

Panorama económico y sectorial 2018: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Servicio de Estudios de MAPFRE

Madrid, 17 de octubre de 2018.

 **MAPFRE**

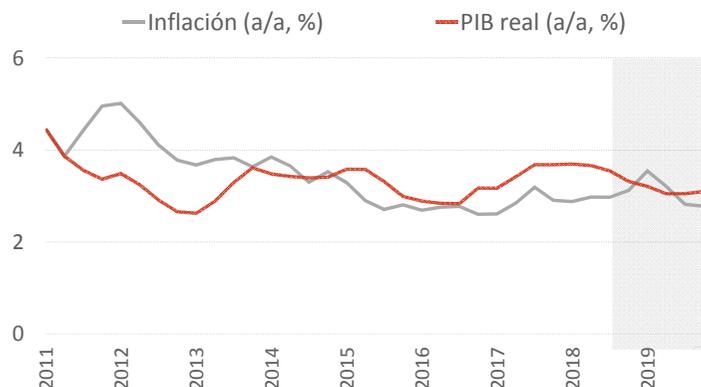
Panorama 2018-Q4: síntesis

Varios factores parecen cristalizar las señales avistadas desde inicios de 2018 que anunciaban el **cambio de ciclo en la economía global**.

La **situación actual permite ratificar los síntomas** que anticipan (y que caracterizarán) este cambio:

- 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) surgimiento de riesgos globales.

GLOBAL: CRECIMIENTO E INFLACIÓN



Cambio de ciclo global liderado por Estados Unidos y China

- Estados Unidos y China intentan diferir el momento cíclico con políticas pro-cíclicas en un entorno global en el que se aprecian los primeros **síntomas globales de fatiga**.
- El **escenario base** es de un ajuste suave con **menor crecimiento de la demanda y mayores costes financieros**.

Disparidad entre datos reales y expectativas

- Actividad comercial y productiva en terreno negativo, correcciones bursátiles, pendiente de la curva plana/negativa (que contrastan con confianzas aún elevadas).

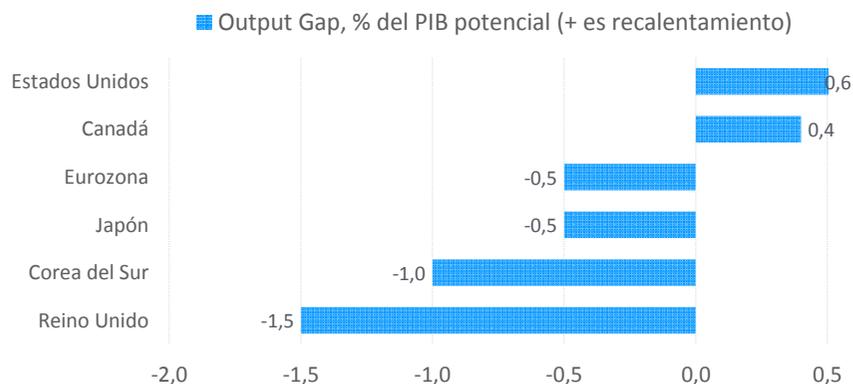
Momento con particularidades

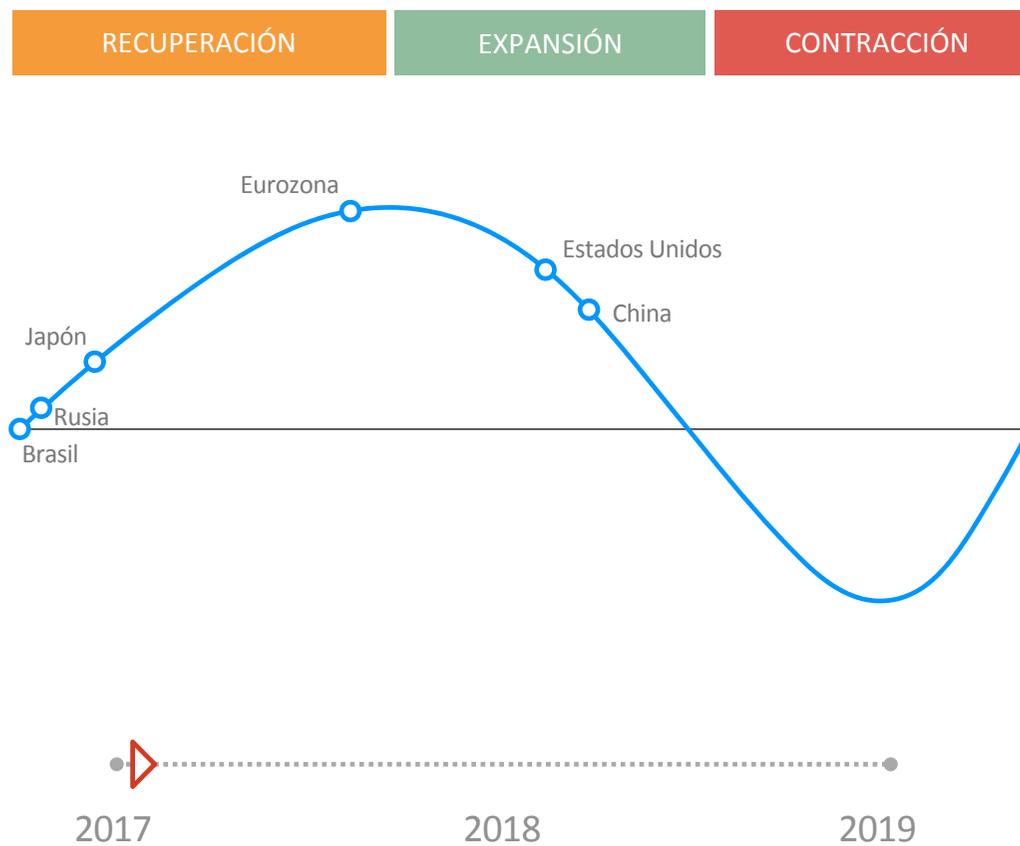
- **Pérdida de sincronía cíclica del crecimiento:** China/Estados Unidos/Eurozona/Japón
- **Política monetaria dual:** neutral/restrictiva en Estados Unidos y (algunos) emergentes vs laxa en Eurozona/Japón y otros emergentes (menor relación de flujos con Estados Unidos).
- **Política económica:** pro-cíclica en términos globales.

Consecuencias

- **Desaceleración cíclica (moderada):** menor crecimiento / generación empleo / crecimiento de la renta real.
- **Endurecimiento de condiciones financieras:** depreciación de monedas, aumento de tipos de interés de mercado y aplanamiento de la curva; encarecen el coste de uso de capital y el crédito familiar (consumo e inversión afectadas).

PAÍSES SELECCIONADOS: BRECHA DE PRODUCTO









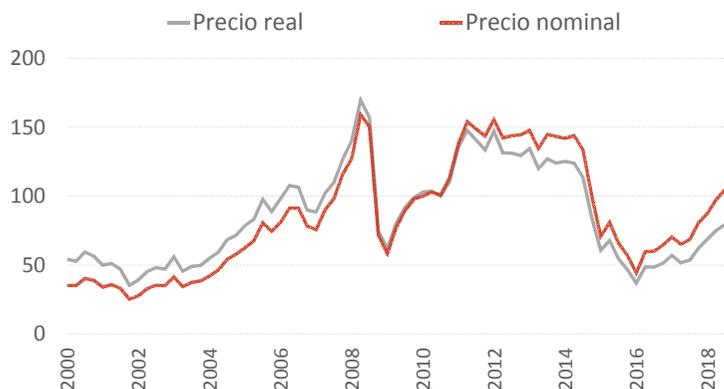
Escenarios Base y de Riesgo: producto interior bruto
(crecimiento anual, %)

	Escenario Base						Escenario de Riesgo					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Estados Unidos	2,4	2,9	1,6	2,2	2,8	2,0	2,4	2,9	1,6	2,2	2,8	0,6
Eurozona	1,4	1,9	1,8	2,5	2,0	1,5	1,4	1,9	1,8	2,5	1,9	0,9
Alemania	2,2	1,5	2,2	2,5	1,8	1,4	2,2	1,5	2,2	2,5	1,7	1,0
Francia	0,9	1,1	1,2	1,8	2,1	2,0	0,9	1,1	1,2	1,8	1,8	1,0
Italia	0,2	0,8	1,0	1,6	1,1	0,8	0,2	0,8	1,0	1,6	1,0	0,1
España	1,4	3,4	3,3	3,1	2,6	2,1	1,4	3,4	3,3	3,1	2,5	1,4
Reino Unido	2,9	2,4	1,8	1,7	1,2	1,2	2,9	2,4	1,8	1,7	1,2	0,8
Japón	0,3	1,4	1,0	1,7	0,9	0,9	0,3	1,4	1,0	1,7	0,9	0,5
Mercados emergentes	4,7	4,3	4,4	4,8	4,9	5,1	4,7	4,3	4,4	4,8	3,1	2,1
América Latina ¹	1,3	0,3	-0,6	1,3	2,0	2,8	1,3	0,3	-0,6	1,3	1,4	1,6
México	2,8	3,3	2,6	2,3	1,9	1,9	2,8	3,3	2,6	2,3	1,9	0,7
Brasil	0,5	-3,6	-3,4	1,0	1,0	2,2	0,5	-3,6	-3,4	1,0	1,0	1,9
Argentina	-2,5	2,7	-1,7	2,8	-2,8	-1,2	-2,5	2,7	-1,7	2,8	-2,8	-1,2
Emergentes europeos ²	3,9	4,7	3,2	5,8	4,3	3,7	3,9	4,7	3,2	5,8	3,4	1,0
Turquía	5,3	6,0	3,3	7,4	4,1	1,2	5,3	6,0	3,3	7,4	4,0	0,9
Asia Pacífico ³	6,1	5,9	6,2	6,2	6,0	5,7	6,1	5,9	6,2	6,2	5,5	4,6
China	7,3	6,9	6,7	6,9	6,5	6,1	7,3	6,9	6,7	6,9	6,5	5,7
Indonesia	5,0	4,9	5,0	5,1	5,0	4,7	5,0	4,9	5,0	5,1	5,0	4,7
Filipinas	6,1	6,0	6,9	6,7	6,3	6,4	6,1	6,0	6,9	6,7	6,3	6,3
Mundo	3,6	3,5	3,2	3,8	3,6	3,4	3,6	3,5	3,2	3,8	2,4	1,5

COMERCIO GLOBAL



PRECIOS DEL BRENT (2010=100)



Crecimiento global basado en políticas pro-cíclicas

Antes en mercados emergentes apoyando al crédito y la acumulación de desequilibrios nominales. Ahora con impulsos fiscales en un contexto de brecha de producto positiva.

Consolidación de riesgos globales

Todos relacionados con la tríada: Estados Unidos - China - Mercados emergentes

Guerra tarifaria / comercial

- El *shock* a corto plazo elevado pero tolerable (~ 0,7 pp del crecimiento global acumulado hasta 2020).
- Coste a largo plazo en forma de inflación y menor renta (afectación de cadenas de valor).
- Riesgo de represalia financiera (política de reservas y depreciación del renminbi, RMB).

Aceleración del precio del petróleo

- Aumento precio petróleo desde 2017 Q1 (70% nominal, 55% real).
- Acelera la inflación *headline* → desanclaje de expectativas si mantiene el ritmo.
- Escenario de desaceleración cíclica acentuado por la erosión de la renta real.

Estancamiento secular 2.0 (¿estancflación?)

- Se mantiene tónica de baja productividad y escaso crecimiento en mercados desarrollados con dos elementos nuevos: crecientes costes financieros e inflación (*headline*).

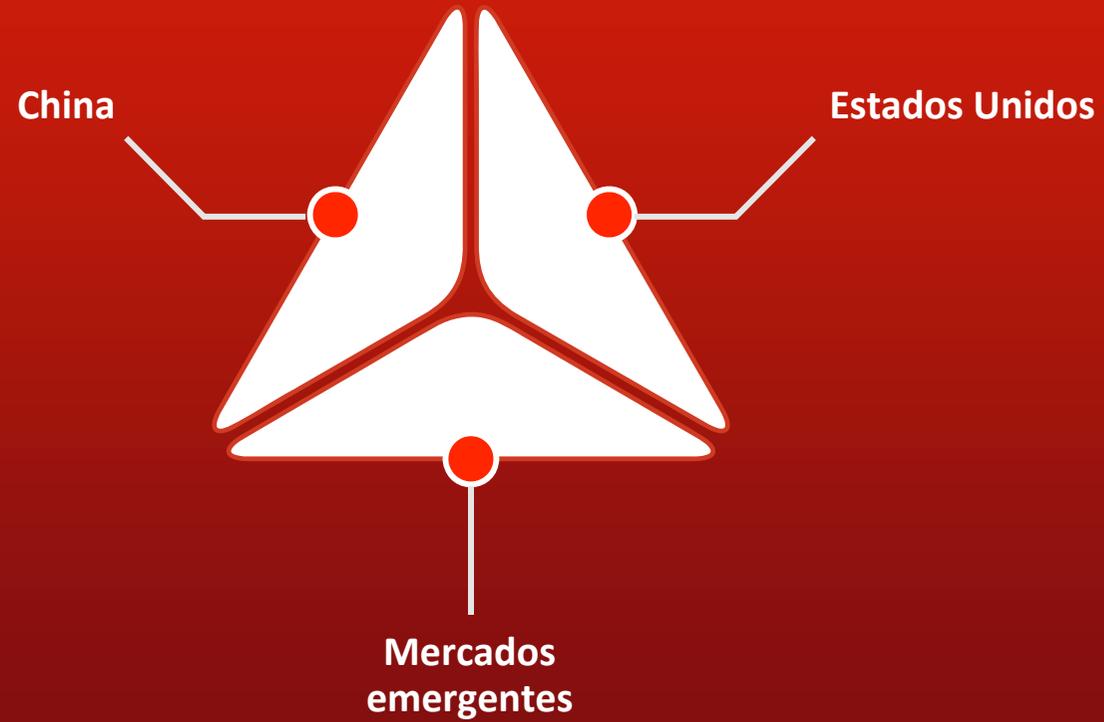
Tensiones regionales soberanas en Europa

- Desafíos de la Eurozona (política fiscal en Italia, migración y soberanía nacional en el Este)
- Tensiones financieras (Grecia y efectos sobre la banca en Turquía).

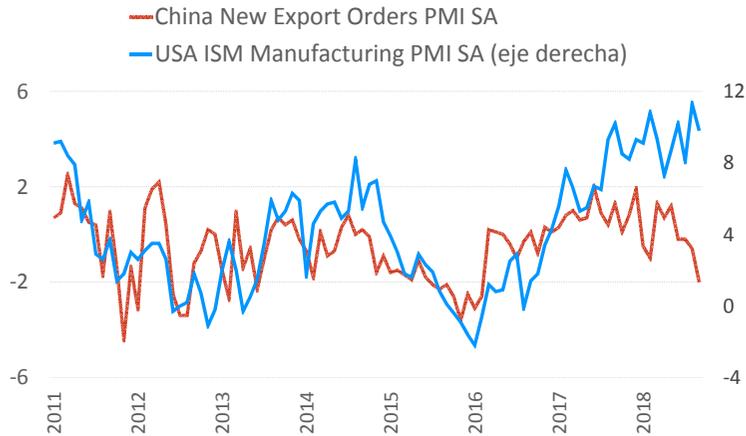
Mantenimiento de tensiones idiosincráticas (políticas y geopolíticas)

- Sanciones a Irán, III Intifada, Siria y posicionamiento de Rusia.
- Crisis migratoria (ausencia acuerdos con Turquía).

Tres protagonistas



DESACOPLE DE LOS PMI DE CHINA Y ESTADOS UNIDOS



Acumulación de desequilibrios para crecer a toda costa

La convergencia **necesitó un crecimiento solo alcanzable creando desequilibrios:**

- Creciente deuda pública.
- Apalancamiento corporativo (con participación del *shadow banking*).
- Creciente morosidad.
- Inflación de activos (precios del inmobiliario en ciudades medias).
- Control del renminbi a través de los mercados monetarios.

Desequilibrios **con posibles implicaciones para la estabilidad del sistema financiero**, y que se abordan bajo el plan de estabilización y crecimiento del Presidente Xi Jinping.

Mantener compromisos en tiempos difíciles

La **desaceleración cíclica y los efectos de la escalada tarifaria pueden revertir el plan de moderación y estabilización** de Presidente Xi, y alentar más políticas pro-cíclicas para apoyar el crecimiento.

Los desequilibrios que pueden verse exacerbados o incluso **detonar un evento de riesgo** (por represalias o por fuerte des-apalancamiento):

- Depreciación controlada del renminbi para absorber incrementos tarifarios.
- Re-composición abrupta del balance del Banco Central (efectos sobre la deuda americana).
- Salidas masivas de flujos de cartera (agosto).

Con efectos sobre las importaciones de mercados emergentes, sobre los precios globales y sobre las condiciones financieras internacionales.

El crecimiento registrado desde 2017 esconde problemas

Ciclo expansivo registrado más largo hasta la fecha.

La política económica actual posterga una tendencia que tendría ya que haber revertido y que abunda en el sobre-calentamiento de la economía. Habrá que **hacer frente al cambio de ciclo con tres restricciones importantes** que empeorarán con la desaceleración económica y el endurecimiento de las condiciones financieras:

PROBABILIDAD DE RECESIÓN (12 MESES ADELANTE)



Fragilidad de los balances privados (corporativos y familias)

- Apalancamiento de sub-sectores e indicios de problemas (morosidad en crédito al consumo de familias, deuda universitaria).
- Baja tasa de ahorro familiar y escasos balances de efectivo en el sector corporativo.
- Fuerte revalorización de la renta variable (S&P500 ~ doble valores pre-crisis, PBR = 20x) que tendrá que corregir hacia fundamentales.

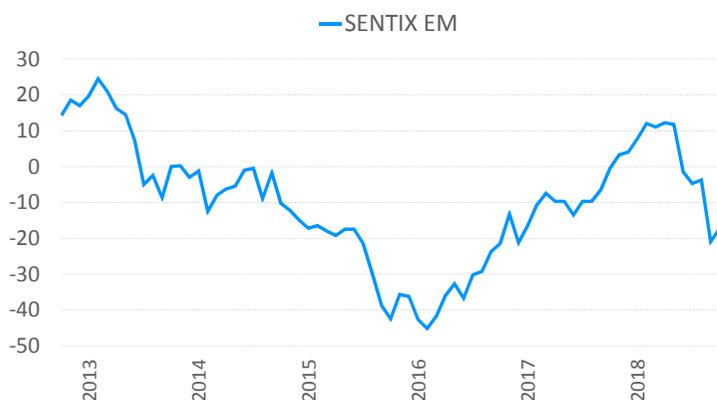
Sostenibilidad de la deuda pública

- Deuda pública estadounidense supera el 100% del PIB, con gastos estatutarios irrenunciables y trayectoria sostenible solo con elevada inflación y crecimiento.
- Poco alcance de la expansión fiscal (multiplicadores bajos).
- Alentará el ahorro precaución en familias en la próxima fase del ciclo.

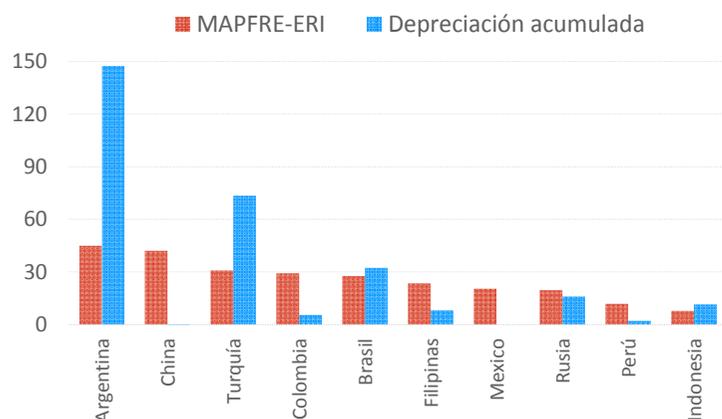
Ausencia de margen de maniobra

- Política fiscal agotada *de facto* (política y económicamente).
- Política monetaria (aún neutral) acelera restricción monetaria para ganar margen de maniobra (alcanzar/superar tasa natural 3,25% al inicio de Q3-2019).

ÍNDICE SENTIX DE EXPECTATIVAS EN MERCADOS EMERGENTES



ÍNDICE DE VULNERABILIDAD MAPFRE (ERI) VS DEPRECIACIÓN MONEDAS (EN %)



Excesos del pasado que pasan factura

El modelo del crecimiento basado en exceso de liquidez (QE) genera vulnerabilidades que, con la retirada de estímulos y la corrección cíclica global, se trasladan a través de canales reales (importaciones, precio combustibles) y financieros (coste de la financiación, riesgo país, etc.), produciendo la depreciación vivida recientemente (catalizador y amplificador de shocks).

No hay contagio (aún)

Los mercados han diferenciado: la volatilidad nominal vivida ha sido proporcional a las vulnerabilidades que acarrea cada país.

...(pero) sí hay vulnerabilidades compartidas por regiones

- Latam y Europa del Este son más vulnerables a la normalización de la Reserva Federal.
- Asia Emergente vulnerable a guerra tarifaria (en especial Corea del Sur).
- Los emergentes son sensibles a un hipotético des-apalancamiento abrupto en China.

...(y) los mercados todavía no incorporan totalmente todas las vulnerabilidades

Existen países en los que el riesgo (EMBI) no recoge aún sus problemas latentes.

Vulnerabilidades más comunes:

- Déficits por cuenta corriente insostenibles resultado del booms de crédito e inflación de activos.
- Apalancamiento externo en monedas fuertes (USD y EUR).
- Escasa liquidez (bajas reservas e ingresos por exportación).
- Débil estructura de financiación que se traslada a la Balanza de Pagos (con flujos de cartera y crédito a corto plazo, en lugar de IED).
- Elevada deuda pública en algunos países.
- Debilidad institucional (falta de independencia del banco central, ciclo político).

	Umbral Emergentes	Umbral Desarrollados	MERCADOS EMERGENTES										MERCADOS DESARROLLADOS		
			Argentina	Brasil	China	Colombia	Filipinas	Indonesia	México	Perú	Rusia	Turquía	España	EEUU	Alemania
Crecimiento PIB potencial	3	2													
Inflación potencial	10	2													
EMBI	8%														
CDS	20%	10%													
CA % PIB	1%	1%													
NIIP % PIB	-40	-40													
Deuda externa BC c/p % PIB	4%	4%													
Deuda externa BC l/p % PIB	1%	1%													
Deuda externa Gobierno c/p % PIB	2%	2%													
Deuda externa Gobierno l/p % PIB	34%	34%													
Deuda externa Corporativa c/p % PIB	8%	8%													
Deuda externa Corporativa l/p % PIB	27%	27%													
Deuda externa Bancos c/p % PIB	12%	12%													
Deuda externa Bancos l/p % PIB	12%	12%													
Deuda externa total % PIB	30%	30%													
Deuda externa total c/p % PIB	6%	6%													
Deuda externa total l/p % PIB	24%	24%													
Crédito total a Sector No Financiero	20	90													
Crédito a Gobierno	20	90													
Crédito a Hogares	20	90													
Crédito a Empresas No Financieras	20	90													
Crédito a Sector Privado No Financiero	20	90													
Aapalancamiento	10	8													
Crecimiento PIB	3	2													
Crédito dudoso (NPL)	7	7													
Inflación	3	2													
Tipo de interés de referencia	6	3													
Masa monetaria / Reservas	3	6													
Deuda externa / Exportaciones	1	3													
Índice de Riesgo Emergente (ERI)			45	28	42	29	23	8	20	12	20	31	33	24	22

	Turquía
Crecimiento PIB potencial	Verde
Inflación potencial	Rojo
EMBI	Verde
CDS	Verde
CA % PIB	Verde
NIIP % PIB	Verde
Deuda externa BC c/p % PIB	Verde
Deuda externa BC l/p % PIB	Verde
Deuda externa Gobierno c/p % PIB	Verde
Deuda externa Gobierno l/p % PIB	Amarillo
Deuda externa Corporativa c/p % PIB	Rojo
Deuda externa Corporativa l/p % PIB	Naranja
Deuda externa Bancos c/p % PIB	Rojo
Deuda externa Bancos l/p % PIB	Verde
Deuda externa total % PIB	Rojo
Deuda externa total c/p % PIB	Rojo
Deuda externa total l/p % PIB	Rojo
Crédito total a Sector No Financiero	Amarillo
Crédito a Gobierno	Amarillo
Crédito a Hogares	Naranja
Crédito a Empresas No Financieras	Verde
Crédito a Sector Privado No Financiero	Amarillo
Aapalancamiento	Amarillo
Crecimiento PIB	Verde
Crédito dudoso (NPL)	Verde
Inflación	Naranja
Tipo de interés de referencia	Naranja
Masa monetaria / Reservas	Naranja
Deuda externa / Exportaciones	Naranja
Índice de Riesgo Emergente (ERI)	31

Turquía: corrección en Balanza de Pagos

La economía turca ha crecido generando *desequilibrios privados* desde hace una década, situación exacerbada con la pro-ciclicidad de su política económica y la erosión institucional actual.

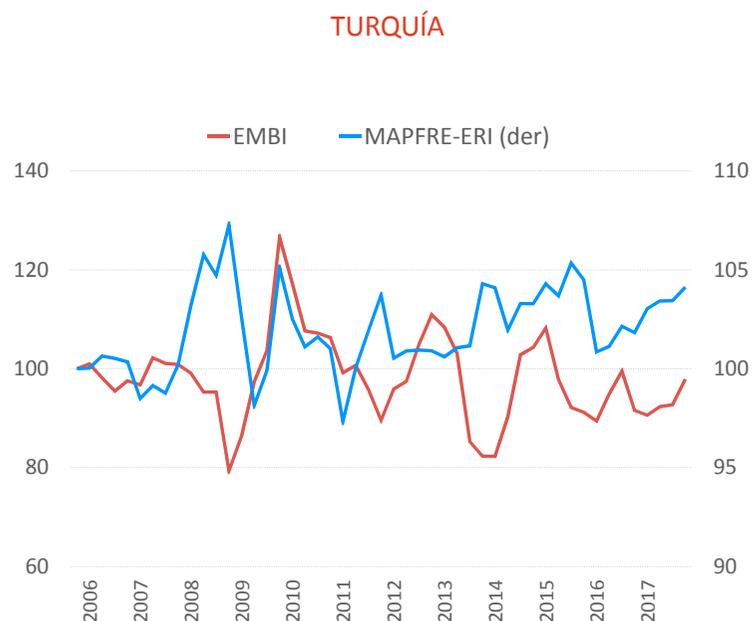
Desequilibrios/vulnerabilidades

- Excesivo apalancamiento privado en USD (debido a crédito hipotecario y de consumo).
- Elevada inflación y baja productividad (tipo de cambio real vulnerable).
- Elevado déficit por cuenta corriente (estructural, dependencia energética).
- Financiación de la cuenta corriente a muy corto plazo y erosión de reservas.

La reciente corrección en flujos con efectos nominales (*tipo de cambio, inflación y tipos de interés*) y reales (*actividad*) es un ajuste clásico de la Balanza de Pagos.

El nuevo Plan de Medio Plazo anunciado por el gobierno hace énfasis en la estabilización nominal de la economía, para lo que propone frenos a los estímulos y ajustes fiscales severos, pero necesita recuperar la credibilidad institucional.

La relativamente holgada situación soberana (baja deuda pública) le da cierto margen para sobrellevar el ajuste (inflación y tipos de interés de dos dígitos, tipo de cambio fuertemente depreciado y recesión entre el 2018 Q4 y el 2019 Q2).



Turquía: corrección en Balanza de Pagos

La economía turca ha crecido generando *desequilibrios privados* desde hace una década, situación exacerbada con la pro-ciclicidad de su política económica y la erosión institucional actual.

Desequilibrios/vulnerabilidades

- Excesivo apalancamiento privado en USD (debido a crédito hipotecario y de consumo).
- Elevada inflación y baja productividad (tipo de cambio real vulnerable).
- Elevado déficit por cuenta corriente (estructural, dependencia energética).
- Financiación de la cuenta corriente a muy corto plazo y erosión de reservas.

La reciente corrección en flujos con efectos nominales (*tipo de cambio, inflación y tipos de interés*) y reales (*actividad*) es un ajuste clásico de la Balanza de Pagos.

El nuevo Plan de Medio Plazo anunciado por el gobierno hace énfasis en la estabilización nominal de la economía, para lo que propone frenos a los estímulos y ajustes fiscales severos, pero necesita recuperar la credibilidad institucional.

La relativamente holgada situación soberana (baja deuda pública) le da cierto margen para sobrellevar el ajuste (inflación y tipos de interés de dos dígitos, tipo de cambio fuertemente depreciado y recesión entre el 2018 Q4 y el 2019 Q2).

	Argentina
Crecimiento PIB potencial	Red
Inflación potencial	Red
EMBI	Red
CDS	Verde
CA % PIB	Red
NIIP % PIB	Red
Deuda externa BC c/p % PIB	Red
Deuda externa BC l/p % PIB	Ambar
Deuda externa Gobierno c/p % PIB	Verde
Deuda externa Gobierno l/p % PIB	Red
Deuda externa Corporativa c/p % PIB	Ambar
Deuda externa Corporativa l/p % PIB	Verde
Deuda externa Bancos c/p % PIB	Verde
Deuda externa Bancos l/p % PIB	Verde
Deuda externa total % PIB	Ambar
Deuda externa total c/p % PIB	Ambar
Deuda externa total l/p % PIB	Ambar
Crédito total a Sector No Financiero	Ambar
Crédito a Gobierno	Ambar
Crédito a Hogares	Verde
Crédito a Empresas No Financieras	Verde
Crédito a Sector Privado No Financiero	Verde
Aapalancamiento	Ambar
Crecimiento PIB	Red
Crédito dudoso (NPL)	Verde
Inflación	Red
Tipo de interés de referencia	Red
Masa monetaria / Reservas	Ambar
Deuda externa / Exportaciones	Red
Índice de Riesgo Emergente (ERI)	45

Argentina: corrección en Balanza de Pagos

Desde hace una más de una década, la economía argentina ha crecido generando desequilibrios públicos y privados, lo que le ha hecho acarrear un abultado *twin deficit* (un déficit por cuenta corriente y fiscal).

Desequilibrios/vulnerabilidades

- Excesivo apalancamiento público.
- Déficit público incontrolable (indización salarial del sector público).
- Elevada inflación y baja productividad (tipo de cambio real muy vulnerable).
- Déficit por cuenta corriente (cíclico) elevado.
- Financiación de la cuenta corriente totalmente especulativa.
- Reservas dependientes del ciclo de materias primas casi agotadas.

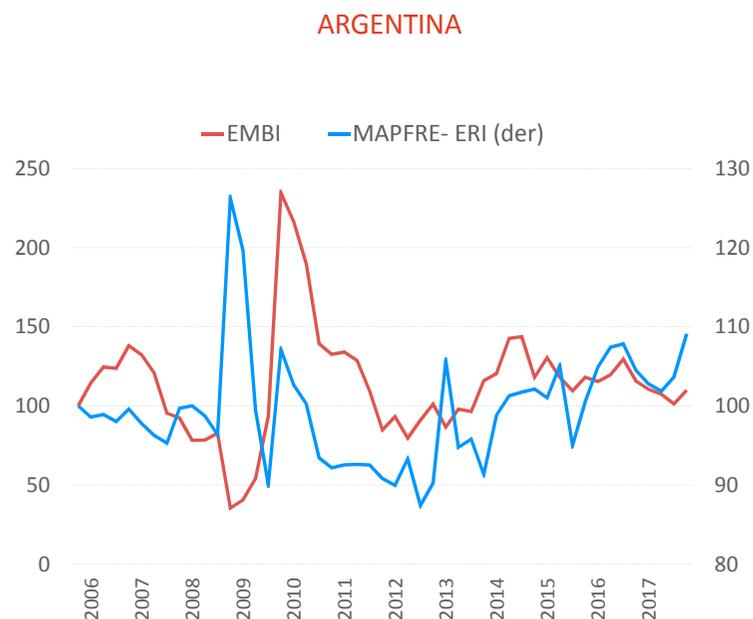
El carácter especulativo de su financiación de la cuenta corriente muestra la desconfianza de los mercados a las instituciones (herencia de la etapa pasada).

La reciente corrección en flujos con efectos nominales (*tipos de cambio, inflación y tipos de interés*) y reales (*actividad*), responde al temor a no poder hacer frente a las amortizaciones de deuda venideras.

El nuevo acuerdo alcanzado con el FMI (57.000 mM USD) garantiza la amortización de la deuda de 2019 y 2020, pero el ajuste fiscal requerido será extremadamente severo. Actualizamos nuestras previsiones para Argentina a un crecimiento negativo tanto en 2018 como 2019.

Argentina: corrección en Balanza de Pagos

Desde hace una más de una década, la economía argentina ha crecido generando desequilibrios públicos y privados, lo que le ha hecho acarrear un abultado *twin deficit* (un déficit por cuenta corriente y fiscal).



Desequilibrios/vulnerabilidades

- Excesivo apalancamiento público.
- Déficit público incontrolable (indización salarial del sector público).
- Elevada inflación y baja productividad (tipo de cambio real muy vulnerable).
- Déficit por cuenta corriente (cíclico) elevado.
- Financiación de la cuenta corriente totalmente especulativa.
- Reservas dependientes del ciclo de materias primas casi agotadas.

El carácter especulativo de su financiación de la cuenta corriente muestra la desconfianza de los mercados a las instituciones (herencia de la etapa pasada).

La reciente corrección en flujos con efectos nominales (*tipos de cambio, inflación y tipos de interés*) y reales (*actividad*), responde al temor a no poder hacer frente a las amortizaciones de deuda venideras.

El nuevo acuerdo alcanzado con el FMI (57.000 mM USD) garantiza la amortización de la deuda de 2019 y 2020, pero el ajuste fiscal requerido será extremadamente severo. Actualizamos nuestras previsiones para Argentina a un crecimiento negativo tanto en 2018 como 2019.

Conclusiones

El 2019 supondrá un **cambio de ciclo**:

- Menor crecimiento global (actividad, generación de empleo y renta real).
- Mantenimiento de un dólar apreciado y monedas emergentes débiles.
- Costes financieros cada vez mayores en línea con el endurecimiento (asimétrico) de las políticas monetarias.
- Cristalización de riesgos en algunos países de forma proporcional a sus vulnerabilidades.

La **tríada Estados Unidos - China - Mercados emergentes** es la principal fuente de riesgo potencial:

- Por desequilibrios característicos de cada una de sus economías.
- Por las tensiones comerciales.
- Por el momento de política monetaria global que puede dar lugar a un ajuste en los mercados.

El **escenario central** (desaceleración ordenada) es marginalmente **más probable que un escenario de corrección abrupta**:

- Dado el agotamiento de recursos para mantener la senda de crecimiento en la mayoría de los países.
- Dado el escaso margen de política económica global.
- Dado el efecto amplificador de los mercados emergentes.



Servicio de Estudios de MAPFRE
**PANORAMA ECONÓMICO Y SECTORIAL 2018:
PERSPECTIVAS HACIA EL CUARTO TRIMESTRE**
Madrid, Fundación MAPFRE, 2018.

Puede descargarse en el sitio web de **Fundación MAPFRE**:

www.fundacionmapfre.org



O bien en la sección del **Servicio de Estudios**
dentro de la **página corporativa de MAPFRE**:

www.mapfre.com



