



PANORAMA ECONÓMICO GLOBAL

Autor: Servicio de Estudios de MAPFRE

Síntesis de conclusiones del informe:
Servicio de Estudios de MAPFRE

Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el cuarto trimestre
Madrid, Fundación MAPFRE, octubre 2018

Cristalizan las señales que anuncian el cambio de ciclo

Varios factores parecen cristalizar las señales avistadas en el segundo trimestre de 2018 que anunciaban el cambio de ciclo (anticipado en este informe desde finales 2017). Tres parecen ser los más relevantes: (i) el ritmo de la actividad económica; (ii) el estado de la liquidez global, y (iii) el comportamiento de la inflación.

Actividad económica

A pesar de que los PMIs (Índice de Gestores de Compras, Purchasing Managers Index), tanto de mercados desarrollados como de mercados emergentes se mantienen en terreno positivo, se observa una fuerte desaceleración de los índices de producción industrial global, venta minorista global y pedidos industriales; todo en línea con los indicadores fuertemente desacelerados de comercio global que se sitúan ya en terreno negativo. Sin embargo, dan una imagen menos alcista que hace seis meses, a la par que la mayoría de las valoraciones bursátiles se han contraído (a excepción de las del mercado de los Estados Unidos).

Liquidez

Se ha venido presentando una corrección gradual de las valoraciones de la renta variable (equity), volviendo a sus fundamentales en la mayoría de los mercados, es decir, a menores ratios PBV (precio / valor contable), en línea con la pérdida de dinamismo de la actividad económica. Se observan tensiones financieras frecuentes pero selectivas entre mercados emergentes (salidas de flujos, depreciación de la moneda, incremento de tipos de interés de mercado y prima de riesgo, así como agotamiento de las posibilidades de fondeo de muchos corporativos). Todo ello en un entorno, en general, marcado por una Reserva Federal que pasa de la normalización del balance a la retirada de la neutralidad monetaria, y por algunos otros bancos centrales que la siguen.

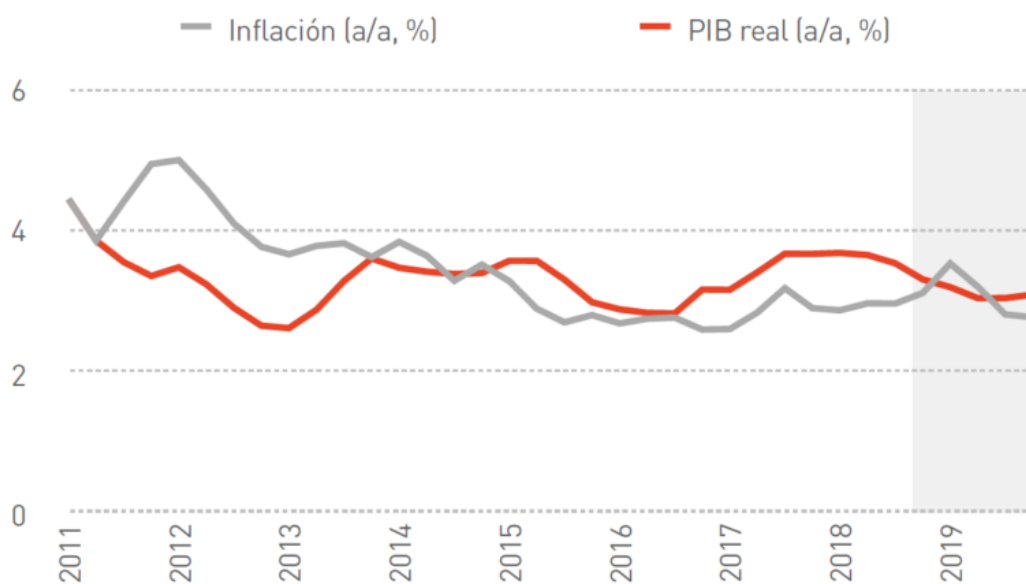
Inflación

La inflación global ha estado fuertemente condicionada por el repunte del precio del petróleo que superó los 82 USD/b durante el mes de septiembre. En el marco de las tensiones de oferta actuales, es esperable que esa tendencia se mantenga. Este comportamiento de los precios se ha hecho patente en la ampliación de la horquilla entre inflación headline y core, vista durante los últimos tres meses (+0,5% en promedio).

A pesar de ello, debe señalarse que se comienzan a percibir algunos síntomas de inflación salarial dado que el crecimiento de los salarios entre los mercados desarrollados ha superado el 2% y se ubica en varios casos en el umbral perseguido por el objetivo de los bancos centrales.

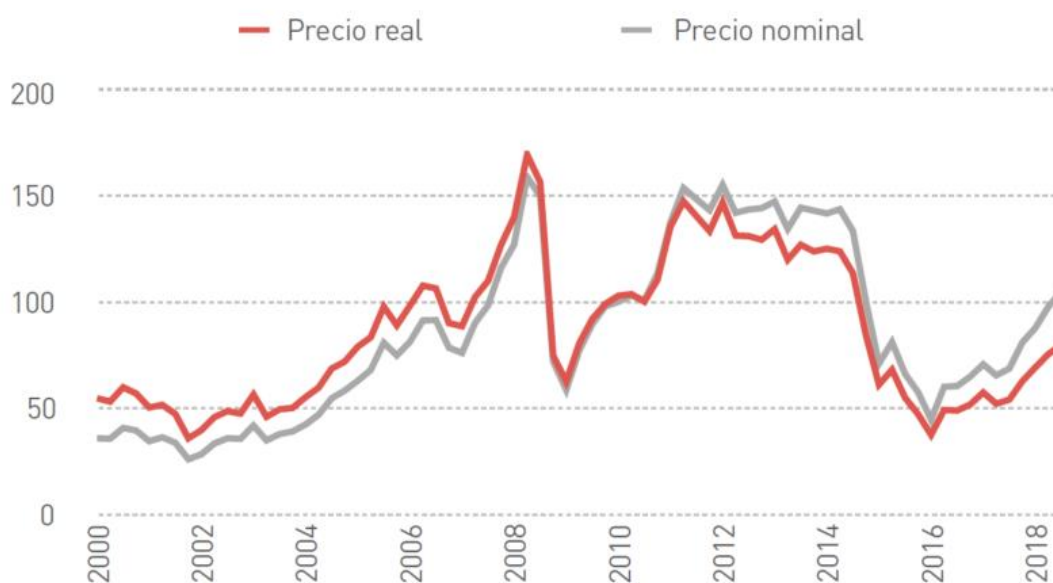
En este contexto, aunque las expectativas de inflación permanecen ancladas, el contexto actual podría ser el catalizador de un proceso inflacionario repentino si: (i) el precio del petróleo continúa creciendo por restricciones de oferta (hay analistas que lo ven en 100 USD/b); (ii) los efectos de las sanciones comerciales se absorben con la depreciación del tipo de cambio de los mercados emergentes, y (iii) las políticas procíclicas de algunos países se mantienen (*véanse Gráficas 1 y 2*).

Gráfica 1
Global: crecimiento e inflación,
2011-2019



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Haver)

Gráfica 2
Global: precios nominales y reales del Brent
(2010=100), 2000-2018



Fuente: Servicio de Estudios de MAPFRE (con datos de Haver)

Cambio de ciclo: se ratifican los síntomas

La situación actual permite ratificar los síntomas que anticipan (y que caracterizarán) el cambio del ciclo en la economía global: (a) pérdida de sincronía cíclica y de coordinación de políticas monetarias; (b) alza del proteccionismo; (c) incremento del precio del petróleo; (d) aumento de las fuentes de volatilidad y tensión financiera en los mercados emergentes, y (e) emergencia de riesgos globales.

Pérdida de sincronía cíclica y de coordinación de políticas monetarias

La economía global, encabezada por Estados Unidos, sigue perdiendo sincronía, al mismo tiempo que se agudiza la pérdida de coordinación en la implementación de la política monetaria.

Estados Unidos se encuentra al final del ciclo con una brecha de producto visiblemente positiva (creciendo por encima del potencial) respecto a Europa y Japón, que se encuentran más atrasados en el ciclo y que aún mantienen una brecha negativa. Los mercados emergentes, por su parte, en general desaceleran su crecimiento llegando en algunos casos a esperarse la entrada en recesión al término de este año.

Por otra parte, ha llegado una nueva etapa de política monetaria. La Reserva Federal de los Estados Unidos parece estar acelerando el ritmo de subida de tipos de interés, pero mantiene anclada su referencia de tipo de interés natural (3%-3,5%) que presuntamente se alcanzará antes de lo previsto. Algunas opiniones sostienen que la Reserva Federal intenta ganar margen de política monetaria para cuando la corrección cíclica lo precise. Esto contrasta con la actitud “diletante” del Banco Central Europeo (BCE) que, implícitamente, aplaza la primera subida de tipos de interés al final de la segunda mitad del año 2019. Este es uno de los factores más importantes que está impulsando la apreciación temporal del tipo de cambio USD/EUR (el cual pareciera no ser sostenible en el largo plazo).

Alza de proteccionismo

Un segundo síntoma tiene que ver con el aumento del proteccionismo en sus tres dimensiones: comercial, migratoria y financiera.

Comercial. Sus efectos reales están aún por llegar en la medida en que se implanten en su totalidad los aranceles anticipados (hasta ahora oscilan entre el 10% y el 25% valor de las importaciones, aproximadamente 200 millardos de dólares), y se presenten represalias por parte de China. De momento, se aprecian sus efectos en la posposición de inversiones, así como en el deterioro de la confianza y de algunos términos de intercambio.

Migratoria. Imbuida en el discurso que se está instalando a nivel global acerca de los peligros migratorios y la pérdida de identidad nacional, el “proteccionismo” migratorio puede tener un efecto negativo que se canalizará a través de las trabas a la gobernanza regional.

Financiera. Toma cuerpo especialmente en forma de control a los flujos de capitales en determinados mercados. El propio Fondo Monetario Internacional (FMI) ha modificado gradualmente su discurso acerca del control de capitales durante los tres últimos años. La nueva economista jefe (Gita Gopinath) es una abanderada de la política de control del tipo de cambio a través de la imposición de ciertos controles a los flujos de capital.

No obstante estas implicaciones de corto plazo, los costes del proteccionismo podrán llegar a ser más relevantes a medio y largo plazo por cuanto que tendrán efectos disruptivos en la cadena de valor global, deteriorando la cuenta corriente de los importadores, que no podrán adaptarse, y depreciando fuertemente la moneda de las economías más pequeñas.

Incremento del precio del petróleo

El precio del petróleo que a inicios de 2016 estaba en 44 USD/b se ha elevado hasta 82 USD/b actualmente (*véase Gráfica 2*).

Este comportamiento ha estado determinado por problemas de oferta (y no de demanda) como son: (i) un deterioro de la capacidad productiva de Venezuela y Angola; (ii) las sanciones impuestas a Irán; (iii) el agotamiento de inventarios, y (iv) la decisión en última instancia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de no incrementar la producción para contener los precios.

Esta situación está teniendo un doble impacto sobre los mercados emergentes. El primero, a través del deterioro de términos de intercambio de los importadores de crudo y, el segundo, a través de la erosión de la renta real por la inflación. El encarecimiento del crudo, sin embargo, en precios reales ha sido todavía moderado y necesitaría más que duplicar su precio por barril actual para asemejarse a situaciones de tensión como las ocurridas a finales de los años setenta.

Aumento de las fuentes de volatilidad y tensión financiera en los mercados emergentes

Por otra parte, se manifiestan ya tensiones financieras originadas por el apalancamiento corporativo en monedas fuertes, especialmente en las economías emergentes, y con estas comienzan a hacerse patentes los desequilibrios contraídos con la fuerte etapa de liquidez global y la exposición al efecto de la desvalorización del tipo de cambio y el encarecimiento del fondeo mayorista (y por lo tanto en su traslación al crédito).

Emergencia de riesgos globales

Aunque el escenario base que se plantea en esta actualización del informe sigue siendo de desaceleración cíclica ordenada, las fuentes de riesgo global siguen creciendo y su inminencia en algunos casos también. Pese a tener un origen genuino en cada región, todos los riesgos tienen en común la posibilidad de ser activados de una manera o de otra como resultado de la interacción con la economía de Estados Unidos, China y los mercados emergentes. En este sentido, los riesgos globales, como hasta ahora siguen, son los siguientes: (1) la escalada arancelaria (con mayor severidad a medio plazo); (2) la pérdida de gobernabilidad regional; (3) la posibilidad de un mal cálculo de política monetaria en un entorno financiero y económico adverso, y (4) un ajuste financiero desordenado en China; todo ello en un contexto de vulnerabilidad de los mercados emergentes.

El riesgo tiene protagonistas

Por último, es importante destacar que existen ciertas fuentes y canales amplificadores de nuestros escenarios de riesgo, es decir, que el riesgo tiene a sus protagonistas.

Europa

En Europa, aumentan los riesgos soberanos y de gobernanza regional en el seno de la Unión Europea. Dos elementos configuran esencialmente estos riesgos: (i) un Brexit sin acuerdo se perfila como el escenario pese a haber sido ratificado en la UE. May tendrá muy difícil encontrar el consenso necesario para que el acuerdo tal y como está formulado actualmente encuentre apoyos en el parlamento Británico el día 11 de diciembre. (ii) Italia pone en duda los planes de estabilidad fiscal de la Eurozona apostando por mayor déficit público bajo supuestos de crecimiento difíciles de sostener (prima de riesgo de países periféricos en alza). El día 13 de enero el BCE confirmará la finalización del programa de compra de activos iniciando así una nueva época para la política monetaria europea.

Mercados emergentes

Los países emergentes están actuando como amplificadores del riesgo global y, dadas las vulnerabilidades que acarrearán, son especialmente sensibles a un evento financiero global con origen, por ejemplo en la economía de Estados Unidos. El trimestre pasado revisamos cómo factores globales como la política monetaria estadounidense se traducían en tensiones financieras y depreciación de algunas monedas emergentes, de manera proporcional a los desajustes y vulnerabilidades que acarrearán.

China

La economía china es el origen de los riesgos de más elevada severidad a medio plazo para la economía global. Este riesgo puede actuar a través de los canales real y financiero, y tiene dos fuentes fundamentales. La primera, la escalada proteccionista frente a Estados Unidos que, pese a estar en sus inicios, puede acarrear efectos reales y financieros severos más allá de los efectos propios de los aranceles, y que pueden llegar a ciertas medidas que se pueden llegar a tomar en represalia como podría ser una depreciación fuerte del renminbi, o una venta desordenada de deuda estadounidense.

Y la segunda, la ralentización del desapalancamiento y ajuste nominal y real en curso por el que se apostaba por un menor crecimiento y mayor estabilidad nominal, permitiendo mayores desajustes en impagos corporativos, estrés sobre el denominado “shadow banking” e incremento (aún mayor) de la deuda pública china.

Estados Unidos

Estados Unidos continúa siendo la principal fuente de riesgo de carácter más inminente (por los motivos comentados en el anterior informe). De entre estos riesgos, el más relevante (y que conforma nuestro escenario de riesgo) sería un error de política monetaria (en el que converjan expectativas de mercado y de miembros de la Reserva Federal) ante una lectura errónea de la inflación actual en un contexto de fragilidad de sus mercados financieros, en los que persisten desajustes en la valoración bursátil de buena parte del sector corporativo y en los cuales se aprecia cierta exuberancia generalizada en todas las clases de activos.

Además, Estados Unidos se enfrenta a balances públicos y privados en una situación delicada, con elevada deuda, nulo espacio fiscal, erosión del ahorro corporativo y familiar, y una política monetaria (aún) en terreno laxo y con poco espacio para ajustes a la baja. Esto conforma nuestro escenario de riesgo, un escenario en el que la Reserva Federal pudiera subir tipos de interés rápidamente, provocando una fuerte desaceleración doméstica con impacto real y financiero especialmente vis à vis con la Eurozona (que vería apreciarse su tipo de cambio) y frente a mercados emergentes, en especial por su situación de vulnerabilidad.