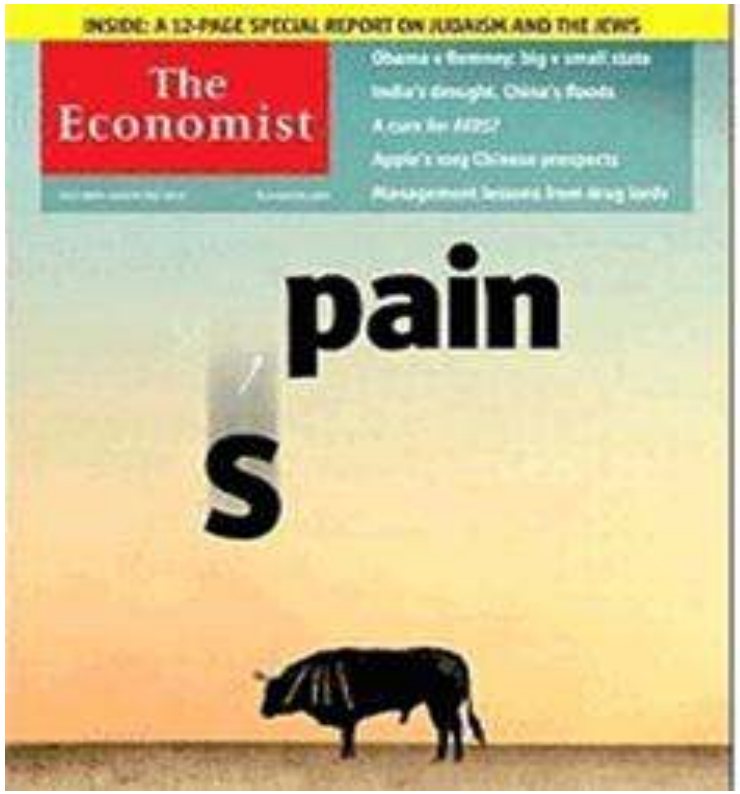
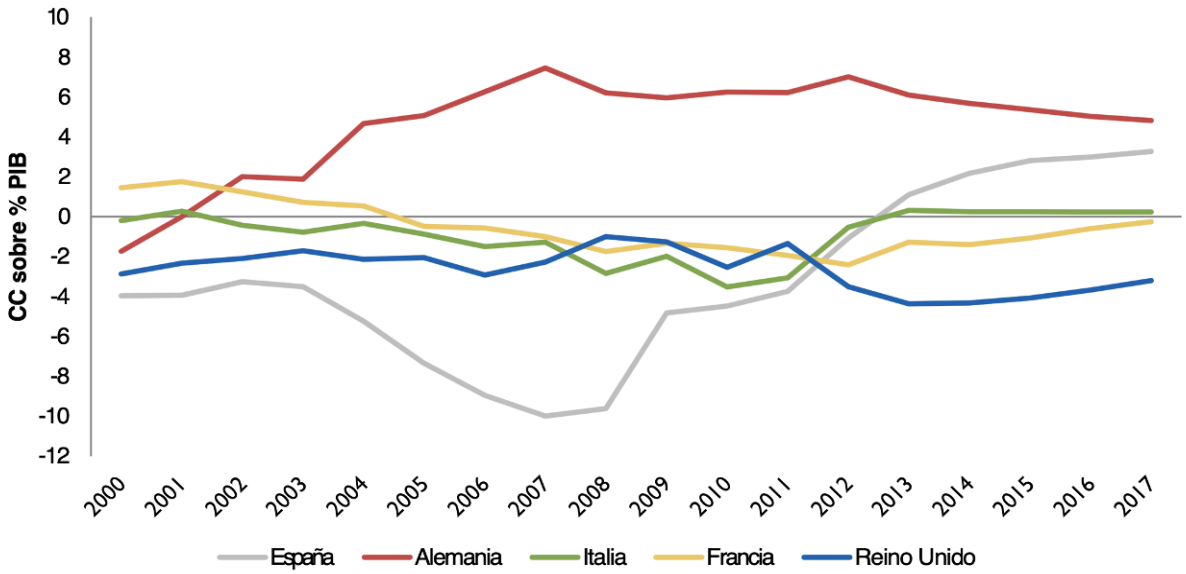
España 2014 = Alemania 2004



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

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

Previsión saldo cuenta corriente



Fuente: FMI

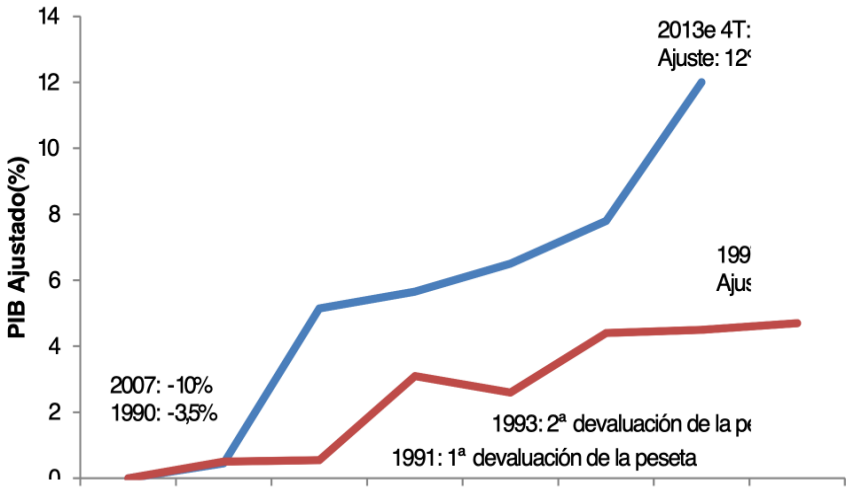
Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

Diez afirmaciones falsas sobre España

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

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

Ajustes del déficit de cuenta corriente español

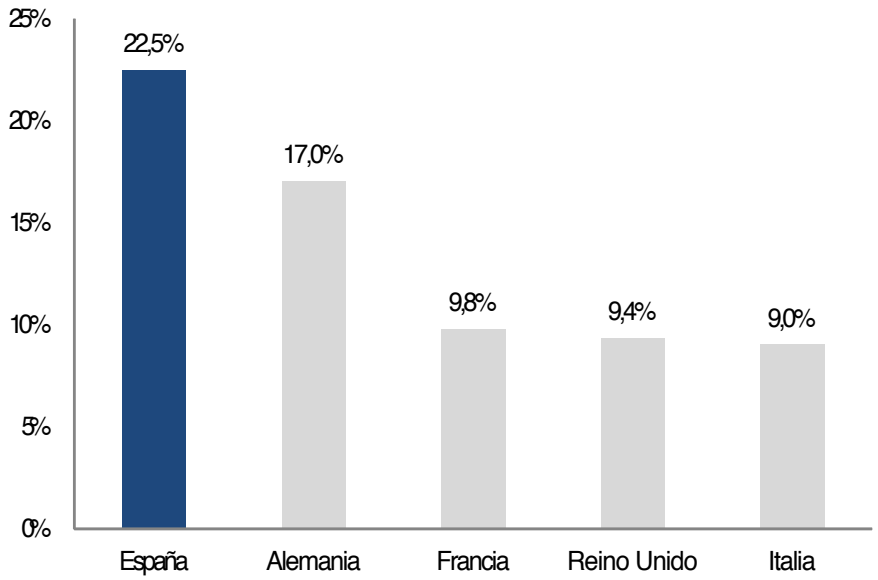


Fuente: Banco de España, Eurostat

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

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

Evolución de exportaciones 2008 -2013e (%)

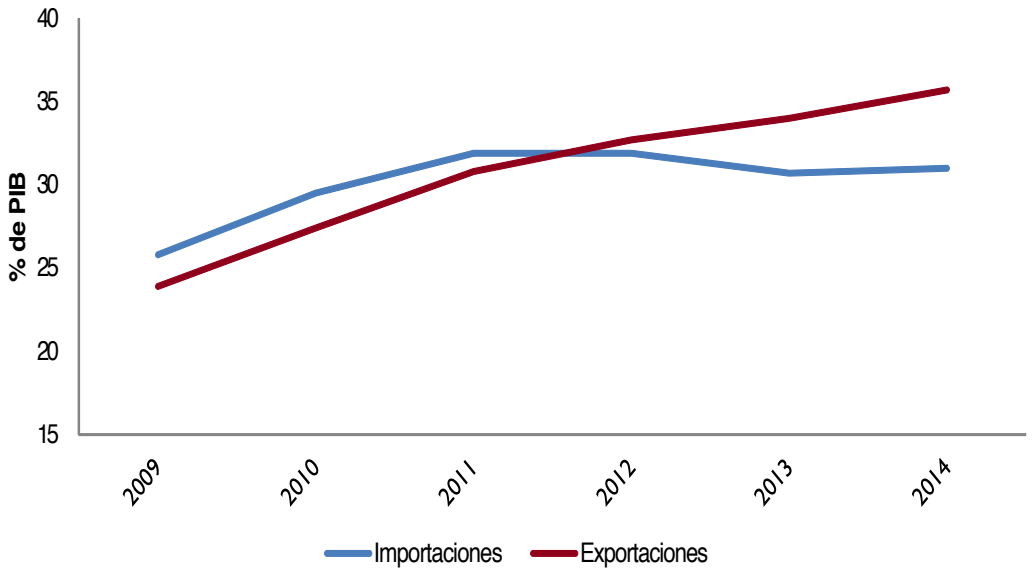


Fuente: Eurostat

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

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

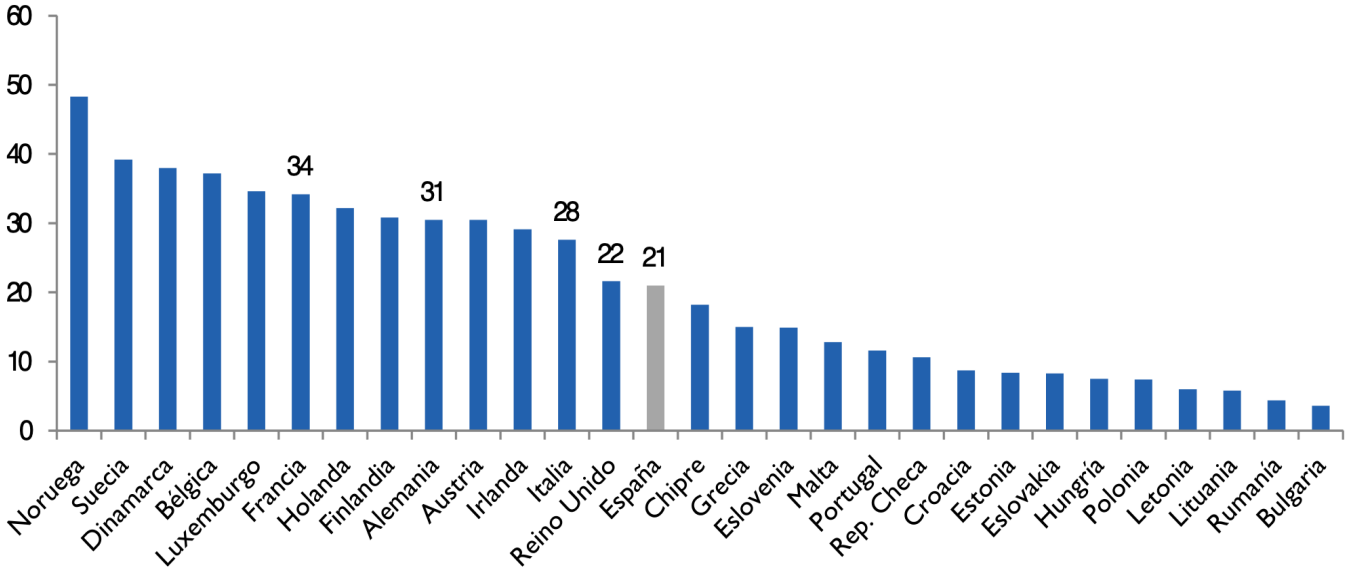


Fuente: Eurostat

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

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

Coste laboral (€) por hora trabajada

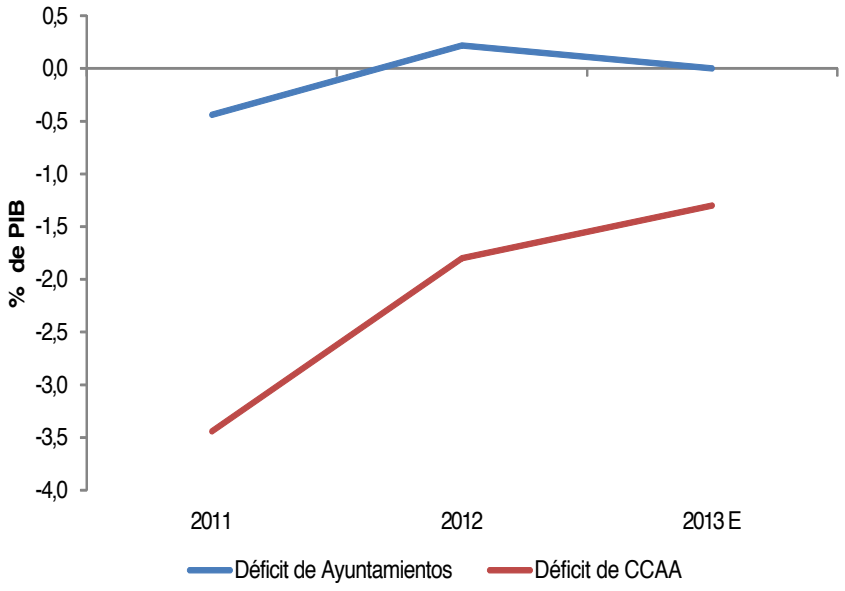


Fuente: Eurostat

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

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

Déficit de los Gobiernos locales como % de PIB



Fuente: Eurostat

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

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

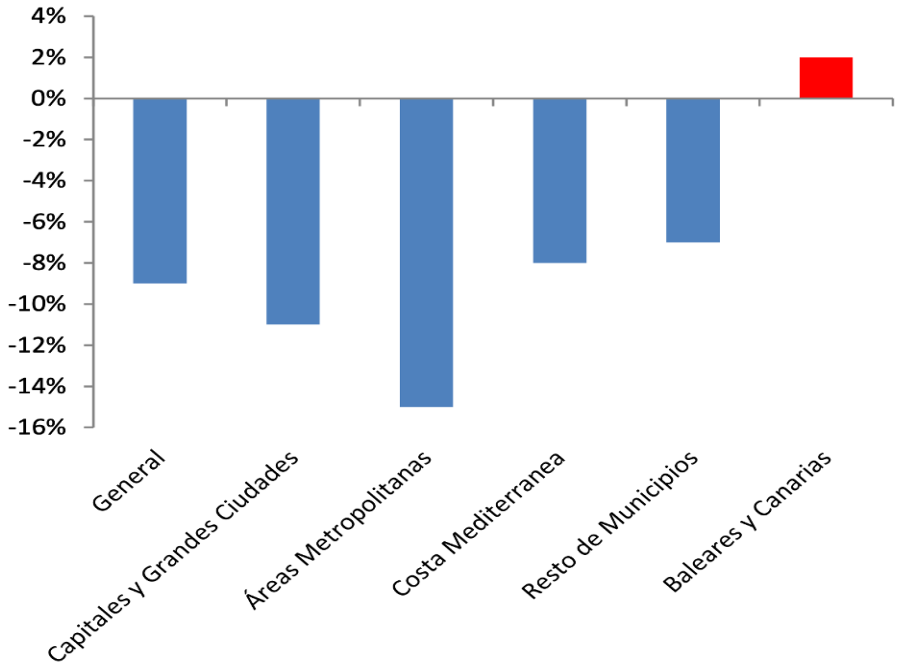
	2009	2013	Cambio
Gastos públicos como % de PIB	46,3	42,9	-3,4
Ingresos públicos como % de PIB	35,1	36,0	0,9
Déficit	11,2	6,9	-4,3

Fuente: OCDE, excluye gastos contables de recapitalización bancaria

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

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

Variación del precio de la vivienda (%)

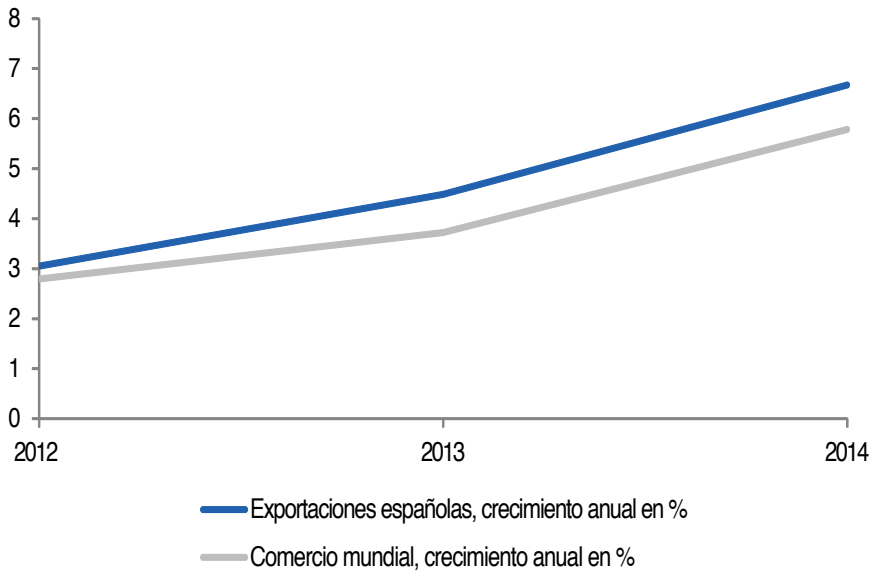


Fuente: TINSA 2013

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

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

Exportaciones españolas y comercio mundial

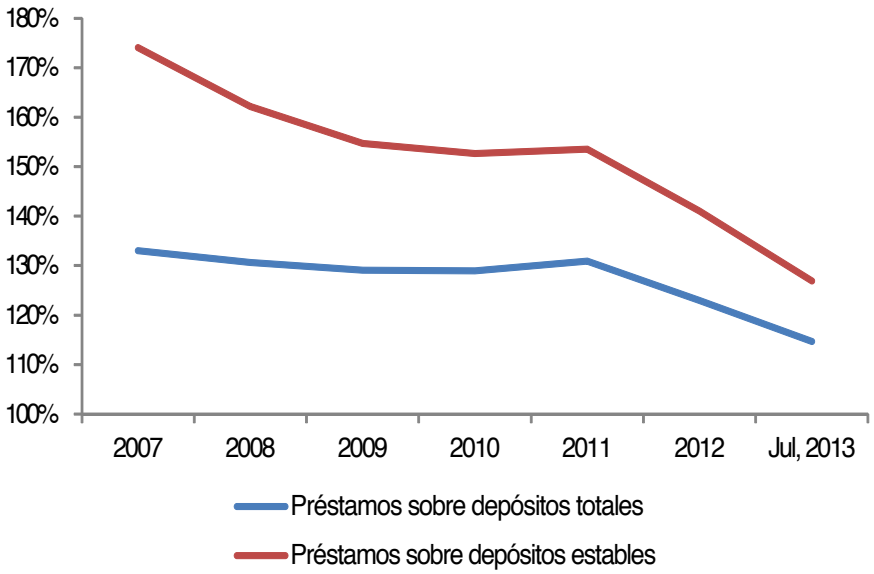


Fuente: OCDE

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

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

Préstamos sobre depósitos

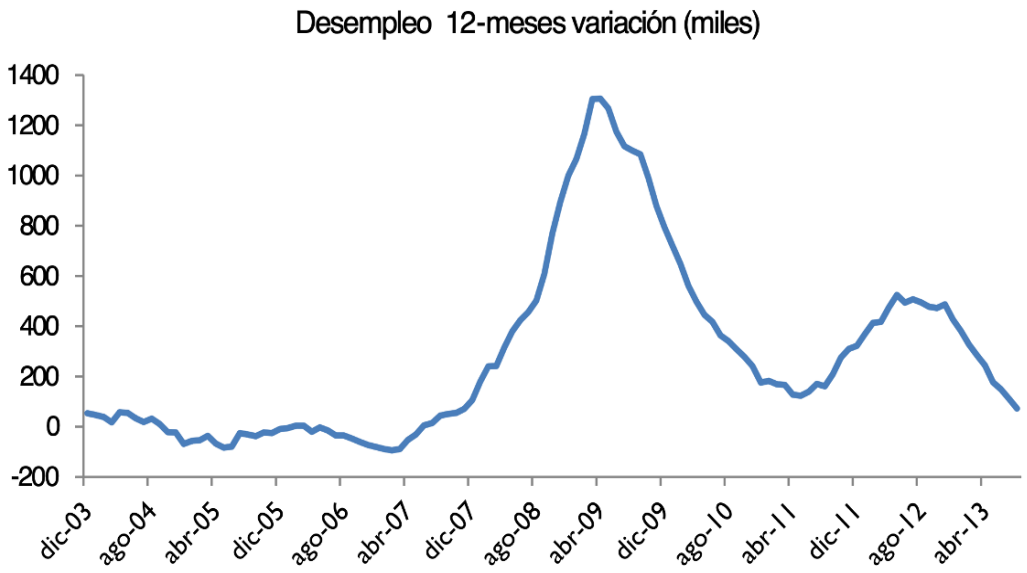


Fuente: Banco de España

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

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

Estabilización del desempleo en España



Fuente: Bloomberg

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

Razones por las que España ya no es un riesgo sistémico

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

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

Fuente: Bloomberg

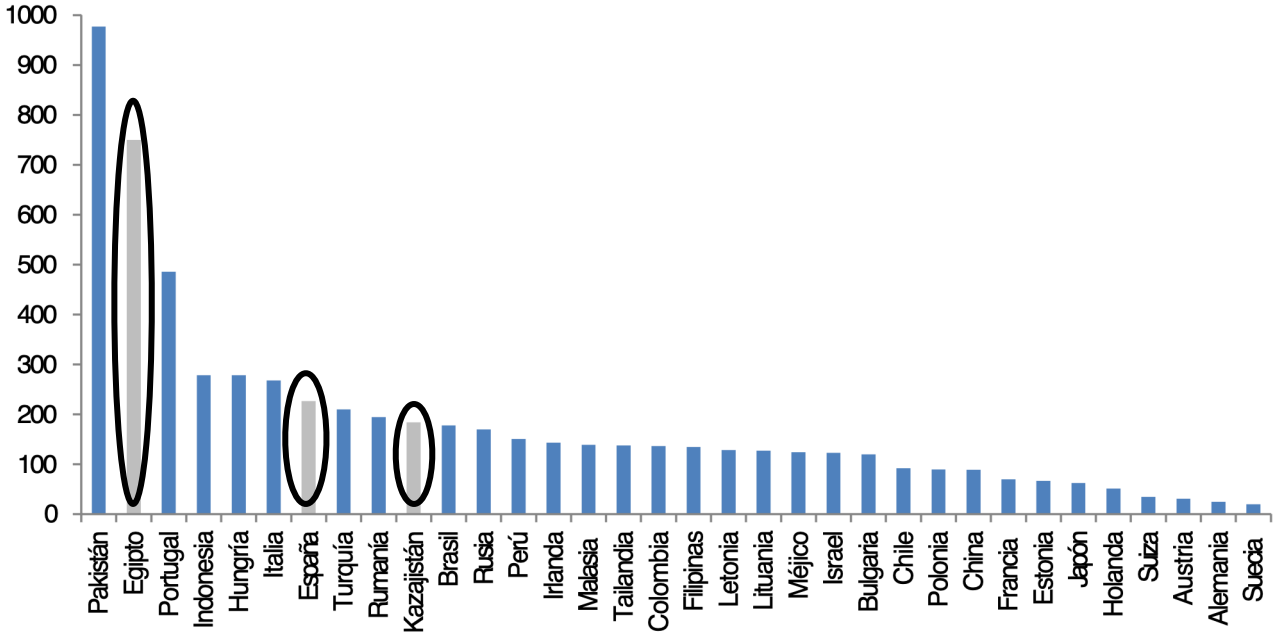
Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

Egipto: 2013 Golpe de Estado y estallido social

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

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

Diferencial de CDS, octubre 2013



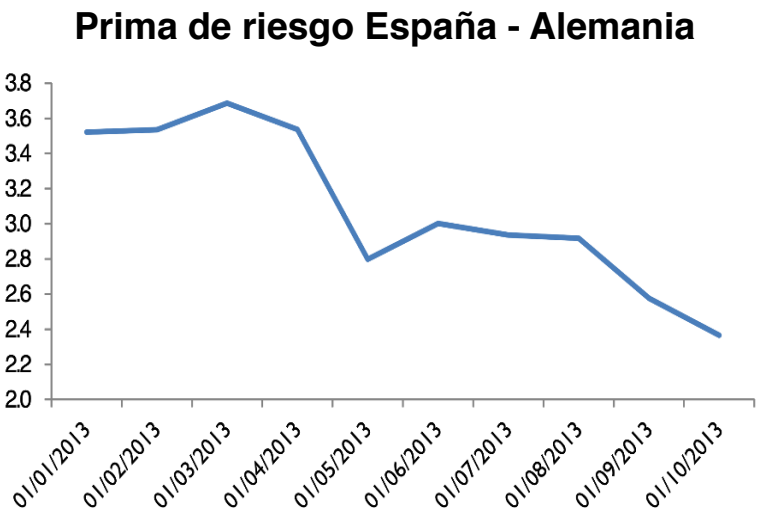
Fuente: Factset

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

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

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

Pero durante 2013 se están convirtiendo en círculos virtuosos

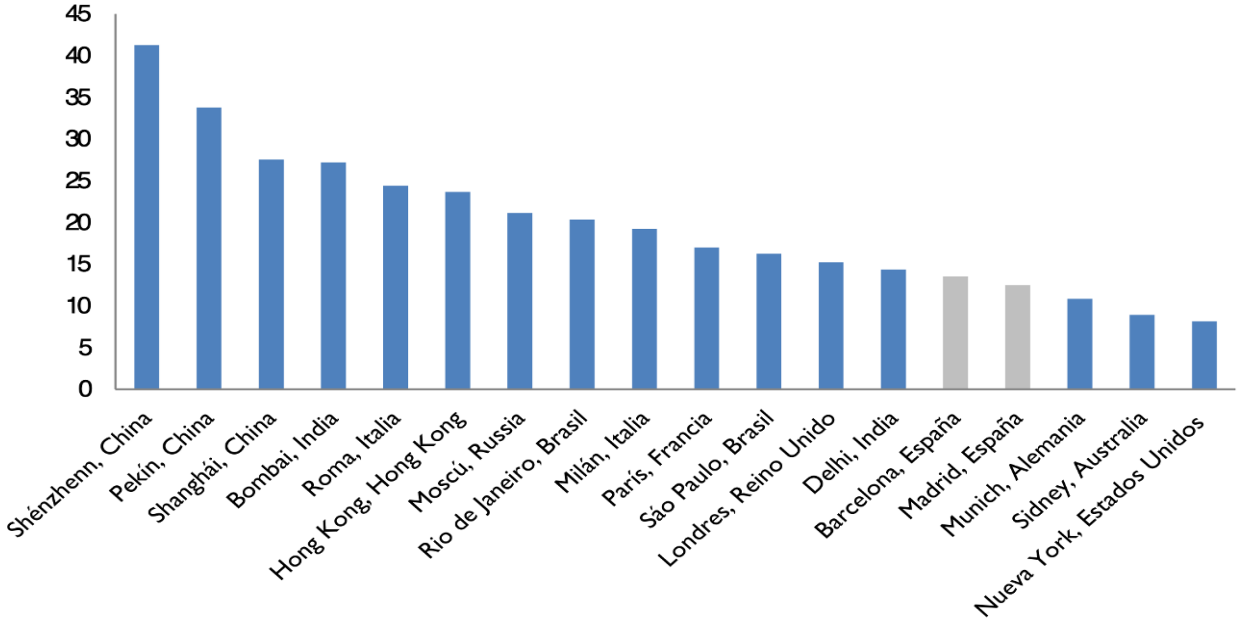


Fuente: Bloomberg

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

¿Dónde está la burbuja inmobiliaria?

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

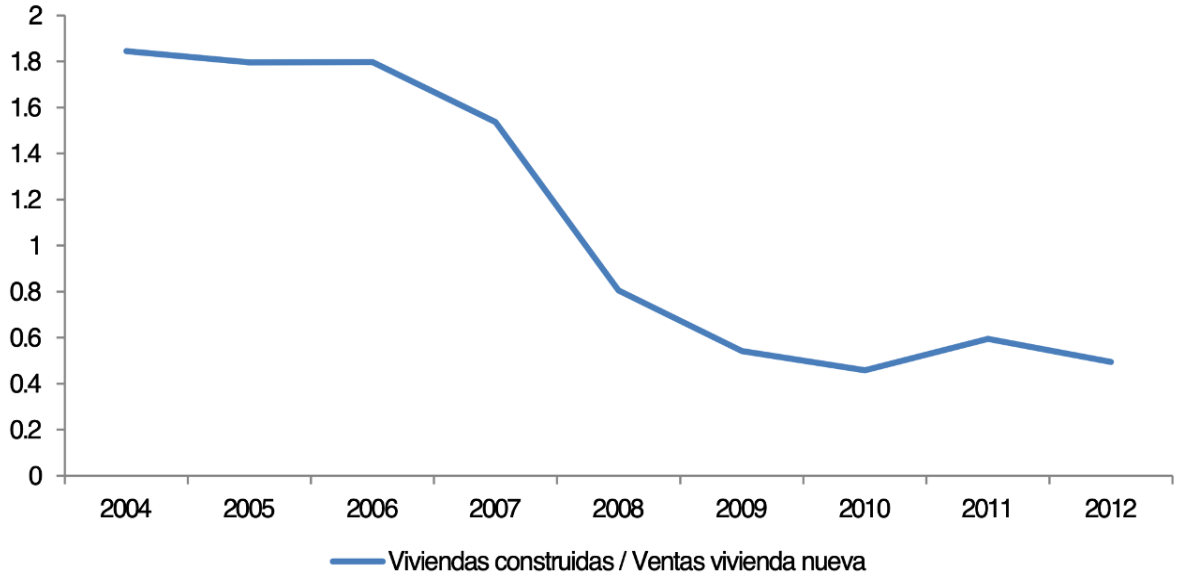


Fuente: Numeo.com

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

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

Ratio de viviendas construidas sobre ventas de viviendas nuevas

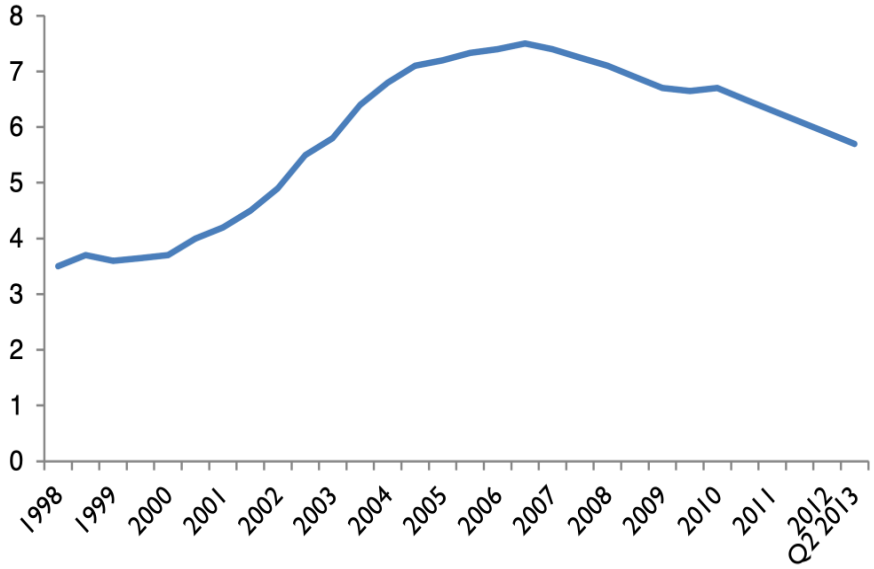


Fuente: Bloomberg

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

¿Es el pasado un reflejo del futuro?

Precios de las casas vs. renta bruta

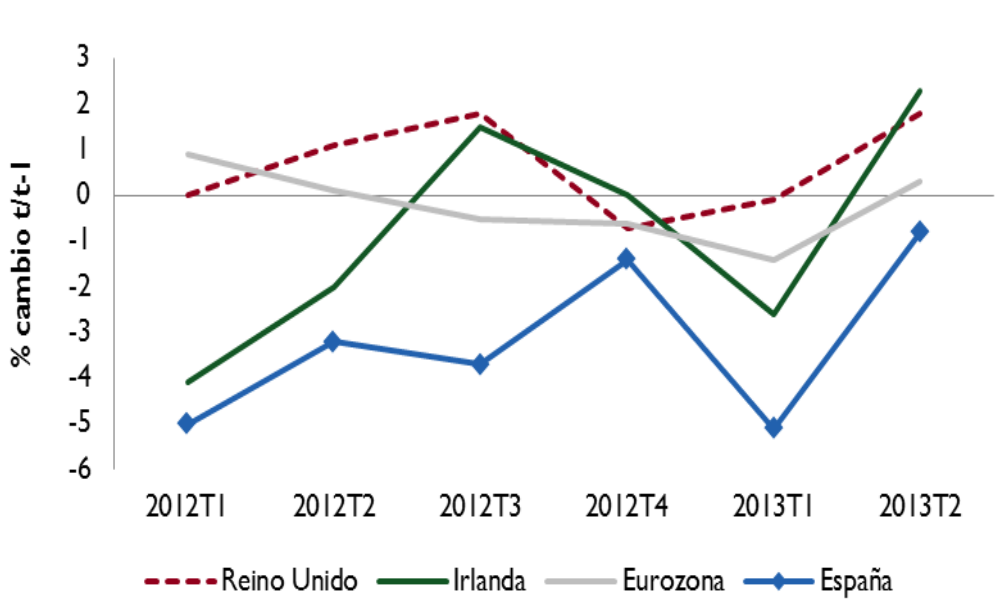


Fuente: Banco de España

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

¿Algo está cambiando en el sector inmobiliario?

Precios de la vivienda, movimientos intertrimestrales

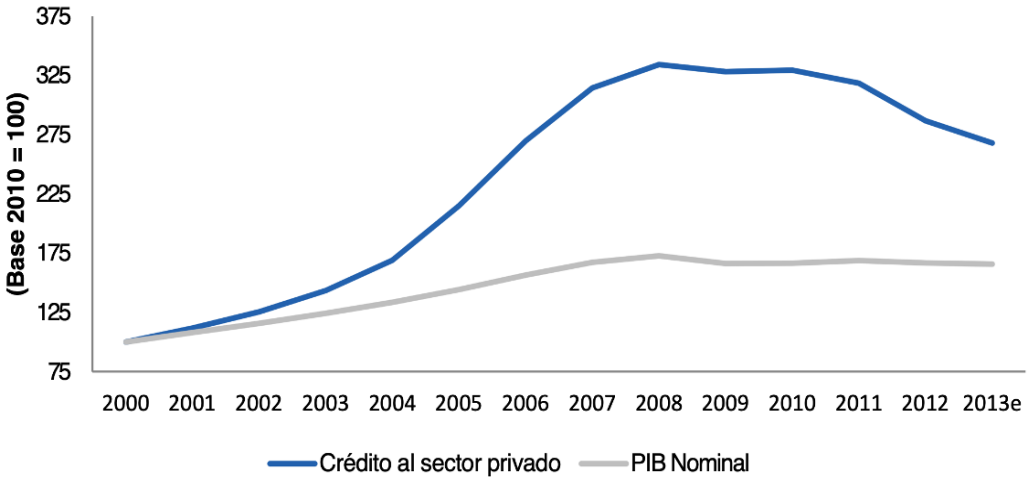


Fuente: Eurostat

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

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

Evolución crédito privado vs. PIB

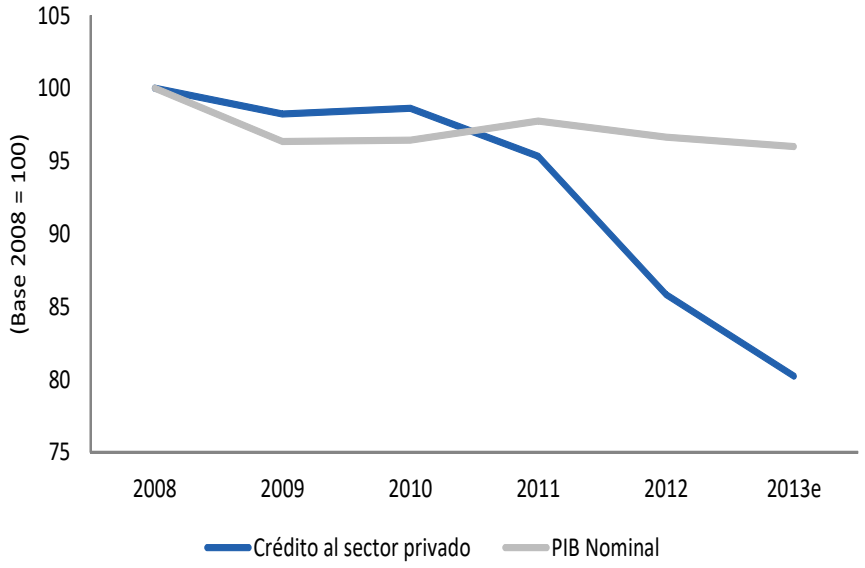


Fuente: Banco de España

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

La economía Española es resistente

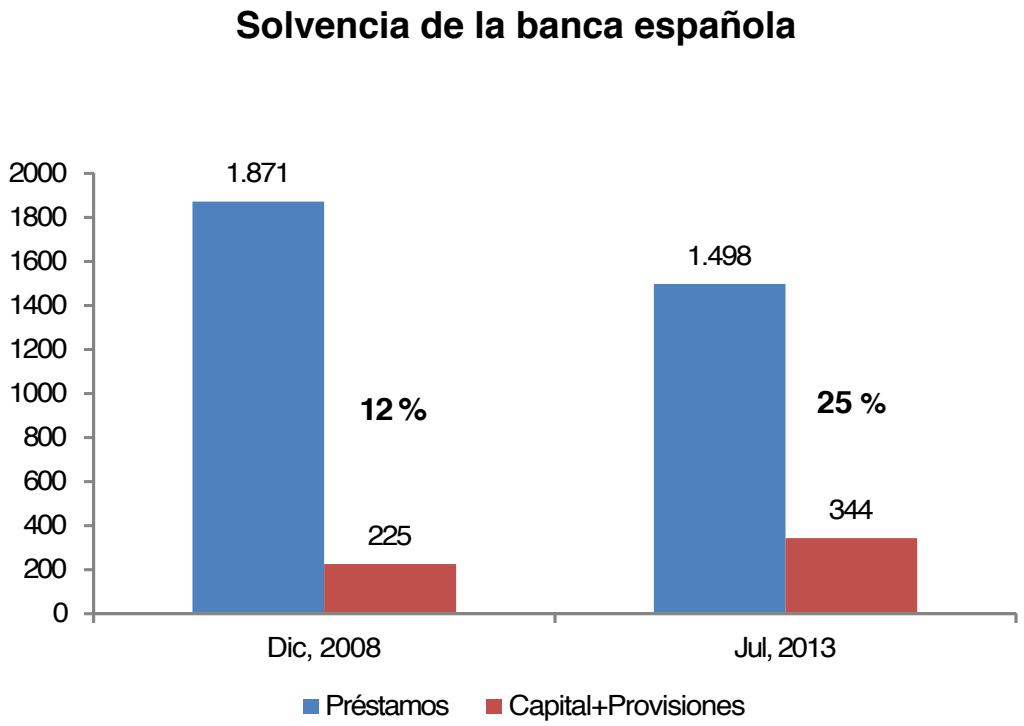
Crecimiento anual del crédito



Fuente: Banco de España

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

El efecto contagio de los bancos se ha limitado mucho



Fuente: Banco de España

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

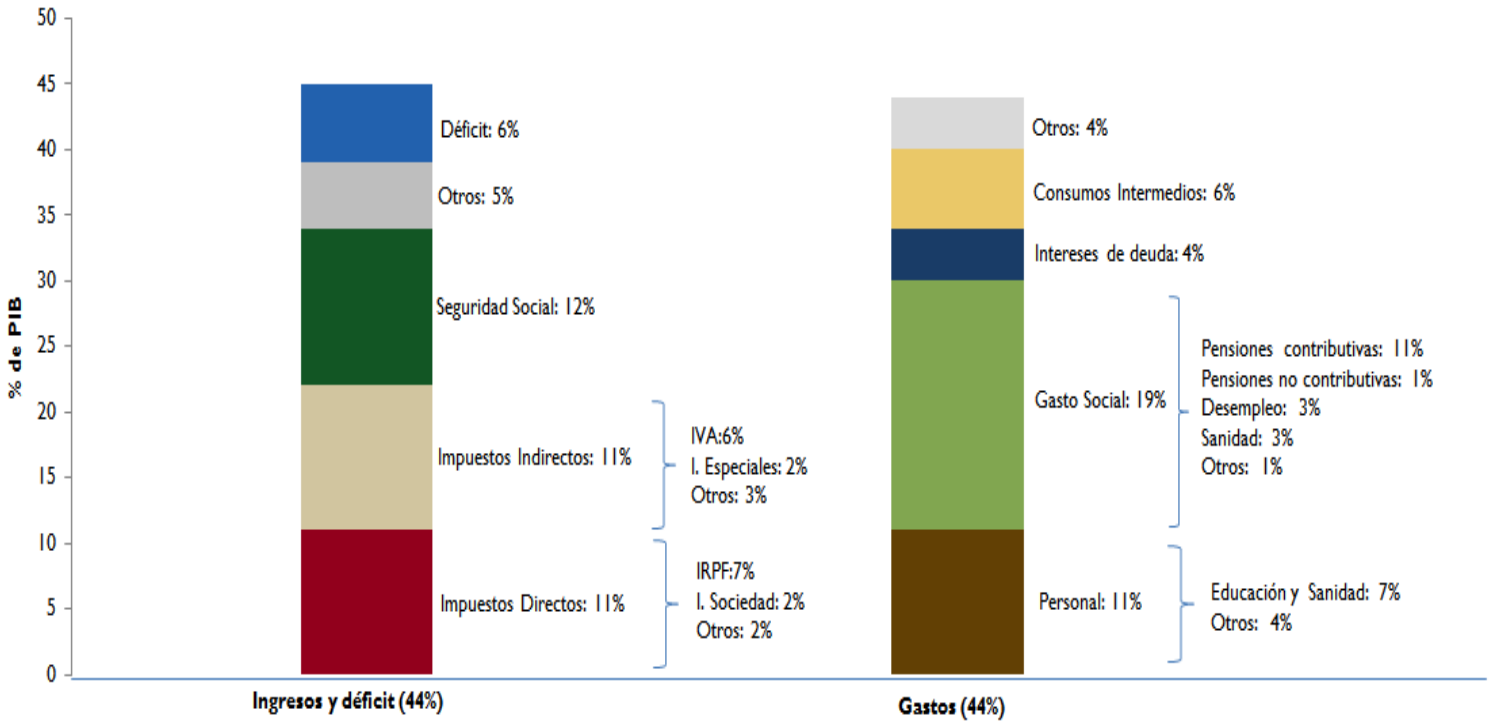
La deuda pública se estabilizará al 101% de PIB

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB nominal (€ mn	1029	1026	1047	1076	1110
Cambio real		**-1,3%**	**0,7%**	**1,2%**	**1,7%**
Cambio nominal		**0,2%**	**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
Déficit Fiscal	**6,8**	**6,5**	**5,8**	**4,2**	**2,8**
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

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

La cuenta de resultados de la Administración en 2014



Fuente: Ministerio de Hacienda

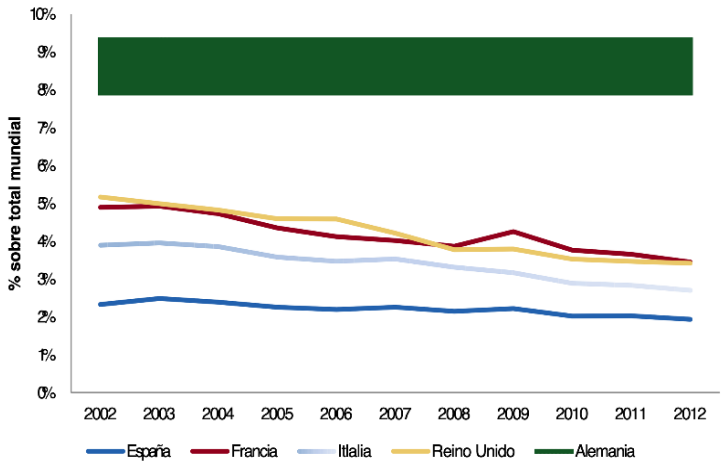
Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

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

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

¿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

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

La revolución exportadora de España

España: exportaciones de bienes y servicios sobre % PIB

Fuente: Eurostat

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

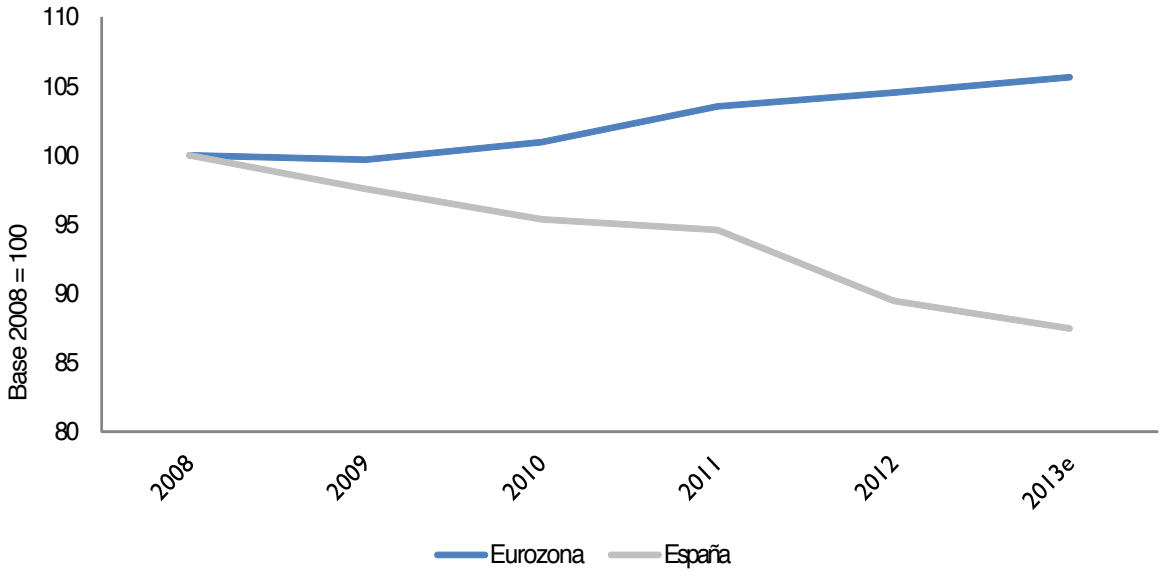
Factores que contribuyen a la revolución exportadora

- Divisa
- Salarios reales
- Productividad
- Cultura

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

España se ha convertido en un país ultra competitivo en salarios

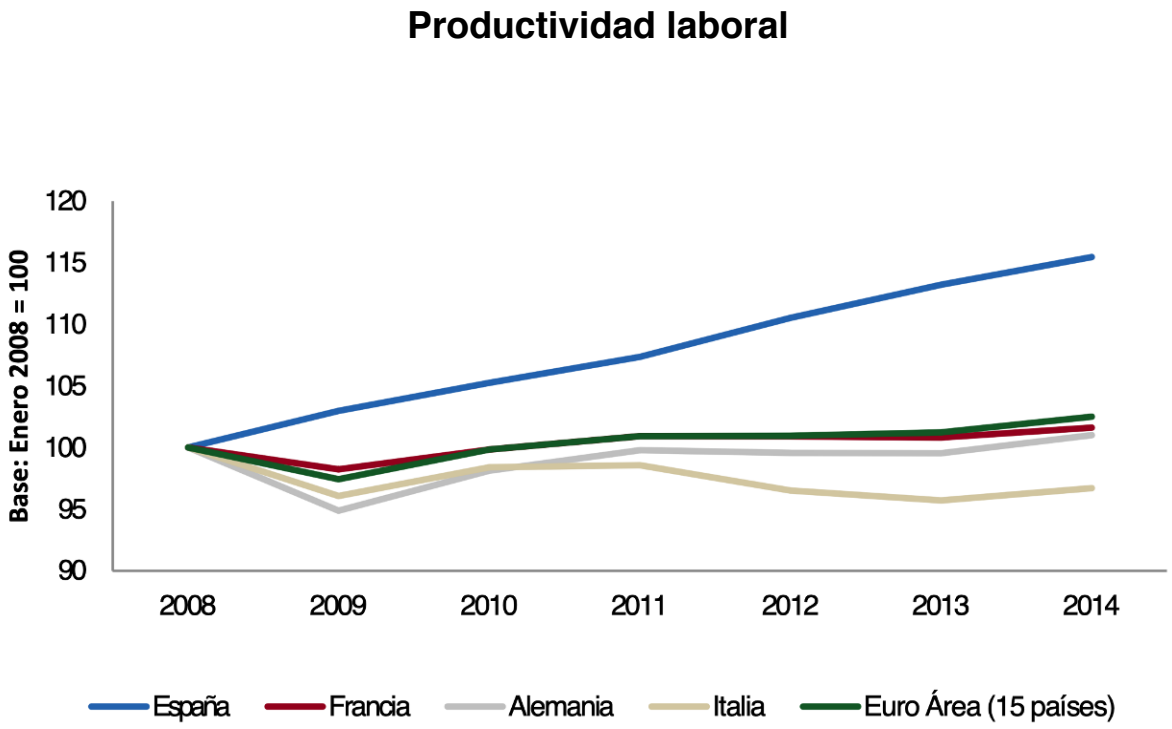
Crecimiento en términos reales de salarios



Fuente: Eurostat

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

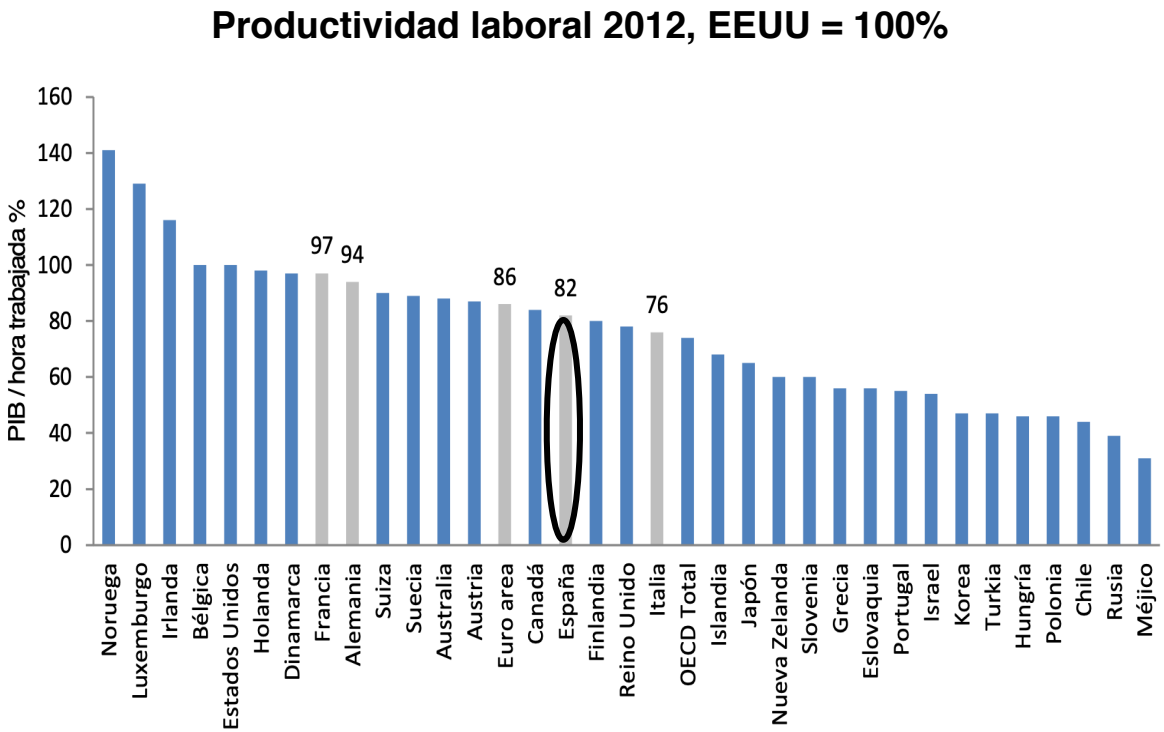
La productividad española ha aumentado un 12% desde 2008



Fuente: OECD

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

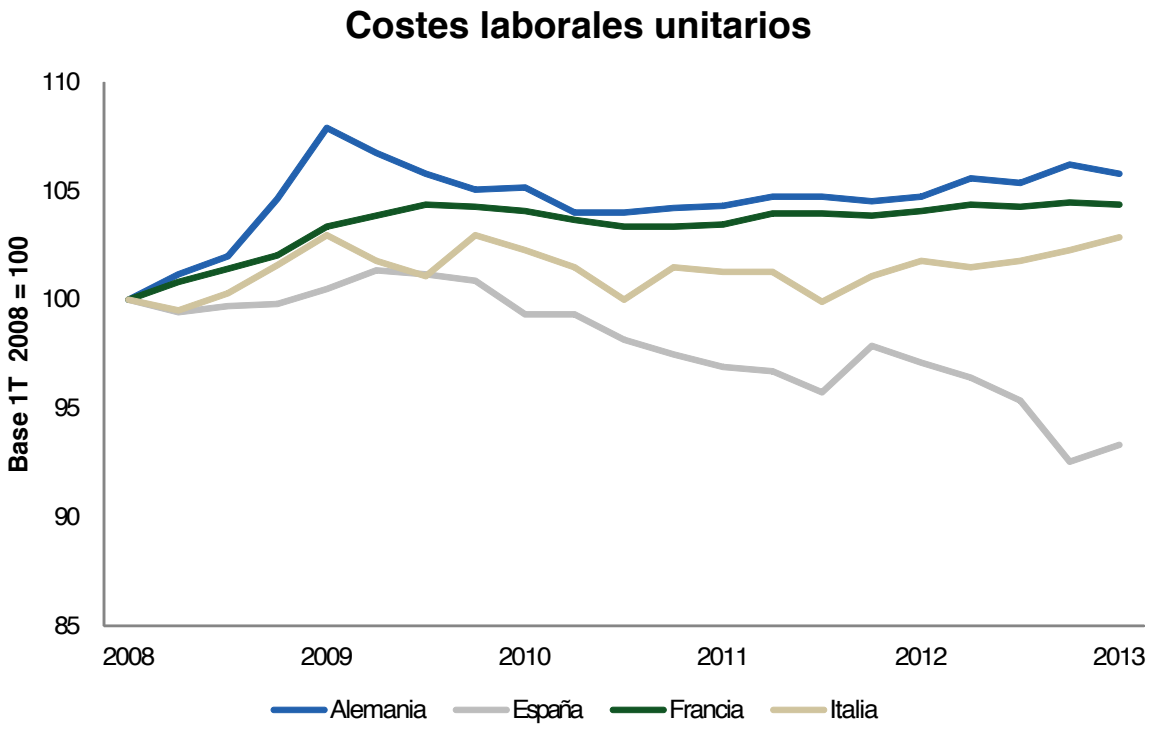
Provocando que un español sea casi tan productivo como la media europea



Fuente: OECD

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

Resultando en la favorable la evolución del coste laboral unitario



Fuente: Eurostat

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

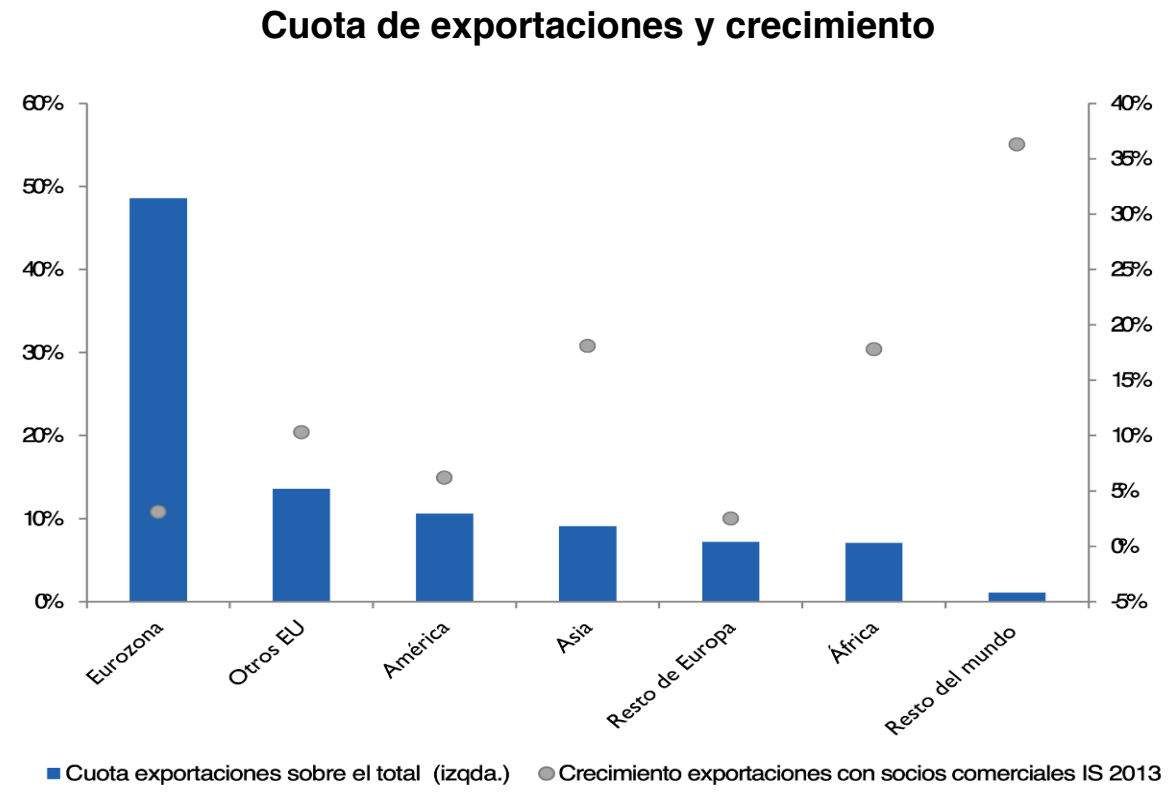
Superávit comercial de España

Comercio de bienes y servicios (€ miles de millones)

Fuente: Eurostat

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

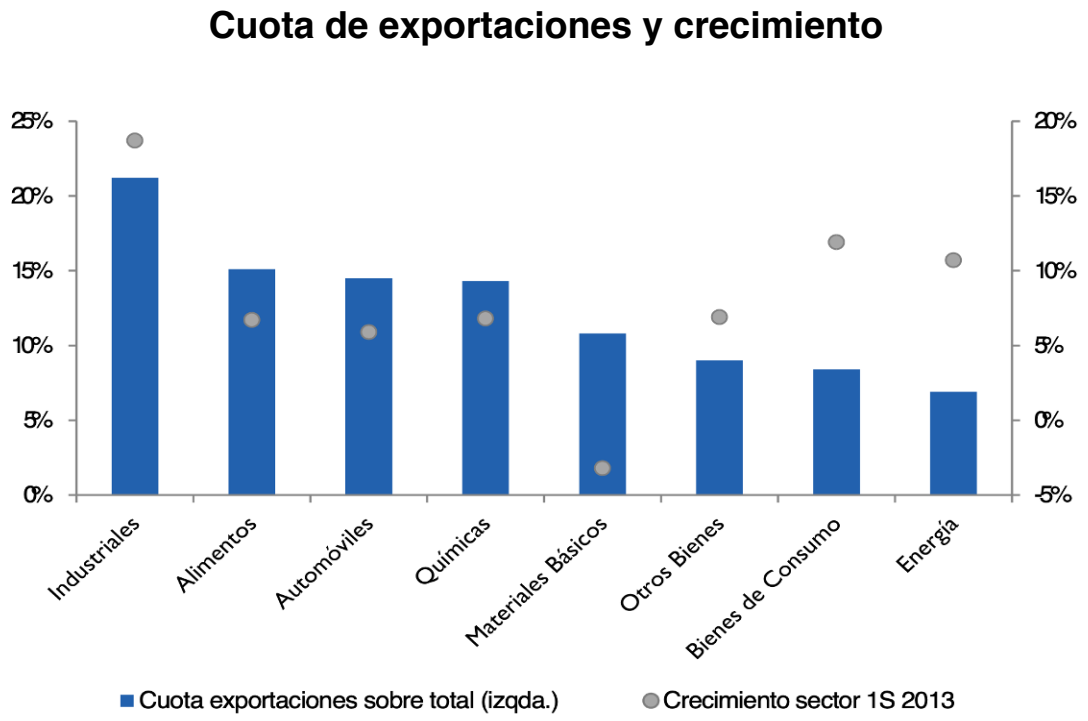
¿Dónde exporta España? (primer semestre 2013)



Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad

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

¿Qué está exportando España? (primer semestre 2013)

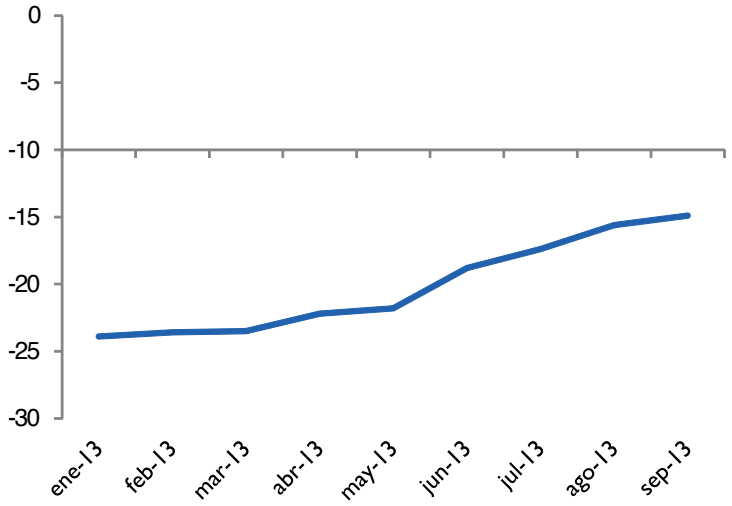


Fuente: Ministerio de Economía y Competitividad

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

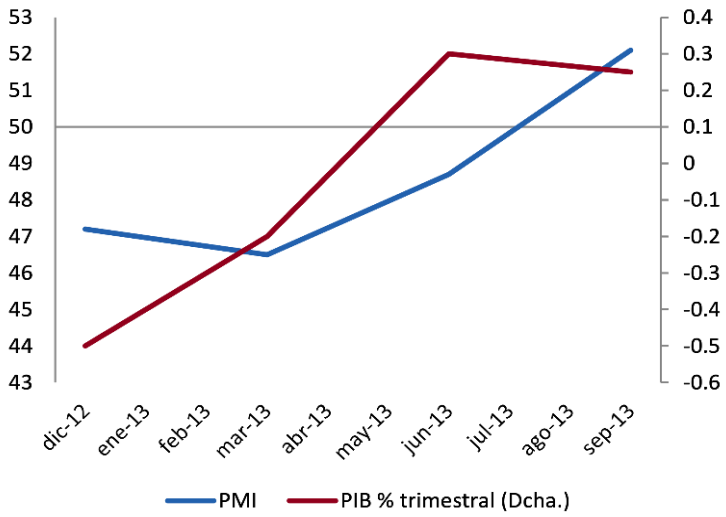
En 2014 se alcanzará otro record histórico de exportaciones debido a la recuperación europea

Confianza del consumidor de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Bloomberg

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

El consumo español puede sorprender al alza muy pronto

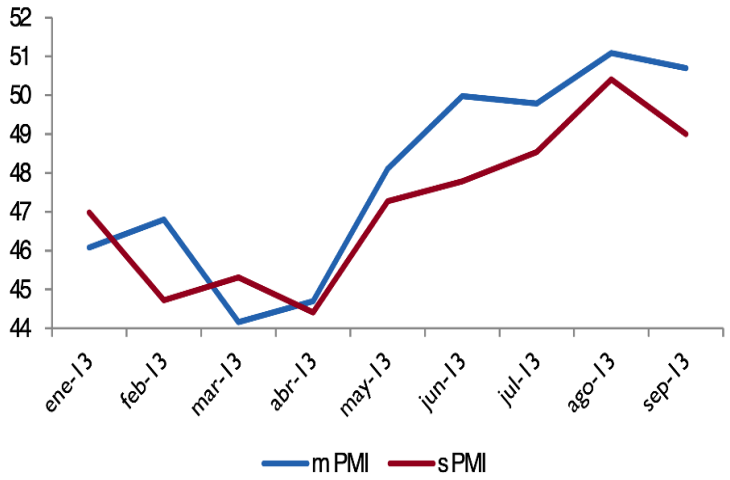
Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

Algo está cambiando: factores que afectan al consumo

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

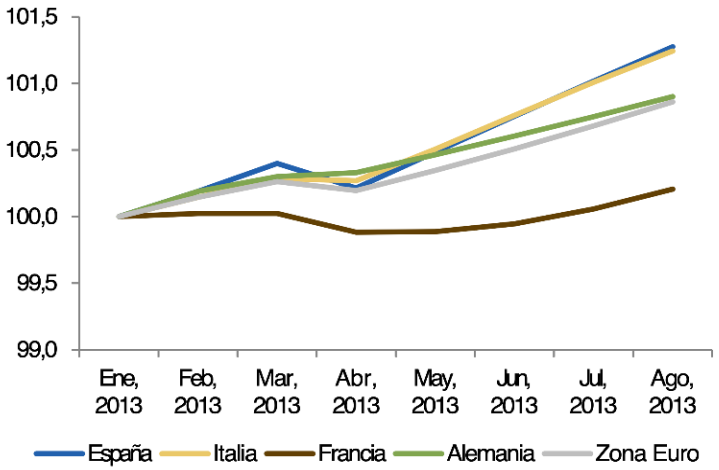
Los indicadores adelantados son prometedores

PMI Español



Fuente: INE

Indicador Sintético de Actividad, base 100 enero 2013

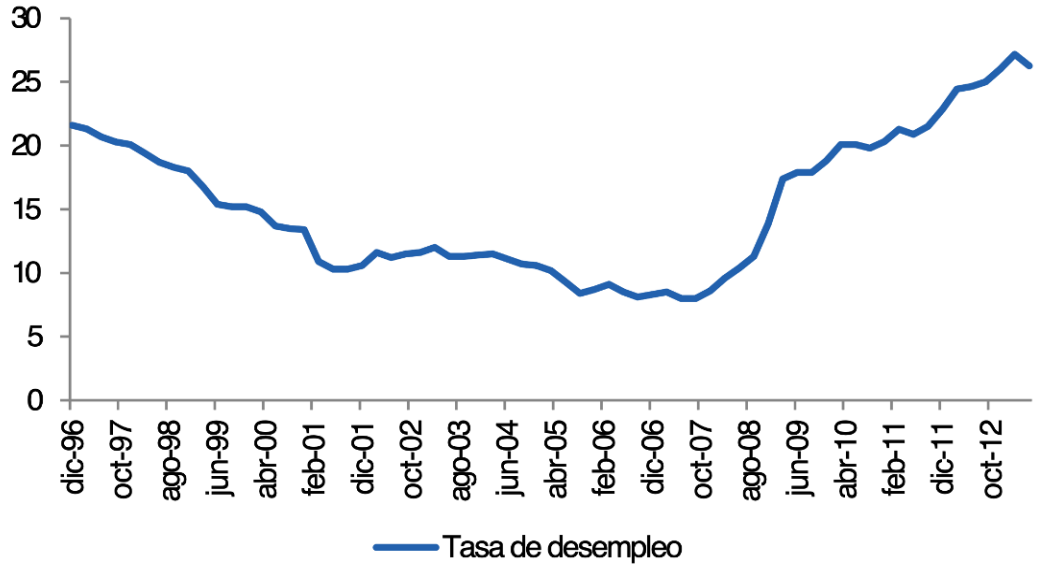


Fuente: OCDE

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

El mercado laboral está cambiando

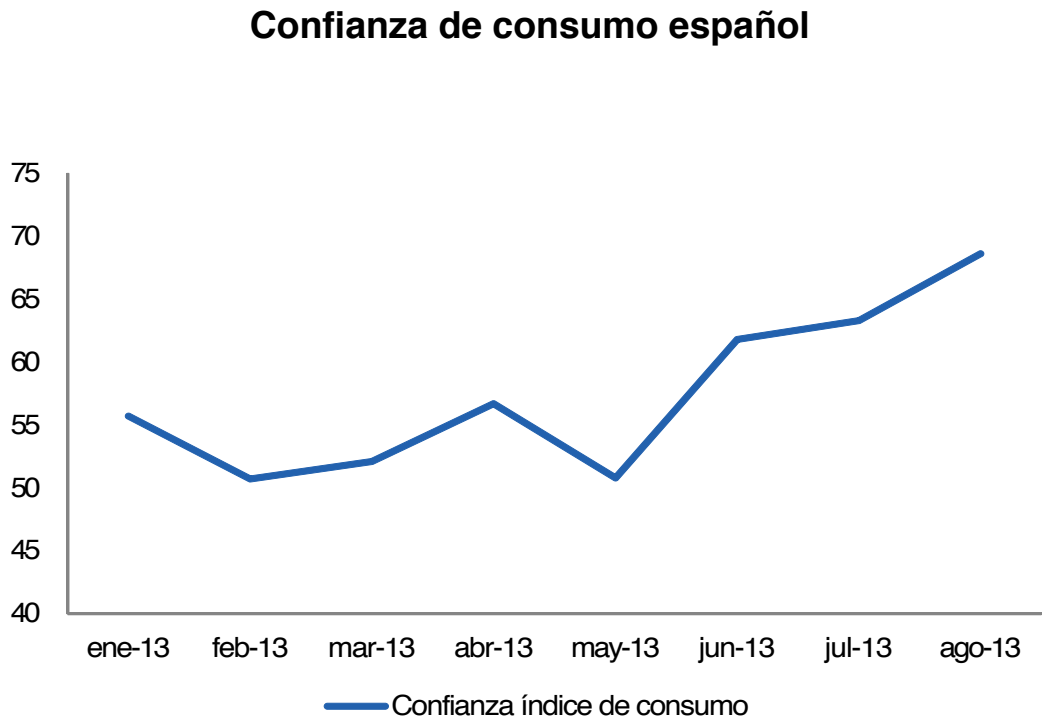
Evolución de la tasa de desempleo en España



Fuente: Bloomberg

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

Mejora evidente de la confianza del consumidor

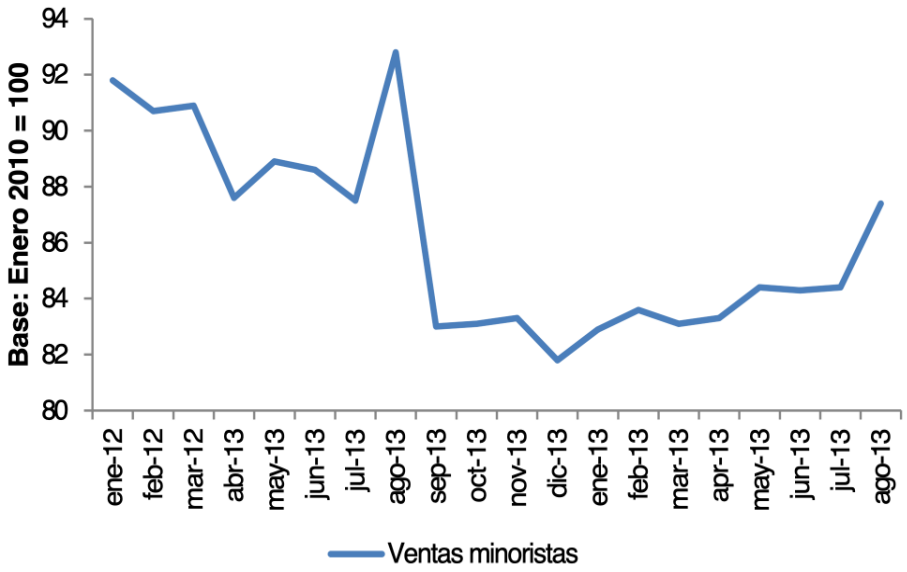


Fuente: CIS

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

Tendencia del consumo…

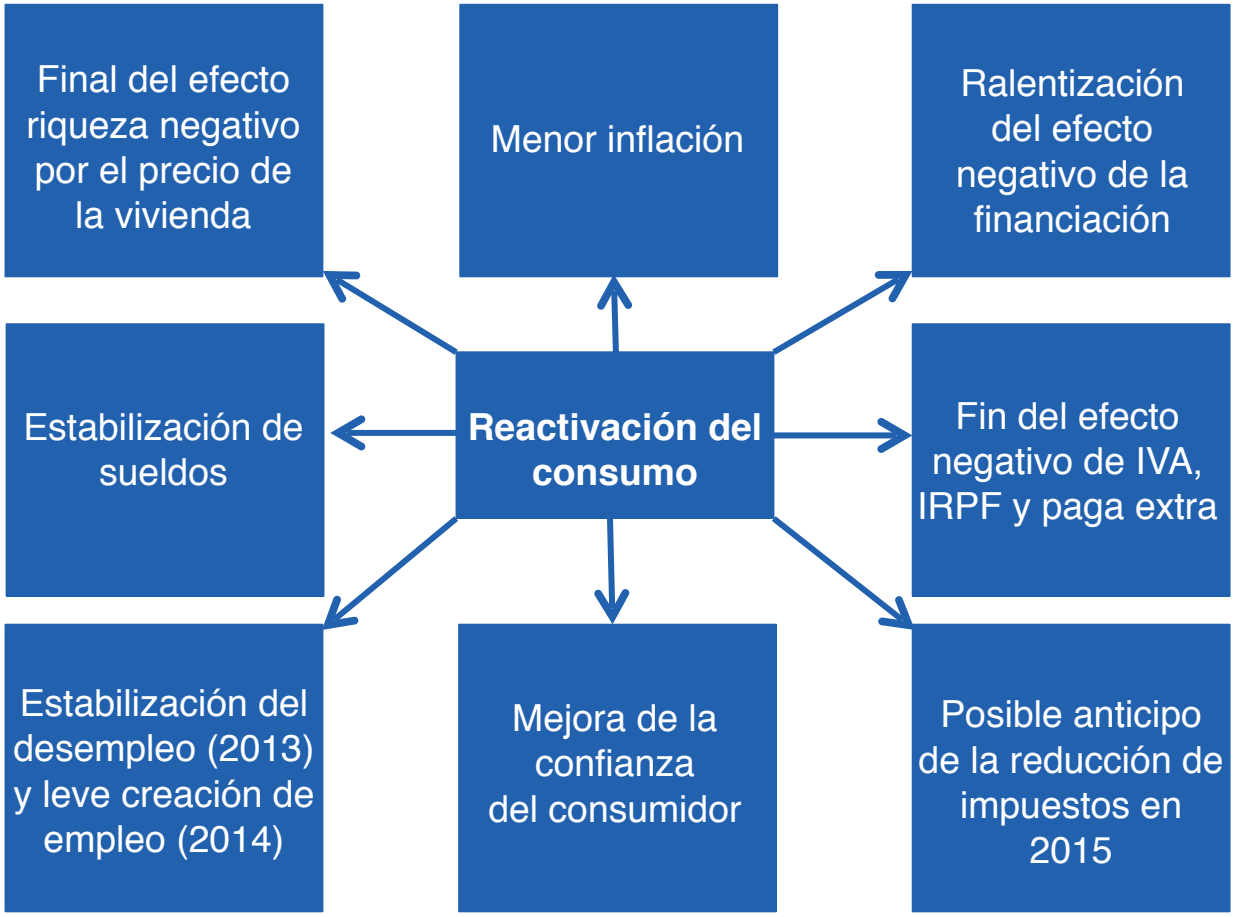
Ventas minoristas españolas



Fuente: INE

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

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



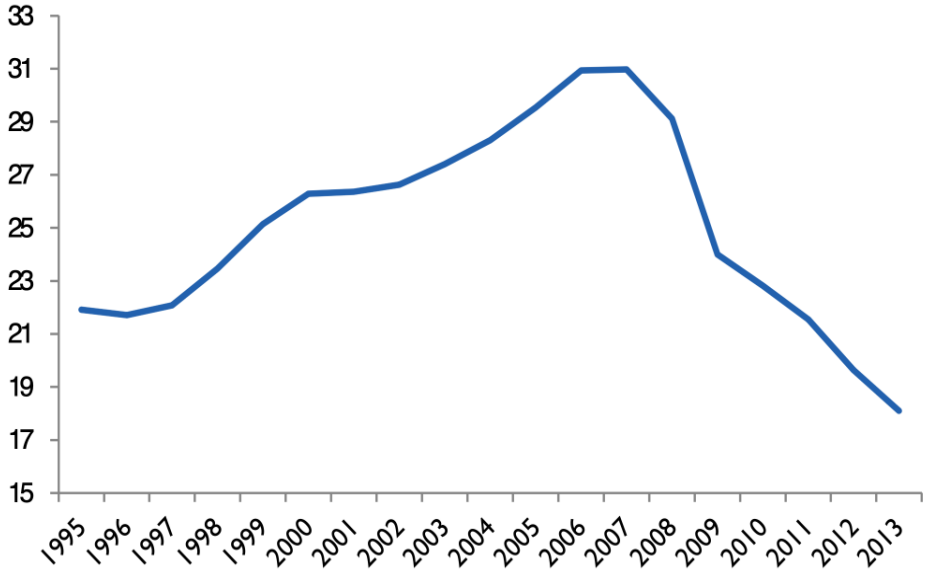
Ignacio de la Torre, Ph. D. idelatorre@arcanogroup.com

Potencial de medio plazo de la economía española

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

Aumento de las inversiones

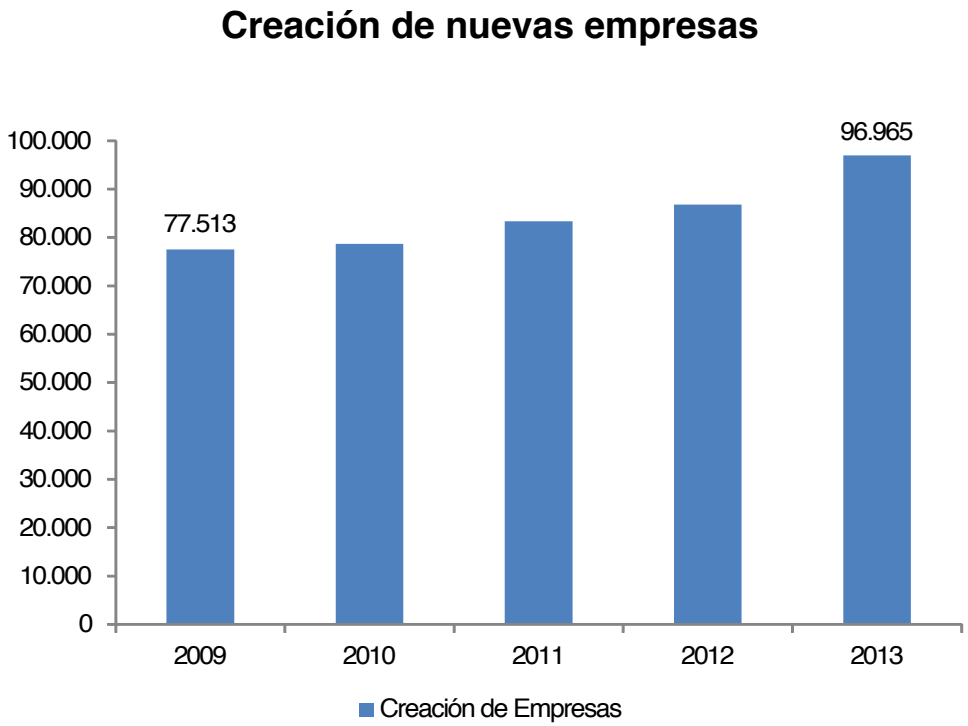
Inversiones como % de PIB



Fuente: Bloomberg

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

Espíritu emprendedor en auge

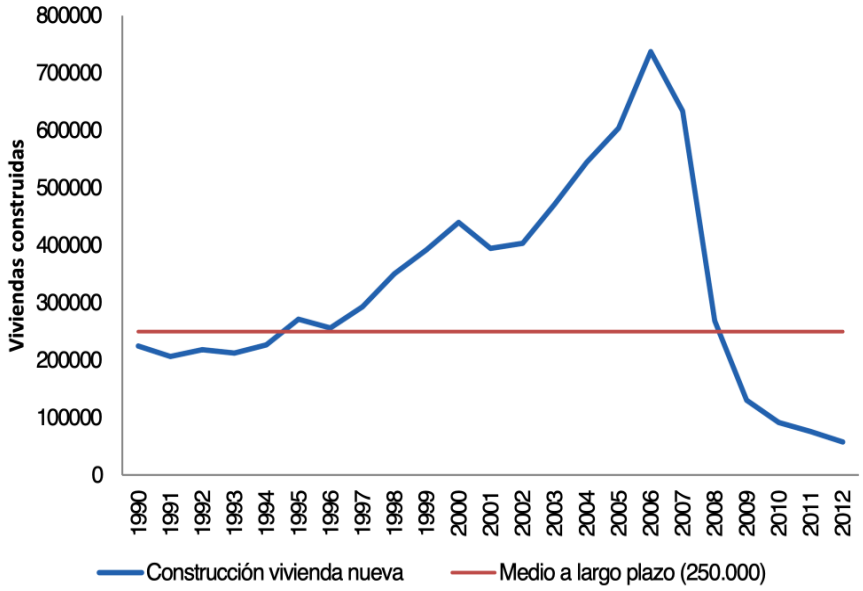


Fuente: INE y Arcano (2013e)

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

Construcción: potencial creador de 500.000 empleos

Construcción de viviendas

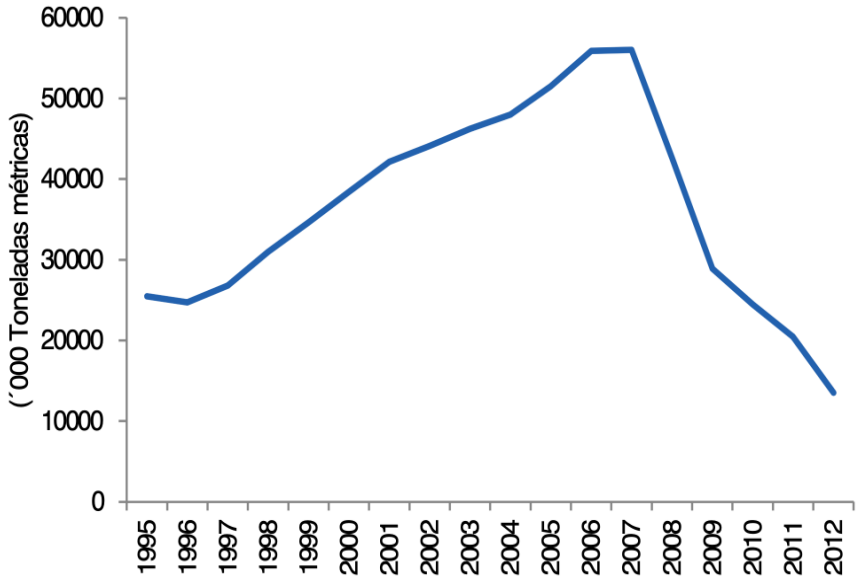


Fuente: Bloomberg, Ministerio de Fomento

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

Industria inducida por la construcción

Consumo de cemento

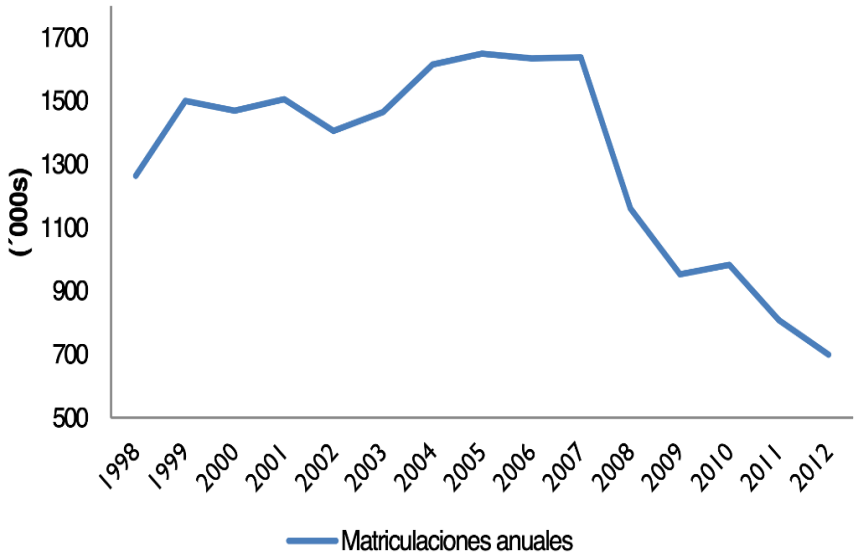


Fuente: INE

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

El consumo aumentará

Ventas de coches



Fuente: Bloomberg, OECD

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

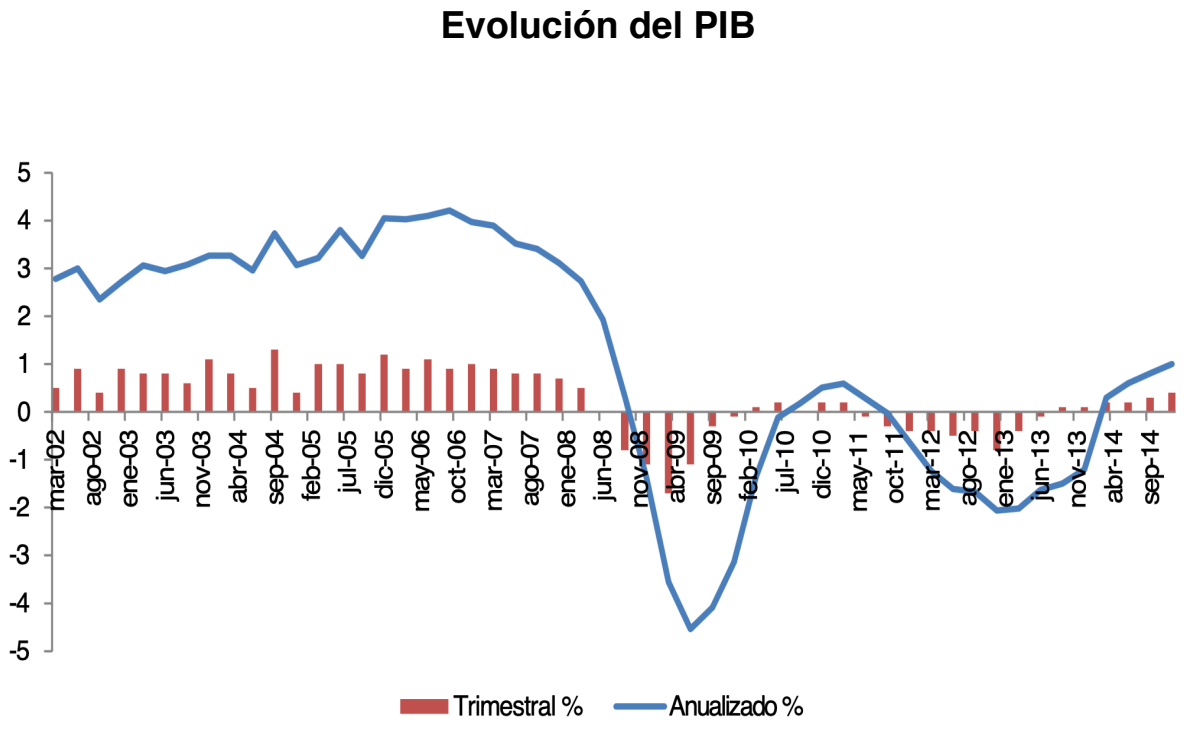
Conclusiones

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

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

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

Octubre 2013: España ha salido ya de la recesión



Fuente: Bloomberg y Funcas

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

¿Eficiencia de los mercados?

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

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

Gracias

idelatorre@arcanogroup.com

Arcano: la firma de referencia para invertir en España

Sobre Arcano (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.

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

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

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

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

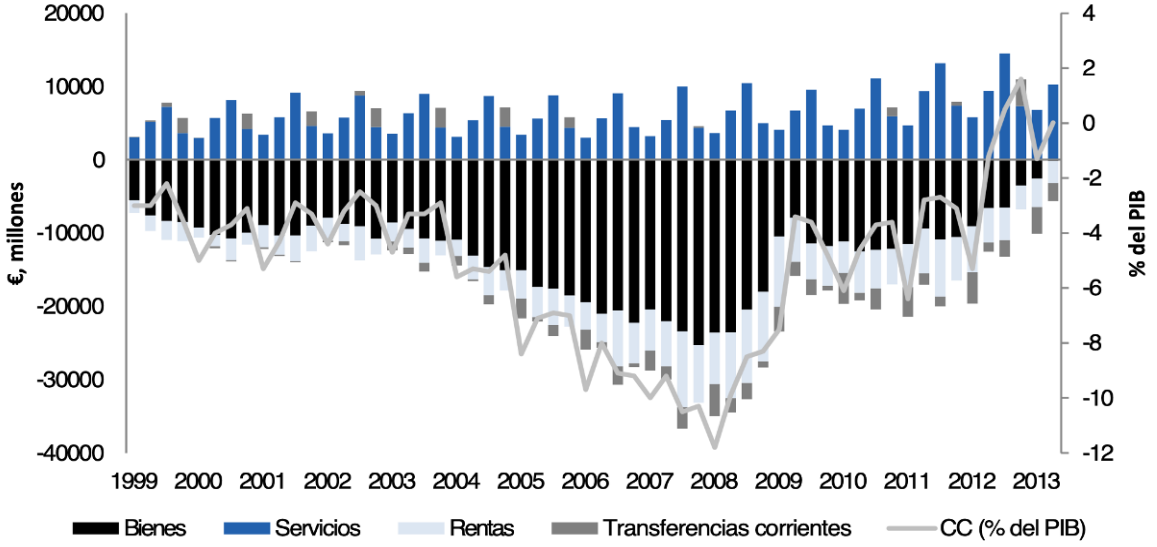
Apéndice II: Financiación no bancaria, 2013

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
TOTAL				**5.610**

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

Apéndice III: Saldo de cuenta corriente de España

Evolución del saldo de la balanza por cuenta corriente por componentes



Fuente: Banco de España, Eurostat

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

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

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