

## LA EMPRESA AL DÍA

Por Manuel Portela Peñas

### I. ENTREVISTA CON D. ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ, DIRECTOR GENERAL DE LA CAJA DE AHORROS DE ÁVILA

*A) Desde 1995 la tasa de ahorro de las familias españolas ha mantenido una tendencia fuertemente decreciente. Esta situación parece venir provocada por el prolongado descenso de los tipos de interés reales y por la expectativa de una mayor y permanente renta disponible en el futuro. ¿Cómo cree usted que evolucionará en el futuro cercano?*

Según ha advertido recientemente el Banco de España, la capacidad de financiación de las familias se encuentra en mínimos históricos como consecuencia de la caída de la tasa de ahorro y del elevado dinamismo de la inversión en vivienda. En concreto, los técnicos del Banco explican que el ahorro global de las familias equivale prácticamente a los pagos de amortización de las hipotecas contraídas para la adquisición de vivienda, de tal manera que los hogares españoles carecen de un colchón significativo de ahorro disponible, una vez descontados los pagos del servicio de sus deudas, para hacer frente a situaciones adversas.

Sin embargo, durante los últimos años se ha producido una mejora del nivel de vida de los españoles como consecuencia de los incrementos en la renta per cápita y de la tasa de ocupación, así como por el fuerte descenso de los tipos de interés.

Es bastante probable que el endeudamiento de las familias continúe elevado, lo que, unido a unos niveles de tipos de interés reales negativos o muy próximos a cero, va a hacer que la tasa de ahorro de las familias españolas continúe en mínimos. No creo que estemos ante una situación preocupante puesto que en una época de crisis a nivel mundial la economía española ha sabido adaptarse de forma positiva.

*B) Variadas circunstancias económicas coincidentes han provocado que, desde hace muchos*

*meses seguidos, los españoles piensen que ésta es la mejor de las ocasiones para aumentar su endeudamiento. La renta de los productos financieros de escaso riesgo no satisface las expectativas de los ahorradores. Mientras, multitud de inversiones empresariales parecen mas basadas en la accesibilidad al crédito que en la rentabilidad intrínseca del proyecto que se financia. ¿Qué opina usted al respecto?*

Es suficientemente conocido que los ahorradores españoles prefieren invertir en edificios y viviendas. La inversión en vivienda se ha configurado como una alternativa de inversión muy razonable frente a otras, como la inversión en los mercados financieros, ya que, además de la revalorización media obtenida por las inversiones, ha permitido que la riqueza de los inversores no se vea sometida a la volatilidad que está afectando en los últimos tiempos a otro tipo de inversiones. Desde esta perspectiva, se trata de activos "refugio", en los cuales los inversores obtienen una cierta rentabilidad pero sin asumir un nivel de riesgo excesivamente elevado.

Por otra parte, uno de los pilares que está propiciando el débil proceso de recuperación económica del área euro es el reducido nivel de los tipos de interés, en mínimos históricos. Su efecto resulta más relevante en el componente de inversión, caracterizado por su sensibilidad al ciclo y a los niveles de tipos, llegando a presentar fases de expansión y contracción más intensas que el resto de los componentes del gasto. Tras su evolución contractiva desde el año 2001, es de esperar que registre crecimientos trimestrales positivos a partir del tercer trimestre, cerrando el año con una variación del -0,7 por 100 desde el -2,6 por 100 de 2002. Y esta evolución vendría protagonizada fundamentalmente por la inversión empresarial, si bien, los indicadores más recientes sobre cartera de pedidos o utilización de la capacidad productiva, en mínimos de los últimos años, anticipan ritmos de crecimiento moderados.

*C) El endeudamiento de las familias no tiene visos de corregir su evolución expansiva. Según AFI, seguirá creciendo a tasas cercanas al 15 por 100 anual. Las Cuentas Financieras de la economía española han establecido que el porcentaje de la deuda sobre la renta bruta disponible de los hogares supera ya el 84 por 100. La mayor exposición al riesgo del ciclo económico parece evidente. ¿No cree usted que esta situación condicionará el crecimiento del consumo privado?*

Efectivamente, la relación entre el endeudamiento de las familias y su renta disponible se encontraba en torno al 45 por 100 en el año 1995 y la velocidad a la que ha aumentado ha sido muy superior a la de los demás países de la UEM. Actualmente es similar a la media de estos países e inferior a EE.UU., lo que hace suponer que se ha alcanzado un nivel de endeudamiento acorde con el nuevo escenario de bajos tipos de interés. Ahora bien, el principal factor de riesgo para la evolución del consumo privado está en una hipotética desaceleración de la renta disponible de las familias, fruto, a su vez, de un deterioro del mercado laboral.

La evolución de este mercado está siendo favorable, y es de esperar que siga así, asociada a un crecimiento de la economía española con un considerable diferencial positivo frente a la Unión Europea. Ahora bien, ese diferencial de crecimiento favorable a España es altamente subsidiario del sector de la construcción, por lo que me parecen más que razonables las referencias del Banco de España a lo aconsejable de un modelo de crecimiento algo más equilibrado, y con mayor presencia relativa de otros sectores, especialmente el sector exterior.

Así pues, si el consumo privado puede finalizar el año 2003 con un crecimiento del 3,3 por 100, impulsado por las reducciones impositivas de principio del ejercicio, por los descensos de los tipos de interés y por el dinamismo mostrado por el mercado laboral, es de esperar una ligera desaceleración para 2004, una vez agotados los dos primeros efectos. Confío en que la progresiva recuperación del índice de confianza de los consumidores y unas mejores perspectivas para el mercado de trabajo continúen actuando de soporte del consumo privado en los próximos meses.

*D) Encuestas recientes muestran que el perfil del endeudamiento de las familias está dominado, en más de un 70 por 100 del total, por las deudas*

*relacionadas con la adquisición, mejora y acondicionamiento de las viviendas. Aunque este endeudamiento se haya conseguido con garantías reales, ¿no cree usted excesiva tal concentración?*

Los datos de las cuentas financieras en 2002 constatan el progresivo deterioro de la situación financiera de los hogares exhibido desde 1998. Por un lado, el nivel de endeudamiento se ha situado en máximos, y, por otro lado, el valor de sus activos financieros ha descendido. El porcentaje que representa la deuda total respecto a la renta disponible alcanzó en diciembre pasado el 100 por 100 (un 75 por 100 si consideramos sólo deuda bancaria), lo que supone un avance de 25 puntos porcentuales respecto a hace cinco años. La causa principal de esta evolución la encontramos en la relajación de las condiciones financieras, que ha permitido un aumento sustancial de la emisión de préstamos bancarios, que representan más del 75 por 100 de los pasivos financieros de las familias.

Ahora bien, el deterioro de la posición financiera de los hogares ha sido contenido por el incremento sustancial en el precio de la vivienda, que ha crecido en término medio un 14 por 100 anual desde 1998. Además, el ritmo de construcción de viviendas se ha situado en este período en torno a las 500.000 unidades anuales, impulsando un avance notable del parque, que a finales de diciembre pasado ascendía a casi 21,5 millones. De esta forma, el mayor valor de los activos reales ha podido compensar el incremento del endeudamiento asociado (créditos hipotecarios). La ratio de cobertura total, es decir, activos reales y financieros sobre pasivos financieros ha frenado el descenso que venía exhibiendo en años precedente. Y este registro muestra que el grado de solvencia de los hogares es todavía elevado, con un nivel bajo de riesgo de fuerte empeoramiento, si asumimos que el crecimiento de los precios de la vivienda va a ir corrigiéndose de forma paulatina. De acuerdo con estimaciones de AFI, el notable avance registrado desde 1998 respondería en un 85 por 100 a la evolución de los fundamentos económicos, por lo que el mecanismo del ajuste va a ser mucho más suave que en episodios anteriores. En caso contrario, si se produjera una fuerte corrección en el crecimiento de los precios como en 1992, en la que la tasa interanual paso del 17 al 0 por 100 en apenas medio año, asistiríamos a un importante agravamiento de la situación financiera de los hogares. De cualquier modo, este escenario parece que resulta altamente improbable.

*E) Las familias españolas, dice José Antonio Herce, están en realidad ahorrando mucho porque están invirtiendo en acrecentar su patrimonio. Sin embargo, parece que, en términos porcentuales, tal crecimiento patrimonial se ha concentrado en un activo tan poco líquido como es la vivienda. El Gobernador del Banco de España ha aconsejado varias veces a las entidades financieras que reduzcan el ritmo de crecimiento del crédito hipotecario. Dada la competencia existente entre las entidades, no parece que sea fácil, ni posible, ni quizás deseable, satisfacer esa demanda. ¿Qué opina usted al respecto?*

Efectivamente, si consideramos el ahorro familiar bruto como diferencia entre renta familiar bruta disponible y consumo familiar, tanto de bienes y servicios corrientes como duraderos, es evidente que nos encontramos con un modelo de ahorro que sustituye el riesgo de las inversiones financieras por inversiones en edificios y viviendas, considerado más seguro y rentable.

Entre los factores que han apoyado este fuerte crecimiento de inversión crediticia en las entidades financieras citaríamos el favorable contexto macroeconómico, la intensa reducción de los tipos de interés, la competencia entre entidades, aspectos demográficos, así como el atractivo de España como lugar de segunda residencia para ciudadanos de otros países europeos.

Desde el punto de vista de la estrategia de las entidades financieras, el fuerte posicionamiento en el crédito hipotecario tiene como efectos positivos la menor exposición al riesgo de tipos de interés por la creciente referenciación de las operaciones a tipo variable, el menor riesgo de crédito para las entidades y la posibilidad de registrar un crecimiento "solvente" (las mayores garantías que conlleva este tipo de inversiones crediticias tienen como efecto directo un menor consumo de recursos propios de cara al cálculo del coeficiente de solvencia). Y entre los efectos menos positivos están la necesidad de efectuar cambios en la estructura de financiación de las entidades, por cuanto que están comprometiendo a medio y largo plazo una serie de recursos que tradicionalmente se han financiado con depósitos de clientes, así como el importante incremento del precio de los inmuebles.

Sin embargo, desde el Banco de España ya se ha descartado que la revalorización del precio de las viviendas pueda achacarse fundamentalmente a una inversión especulativa que estaría alimen-

tando una burbuja, que más pronto o más tarde habría de explotar de forma brusca o traumática. En efecto, el responsable del Banco ya ha afirmado que el precio de la vivienda está sobrevalorado y debe corregirse, así como que esta corrección se va a ver impulsada por el elevado ritmo de construcción de viviendas de los últimos años y por el alto nivel de endeudamiento de sus potenciales demandantes. Coincido con el Gobernador en que la corrección debería ser ordenada, con suaves descensos de precios en términos reales y acompañada por una caída del crédito.

*F) Desde hace algún tiempo, varias entidades financieras están comercializando créditos al consumo basados en el saldo vivo de las hipotecas contratadas. ¿Cree usted prudente este desarrollo de la actividad crediticia y por qué?*

Uno de los factores que han apoyado el fuerte crecimiento de la inversión crediticia, en lo que a edificaciones residenciales se refiere, ha sido la dinámica demográfica y poblacional. Así, el "baby boom" de finales de los años 60 y primeros 70 ha propiciado que en los últimos años un número muy elevado de individuos se encontrase en edad de acceder a su primera vivienda, lo que reforzó la demanda de este tipo de bienes y de financiación para su compra.

El tipo de crédito a que hace referencia muestra la capacidad de innovación de las entidades financieras para dar respuesta a las necesidades y circunstancias de este segmento de población. También resulta positivo desde el punto de vista de la solvencia del cliente, puesto que si ya ha demostrado capacidad para amortizar deudas se refuerza su nivel de crédito ante nuevas operaciones que favorezcan el tan necesario sostenimiento del consumo privado. Como aspecto menos positivo nos encontraríamos con un creciente endeudamiento de las familias.

*G) Diversas asociaciones de consumidores y partidos políticos han solicitado que el Gobierno legisle sobre la figura de la "suspensión de pagos familiar". ¿Cree usted útil y oportuno que prospere tal propuesta?*

La intensa reducción de los tipos de interés y la expansión crediticia llevada a cabo por las cajas en un contexto económico favorable han facilitado unas condiciones de financiación de las adquisiciones inmobiliarias nunca vistas en la economía española, aunque uno de los efectos más claros ha sido

un importante incremento de los precios. Todos compartimos la preocupación de diversas asociaciones de consumidores respecto a los efectos de un posible cambio de ciclo económico que podría provocar un aumento de los tipos de interés, pero no creo que el endeudamiento familiar llegue a convertirse en un problema social, al menos durante los dos próximos años.

Las cajas de ahorros, por vocación histórica, siempre hemos sido muy sensibles a los cambios en la situación financiera de las economías domésticas y desde nuestros orígenes venimos apoyando soluciones a circunstancias muy diversas. Y aunque la ratio de morosidad total se encuentra en mínimos históricos (incluso por debajo el 0,5 por 100 en las economías familiares), si la Comisión Europea considera apropiada una armonización legislativa respecto a las leyes de algún país europeo, sin duda alguna que las cajas vamos a seguir favoreciendo la estabilidad financiera de nuestros clientes.

*H) ¿Podría ofrecer usted alguna previsión acerca de la evolución de los tipos de interés? ¿Y de la evolución previsible del destino del ahorro de las familias? ¿Y de las expectativas de evolución de la morosidad?*

A lo largo del verano se han revisado al alza las previsiones de crecimiento para EE.UU., tanto en 2003 como, sobre todo, en 2004.

Sin embargo, aunque los índices de expectativas parece que se encaminan hacia una salida del actual ciclo económico, los datos no lo confirman, es decir, se constata una sensible divergencia entre los indicadores adelantados reales y los financieros. Aunque se confirma que la reactivación económica es una realidad, un crecimiento del PIB para el próximo año superior al 3,8 por 100 parece excesivo. Efectivamente, la economía americana crece sin crear empleo, vía incremento de productividad, pero ésta tiene un límite. Además, con una tasa de paro anclada en el 6,2 por 100, no parece sostenible un crecimiento del consumo sin un aumento del empleo; el déficit por cuenta corriente alcanza ya cotas inéditas y el déficit público se dispara hacia el 5 por 100, limitando posibles nuevos estímulos fiscales.

También la Reserva Federal mantiene equilibrada su percepción de riesgo sobre el crecimiento, con lo que, a juzgar por el perfil de la curva de tipos de interés, es aún algo más prudente que

muchos analistas. Y en la vertiente de los precios, continúa haciendo alusión al sesgo deflacionista del conjunto de la economía, ya que los datos de precios de agosto pasado, salvo por el efecto de la energía, siguen constatando la falta de capacidad de las empresas para responder con precios más elevados al tirón de la demanda. Comparto el mensaje de "low for long" del FOMC y no veo probable que la Fed opte por aumentar los tipos de interés antes del cuarto trimestre de 2004.

En Europa, no hay que olvidar que el 70 por 100 del PIB Euro se encuentra en recesión y que el fortalecimiento del euro y la previsible moderación de la inflación van a seguir favoreciendo una relajación de la curva del euro, más acusada en los tramos cortos que en los largos.

Ciertamente, la evolución del tipo de cambio euro/dólar está teniendo claras implicaciones sobre la evolución de las condiciones monetarias, y si el yen no se deprecia y China no revalúa su moneda, la válvula de escape está en Europa. En este contexto, si el euro superase los 1,20 dólares, no hay que descartar que el BCE se vea obligado a reducir nuevamente el tipo de intervención.

Con respecto a la morosidad, tengo que decir que la fuerte expansión del crédito concedido por las cajas en los últimos ocho años ha coincidido en el tiempo con una caída de la ratio de morosidad de cuatro puntos, hasta situarse en el actual mínimo histórico del 1 por 100. El comportamiento de este indicador no deja de entrar dentro de lo razonable, ya que en épocas de bonanza económica el número de impagados se reduce notablemente, en mayor medida cuando se trata de crédito hipotecario, en el que como garantía se ha ofrecido la pignoración del activo, sobre todo si el inmueble constituye la residencia habitual del deudor. En una sociedad en la que la vivienda se ha convertido en el "buque insignia" de la economía familiar, los riesgos para una evolución desfavorable de la morosidad sólo vendrían de un aumento significativo de los tipos de interés y/o de un empeoramiento de la tasa de desempleo.

Con respecto al destino del ahorro de las familias, es de todos conocido que los patrones de consumo y ahorro familiar en nuestro país se han modificado significativa y rápidamente durante los últimos años. Los continuos descensos de los tipos de interés han provocado un fuerte crecimiento del crédito hipotecario, poniendo de manifiesto que el actual modelo de ahorro renuncia al riesgo de las

inversiones financieras y considera activo más seguro la adquisición de viviendas. El destino de la renta disponible de las familias seguirá dependiendo de las decisiones de los agentes económicos respecto a su distribución, pero si la seguridad va a

seguir prevaleciendo sobre el riesgo de las inversiones financieras es de esperar un aumento de las fórmulas de ahorro-previsión y que los productos financieros tradicionales mantengan la tónica habitual de crecimiento.

## II. PANORÁMICA EMPRESARIAL

### Recuperación de las empresas de tecnología

En el actual marco de incertidumbre, las señales de recuperación económica son interpretadas con suma cautela por los analistas que, viendo cómo una y otra vez se retrasaba la aceleración de la economía que parecía inminente, han tenido que corregir casi mensualmente sus vaticinios. Por eso, los indicios reales de cambio de ciclo son tomados con prudencia, pero examinados con un sorprendente detalle. Tal es el caso de la salud de las empresas tecnológicas, de especial trascendencia al caso, pues fue precisamente el sector cuya crisis constituyó el primer síntoma de la desaceleración económica global. Los analistas han puesto bajo la lupa a los valores tecnológicos ya que su repunte en los mercados puede ser un indicador serio de recuperación de la actividad económica mundial. Las firmas más prestigiosas de análisis bursátiles han venido emitiendo buenas recomendaciones para el conjunto de las empresas del sector, cuyas cotizaciones se han revalorizado hasta un 40 por 100 en los últimos nueve meses. El incremento de las ventas de componentes (los semiconductores, considerados un indicador adelantado por ser materia prima del sector, han visto mejorar sus ventas en tasas intermensuales de hasta el 10,5 por 100) unido al buen momento de mercados como el de los ordenadores personales, que mejoró un 100 por 100 en el segundo trimestre por primera vez en tres años, han animado la cotización de las empresas del sector.

La buena marcha de los principales índices tecnológicos (Nasdaq y Eurostoxx tecnológico) se ha visto replicada en el español Ibex Nuevo Mercado pese a su fuerte dependencia de unos pocos valores cuyas vicisitudes son de sobra conocidas.

Frente a una subida acumulada del 15 por 100 en el Ibex 35 desde enero pasado, el Ibex Nuevo Mercado se ha revalorizado un 30 por 100.

Los avances de resultados de las empresas parecen ser de nuevo la clave que todos esperan para confirmar el buen tono que parece lucir la industria tecnológica. Las heridas están frescas, de modo que nadie quiere echar las campanas al vuelo. Existe consenso en que se ha estabilizado el sector, aunque todavía no hay indicios claros de que la mejora del grupo de los semiconductores vaya a reflejarse en el corto plazo en aumento de ventas de los aparatos electrónicos, subrayan firmas como Self Trade. Además, muchos especialistas hacen hincapié en que el sector es muy heterogéneo y que, aun produciéndose una mejora en unos grupos, otros tardarán más en ver llegar a los clientes. Tal es el caso del software, el último que debería notar una eventual bonanza a decir de Merrill Lynch. No obstante, empresas como Cisco e Intel han revisado al alza sus previsiones de ingresos, aunque hay quienes consideran que el optimismo es aún endeble, de modo que una advertencia negativa sobre los beneficios esperados (*profits warning*) podría hacer que se dispase la creciente confianza en la recuperación.

En España, la patronal de empresas tecnológicas, Sedisi, informaba de que el sector había crecido un 3,7 por 100 en el segundo trimestre de 2003, un dato que, sin ser sobresaliente, contrasta con la caída de un 12,5 por 100 el idéntico periodo de 2002. Los portátiles parecen ser los animadores de la venta de hardware, incluso el fundador de Apple, Steve Jobs, señalaba que los pequeños ordenadores transportables serían los que sostendrían la recuperación de las ventas. En España, no obstante, la patronal reconoce que la recuperación