

Perspectivas Económicas

Globales 2017

RESUMEN EJECUTIVO

La principal característica que entendemos marcará la evolución de la economía El aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros puede llegar a suponer el inicio de la Segunda Fase de la Gran Recesión (2017-2018). En este contexto, los rasgos previstos más destacados para 2017 son los siguientes:

China y Asia copan de nuevo las mejores previsiones para el próximo año, con un crecimiento que ronda el 7% en el caso del gigante asiático, si bien no exento de incertidumbres políticas.

Prevedemos un empeoramiento en aquellos países occidentales que presentan una excesiva acumulación de deuda privada y pública, sistemas bancarios frágiles, y/o una ausencia de crecimiento de las rentas del factor trabajo: Estados Unidos, Reino Unido, España, Noruega, Canadá, Australia y/o Corea.

España podría experimentar una notoria desaceleración. Bastará solo con que aumente la aversión al riesgo de los mercados financieros globales. En este escenario España no cumplirá con los objetivos de déficit público y el sector exterior seguirá siendo el motor de nuestra economía.

Desde el lado de los mercados financieros prevemos descensos en la mayoría de los índices bursátiles, al encontrarse sobrevalorados, sobrecomprados, con un sentimiento excesivamente alcista por la mayor parte de los inversores. En un escenario de aversión al riesgo, se ampliarán las primas de riesgo – diferenciales de bonos periféricos respecto a países centrales, y los diferenciales de crédito-, los precios de las principales materias primas caerán.

En cuanto al cuadro resumen de nuestras previsiones sobre los principales indicadores macroeconómico son los siguientes:



Previsiones PIB e inflación principales áreas geográficas 2017-2018.

| Previsiones | PIB | | Inflación | |
|-------------|--------|---------------------|-----------|---------------------|
| | Actual | Previsión 2017-2018 | Actual | Previsión 2017-2018 |
| EE.UU | 1.50% | de 1.00% a +1.50% | 0.30% | de 1.00% a 1.50% |
| UE | 1.50% | de 0.50% a +1.00% | 0.90% | de 1.00% a 1.50% |
| España | 3.20% | de 1.50% a +2.00% | 0.70% | de 1.00% a 1.50% |
| Reino Unido | 1.80% | De 0.50% a +1.00% | 0.70% | de 1.50% a 2.00% |
| Japón | 0.50% | de +0.50% a +1.00% | -0.20% | de 0.00% a 0.50% |
| China | 6.50% | de +6.50% a +7.00% | 2.10% | de 2.50% a 3.00% |
| BRIM | 1.50% | de 2.50% a +3.00% | 4.00% | de 4.00% a 4.50% |
| Mundo | 3.00% | de 2.00% a +2.50% | 1.50% | de 1.50% a 2.00% |

Previsiones Variables Económicas y Financieras 2017-2018.

| Perspectivas 2017-2018 | España | Europa | EE.UU | Asia | Latinoamérica |
|------------------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------|-------------------------------|--|
| PIB | Inferior al 2% | Inferior al 1% | Inferior al 1% | China 6% | Inferior al 3% |
| Desempleo | Alrededor 18% | 8%-11% | 4%-6% | China y Japón no empeora | Brasil, Méjico y Argentina se incrementará |
| Déficit Fiscal | Superior al 5% | Se elevará el ratio deuda/PIB | Expansión fiscal | Cuentas públicas más saneadas | Empeoramiento cuentas públicas |
| Tipos de interés | 0,0% / 0,5% | 0,0% / 0,5% | 0,5% / 1% | Políticas Monetarias Laxas | Políticas Monetarias más Laxas |
| Mercados bursátiles | Descensos de -10% / -20% | Descensos de -5% / -15% | Descensos de -10% / -20% | Descensos de -10% / -20% | Descensos de -10% / -20% |

| | |
|----------|---|
| Sectores | Infraestructuras y energías renovables son los sectores donde las ganancias son más factibles |
|----------|---|



Perspectivas Globales

Para el período 2017-2018 prevemos, véanse los cuadros 3 y 4, un empeoramiento de las condiciones económicas globales. Si bien el detonante será un aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros, la razón fundamental detrás de estas previsiones es la debilidad intrínseca de las economías occidentales –exceso de deuda, inestabilidad del sector bancario, ausencia de inversión productiva privada, descenso de la productividad y caída del crecimiento potencial– consecuencia del proceso de financialización de la economía, proceso en medio del cual las medidas de política económica implementadas por la ortodoxia económica simplemente han retrasado estos problemas de fondo.

Anticipamos, por tanto, el inicio de la segunda fase de la Gran Recesión, caracterizada por la entrada en recesión de los Estados Unidos, la vuelta a la debilidad de las economías europeas, y una brusca desaceleración de la economía española. Los países emergentes se desacelerarán de manera notoria, si bien Asia, y especialmente algunos países de los BRICs –Rusia, India y China–, continuarán con una dinámica propia.

El detonante y acelerador de esta nueva ruptura de la tendencia de fondo será un empeoramiento significativo en los mercados financieros. Como ya hemos comentado, la mayor parte de activos financieros están sobrevalorados¹, es cuestión de tiempo esperar a que se desate la siguiente fase de venta masiva de los mismos. **¿Qué pasará si los mercados incrementan la aversión al riesgo? Los tipos de interés a largo plazo repuntarán con fuerza, las bolsas caerán, los diferenciales de crédito se ampliarán, las materias primas se debilitarán, y la volatilidad se disparará. En ese escenario emergerán los problemas de las aquellas economías occidentales altamente endeudadas y sus sistemas bancarios necesitarán recapitalizarse de nuevo.**

Frente a esta dinámica de Occidente, las áreas emergentes presentan mejores perspectivas económicas: cuentas privadas y públicas saneadas, acumulación de reservas, mejora espectacular en los niveles de formación, crecimiento demográfico que apoya cada día más un mayor crecimiento del consumo privado interno. Es cierto

¹ Ver, “GMO, 7 year asset class real return forecast”, [GMO](#), 19/11/2013.

que aquellos países emergentes más vinculados al ciclo de Estados Unidos sufrirán una notoria desaceleración, véase Méjico, exactamente igual que aquellos ligados al ciclo de materias primas –Chile, Bolivia, Perú...–.



Mención especial merece la política económica de China. China tomó la decisión estratégica, a través de su décimosegundo Plan Quinquenal, de buscar un crecimiento más equilibrado. El gigante asiático apostó por un modelo de crecimiento más basado en el consumo privado, reequilibrio que implicará una disminución del ahorro chino, y, por lo tanto, menos necesidad de canalizarlo hacia la compra de activos soberanos en dólares estadounidenses, de ahí que siga su proceso de desinversión de dichos activos en los que ha pasado recientemente de ser el primer al segundo tenedor del mundo. Este proceso no se está desarrollando según lo previsto, de manera que el crecimiento del gigante asiático continúa en realidad basándose en la inversión y el sector exterior, muy ayudado por dos herramientas: el control de capitales y el tipo de cambio. Preveamos que China crezca alrededor del 7%, y Latinoamérica alrededor del 3%. El mayor riesgo para Asia y Latinoamérica procede de un parón no esperado en Estados Unidos y otros países occidentales endeudados. Otro de los peligros latentes para China puede venir de la política comercial de la nueva administración Trump.

Con este panorama en materia de crecimiento, y con la inflación estable, en muchas áreas en mínimos históricos, los tipos de interés oficiales se mantendrán estables alrededor del 0% en Europa y Japón y no preveamos incrementos adicionales, al realizado a finales de este año, en los tipos de interés oficiales de los Estados Unidos.

Mercados Financieros, Sectores y Productos

En materia de mercados bursátiles, en 2017 preveamos importantes correcciones a la baja en los precios. ¿Por qué? Por un lado, hay fuerte sobrevaloración bursátil, según nuestros modelos estratégicos (“overvalued”); por otro lado, ha habido un comportamiento relativamente positivo para la actual situación del ciclo económico, con un sentimiento alcista (“overbullish”), y una dinámica interna positiva (“overbought”). Estas correcciones afectarían tanto a las bolsas occidentales como a las emergentes relevantes.

El petróleo se mantendrá en el intervalo 40-60 dólares por barril, por la demanda de áreas emergentes, y el comportamiento de cierta oferta. Sin embargo si se produce una fuerte aversión al riesgo en los mercados podría descender por debajo de los 50 dólares.

Los sectores que continuarán liderando el crecimiento van a estar centrados en energías renovables, servicios sociales, envejecimiento, biomedicina, bioagricultura e industrias aeronáuticas. Las crecientes necesidades de infraestructuras de áreas especialmente

emergentes (Asia y Latam) y en los Estados Unidos, junto a las energías renovables, les hace ser sectores atractivos.

Con este panorama económico y financiero se puede decir que hay muy poco recorrido en inversiones bursátiles a medio plazo, para un inversor de perfil medio de riesgo, lo mismo que en fondos monetarios. La deuda pública soberana va a estar sometida a una fuerte de carteras. En el campo inmobiliario, las mejoras claramente dirigidas desde las autoridades económicas y monetarias –Estados Unidos, Reino Unido, o Irlanda– se difuminará. Los ahorradores deberán incrementar y buscar inversores que sean capaces de generar alpha vía apuestas relativas.

La inestabilidad financiera de España

Estamos exactamente en una situación parecida a 2006-2008. La economía española es vulnerable a un aumento de la aversión al riesgo global en los mercados financieros. Nuestro país, siguiendo los datos del modelo de previsión del PIB en tiempo real de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)², está creciendo a tasas intertrimestrales sin anualizar del 0,8%, cifra muy respetable. Primero fue el abandono de la austeridad y su impacto positivo en el crecimiento económico. Ahora se trata de una expansión económica cuyas raíces no se encuentran en procesos de inversión en capital y en el desarrollo de la actividad industrial, sino básicamente en el crecimiento del sector servicios y el incremento de la deuda. En el último dato disponible de las cuentas financieras de nuestra economía –segundo trimestre de 2016–, publicado recientemente por Banco de España, se observa cómo ha repuntado la deuda de las familias y de las Administraciones Públicas, poniendo fin al proceso de desapalancamiento.

Véanse cuadros:



Deuda España en millones de euros según distintos sectores

| <i>millones de euros</i> | 2002 | 2008 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 Q2 |
|--------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Total Deuda Economía Española | 1.596.583 | 3.918.090 | 4.267.740 | 4.258.118 | 4.111.829 | 4.119.386 |
| Administraciones Públicas | 434.876 | 513.522 | 1.254.805 | 1.403.033 | 1.408.345 | 1.464.689 |
| Administración Central | 346.402 | 389.759 | 982.966 | 1.103.379 | 1.087.306 | 1.133.011 |
| Comunidades Autónomas | 48.165 | 74.722 | 212.468 | 243.983 | 268.575 | 279.253 |
| Corporaciones locales | 21.732 | 31.872 | 42.184 | 38.483 | 35.276 | 35.251 |
| Administraciones Seguridad Social | 18.577 | 17.169 | 17.187 | 17.188 | 17.188 | 17.174 |
| Otros Sectores Residentes | 1.161.707 | 3.404.568 | 3.012.935 | 2.855.085 | 2.703.484 | 2.654.697 |
| Sociedades No Financieras | 637.342 | 1.422.616 | 1.231.100 | 1.167.624 | 1.132.805 | 1.120.666 |
| Sociedades Financieras | 144.596 | 1.067.970 | 991.105 | 932.665 | 841.648 | 803.505 |
| Hogares y Familias | 379.769 | 913.982 | 790.730 | 754.796 | 729.031 | 730.526 |

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACIÓN PROPIA

Como siempre, la excesiva deuda total (4,1 billones de euros) y externa (1,16 billones de euros) nos hace tremendamente vulnerables a un aumento de la aversión al riesgo en los mercados financieros o a un cambio de tono en la política monetaria. Si además se implementaran nuevas dosis de austeridad, España entraría en un círculo vicioso.

Para entender qué pasaría en una fase de aversión al riesgo, simplemente recordar el último dato disponible sobre las necesidades de financiación de la banca española, – Target 2–. El déficit o necesidades de financiación del sistema bancario español, vía Eurozona, alcanzó a cierre del mes pasado los 330 mil millones de euros, aproximándonos a los niveles récord de 2012, en plena turbulencia financiera. En definitiva, de nuevo, España, con pies de barro.

Deuda España como % PIB según distintos sectores

| <i>% sobre PIB</i> | 2002 | 2008 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 Q2 |
|--------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total Deuda Economía Española | 213.1% | 351.0% | 416.1% | 410.6% | 382.3% | 376.0% |
| Administraciones Públicas | 58.0% | 46.0% | 122.3% | 135.3% | 130.9% | 133.7% |
| Administración Central | 46.2% | 34.9% | 95.8% | 106.4% | 101.1% | 103.4% |
| Comunidades Autónomas | 6.4% | 6.7% | 20.7% | 23.5% | 25.0% | 25.5% |
| Corporaciones locales | 2.9% | 2.9% | 4.1% | 3.7% | 3.3% | 3.2% |
| Administraciones Seguridad Social | 2.5% | 1.5% | 1.7% | 1.7% | 1.6% | 1.6% |
| Otros Sectores Residentes | 155.0% | 305.0% | 293.8% | 275.3% | 251.3% | 242.3% |
| Sociedades No Financieras | 85.1% | 127.5% | 120.0% | 112.6% | 105.3% | 102.3% |
| Sociedades Financieras | 19.3% | 95.7% | 96.6% | 89.9% | 78.2% | 73.3% |
| Hogares y Familias | 50.7% | 81.9% | 77.1% | 72.8% | 67.8% | 66.7% |

FUENTE: BANCO DE ESPAÑA Y ELABORACIÓN PROPIA

