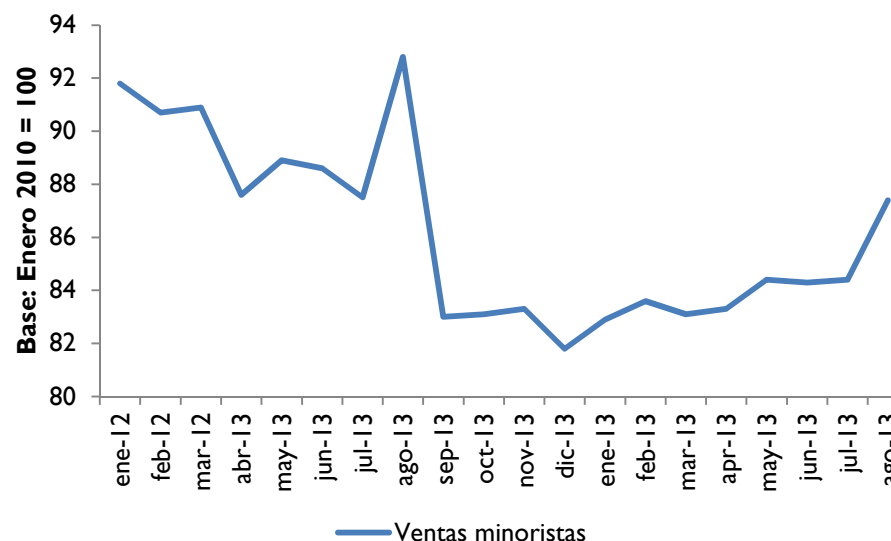


Fuente: CIS

- La estabilización del desempleo ha provocado que el índice de confianza del consumidor esté aun en niveles bajos, pero en máximos de 1,5 años.

## Tendencia del consumo...

### Ventas minoristas españolas



Fuente: INE

- Las ventas minoristas han pasado de caer a casi el 11% el cuarto trimestre de 2012 a unas caídas de 2-4% en julio/agosto de 2012. A partir de septiembre de 2012 la comparativa año contra año será extremadamente favorable debido a las históricas caídas de Sept-Dic 2012, que situaron al último cuatrimestre en niveles de consumo inusualmente bajos. Los consumos intertrimestrales han mejorado desde el -0,8% (T4 2012), -0,4% (T1 2013), 0% (T2 2013).
- Existe evidencia puntual de un punto de inflexión: incremento interanual de ventas de coches en septiembre 2013 de un 26%, mejora en grandes superficies, en crédito en tarjetas y en hostelería, cuarto mes de subida en líneas de móviles, mejora en consumo de agua y mejora en el tráfico de autopistas.

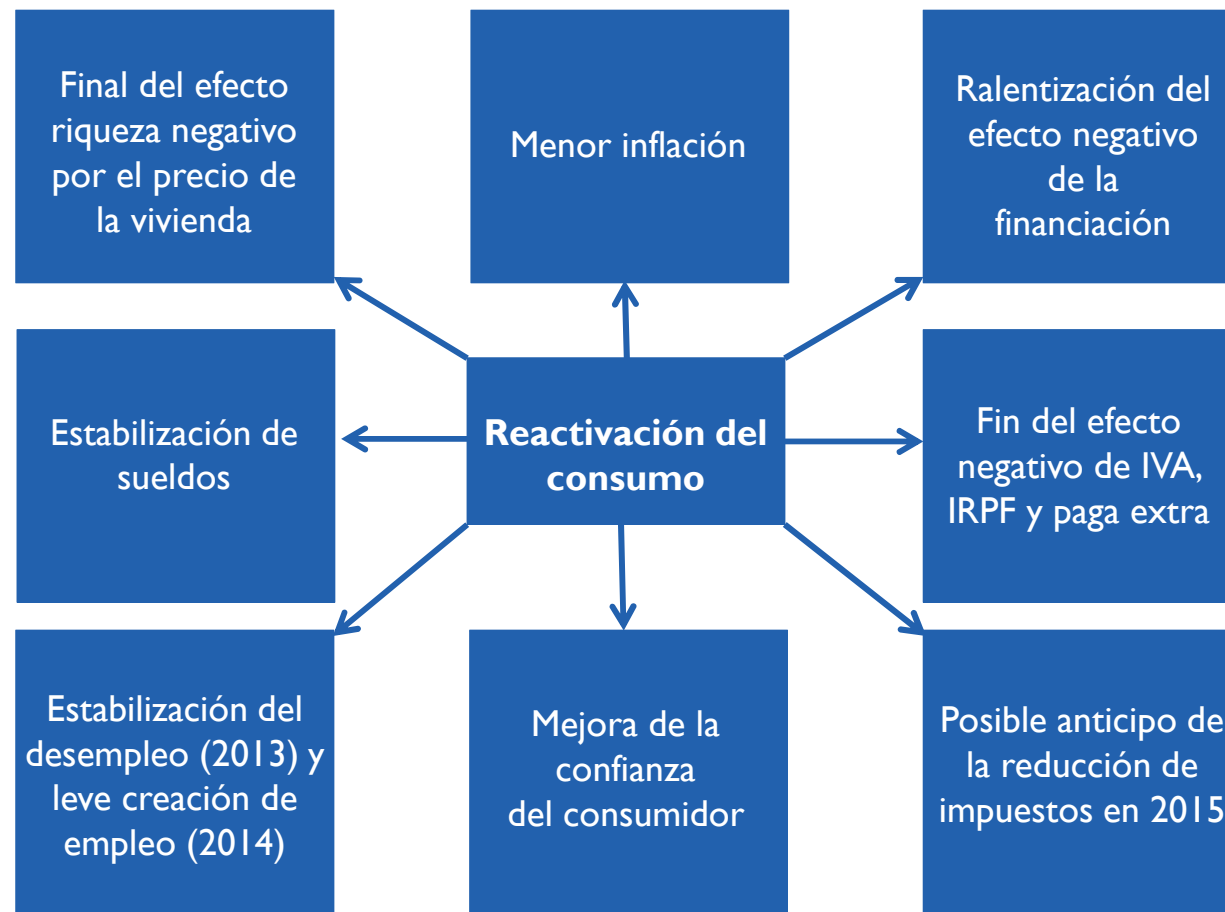
## ¿Ha pasado ya lo peor en la financiación?

- Como hemos visto España, ha experimentado una extraordinaria caída del crédito al sector privado (400.000 millones de euros, concentrado en el sector inmobiliario y PYMEs). La situación sigue siendo difícil, ya que los bancos intervenidos por el FROB (un tercio del sistema) han de equilibrar ratios entre préstamos y depósitos hasta conseguir el 100% antes de 2017. Por otro lado queda por provisionar una parte de los préstamos “reestructurados”. Pero hoy el debate sobre la banca española es sobre rentabilidad, no sobre riesgo sistémico, o necesidades de capital para el conjunto del sistema.
- Con todo, ateniéndose a fundamentales, el que la banca preste depende de dos factores: liquidez y solvencia.
  - Si miramos la liquidez, el ratio de préstamos al sector privado sobre depósitos de alta calidad ha mejorado rápidamente, hasta el 127% (115% con todos los depósitos).
  - Si miramos la solvencia, la ratio de capital ha aumentado hasta el 10% a pesar de haber provisionado 200.000 millones de euros. Las provisiones sobre préstamos en mora se sitúan al 59%, frente al 61% en Francia, 53% en el Reino Unido y 44% en Italia.
- Los inversores extranjeros están comprando bancos españoles (Apolo: EVO y Finalmadrid; Fortress en Lico) o participando en el capital (ampliación del Sabadell) para poder ampliar el volumen de préstamos futuros. A su vez, la reducción del déficit fiscal limitará el efecto expulsión (“crowding out”) que ha trasvasado el ahorro desde el sector privado al público.
- Se está abriendo la financiación vía bonos a grandes empresas (como ENCE) y a medianas (nuevo mercado alternativo de renta fija). El impacto de financiación no bancaria crece: préstamos directos desde fondos de inversión a empresas españolas (Uralita, Portland...). (Apéndice 2),
- **La mejora de la financiación provoca una mejora del PIB, la mejora del PIB acaba provocando una mejora del empleo.**

## ¿Punto de inflexión en la financiación de la PYME?

- La PYME española representa el 65% del PIB, el 80% del empleo y un porcentaje superior de la creación de empleo, por lo tanto su financiación debería ser una cuestión de Estado. Para que se recupere el crédito hace falta oferta y demanda, y esta última depende del coste, que ha sido inusualmente alto.
- Ya ha empezado a caer el diferencial del coste de financiación de las PYMEs de 650 pb. a 550 pb., mínimo de 2 años, aunque aún es superior al nivel de Alemania o Francia (300 pb.).
- El índice AXESOR de probabilidad de impago de operaciones comerciales, que alcanzó máximos de 3,8% el cuarto trimestre de 2012, se ha reducido hasta el 0,78% el tercer trimestre 2013. A su vez, el consumo de información de empresas para operaciones comerciales medido por Axesor, que caía al 5,9% en el primer trimestre, está subiendo al 8,9% el tercer trimestre, mostrando un cambio de tendencia.
- Los préstamos a las PYMES computarán con una ponderación de riesgo de un 25% menor desde 2014, generando un incentivo a los bancos para prestar. Además, se producirá una ampliación de la definición de PYME por el Banco de España (menos de 250 empleados y menos de 50 millones de ventas) mejorando el consumo de capital (más incentivo a prestar).
- Las líneas ICO de financiación a PYMEs se sitúan desde el segundo trimestre de 2013 en máximos desde 2009, con unos 4.000 millones trimestrales concedidos.
- El Estado, a través de AXIS-ICO incentivará la financiación en PYMES en crecimiento mediante 1.200 millones de euros invertidos en fondos de fondos de capital riesgo. Queda impulsar el mercado alternativo bursátil (MAB).
- Se van a anunciar importantes iniciativas para reabrir el préstamo a las PYMES a nivel europeo mediante garantías, titulizaciones y “asset backed securities”, con el apoyo del BEI y del BCE.

## El consumo puede sorprender al alza desde el cuarto trimestre de 2013





# Potencial de medio plazo de la economía española

## Aunque quedan evidentes riesgos de medio plazo

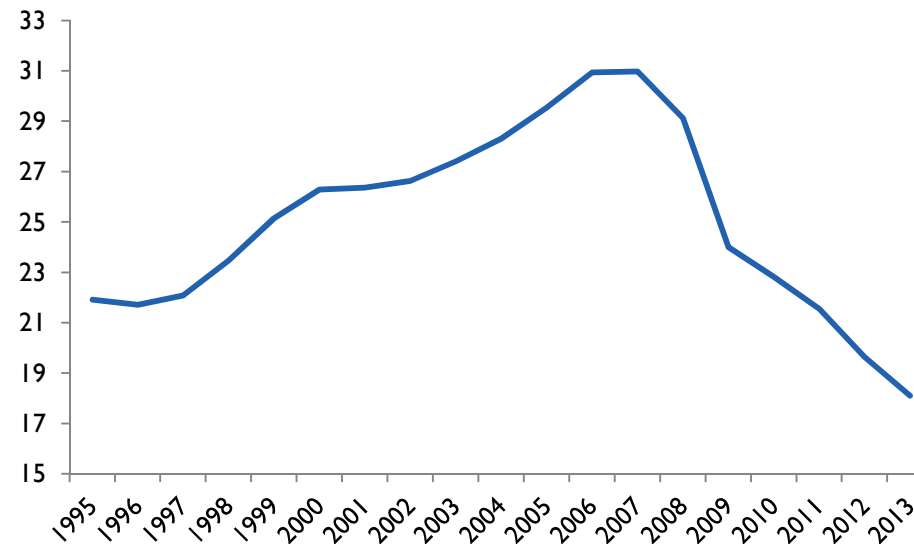
- La reciente mejoría de datos económicos puede llevar a una relajación en las reformas, relajación que sería muy dañina a medio plazo para el país.
- El ajuste fiscal neto de los próximos tres años será de alrededor de 35.000 millones de euros, lo que ralentizará el crecimiento.
- Una subida de tipos hacia 2015-2016 afectaría negativamente al mercado inmobiliario, y al crecimiento de la inversión.
- Por su parte, si el BCE no aprueba nuevas inyecciones de liquidez (LTRO) la banca podría no expandir el crédito.
- Aunque se ha avanzado en la reforma de las pensiones, la baja natalidad española, y la alta esperanza de vida al nacer (80 años vs. 78 en Alemania) cuestionan la sostenibilidad del sistema a largo plazo.
- Se ha reformado el enorme déficit de tarifa del sector eléctrico, pero aun es una incógnita si quedará totalmente eliminado, así como el negativo efecto sobre la competitividad de las firmas españolas, al tener que comprar una de las energías más caras de Europa.
- El sistema educativo español es muy cuestionable. Los informes de la OCDE sobre el nivel educativo del adulto español nos sitúan a la cola de muchos países desarrollados.
- El nivel de I+D de España, aunque ha aumentado, sigue por detrás de nuestros competidores, tanto en esfuerzo como en productividad.
- Quedan por implementar importantes reformas, como la fiscal (a pesar de mantener tipos muy altos, España recauda muy poco, las grandes empresas por ejemplo pagaron un 4% efectivo en 2011 vs. el 30% teórico) y la laboral (reducción del número de contratos). El desempleo de larga duración está muy relacionado con este punto.

## ...también existe un evidente potencial alcista de medio plazo

- La inversión no residencial también muestra un claro potencial alcista.
- El espíritu emprendedor está en auge (record de creación de empresas), y se le está dotando de la financiación necesaria.
- La industria española tan solo representa un 14% del PIB frente al 35% en 1970. La competitividad española puede explicar una reindustrialización orientada a la exportación, lo que podría añadir dos puntos de PIB adicionales.
- Según el Ministerio de Economía, las reformas estructurales (mercado de trabajo, de pensiones, unidad de mercado, competencia...) pueden crear un 9% de PIB y 2 millones de trabajo antes de 2020.
- España tiene actualmente 5,9 millones de parados, la adscripción de parte de dicha mano de obra hacia el sector industrial o el de servicios (de mayor productividad) generaría una enorme actividad económica, para lo que hará falta afrontar una conversión del desempleo de larga duración.
- La construcción puede aportar otros dos puntos de PIB adicionales y 0,5 millones de puestos de trabajo. La inversión residencial lleva además asociada una reactivación de sectores auxiliares.
- La normalización del consumo aportará un mayor PIB.

## Aumento de las inversiones

Inversiones como % de PIB

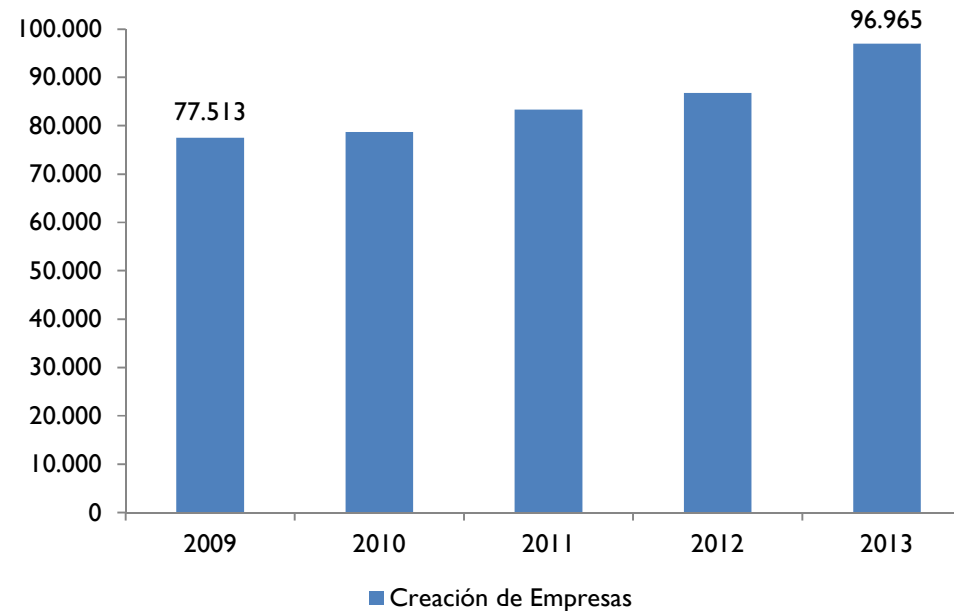


Fuente: Bloomberg

- Los sueldos en España representan el 44% del PIB español (en la zona euro, el 50%), el capital representa un 46% en España (un 37% en la zona euro); esta relación explica porqué la inversión directa extranjera (de largo plazo) está subiendo en España un 120% año contra año.
- Por su parte, las empresas españolas ahorran ya unos 30.000 millones de euros al año, lo que les nutre de capacidad financiera para invertir. Ya se notan indicios de un punto de inflexión en las inversiones: i) la utilización de la capacidad instalada (que sube del 74% al 76% frente a una media histórica del 78%), ii) la producción industrial está mejorando, y iii) las inversiones de bienes de equipo han alcanzado tasas positivas intertrimestrales.

## Espíritu emprendedor en auge

### Creación de nuevas empresas

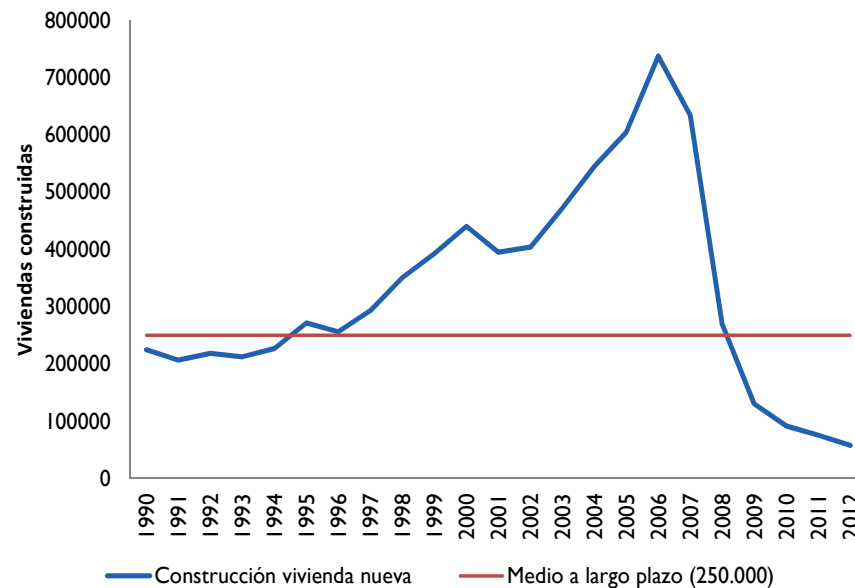


Fuente: INE y Arcano (2013e)

- En el primer semestre de 2013 se han constituido 51.000 empresas, el nivel más alto desde 2009.
- En 2013 se constituirán 96.000 empresas nuevas, cuarto año de subidas (en 2008 se creaban 77.000), la creación de empresas durante la crisis es la mejor receta para la creación de riqueza futura. Ya se ha creado el marco correcto para la financiación del emprendimiento.

## Construcción: potencial creador de 500.000 empleos

### Construcción de viviendas

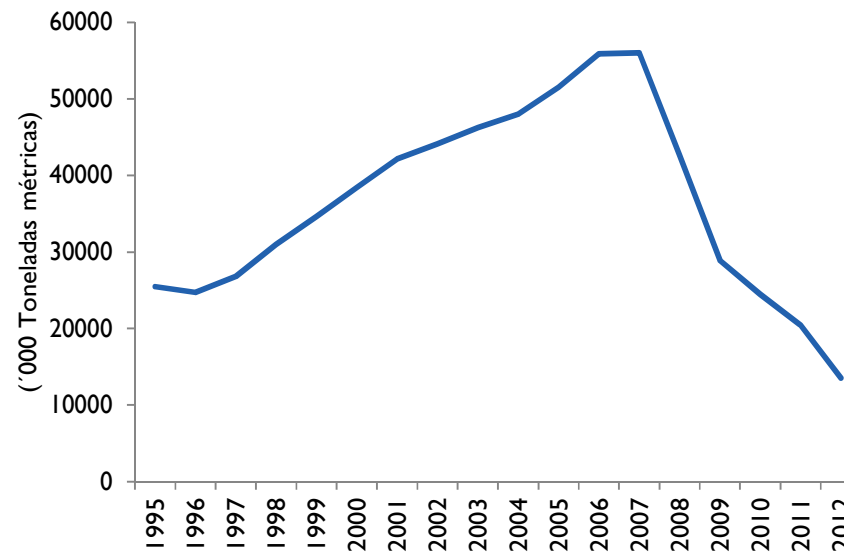


Fuente: Bloomberg, Ministerio de Fomento

- Tras caer un 95%, la construcción de viviendas nuevas está en 37.000 unidades al año, niveles inferiores a 1960 (ese año se construyeron 104.000 viviendas; la población entonces era de 30 millones frente los 46 m. actuales). La construcción se sitúa en el 2,5% del PIB, muy por debajo de los niveles históricos (5-6%). Este sector ha empleado siempre a un 10% de la fuerza laboral española, hoy en día se sitúa en el 6%.
- Cuando la construcción vuelva a su peso normal (250.000-300.000 viviendas iniciadas) se crearán 0,5 millones de trabajos.

## Industria inducida por la construcción

### Consumo de cemento

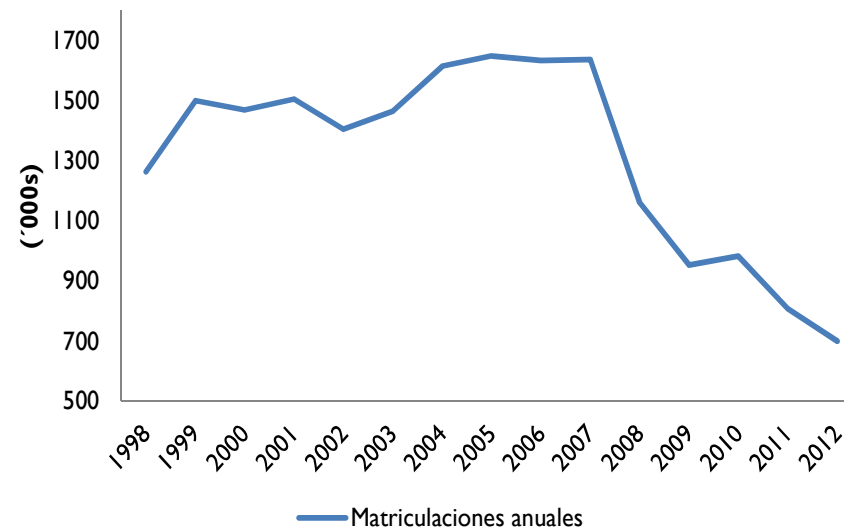


Fuente: INE

- La construcción de casas lleva aparejada una fortaleza en sectores auxiliares, como el de cemento (la producción actual es históricamente baja), los materiales de construcción, o el material auxiliar (neveras, aire acondicionado, piscinas...) con importantes efectos de medio plazo en la demanda interna.

## El consumo aumentará

### Ventas de coches



Fuente: Bloomberg, OCDE

- Es importante poner en perspectiva la histórica reducción de demanda interna vivida en España. Las ventas de coches, con 600.000 unidades, están a niveles de 1975 (entonces había diez millones menos de habitantes que ahora) y bien por debajo de la mitad que el nivel de ventas entre 1998 y 2008.
- Una normalización del consumo en bienes duraderos generará una importante demanda interna, que será un factor clave de crecimiento futuro.



## Conclusiones

## Conclusiones

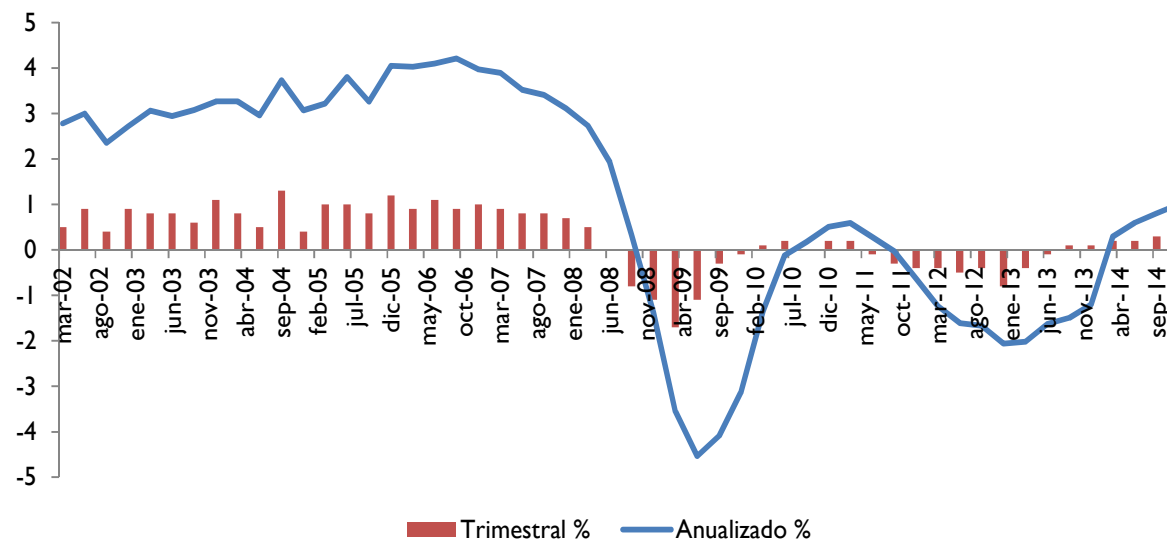
- España sigue afrontando importantes riesgos, riesgos que han llevado a la nación a realizar hasta 2013 muy duras reformas similares a las emprendidas por Alemania entre 2002 y 2004.
- En 2014 se notarán los primeros frutos de tanto esfuerzo: las exportaciones alcanzarán otro record histórico, el consumo entrará en positivo tras tres años en negativo y la economía empezará a crear empleo.
- Los fundamentales de España ofrecen una atractiva relación riesgo-retorno.
- Los inversores perdieron dinero invirtiendo en el sector consumo entre 2005 y 2007 pero lo ganarán si invierten a finales de 2013.
- El crédito dejará de drenar negativamente la economía española. Tras una reducción de €70.000 millones de crédito esperado en 2013, en 2014 la reducción será de unos €15.000 m. (€30.000 m. menos los bancarios, €15.000 m. más los no bancarios), dicha evolución dejará de dañar el PIB español.
- La contracción del crédito bancario y la reducción del plazo de los préstamos ofrecen muchas oportunidades al mercado de financiación no bancaria.
- Existe un importante potencial alcista en España de medio plazo en general pocos inversores han calibrado aun, y por lo tanto no está reflejado en el precio.
- En su nuevo modelo económico, España podrá crecer sin necesidad de aumento significativo del crédito bancario (Alemania creció su PIB siete puntos entre 2004 y Junio de 2007 sin aumentar el crédito), y creará empleo a niveles muy inferiores a los históricos.

**Octubre 2012: en “The Case for Spain” afirmábamos que España resurgiría de sus cenizas como el fénix...**



## Octubre 2013: España ha salido ya de la recesión

### Evolución del PIB



Fuente: Bloomberg y Funcas

## ¿Eficiencia de los mercados?



**Gracias**  
**[idelatorre@arcanogroup.com](mailto:idelatorre@arcanogroup.com)**

## Arcano: la firma de referencia para invertir en España

### Sobre Arcano ([www.arcanogroup.com](http://www.arcanogroup.com))

- Arcano es la firma independiente de asesoramiento financiero de referencia con oficinas en Madrid, Barcelona y Nueva York. Contamos con tres áreas especializadas: Banca de Inversión, Gestión de Activos y Multifamily Office.
- Nuestro equipo de expertos está formado por más de 70 profesionales cualificados que trabajan para ofrecer asesoramiento financiero a nuestros clientes, y respuestas adaptadas a sus necesidades con un enfoque único e independiente.
- El departamento de Banca de Inversión de Arcano es líder en el segmento de compañías de tamaño pequeño y mediano en el mercado español, con clientes como firmas de capital riesgo, de propiedad familiar o que cotizan en bolsa.
- Arcano también ofrece financiación a empresas medianas a través del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

### Sobre el autor

- Ignacio de la Torre es socio de Arcano desde 2008.
- Tiene 16 años de experiencia en banca de inversión y mercados de capitales, trabajando en los departamentos de análisis y ventas de Deutsche Bank y UBS Investment Bank.
- El autor es profesor asociado de Economía y Finanzas en el IE Business School. Recibió un MBA por INSEAD, es doctor en Historia Medieval por la UNED, licenciado en ADE por ICADE y en Derecho por la UNED. Ha publicado cuatro libros y ganó como coautor el premio Everis en 2009.

# APÉNDICES

## Apéndice I: Transacciones inmobiliarias desde verano 2013

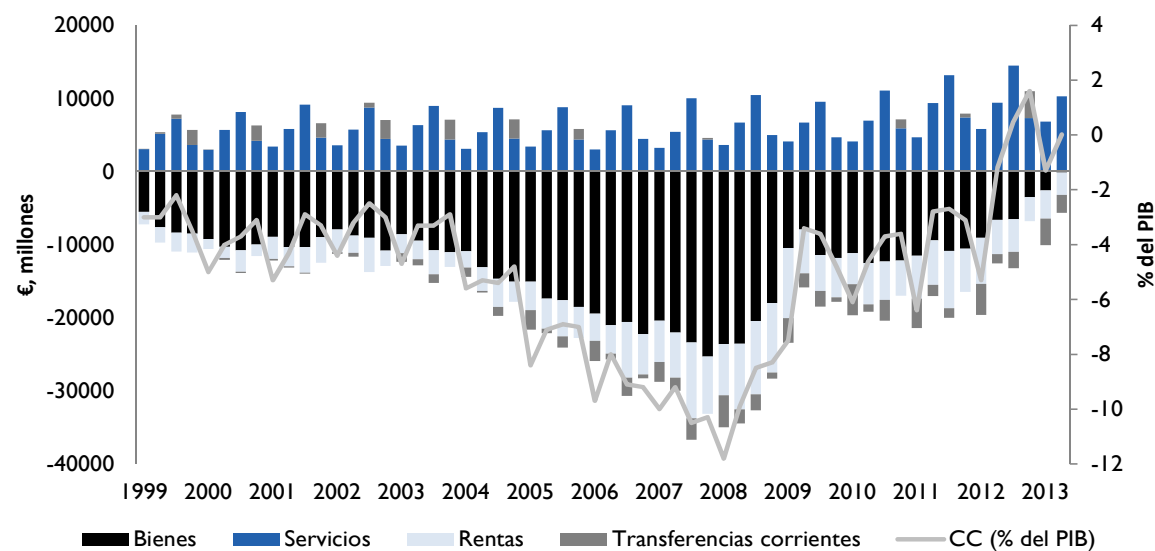
Fecha	Comprador	Vendedor	Tamaño
25/06/2013	AXA Real Estate	Generalitat de Catalunya	€172mm
25/06/2013	TPG	CaixaBank	€185mm
28/07/2013	Fibra Uno	Moor Park	€300mm
07/08/2013	Cerberus Capital Management	Bankia	€90mm
07/08/2013	Anchorage Capital Group	Banco Sabadell	n.d
09/08/2013	Blackstone Real Estate	Empresa Municipal de Vivienda	€129mm
16/08/2013	Davidson Kempner Capital Management	Sareb	n.d
29/08/2013	Kennedy Wilson/Värde Partners	Catalunya Caixa	n.d
03/09/2013	HIG Capital	Sareb	n.d
04/09/2013	Goldman Sachs	Comunidad de Madrid	€201mm
05/09/2013	Incus Capital	Morgan Stanley	€ 30mm

## Apéndice II: Financiación no bancaria, 2013

Compañía	Tipo de Financiación	Fecha de Emisión	Inversor	Tamaño (€M)
Enagas SA	Emisión bonos	29-ene-13	Mercado, Institucional...	50
Enagas SA	Emisión bonos	15-ene-13	Mercado, Institucional...	10
Prosegur SA	Emisión bonos	2-abr-13	Mercado, Institucional...	500
Ferrovial	Emisión bonos	30-ene-13	Mercado, Institucional...	500
Abengoa SA	Emisión bonos	5-feb-13	Mercado, Institucional...	250
Abengoa SA	Emisión bonos	17-ene-13	Mercado, Institucional...	400
Ence SA	Emisión bonos	1-feb-13	Mercado, Institucional...	250
Nara Cable Funding II (ONO)	Emisión bonos	7-feb-13	Mercado, Institucional...	260
Gestamp	Emisión bonos	03-may-13	Mercado, Institucional...	500
Gestamp	Emisión bonos	03-may-13	Mercado, Institucional...	350
Grupo Avanza	Emisión bonos	31-may-13	Mercado, Institucional...	315
Grupo Avanza	Emisión bonos	31-may-13	Mercado, Institucional...	175
Meliá Hoteles	Emisión bonos	04-abr-13	Mercado, Institucional...	250
OHL	Emisión bonos	25-abr-13	Mercado, Institucional...	300
Indra	Emisión bonos	17-oct-13	Mercado, Institucional...	250
Uralita	Financiación directa	29-abr-13	KKR	320
Cementos Portland	Financiación directa	31-jul-13	Blackstone	350
Abengoa SA	Financiación directa	02-oct-13	Liberty	220
Codere	Financiación directa	12-jun-13	GSO y Canyon	60
Grupo Prisa	Financiación directa	17-oct-13	Centerbrigde y Silver Point	300
<b>TOTAL</b>				<b>5.610</b>

## Apéndice III: Saldo de cuenta corriente de España

Evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente por componentes



Fuente: Banco de España, Eurostat

## Disclaimer

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst(s) about the subject issuer and the securities of the issuer. In addition, the undersigned lead analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Ignacio de la Torre.

This document has been prepared by Arcano Valores AV, S.A.U. (Arcano Valores). Arcano Valores is an investment firm regulated and registered under number 243 by the Spanish National Securities Market Commission (CNMV). This document is provided for information purposes only and must not be considered as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any financial instrument or to participate in any particular trading strategy. The information contained herein has been compiled from sources believed to be reliable, but while all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation that it is accurate or complete and it should not be relied upon as such.

All opinions and estimates included herein constitute the current judgement of the author as at the date of this report and are subject to change without notice. Arcano Valores has no obligation to update, modify or amend this report or to otherwise notify a recipient thereof in the event that any opinion, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate

Arcano Valores has internal rules of conduct that contain, among other things, procedures to prevent conflicts of interest with respect to recommendations, including: the consideration of its Research Department as a separate area, Chinese Walls, and the possibility of establishing specific restrictions on research activity where appropriate. Arcano Valores' research reports contain a certification stating that they reflect the authors' own opinions. Arcano Valores may from time to time perform services for or solicit business from any company mentioned in this report. Neither Arcano Valores nor any other person accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose.

This Equity Research was produced by:  
Arcano Valores AV, S.A.U.  
López de Hoyos, 42  
28006 Madrid  
+34 91 353 21 40  
[www.arcanogroup.com](http://www.arcanogroup.com)