

Una carrera de obstáculos hacia el crecimiento mundial



El crecimiento mundial podría disminuir su velocidad este año y situarse en un +2,4%, el nivel más bajo desde la gran recesión, para aumentar ligeramente en 2017 hasta el +2,7%. Para lograr una recuperación sostenida, el mundo necesita encender sus motores al mismo tiempo. Como los grandes mercados emergentes están todavía en fase de ajuste, el avance solo puede llegar de algunas regiones (Eurozona, India).

En este contexto de débil crecimiento, las insolvencias podrían crecer un +1% a lo largo del ejercicio actual y el siguiente, lo que supondría el primer aumento desde la gran recesión. Dos razones explican esta tendencia: en primer lugar, la dificultad de reducir el apalancamiento, cuando la deuda pendiente en países como Brasil o China, y los sectores públicos, es muy elevada; y, en segundo lugar, los riesgos aún presentes en las actividades y mercados relacionados con las materias primas. En este panorama de precios a la baja surgen ganadores (consumidores, importadores y deudores); y perdedores (productores, exportadores, ahorradores y acreedores).

Sin duda, un crecimiento lleno de obstáculos ha llegado para quedarse, según el informe 'El precio del crecimiento', recientemente publicado por SOLUNION y elaborado por el equipo de investigación de Previsiones Macroeconómicas y Riesgo País de Euler Hermes. La economía mundial se ha visto

afectada por varias convulsiones en los últimos trimestres, que borran los efectos que los precios bajos deberían haber tenido en su desarrollo, de forma que solo se expandiría un humilde +2,4% en 2016 y tres décimas más en 2017 (+2,7%), sumando ya seis años consecutivos por debajo del 3%.

Síntoma y bálsamo

Un entorno de bajos precios es un síntoma de exceso de capacidad y también un bálsamo para los beneficios y la inversión.

Por otra parte, la variabilidad de precios se tradujo en la volatilidad de los tipos de cambio; mientras que la acumulación de efectivo de hogares y empresas, y el bajo rendimiento en los mercados financieros son las dos caras de una misma moneda: cautela. Una proporción creciente de ahorradores, tanto particulares como compañías, ha decidido retener su dinero y, como resultado, el crecimiento nominal no se acelera.

Los motores de crecimiento se han invertido: importadores de materias primas y consumidores pisaron el acelerador mientras exportadores y productores bajaron el ritmo. Por desgracia, el primer grupo integra economías de bajo crecimiento; y el segundo, de alto crecimiento, lo que explica por qué el crecimiento mundial se debilita.

Por otro lado, la riqueza mundial se vio detenida por la recesión del dólar. Las depreciaciones del tipo de cambio fueron un choque para muchas economías emergentes; y, pese a la leve recuperación de precios, han seguido causando 'dolor', ya que estos mercados están experimentando efectos secundarios: inflación, aumento de las insolvencias, endurecimiento de las condiciones de crédito nacionales, etc. Tres perturbaciones han estado dando forma al panorama económico:

- Los temores frente a un aterrizaje duro de China.

- La decisión de la OPEP de seguir con su cuota de mercado, lo que provocó que los precios del petróleo siguieran cayendo, alcanzando mínimos históricos.
- Por último, los primeros efectos del Brexit, que sacudió los mercados financieros de toda Europa.

Como resultado, se han observado algunos movimientos como el retraso de la restricción monetaria en EE.UU., la ampliación del programa de compra de bonos de deuda corporativa del Banco Central Europeo y la estimulación de la política de crédito de China, a principios de este año.

Mientras tanto, los mercados emergentes se beneficiaron de las entradas de capital en el segundo trimestre de 2016. Los precios de las materias primas y los tipos de cambio se recuperaron en cierta medida, pero es posible que haya nuevas perturbaciones debido a que la deuda corporativa sigue siendo demasiado elevada en estos países.

En las economías avanzadas, las empresas todavía tienen que encontrar un equilibrio entre las mejores condiciones de negocio (costes de los insumos y deuda menores), y la alta probabilidad de futuras colisiones: nueva crisis de confianza en China, vulnerabilidad del sector bancario italiano, riesgos de seguridad, etc.

En fases diferentes

Los ciclos económicos impactan en los precios, y viceversa. Por desgracia, cada parte del mundo se encuentra en una fase diferente, lo que dificulta el crecimiento nominal.

Fase 1. La Eurozona e India se encuentran en esta fase, caracterizada por bajos precios de compra de combustible e incremento de la demanda. No hay riesgo de sobrecalentamiento y el ciclo de crecimiento se encuentra en su etapa inicial.

Fase 2. Este es el caso de EE.UU. No hay más capacidades de reserva en la economía. La inflación subyacente es ya superior al 2%. Como resultado, se espera un menor crecimiento este año (+1,9%).

Fase 3. Turquía representa esta fase. Si los precios siguen aumentando durante largo tiempo, se pueden convertir en un lastre para el poder adquisitivo de los hogares y las empresas. El ciclo de crecimiento sigue avanzando, pero de una manera mucho menos sostenible.

Fase 4. En China, la deflación puede convertirse en un riesgo, pero el apoyo político está todavía evitando un aterrizaje forzoso. En el gigante asiático, el crecimiento se está erosionando a un ritmo lento. Podría cerrar 2016 con un +6,5%.

Fase 5. Brasil, Rusia, Sudáfrica, etc. están en esta fase. En algunos países, las autoridades no pueden o son reacias a apoyar la economía. La deuda se hace menos sostenible y los prestatarios deben correr para reducir el apalancamiento.

Para lograr la recuperación completa, los expertos advierten de que el mundo necesita encender todos sus motores, al mismo tiempo. Como los grandes mercados emergentes están todavía en fase de ajuste, el crecimiento solo puede llegar de algunas

regiones (Eurozona, India). No cabe duda de que los precios y el crecimiento nominal remontarán en algún momento, pero una recuperación sostenida tendrá que esperar a que el ajuste de precios finalice, ya que todavía es probable que haya perturbaciones; sobre todo en el mundo emergente.

Cambio estructural

El crecimiento nominal está en manos de cambios estructurales en los precios. En 2015, la inflación en las economías avanzadas era apenas positiva, +0,3%, la segunda

Crecimiento real del PIB

	Peso*	2014	2015	2016 f	2017 f
PIB Global	100	2.7	2.6	2.4	2.7
Economías avanzadas	62	1.8	1.9	1.7	1.8
Economías emergentes	38	4.6	3.8	3.5	4.2
América del Norte	24	2.4	2.3	1.8	2.1
Estados Unidos	22	2.4	2.4	1.9	2.0
Canadá	2	2.5	1.1	1.3	2.2
Latinoamérica	8	0.3	-0.3	-0.7	0.3
Brasil	3	0.1	-3.9	-3.5	0.2
Europa Oeste	24	1.4	1.7	1.5	1.5
Reino Unido	4	2.9	2.3	1.3	1.0
Eurozona	17	1.0	1.6	1.6	1.6
Alemania	5	1.6	1.4	1.7	1.7
Francia	4	0.7	1.2	1.5	1.5
Italia	3	-0.3	0.6	1.0	1.0
España	2	1.4	3.2	2.6	2.0
Países Bajos	1	1.0	2.0	1.4	1.4
Portugal	0	0.9	1.5	1.3	1.6
Europa Central y del Este	6	1.5	-0.1	1.2	2.1
Rusia	3	0.7	-3.7	-0.9	1.0
Turquía	1	3.0	4.0	3.6	3.5
Polonia	1	3.3	3.6	3.3	3.2
Asia	29	4.8	4.9	4.6	4.7
China	13	7.3	6.9	6.5	6.4
Japón	6	-0.1	0.6	0.7	1.0
India	2	7.2	7.6	7.6	7.7
Oceania	2	2.7	2.6	2.8	2.6
Australia	2	2.7	2.5	2.8	2.6
Oriente Medio	4	2.6	2.6	2.1	3.4
Arabia Saudí	1	3.6	3.4	1.5	3.0
Emiratos Árabes Unidos	1	4.6	3.4	2.0	3.0
África	3	3.5	2.9	2.5	3.6
Marruecos	0	2.4	4.5	2.0	4.5
Sudáfrica	0	1.5	1.3	0.5	1.5

*FUENTES: NACIONALES, IMF, IHS, PREVISIONES DE EULER HERMES

tasa más baja desde la Segunda Guerra Mundial. Solo en 2009 fue menor (+ 0,2%). Esto se puede explicar por los bajos precios del petróleo. Sin embargo, hay que señalar que la inflación ha mostrado una tendencia a la baja en los últimos años también por otros motivos.

Precios y tipos de interés a la baja han creado nuevos ganadores y perdedores a nivel mundial. Este fenómeno puede analizarse

atendiendo a seis variables macroeconómicas clave.

• Rendimientos negativos

2016 fue el primer año con tasas de interés negativas y cada choque sirve como argumento para ser más reacios al riesgo. Una proporción cada vez mayor del mercado de bonos soberanos tiene ahora rendimientos negativos. Los tipos de interés a 10 años son negativos en Alemania y Japón, y los

rendimientos alcanzaron nuevos mínimos en EE.UU. (1,36%).

• Consumidor, por favor, consume más

Los precios bajos son una buena noticia para los consumidores, especialmente en las economías avanzadas. La inversión se está recuperando en algunas economías, así como la confianza. Por ejemplo, en Francia, los temores al desempleo alcanzaron su nivel más bajo desde el año 2008.

• ¿Aumento de las insolvencias?

Los costes de producción siguen disminuyendo en todo el mundo (por cuarto año consecutivo en Asia y Alemania). Los precios de los insumos han caído y la producción industrial se ha fortalecido casi un 6%, en el primer trimestre, en China. Sin embargo, las ventas limitadas y el poco despalancamiento, podrían explicar por qué se prevé que las insolvencias aumenten un +1% en 2016.

• ¿Operando a cualquier precio?

El volumen del comercio mundial creció un +3% en 2015 pero, en cambio, su valor disminuyó -10.4%. En 2016, se espera que su valor caiga otro -2% más, mientras que el volumen de las operaciones crecerá probablemente un 2,2%. Como los precios de las materias primas se han recuperado, se supone que el crecimiento del valor del comercio podría ganar impulso.

• Las empresas siguen acumulando dinero en efectivo

Las empresas han tenido que hacer frente a choques múltiples en los últimos años. Como resultado, han preferido acumular su dinero en efectivo, también ante las limitadas oportunidades que permite una situación de débil crecimiento.

• ¿Qué ocurre en los hogares?

La inversión de los hogares ha mejorado recientemente en las economías clave. Los precios de la vivienda crecieron un +3% en la Eurozona en el primer trimestre de 2016, el mejor resultado desde 2007. Los tipos de interés bajos, un mayor poder de compra y los menores costes del material de construcción han sido de gran apoyo en EE.UU. y la Eurozona. Sin embargo, se advierten dos focos de riesgo: Reino Unido, donde tras el Brexit los precios residenciales se han disparado, especialmente en Londres; y China, donde la recuperación de los precios el año pasado dio lugar a un nuevo ciclo.

China y el papel de los Bancos Centrales

El aumento de la cuota de mercado de China en el comercio global y la demanda de materias primas, crearon riqueza a nivel mundial. Por eso, no es de extrañar que su parón tuviera grandes repercusiones. Afortunadamente, el crecimiento chino parece que se aceleró durante el segundo trimes-

Países emergentes, cinco grupos



El informe de Euler Hermes recoge cinco grandes grupos de países emergentes, según la etapa en el que encuentran para volver al crecimiento sostenible:

1. Países ya equilibrados: Muchas economías de Asia, como Corea del Sur. El crecimiento se debilitó así como el impulso de las exportaciones se desvaneció. Sin embargo, estas economías seguían creciendo, ya que no había ningún problema de financiación externa. Corea del Sur crecerá un +2,7% en 2017.

2. Recientemente equilibrados: India y las economías de Europa del Este. Estos países se vieron afectados por un choque contra el crecimiento muy temprano y reaccionaron a tiempo. Déficit externo marginal y baja inflación son activos clave. India crecerá un 7,6% en 2016.

3. Reequilibrio casi hecho: Rusia. Este país fue el más afectado por la combinación de la crisis del petróleo y las sanciones internacionales. Se ha hecho un esfuerzo de reequilibrio fuerte por los sectores público y privado que logró mantener baja la deuda pública (18% del PIB de finales de 2015) y el fondo de riqueza soberana ileso (11%

del PIB). A pesar de los cambios adversos en los precios, el superávit en cuenta corriente aumentó desde el 1,5% del PIB en 2013 a más del 5% actualmente.

4. Reequilibrio todavía en curso: Brasil y Sudáfrica. Estas economías se vieron gravemente afectadas a causa de los productos básicos. En estos países, la rápida depreciación de las monedas empeoró las perspectivas de inflación y la estanflación golpeó al consumidor así como al deterioro del mercado laboral, y ha creado tensiones sociales y políticas, como los ataques recurrentes en Sudáfrica. En Brasil, el ahorro privado neto se incrementó en más del 10% del PIB entre 2013 y 2016. La deuda pública empeoró y podría alcanzar el 90% a mediados de 2017 o antes.

5. Reequilibrio parcial: Turquía. Como importador de productos básicos, Turquía se benefició del bajo precio del petróleo. El déficit exterior se redujo y lo mismo puede ocurrir con la inflación. Sin embargo, el crecimiento se vio afectado por perturbaciones externas y sin duda lo será por el reciente golpe de estado fallido, pero el país nunca estuvo en recesión. Se prevé un crecimiento en 2016 del 3,6%.

tre de 2016, respaldado por el estímulo del crédito. En contrapartida, se observa un alza de la deuda china.

Por otro lado, cada choque que sacudió a la economía mundial puso de relieve el carácter estructural del ajuste de precios. Las expectativas del mercado son cada vez más conservadoras y los rendimientos nominales a largo plazo han ido disminuyendo, sin ninguna razón real para elevarse en el corto o el medio plazo.

Los bancos centrales han adaptado su política monetaria con un espíritu conciliador y deben seguir haciendo lo que sea necesario para combatir el riesgo de deflación. La FED subió solo 25 puntos básicos en diciembre de 2015. Según las previsiones, el alza llegará, finalmente, en la segunda mitad de 2016, aunque será el ajuste más bajo de la historia reciente.

Otros efectos y desafíos

Hogares y empresas han ganado poder adquisitivo por los menores precios. Los tipos

de interés han disminuido, incluso en países como Brasil, donde las tasas a 10 años se han reducido del 16% en enero de 2016 al 12% en junio de 2016, a pesar del reciente desafío político. Sin embargo, algunos mercados sufren efectos negativos colaterales de las crisis políticas del pasado. Las condiciones de crédito siguen empeorando para el sector privado en economías como Brasil, Turquía y Sudáfrica.

Las depreciaciones también coincidieron con un doloroso ajuste del mercado laboral y provocaron simultáneamente un aumento de la inflación y el desempleo en muchos exportadores de materias primas en América Latina y el África subsahariana. Nigeria, la mayor economía de África, por ejemplo, se encamina hacia la recesión este año.

Entre las economías emergentes de ingresos medios, los países BRIC y MIST (México, Indonesia, Corea del Sur y Turquía) se enfrentan al desafío de renovar su modelo económico para seguir creciendo y hacer

frente a la creciente deuda pública. A largo plazo, la solución podría venir del crecimiento del valor añadido y el empleo, procedentes de sectores relacionados con los servicios y el consumidor; y, a corto, de medidas políticas. China no ha elegido entre los remedios a corto o a largo plazo, y seguirá vagando entre ambas salidas en los próximos años.

La voluntad política para apoyar los balances del sector empresarial puede ser fuerte, más aún cuando las empresas sean de propiedad estatal. Una vez más, China viene a la mente con más de 250.000 empresas estatales. El necesario largo ajuste en el sector del metal, la construcción y las materias primas podrían llegar de forma abrupta y elevar las insolvencias.

La parte difícil y crucial es evitar los errores políticos. Como algunas economías clave todavía están caminando sobre una cuerda floja, no hay mucho espacio para grandes equivocaciones. Mientras tanto, la aceleración del crecimiento tendrá que esperar.

Cambios en las calificaciones de Riesgo País • 3º Trimestre 2016

