

## Por qué invertir en España

Ignacio de la Torre, Ph. D.  
[idelatorre@arcanogroup.com](mailto:idelatorre@arcanogroup.com)  
Febrero 2013

# Índice

**Resumen ejecutivo**

Mitos acerca de la economía española

España es solvente

España puede crecer

Conclusiones

## Resumen ejecutivo

- Se han extendido una serie de mitos que pintan un panorama excesivamente pesimista de la economía española. Esta presentación y su informe correspondiente explican estos conceptos erróneos. España se enfrenta a tiempos difíciles, pero sus problemas son a menudo exagerados
- España es solvente pero ilíquida:
  - Los activos están valorados por encima del 700% del PIB mientras que las deudas se sitúan por debajo del 270%
  - Tras la recapitalización de la banca española el riesgo soberano por contagio debería desaparecer
  - Se está aplicando un paquete fiscal para reducir el déficit del 11% del PIB
  - La liquidez proporcionada por la Eurozona es suficiente
- España es competitiva y tiene capacidad de crecimiento:
  - Las exportaciones están en niveles récord (más de 200.000 millones de euros, 23% del PIB), y seguirán creciendo gracias a una mano de obra competitiva y productiva
  - Los ingresos por turismo y otros servicios también están en máximos históricos (60.000 millones de euros) y siguen creciendo
  - Los empresarios y las PYMES, respaldados por las grandes empresas, deberían liderar el modelo de crecimiento económico de España en el futuro

Con fundamentos sólidos y valoraciones tan bajas, creemos que es el momento de invertir en España

# Índice

Resumen ejecutivo

**Mitos acerca de la economía española**

España es solvente

España puede crecer

Conclusiones

# Mito I: España tiene una deuda/PIB del 363%, que no podrá repagar

## Tergiversación de la deuda española

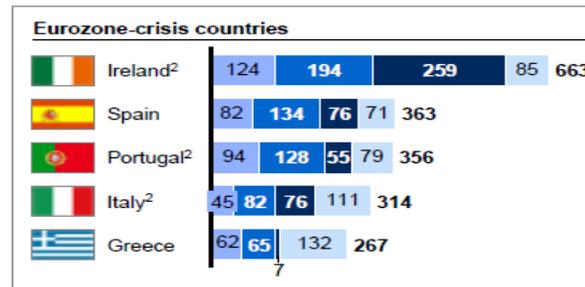
### The composition of debt varies widely across countries

Total debt,<sup>1</sup> Q2 2011  
% of GDP

#### 10 largest mature economies



Households  
Nonfinancial corporations  
Financial institutions  
Government



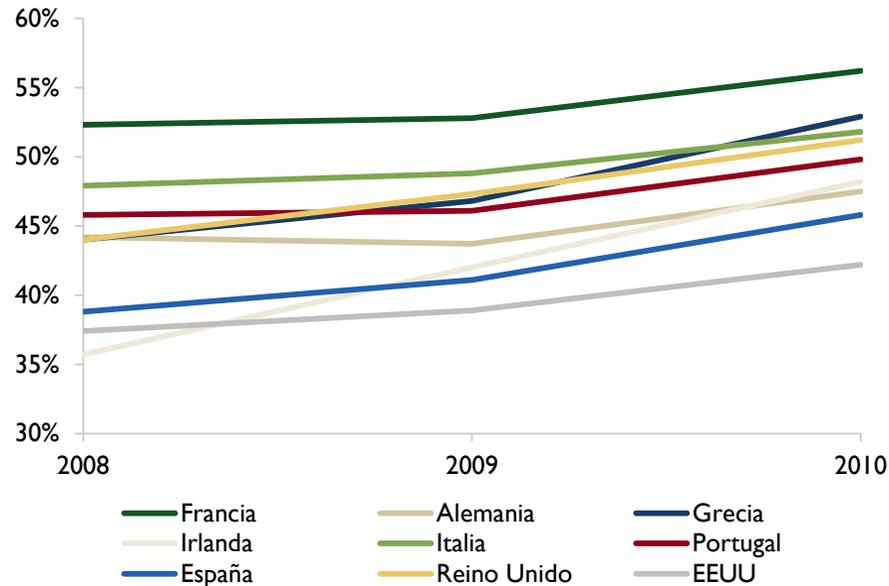
1 Includes all loans and fixed-income securities of households, corporations, financial institutions, and government.  
2 Q1 2011 data.

Fuente: McKinsey Global Institute, "Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth," Enero 2012, p. 13

- El apalancamiento es del 268% (no 363%) ya que la deuda de entidades financieras no debería ser contabilizada por partida doble. Si le debes 100.000€ a tu banco y éste a su vez debe 100.000€ a un inversor extranjero, la deuda total es de 100.000€, no 200.000€
- El apalancamiento real de las compañías debería ser ajustado debido a: (i) la cantidad prestada por los bancos españoles a empresas, para no contabilizar por partida doble, (ii) los préstamos entre compañías, también contabilizados por partida doble (27% del PIB), (iii) el 40% del PIB es deuda que pertenece al sector inmobiliario, que a su vez está siendo provisionada al 20% del PIB (50% en total), (iv) la deuda relacionada con inversiones realizadas en empresas internacionales (44% del PIB), que no contribuyen al PIB español

## Mito 2: España es manirrota con el gasto público

### Gasto público (% del PIB)

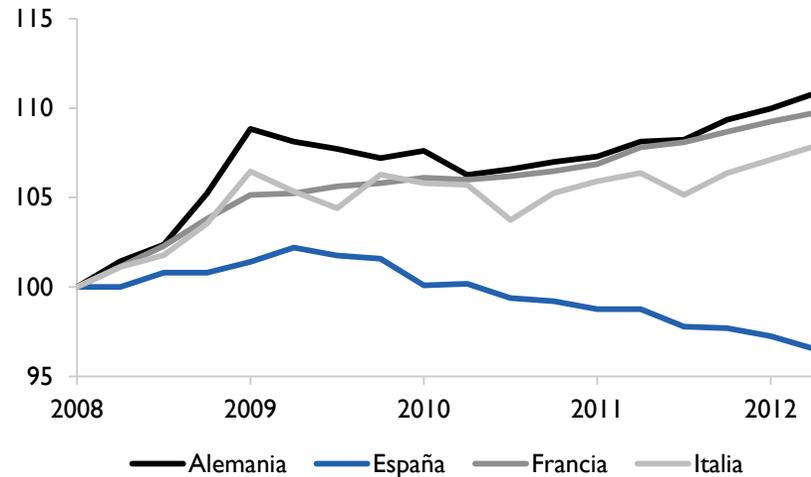


Fuente: The Heritage Foundation

- El gasto público de España es menor como porcentaje del PIB en comparación con la mayoría de países de la Eurozona y el Reino Unido, tanto antes como después de la crisis (España tenía un superávit fiscal cercano al 2% en 2007)
- El Gobierno está tomando serias medidas para corregir el déficit fiscal, tanto programas de reducción del gasto (incluyendo el control del gasto a nivel regional y local) como el aumento de impuestos. Los Gobiernos locales han reducido un 7% hasta la fecha el gasto no financiero
- En términos relativos, el problema de España no es el gasto público sino la recaudación de impuestos

## Mito 3: España no es competitiva

### Evolución de la competitividad (coste laboral unitario) en España frente a los principales socios comerciales

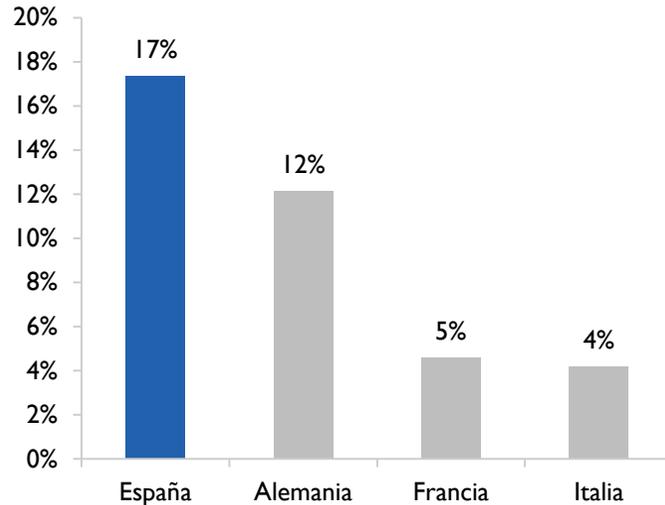


Fuente: Eurostat

- Como principal índice de la competitividad, el coste laboral unitario se ha reducido un 4% desde 2008 a diferencia de sus principales socios comerciales, donde ha aumentado un 5-10%
- Por ello, España ha aumentado su competitividad entre un 9 y un 14%, permitiendo el crecimiento de sus exportaciones

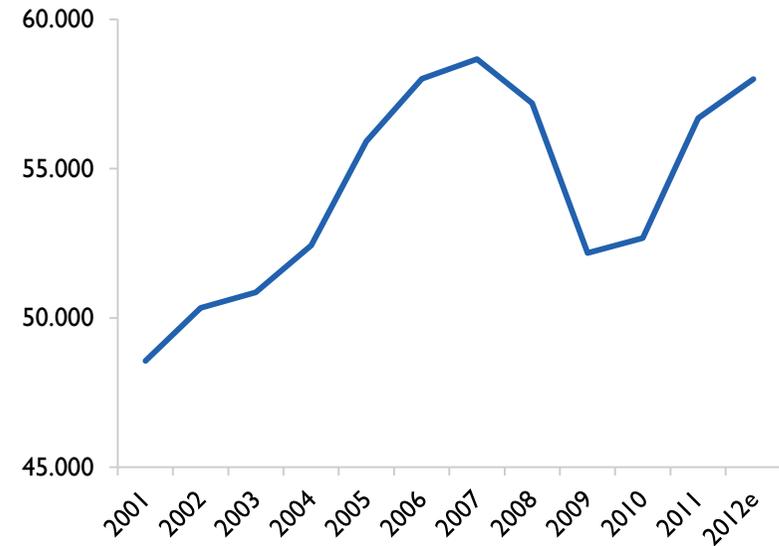
## Mito 4: España no tiene un modelo de crecimiento

### Evolución del crecimiento de las exportaciones (2008-2012)



Fuente: Eurostat

### Número total de turistas cada año (miles)

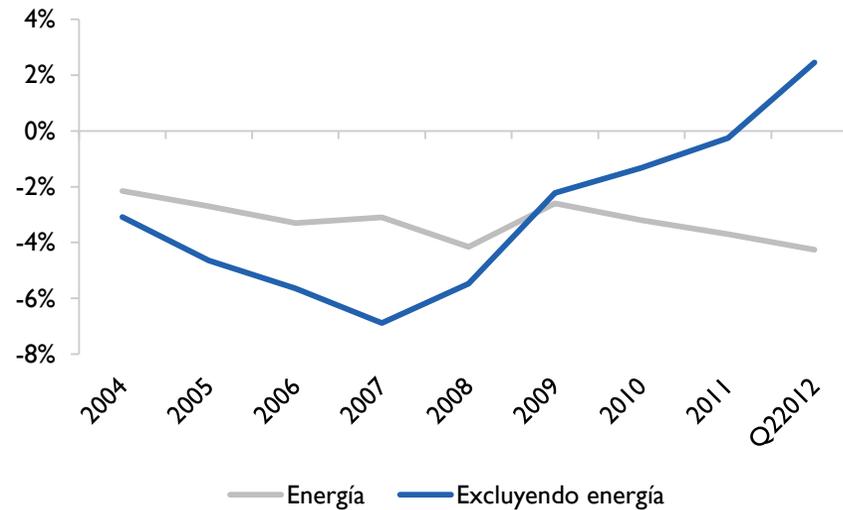


Fuente: INE

- Las exportaciones españolas y el turismo se encuentran en máximos históricos (más de 200 y 60 mil millones de euros respectivamente)
- Un bajo coste laboral, una mayor flexibilidad laboral y un magnífico estado de bienestar (en particular del sistema sanitario) así como unas infraestructuras de primer nivel crean un entorno propicio al crecimiento, incluso si el país mantiene un bajo nivel de inversión pública en los próximos años

## Mito 5: España tiene que hacer muchos ajustes aún, siguiendo el ejemplo de otras crisis

### Evolución del déficit comercial



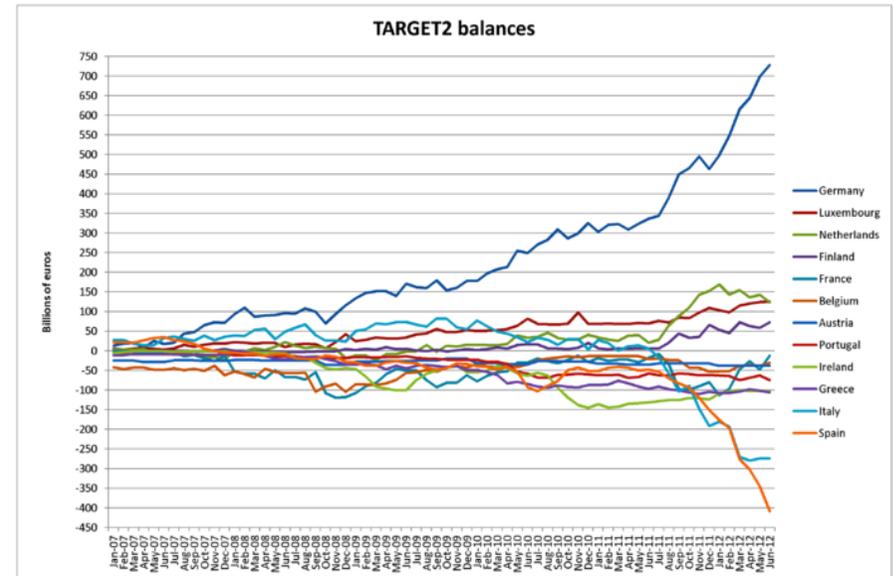
Fuente: INE

- España ya ha realizado tres ajustes principales:
  - Como resultado de una caída en las importaciones y un incremento en el nivel de exportaciones, excluyendo la energía, el déficit del 8% ha pasado a un 3% de superávit en 2012, reduciendo la necesidad de financiación externa al mínimo
  - El sector financiero habrá provisionado cerca de 200 mil millones de euros para el primer trimestre de 2013 y el precio de la vivienda se está ajustando al de otras economías
  - Como analizaremos en las próximas diapositivas, la fuerza laboral española ha pasado a ser mucho más competitiva

## Mito 6: Europa permitirá que España salga del euro

➤ Una eventual salida de España de la zona euro sería mucho más costosa que el apoyo a sus necesidades de liquidez. Las consecuencias previsibles de una salida del España serían las siguientes:

- Insolvencia inmediata del BCE, debido a los desequilibrios del TARGET2
- Considerables pérdidas en las carteras de los bancos alemanes y franceses
- Efecto contagio sobre Italia, lo que conllevaría probablemente a una ruptura del euro
- Fuerte recesión en las economías impulsadas por las exportaciones
- Implicaciones potencialmente devastadoras para la Unión Europea como proyecto económico y político



## Mito 7: España no realizará reformas

### Reforma fiscal aplicada:

	2012 (MME)	2013 (MME)	2014 (MME)
Ajustes de abril	43,1	19,6	0
Ajustes de julio	13,5	22,9	20,1
<b>Total</b>	<b>56,6</b>	<b>42,5</b>	<b>20,1</b>
% del PIB	5,4%	4,0%	1,9%

### Reforma estructural aplicada:

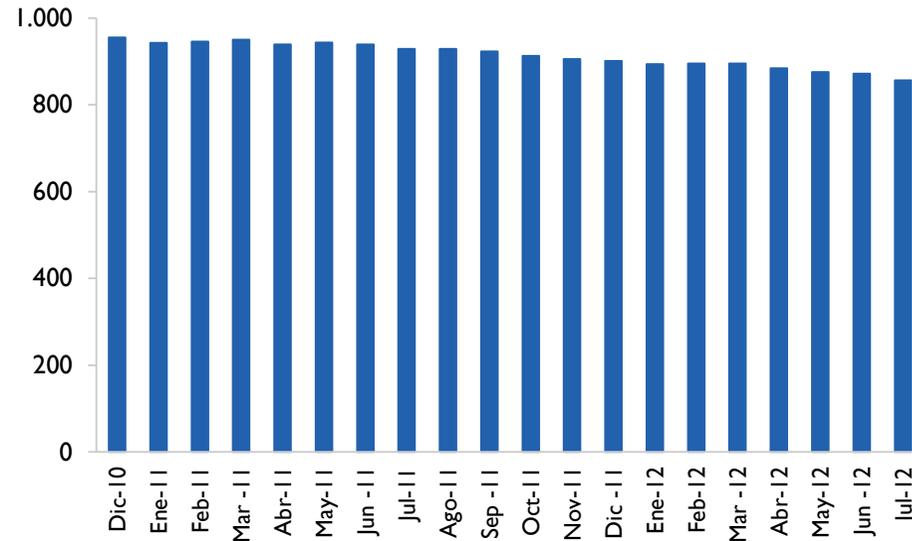
	Efecto en el PIB (acumulativo hasta 2020)	Efecto en el empleo (número de personas contratadas) (acumulativo hasta 2020)
Directiva de servicios	1,2	39.000
Reforma laboral	4,5	1.763.000
Reforma de sistema de pensiones	0,4	71.000
Reforma del sector financiero	1,6	96.000
Ley de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera	0,9	18.000
<b>Total</b>	<b>8,6</b>	<b>1.987.000</b>

Fuente: Tesoro Público

- España está llevando a cabo un ajuste fiscal del 11,3%, uno de los mayores en la historia reciente de la OECD. Las reformas del lado de la oferta podrían aumentar el PIB prácticamente un 9% en los próximos años

## Mito 8: Hay una fuga de depósitos en la banca española

### Depósitos minoristas y corporativos en España (M€)

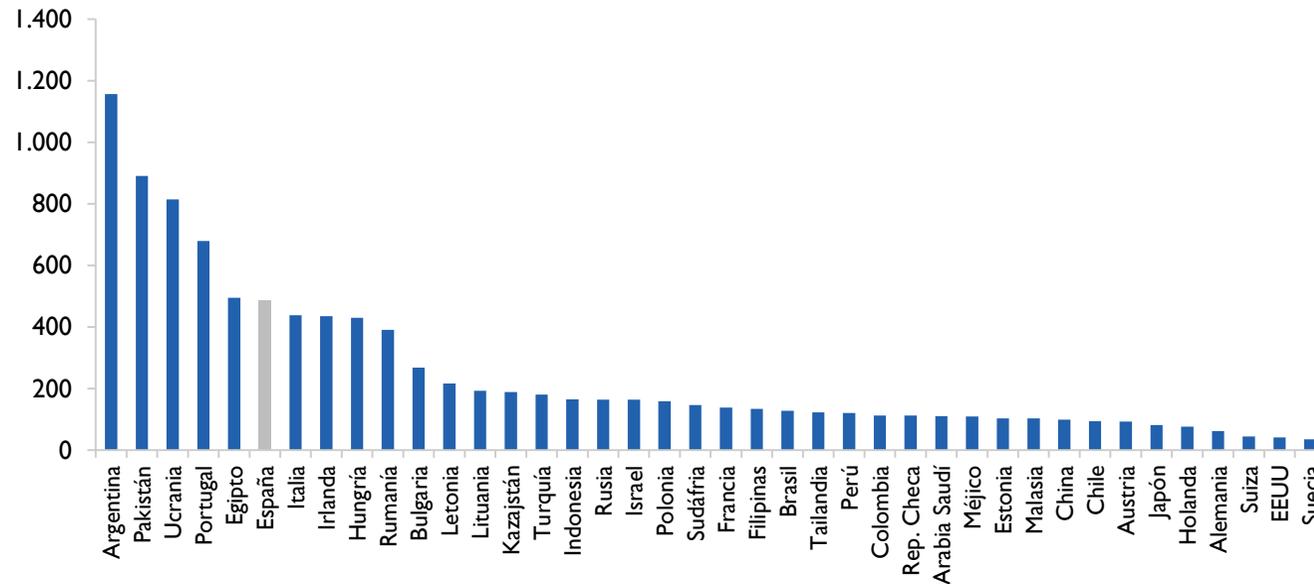


Fuente: Banco de España

- Los depósitos de alta calidad (minoristas y corporativos), que los bancos asumen como una fuente de financiación estable se han reducido solo un 2-3%, lo que difícilmente se califica como una fuga de depósitos
- Las caída en las cifras de depósitos totales (un 6,7% acumulado anual en Julio de 2012) son generalmente de carácter técnico y no han tenido un impacto negativo en la financiación del sistema bancario

## Mito 9: La “sabiduría” de los seguros de impago, el riesgo de quiebra de España es mayor que el de muchas economías emergentes

Spread de los CDS soberanos

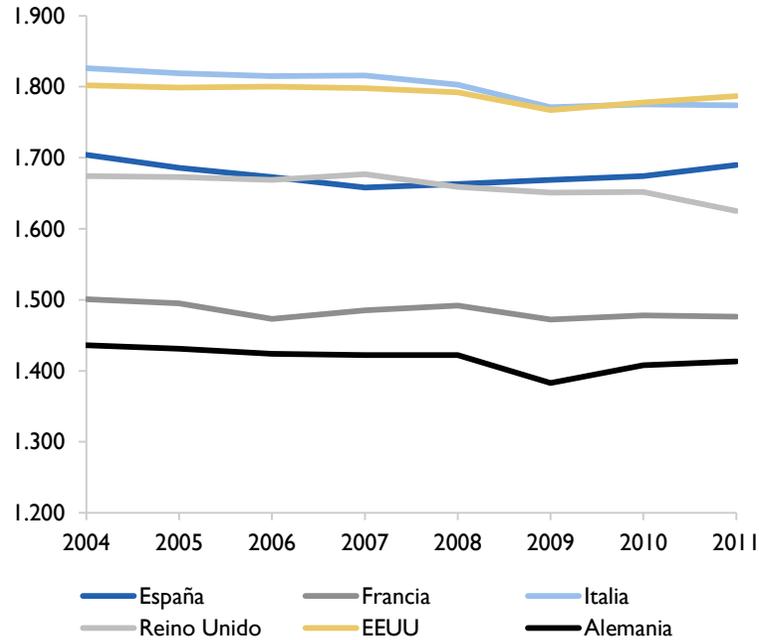


Fuente: Factset (28 de Agosto de 2012)

- De acuerdo a esta gráfica, España tiene más riesgo que Indonesia, Rusia, Kazajstán y Rumanía
- La última vez que España quebró fue en 1883
- Los CDS no reflejan la estabilidad política (democracia) ni la estabilidad proporcionada por una clase media fortalecida (desarrollada en España en los años '60)
- Los países quiebran una vez que alcanzan altos niveles de deuda pública (por encima del 120% del PIB), no tienen acceso a liquidez y no son capaces de crecer. España no se encuentra en esa situación

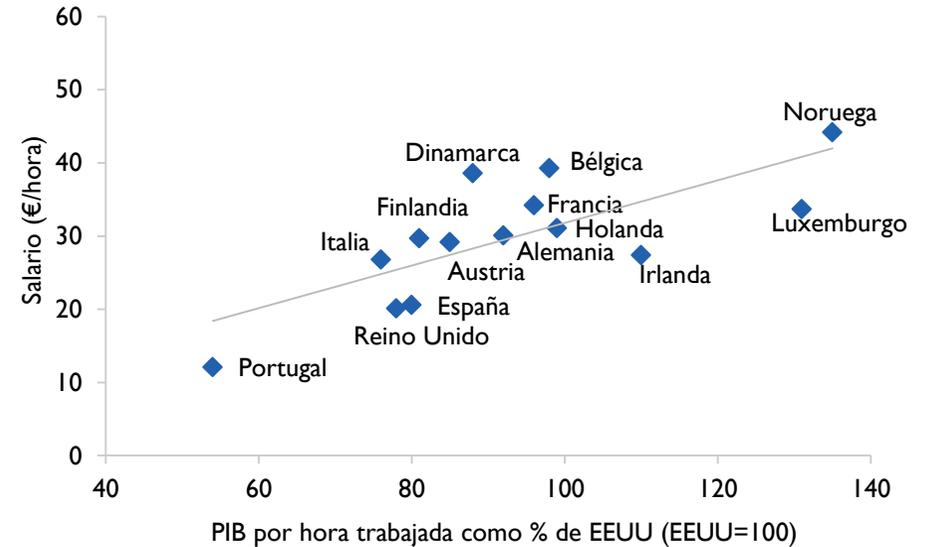
## Mito 10: Los españoles no trabajan duro

### Promedio de horas trabajadas al año



Fuente: OECD

### Coste laboral unitario y PIB por hora trabajada en 2011



Fuente: Eurostat, OECD

- La fuerza laboral española trabaja más horas al año que la mayoría del resto de países de la OCDE, en línea con el Reino Unido y justo por debajo de EE.UU
- Comparando los costes laborales españoles y la productividad por trabajador, España es uno de los países más atractivos a la hora de invertir

# Índice

Resumen ejecutivo

Mitos de la economía española

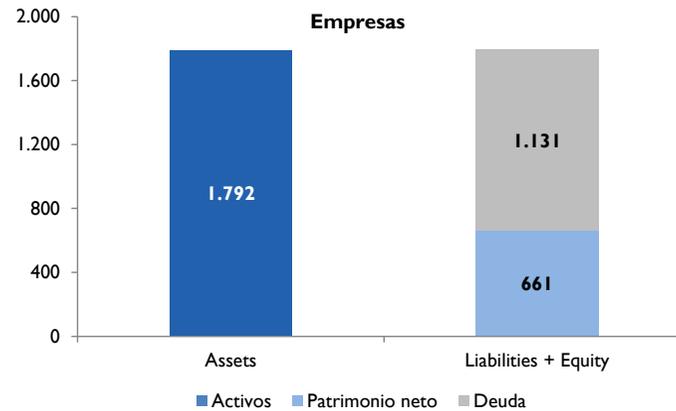
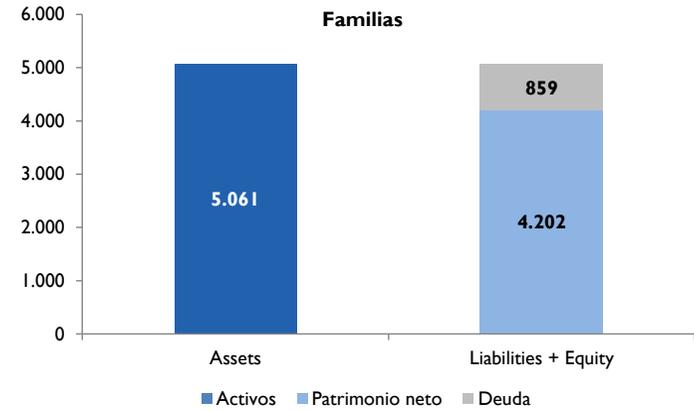
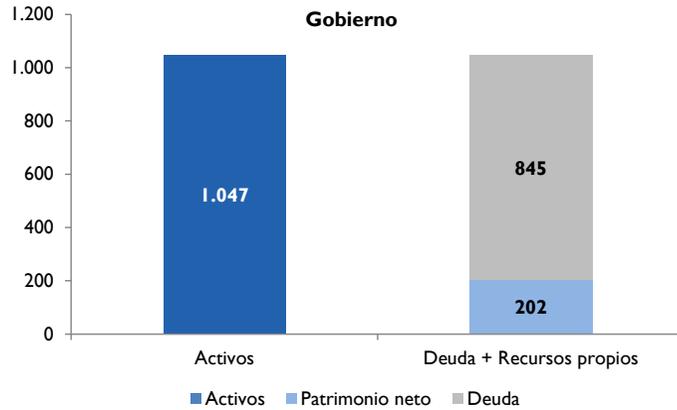
**España es solvente**

España puede crecer

Conclusiones

# Solvencia = activos - deuda

## Balance financiero del Gobierno, familias y empresas

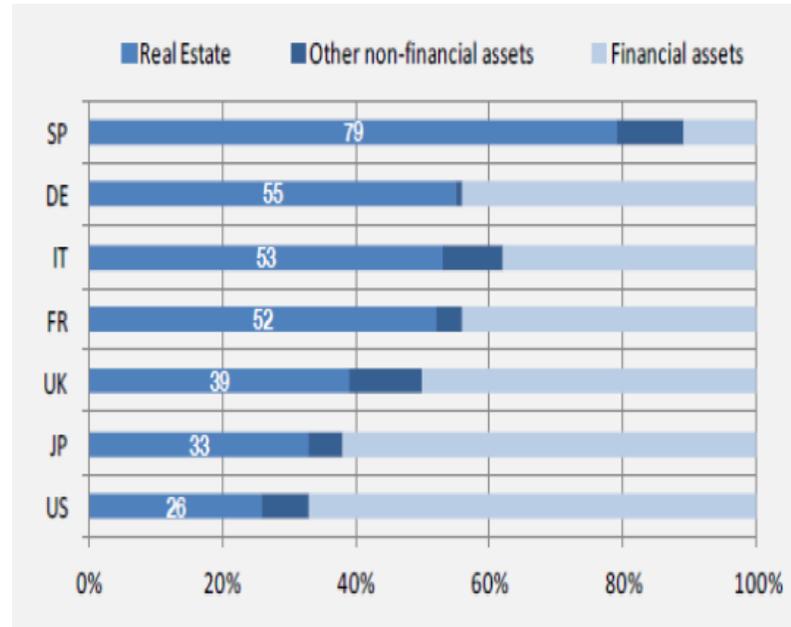


Fuente: Banco de España, Funcas, Arcano

- Los activos españoles (financiero e inmobiliarios, asumiendo una caída del 50% en el precio de estos últimos) superan a las deudas. España es solvente, pero ilíquida
- En el sector empresarial el 40% del PIB es deuda de empresas vinculada con activos inmobiliarios que han sido provisionados en un 50%

# España es solvente, pero ilíquida

## Desglose de los activos de las familias (% del total de activos)

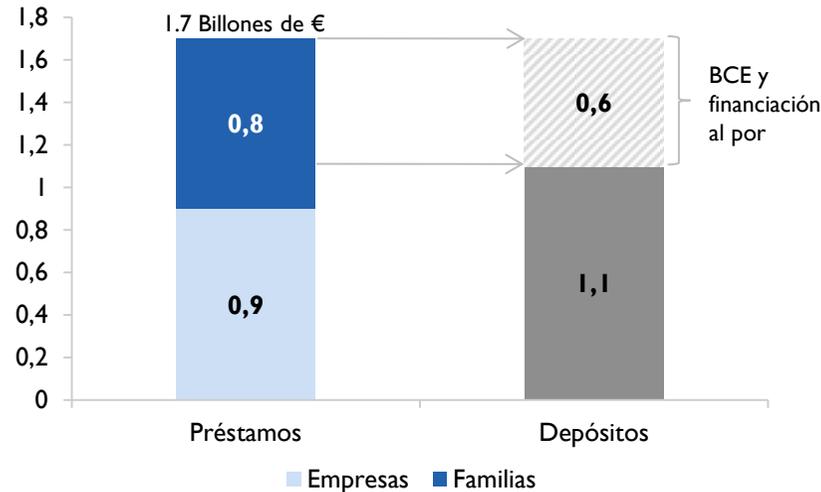


Fuente: Oliver Wyman

- Prácticamente el 80% de la riqueza de las familias está en el sector inmobiliario, sin liquidez. Deben llevarse a cabo políticas de incentivos fiscales activas para equilibrar la estructura de ahorro de España

# El sistema financiero español ha solventado sus principales debilidades, limitando el contagio al Gobierno

## Estructura de financiación de la cartera de préstamos del sistema financiero

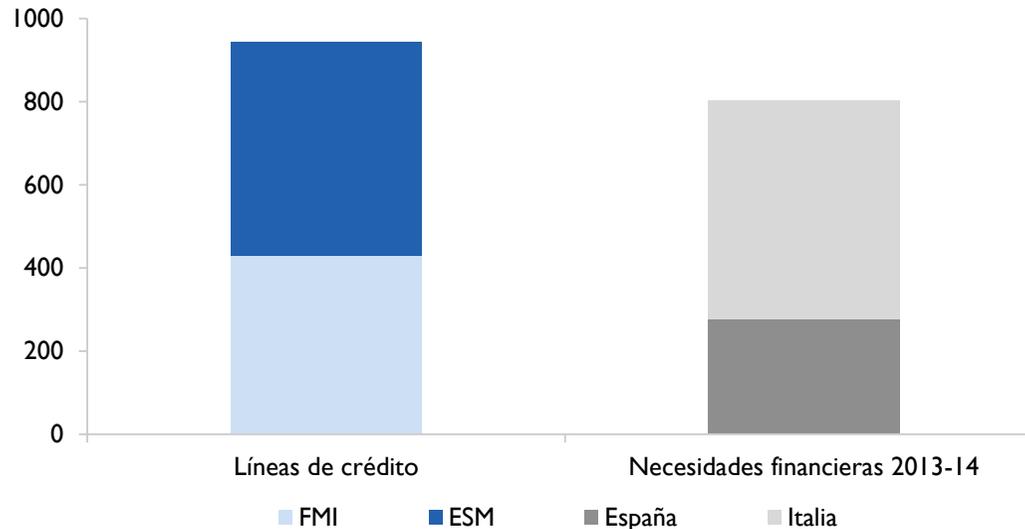


Fuente: Arcano, Banco de España

- Aunque ha llevado mucho más tiempo de lo debido, el sistema financiero español está abordando con éxito sus problemas de liquidez y solvencia:
  - **Liquidez:** el BCE ha refinanciado dos tercios de la financiación de la banca mayorista, en su mayoría con fondos de vencimiento a 3 años, proporcionando a los bancos españoles financiación y tiempo suficiente para llevar a cabo un proceso de desapalancamiento necesario (en marcha)
  - **Solvencia:** la provisión total alcanzará el 20% del PIB o el 15% de la cartera crediticia del sistema financiero mientras aumentan los coeficientes de capital. Este esfuerzo masivo se ha abordado mediante una combinación de: (i) beneficios operativos, (ii) venta de activos, (iii) ampliaciones de capital e (iv) inyecciones de capital del Gobierno

## El riesgo de liquidez ha sido limitado

### Recursos del ESM/EFSS y necesidades financieras brutas de España e Italia (MM€)



Fuente: Bloomberg

- Los mecanismos internacionales de liquidez superan las necesidades de liquidez soberanas
- El riesgo de la deuda soberana española por contagio de la gran deuda bancaria ha sido abordada con éxito por: (i) los programas de liquidez del BCE y (ii) la reforma del sector financiero llevada a cabo por el Gobierno, lo que puede traducirse en un sistema más sano y concentrado

## Relevante ajuste fiscal en curso (11,3% del PIB)

### Programa de consolidación fiscal en España (estimaciones del Gobierno a no ser que se indique)

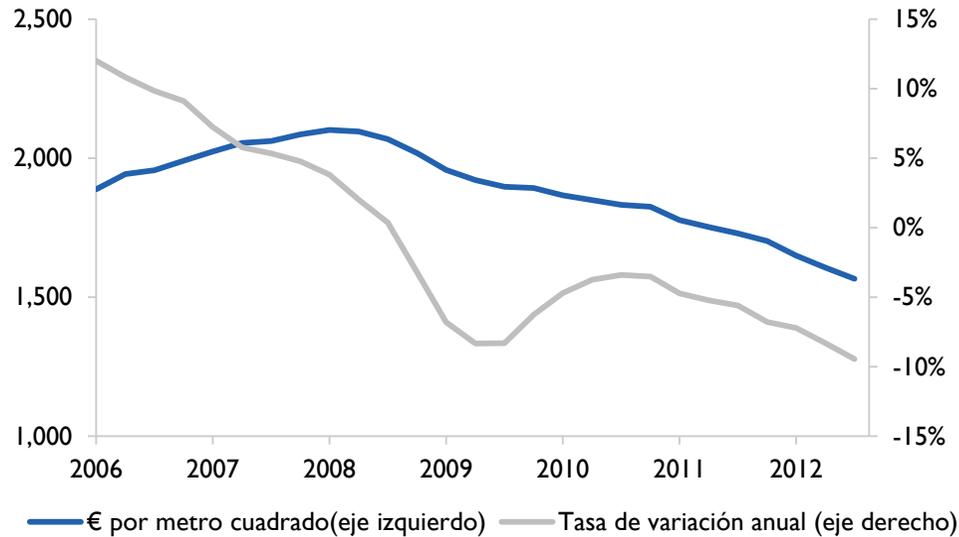
	2012	2013	2014	Acum. 2012-2014
Crecimiento del PIB	-1,5%	-0,5%	1,2%	-0,8%
Crecimiento del PIB (estimación del FMI)	-1,5%	-1,3%	1,0%	-1,8%
Crecimiento del PIB (estimación de la UE)	-1,4%	-1,4%	0,8%	-2,0%
Objetivo de déficit (% del PIB)	6,3%	4,5%	2,8%	13,6%
Objetivo de déficit del FMI (% del PIB)	7,0%	5,7%	4,6%	17,3%
Objetivo de déficit de la UE (% del PIB)	7,0%	6,0%	6,4%	19,4%
Objetivo de déficit estructural (% del PIB)	3,0%	1,5%	0,0%	4,5%
Ajuste estructural aplicado (% del PIB)	3,0%	1,5%	1,5%	6,0%
Ajuste anunciado (% del PIB)	5,4%	4,0%	1,9%	11,3%
Deuda pública estimada (% del PIB)	85,3%	91,0%	95,6%	

Fuente: Tesoro Público, FMI, Comisión Europea (excluyendo el impacto contable de la valoración de los ajustes en ayuda bancaria; pronóstico de la Comisión Europea para 2014 asumiendo una reducción de impuestos que no es realística)

- En 2014 se espera que el déficit estructural y fiscal de España se reduzca significativamente, incluso en el escenario más negativo, permitiendo que la deuda pública se establezca por debajo del 100% del PIB (por debajo del nivel estimado para Francia, Reino Unido y EE.UU)

# El precio de la vivienda tocará fondo en 2013 tras una caída del 49%

## Precio de la vivienda

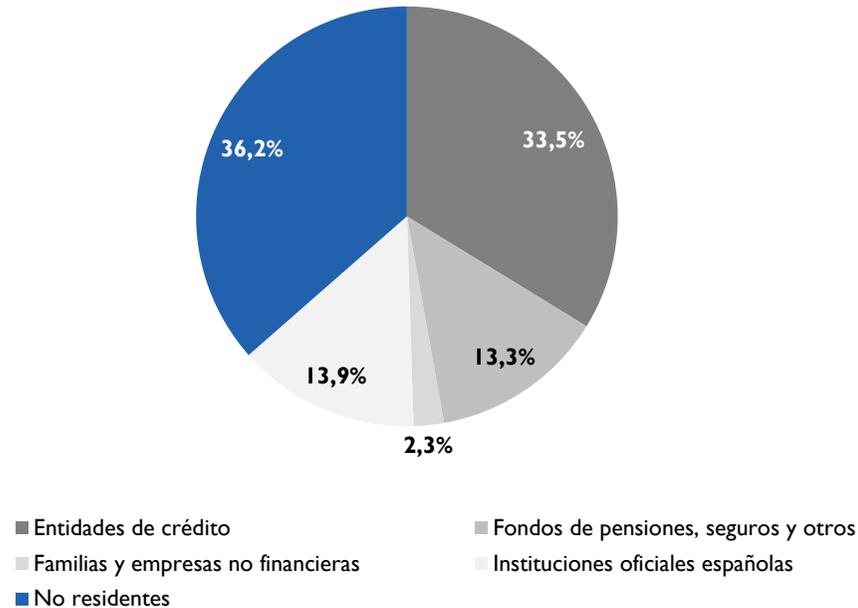


Fuente: Ministerio de Desarrollo

- El precio de la vivienda debería caer un 10% en 2013 y estabilizarse de ahí en adelante. En 2013 los precios de la vivienda alcanzarán promedios históricos frente a la renta disponible. El efecto de contagio del sector inmobiliario a la banca debería desaparecer

# La deuda pública tiene menor dependencia del capital extranjero

## Deuda del Estado español por titular

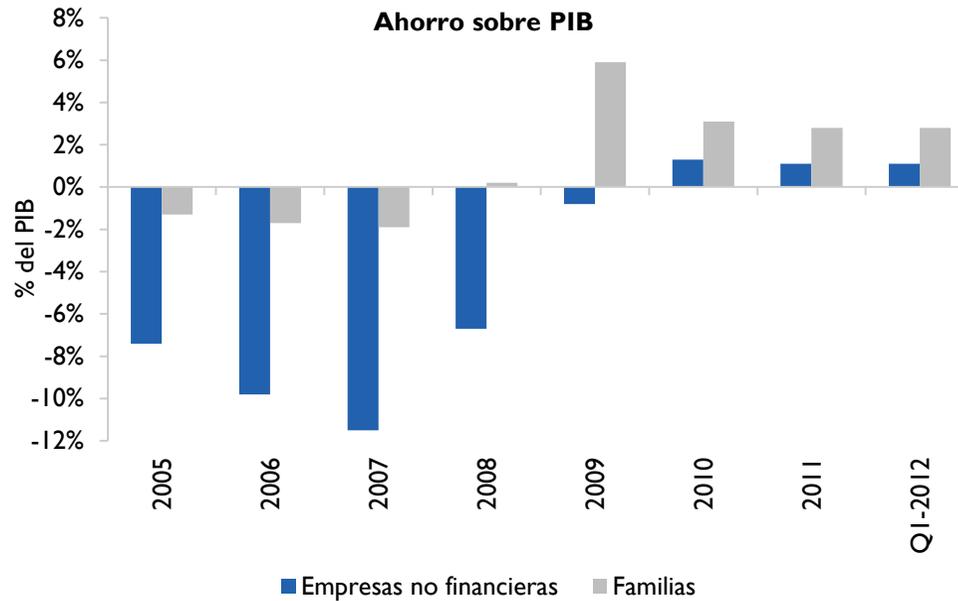


Fuente: Tesoro Público (Septiembre 2012)

- Los tenedores extranjeros representan el 36% de la deuda pública (frente al 55% en 2009), lo que reduce el riesgo de refinanciación ya que las entidades financieras han aumentado su participación

# El sector privado empieza a ahorrar

## Desglose del ahorro privado



Fuente: Arcano, INE

- Desde 2010, el sector privado de la economía ha ahorrado prácticamente un 4% del PIB

# Índice

Resumen ejecutivo

Mitos acerca de la economía española

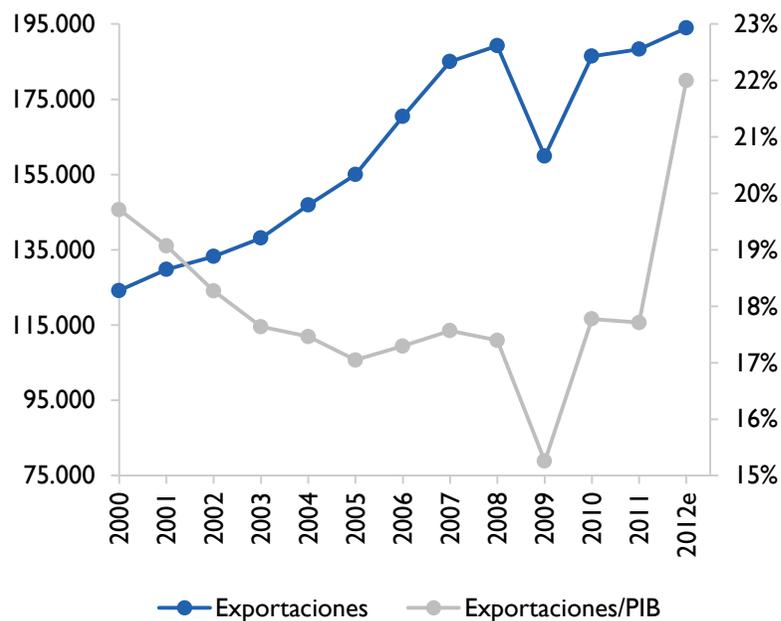
España es solvente

**España puede crecer**

Conclusiones

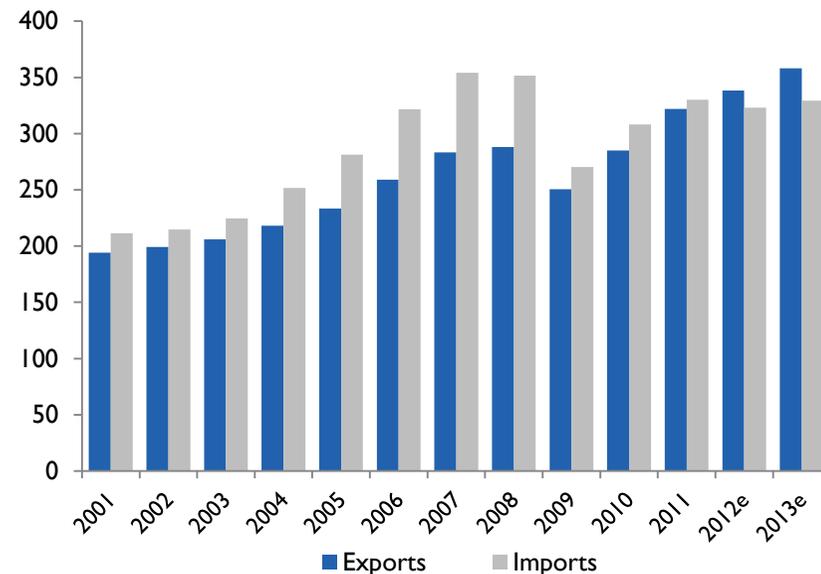
# Las exportaciones españolas están en máximos históricos y siguen creciendo

## Evolución de las exportaciones (M€)



Fuente: INE

## Exportaciones e importaciones españolas de bienes y servicios (MM€)

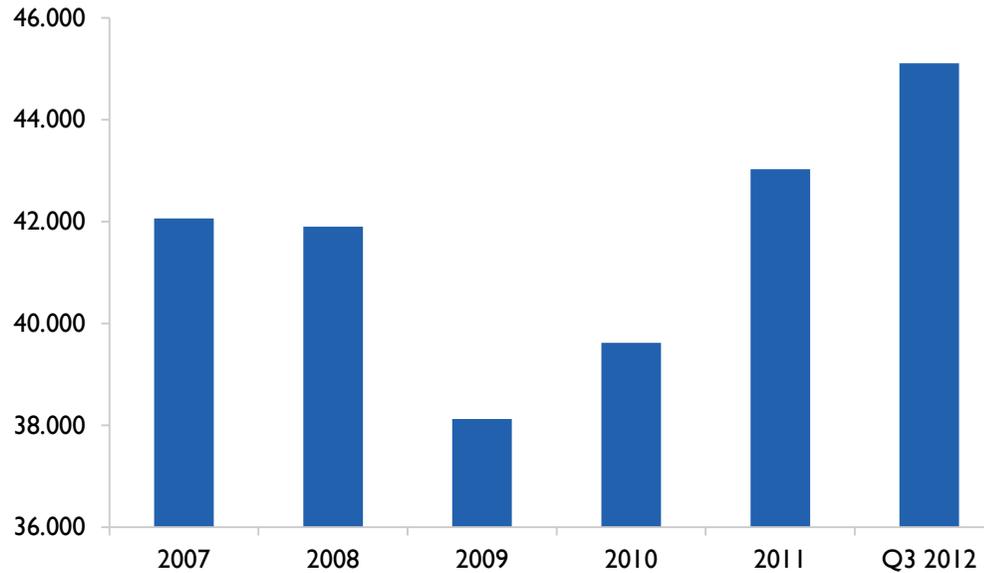


Fuente: Datos históricos y proyecciones facilitados por Eurostat

- España ya está generando superávit comercial excluyendo la energía
- España comienza a tener una balanza comercial de bienes y servicios positiva

## El sector servicios y el turismo siguen batiendo records...

### Ingresos netos por turismo cada año (M€)

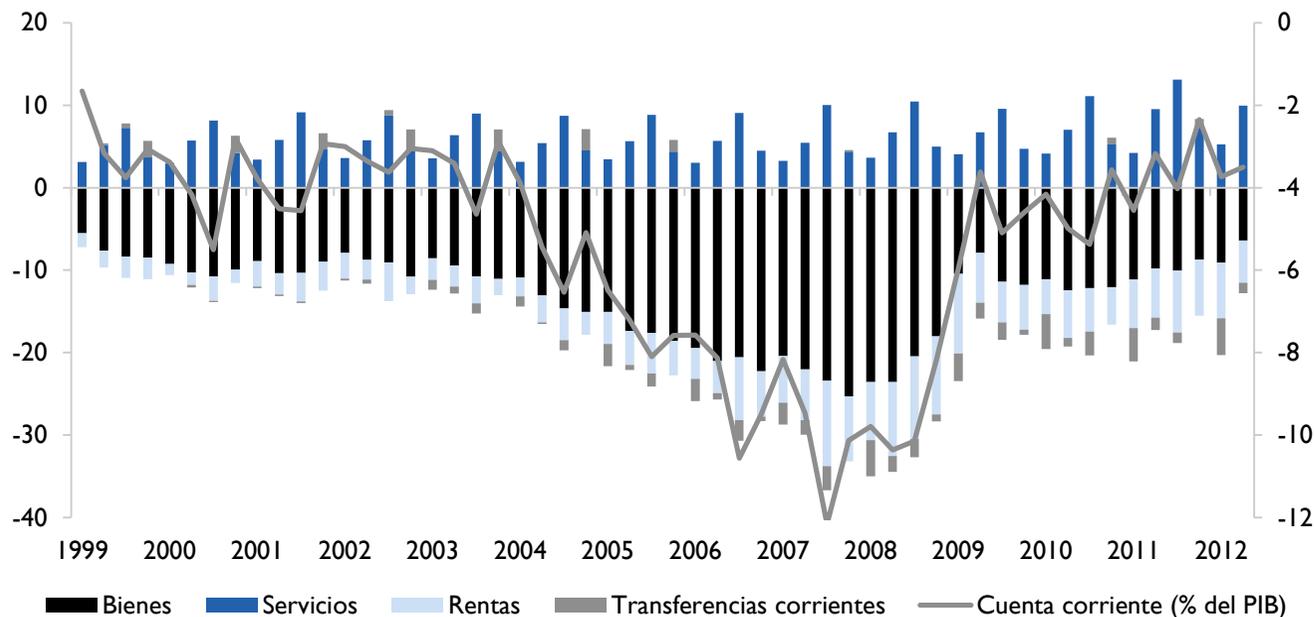


Fuente: INE. Diferencia entre ingresos brutos de extranjeros en España y el dinero gastado por españoles en el extranjero

- El crecimiento del turismo español es estructural

## ... permitiendo a España entrar en superávit por cuenta corriente

### Cuenta corriente (MM€)

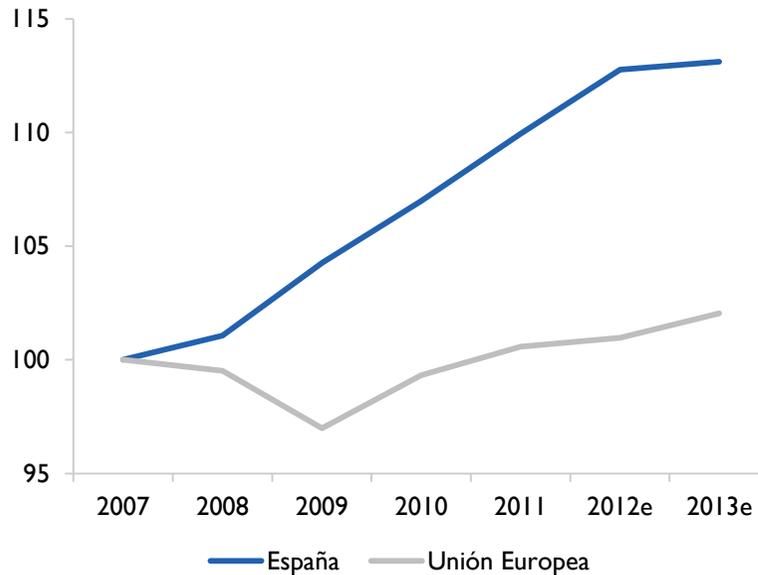


Fuente: Banco de España, OECD

- En 2013, España debería alcanzar un superávit por cuenta corriente a través del nivel de exportaciones y el turismo. Esto ayudará a España a empezar a reducir su posición externa deudora

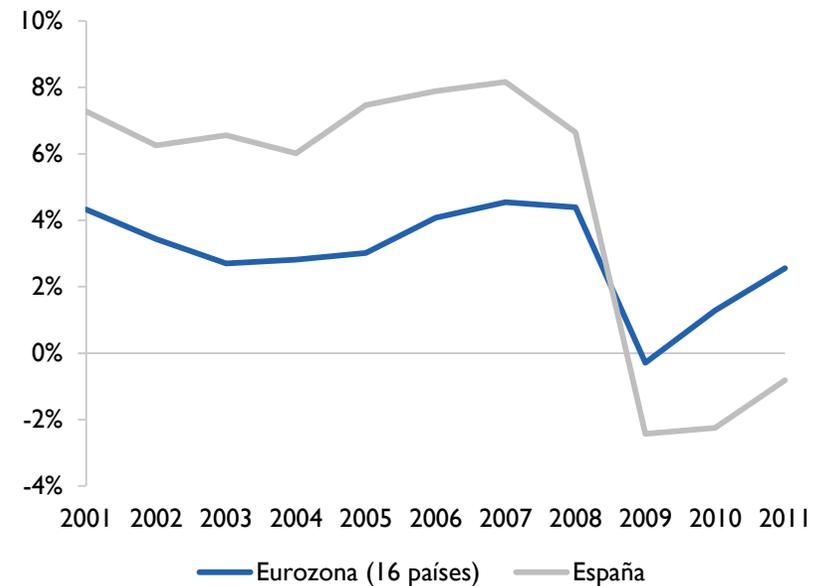
# Mayor productividad y salarios reales más competitivos hacen que esto sea posible

## Cambio en la productividad laboral (2007=100)



Fuente: INE

## Evolución de los salarios reales (tasa de variación interanual)

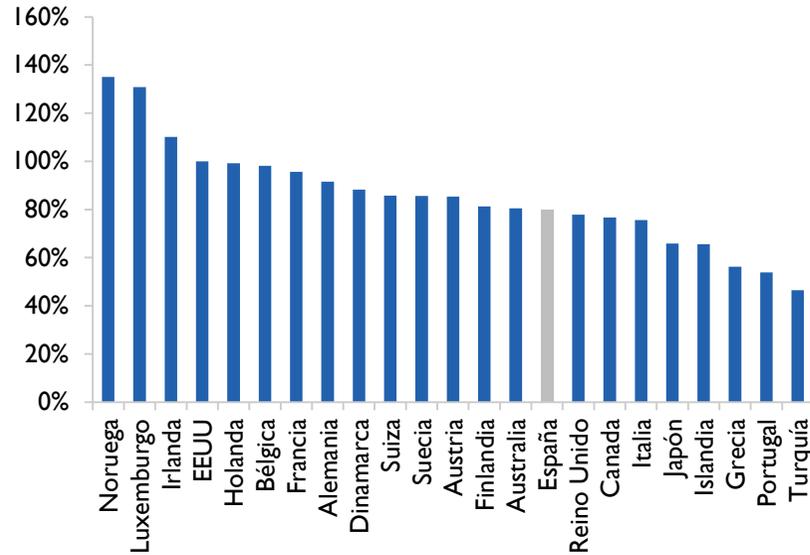


Fuente: Eurostat

- La revolución de la productividad y de los salarios reales han aumentado la competitividad permitiendo a las empresas sustituir con éxito las ventas locales por exportaciones

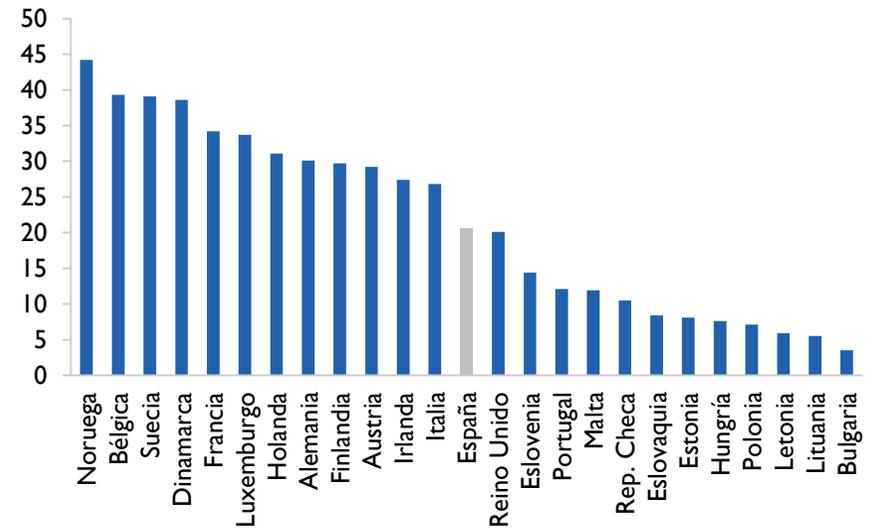
# España cuenta con una fuerza laboral altamente competitiva

## Productividad por hora trabajada (EEUU=100%, 2011)



Fuente: The Conference Board

## Costes laborales (€/hora)

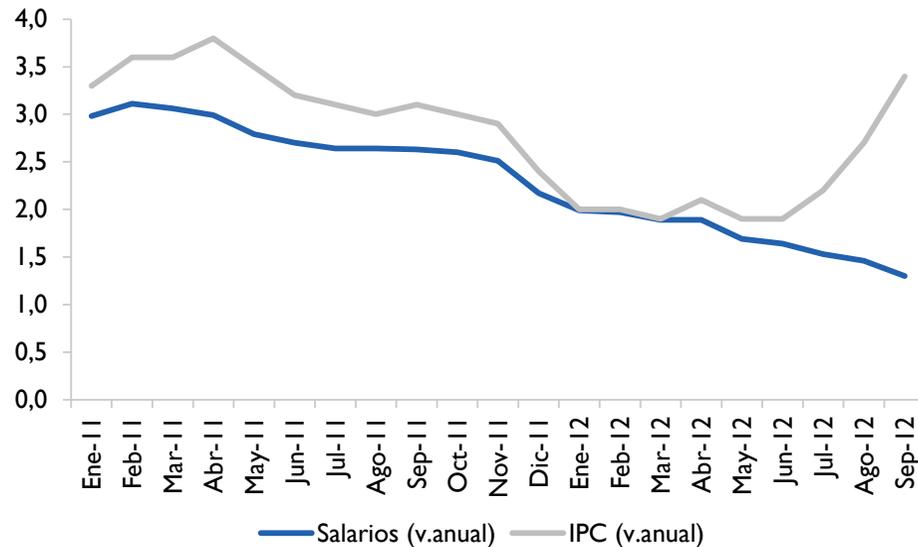


Fuente: Eurostat

- La fuerza laboral española es un 30% más barata que la media de la Eurozona, pero la diferencia en productividad es menor al 10%

## ... que trabaja duro y es cada vez más flexible

### Diferencia entre salarios y precios (tasa de variación anual)

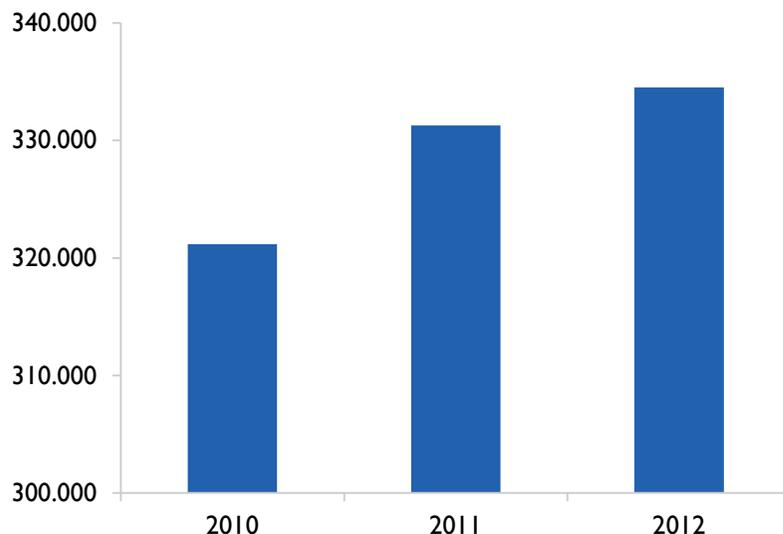


Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, INE

- Los españoles trabajan más que la mayoría de sus socios comerciales (en términos de horas trabajadas). Tras la reforma laboral, las subidas salariales ya no están vinculadas a la inflación

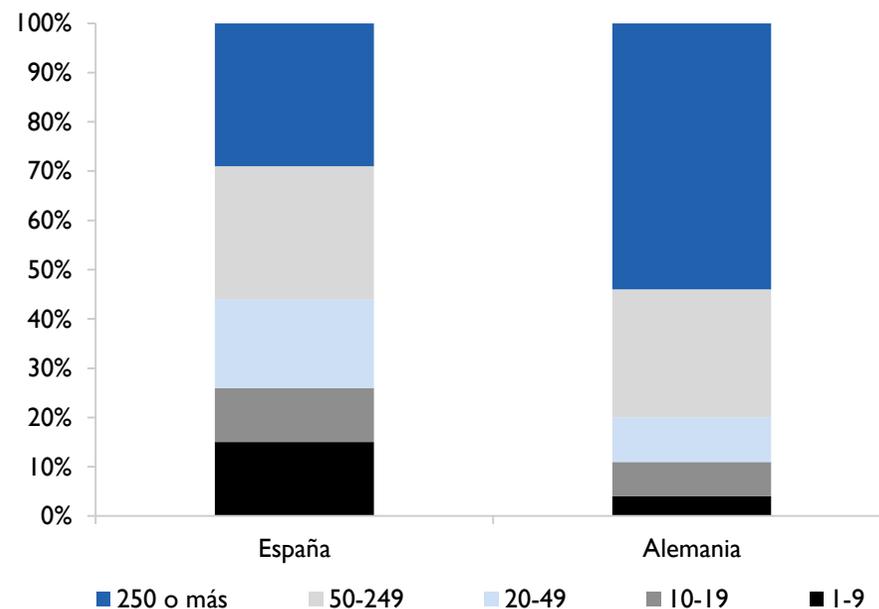
## Se crean más empresas que en el pasado

### Creación de nuevas empresas



Fuente: Arcano, INE

### Desglose de compañías por tamaños: España frente a Alemania

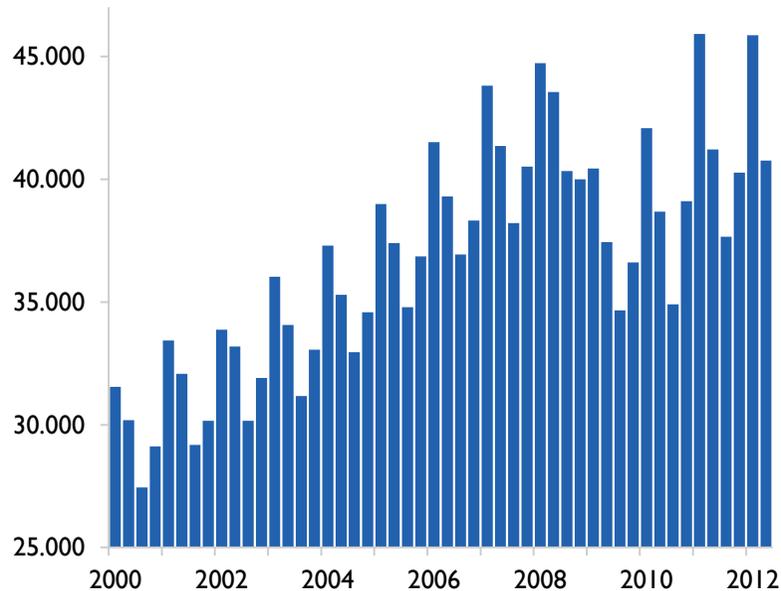


Fuente: Eurostat

- Cada año se crean más de 320.000 empresas, aunque una de las mayores dificultades para el sector empresarial de España es aumentar el tamaño medio de sus empresas

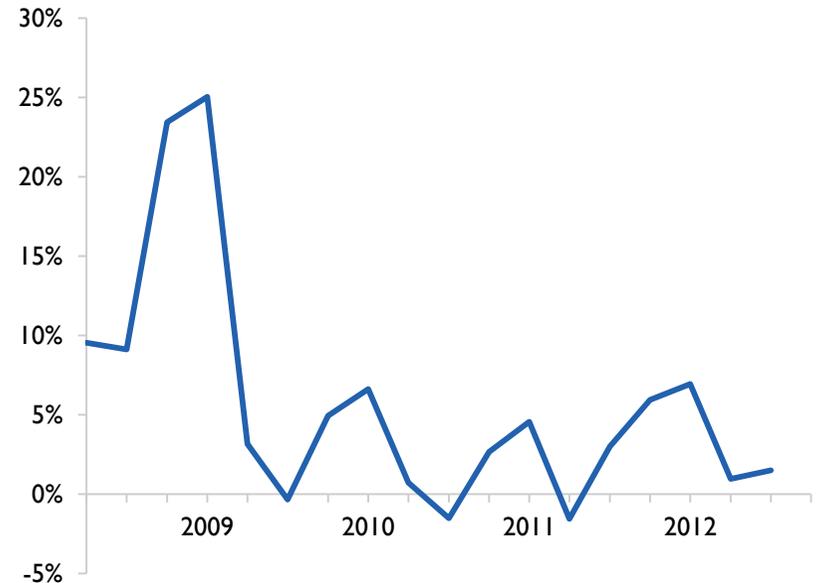
## ... todo ello, junto con un mayor valor añadido por el sector industrial, ayudarán a recuperar el crecimiento del empleo

### Evolución del valor añadido por el sector industrial



Fuente: INE

### Evolución del crecimiento del desempleo (tasa de variación trimestral, EPA)



Fuente: INE

- El sector industrial y de servicios serán el motor de crecimiento del PIB español y del empleo, con la industria aumentando su producción
- La mayoría de los ajustes del empleo deberían haber terminado en 2013. Con los niveles actuales de consumo, la estabilización del empleo podría conducir a un crecimiento del consumo a partir de 2014

# Índice

Resumen ejecutivo

Mitos de la economía española

España es solvente

España puede crecer

**Conclusiones**

# Conclusiones

## España en 2006

- Déficit del 11% por cuenta corriente, el segundo más alto del mundo. Por cada 100€ de PIB, 11€ eran financiados por extranjeros mediante dinero a corto plazo. Este es el origen de una crisis de liquidez
- 25% de expansión del crédito. Para que el PIB creciera por 1€, España necesitaba 4€ de financiación adicional. Este es el origen de una crisis bancaria
- El peso del sector de la construcción alcanzaba un 12% del PIB frente al 8% históricamente
- La recaudación de impuestos aumentó un 4% del PIB gracias al sector inmobiliario. Sin embargo, el Gobierno utilizó este dinero para contratar a más gente en el sector público. Este es el origen de una crisis fiscal

Al margen de estos riesgos, el precio de los activos alcanzaba niveles históricos y España atrajo flujos de inversiones en cartera record (208MM€)

## España en 2013

- Superávit por cuenta corriente. Ajustes por valor del 11% del PIB en 6 años. El PIB sólo se ha contraído un 5%
- Los préstamos se reducen un 5% en 2012. La deuda privada/PIB se reduce un 16% desde 2009. De nuevo, al margen de los acontecimientos, el PIB sólo ha caído un 5%
- El sector de la construcción vuelve a representar el 6% del PIB, por debajo de niveles históricos
- Se está llevando a cabo una reforma fiscal del 11% del PIB. En 2014, el déficit estructural alcanzará el 0%

A pesar de contar con riesgos más bajos, los precios de los activos han caído en picado y las inversiones en cartera tienen un saldo negativo (80MM€ en 2012)

## Conclusiones

- España no era el mejor lugar para invertir en 2006 pero podría serlo en 2013
- España no es tan débil como muchos creen. Los inversores deben ignorar los “mitos” sobre España al tomar decisiones de inversión y centrarse en los fundamentales
- España es solvente pero ilíquida. La UE ha establecido mecanismos suficientes para solventar la necesidad de liquidez de España. Las empresas, las familias y el Gobierno son solventes
- Los bancos españoles comienzan a ver la luz al final del túnel. Quedan 15 grupos bancarios, capitalizados correctamente y con suficiente liquidez
- El efecto de contagio del sector inmobiliario sobre los bancos, y de éstos sobre el Gobierno debería terminar
- España está llevando a cabo ajustes fiscales y estructurales
- España está creciendo gracias a la demanda externa, ya que las exportaciones y el turismo se encuentran en máximos históricos
- El bajo coste laboral español y la alta productividad explican por qué este crecimiento es estructural y no de corto plazo
- La crisis está produciendo una nueva generación de emprendedores, PYMES e I+D

## España resurgirá de sus cenizas, ¡como el Fénix!



**Muchas gracias!**

# 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 por valor de 10 millones de euros en adelante para apoyar su expansión de hasta 2 años previa a la salida a bolsa; para empresas de baja capitalización, Arcano ofrece servicios financieros a empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) con volúmenes de oferta desde 10 millones de euros en adelante, y es intermediario en la negociación de paquetes accionariales de compañías que cotizan en bolsa

## Sobre el autor

- Ignacio de la Torre ha sido socio de Arcano desde 2008
- Tiene 15 años de experiencia en banca de inversión y mercados de capital, trabajando en los departamentos de research y ventas de Deutsche Bank y UBS Investment Bank
- El autor es Profesor de Economía y Finanzas en el IE Business School. Recibió un MBA por INSEAD, es doctor en Historia por la UNED, licenciado en ADE por ICADE y en Derecho por la UNED. Ha publicado cuatro libros y ganó el premio Everis en 2009

# Disclaimer

## Analyst Certification

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)