

El mercado tras el verano: el emergente epicentro de una crisis

Dice el economista Dornbusch que las crisis tardan mucho tiempo en gestarse, más del que generalmente pensamos, pero de repente ocurren y llegan antes de lo que uno hubiera imaginado... Los eventos que han afectado a los países emergentes este verano ilustran bien este pensamiento de Dornbusch.

Como viene siendo habitual, en este informe en las postrimerías del verano intentamos explicar de una forma sencilla los principales eventos que han tenido lugar en la economía y en los mercados durante el periodo estival, de forma que el lector pueda en unos pocos minutos subsumir en apenas cuatro páginas de texto lo que a este autor le ha costado varias decenas de horas aprehender.

Estos son, los temas de enjuandía que afectan a la economía y al mercado:

Crisis en Turquía e impacto en emergentes

La crisis turca presenta elementos de contagio hacia otros países emergentes que han pecado de los mismos errores económicos que ha cometido el país otomano, principalmente la excesiva deuda externa en dólares. De ahí el contagio asimétrico –porque los errores a veces se cometen en diferente escala–, tal y como muestra la Figura 1, a países como Rusia (afectada igual que Turquía por recientes sanciones lo que ha llevado al rublo a mínimos de dos años), Brasil (donde las encuestas para las presidenciales de otoño arrojan un resultado aterrador entre populismo de izquierda o populismo de derechas), India (la rupia se sitúa en mínimos históricos en parte por el déficit de cuenta corriente), Indonesia o Sudáfrica. Todos estos países han visto fuertes contracciones en el precio de sus divisas, cuya volatilidad ha subido a niveles similares a los de 2008, lo que nos ofrece una idea de la fragilidad de su situación, con el efecto colateral de otros países que han tenido que pedir rescate estas semanas al FMI (Pakistán, Angola, siguiendo la férula de Argentina o Egipto). A su vez, la economía mexicana ha entrado en contracción, pero el peso recupera parte de su fuerte caída, a medida que parece que se ultima un nuevo acuerdo sobre el NAFTA antes de que se incorpore el nuevo presidente. En lo que concierne a Turquía, en los últimos meses veníamos avisando en diferentes informes [informes](#) y [conferencias](#) de los enormes riesgos que se gestaban sobre este país y de cómo se desencadenaría una crisis. En mi opinión, la suma de un enorme déficit de cuenta corriente (5-6% de PIB), un endeudamiento corporativo masivo en dólares y en liras (Figura 2), la dependencia excesiva del sector de la construcción (Figura 3), un nivel insuficiente de reservas de divisas (Figura 4), la acusada depreciación de su divisa y la falta de independencia del banco central provocarán un final dramático. La línea de ayuda establecida por Qatar es a todas luces insuficiente (15.000 millones de dólares vs unas necesidades anuales de unos 50.000 millones), por lo que antes o después creo que Turquía acabará sumándose a Pakistán y Angola y, cuanto más tarde, más dañino será el proceso. Mientras, el país pasará de crecer al 7% a una posible recesión en 2019, recesión que podría provocar, además, una crisis bancaria.

Ignacio de la Torre, Ph. D.

idelatorre@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

Leopoldo Torralba

ltorralba@arcanopartners.com

+34 91 353 21 40

Impacto de las guerras comerciales en la economía china

A finales de agosto, EEUU habrá impuesto aranceles de un 25% a un total de 50.000 millones de dólares de importaciones de China, amenazando con extenderlos a otros 200.000 millones en otoño (en Noviembre hay una crucial cita entre Trump y Xi Jinping). Aunque China ha anunciado medidas recíprocas, como China exporta mucho más a EEUU de lo que importa (Figura 5), la capacidad de reciprocidad es más limitada si EEUU procede a extender los

aranceles. El daño en la economía china comienza a ser evidente, no por el impacto directo en sus exportaciones, sino por el efecto que la incertidumbre genera en sus inversiones y por extensión en su divisa (que lleva casi un 10% de caída desde primavera) y en su bolsa, que cae casi un 20% durante el mismo periodo. Como las inversiones pesan mucho en la economía china (más de un 40%) la incertidumbre ha provocado que el crecimiento de éstas se hayan ralentizado intensamente durante los últimos meses y, por tanto, el impacto en el crecimiento económico del segundo semestre será sensible. Este proceso también se acentúa por el hecho de que el gobierno chino sabiamente intentó durante el primer semestre controlar el crecimiento descontrolado de la banca en la sombra. Dicha decisión está sin embargo provocando problemas de liquidez en muchas compañías, que reaccionan cancelando inversiones. Esta situación ha propiciado un giro de timón del banco central chino, que ha comenzado a inyectar liquidez desde julio. La esperanza blanca se situaba en el consumo (que representa cerca de otro 40% del PIB), pero las ventas minoristas también han decepcionado. En resumen, si la situación no se da la vuelta de una forma rápida, seguiremos observando datos decepcionantes en China, lo que acentuará la crisis emergente vía menor demanda de materias primas (vector importante de las exportaciones emergentes) algo que se refleja en sus precios, tal y como muestra la Figura 6, y especialmente en los metales industriales, como en cobre, el aluminio o el zinc, muy sensibles ante esta situación).

Como ejemplo de lo que estoy afirmando, valgan dos datos de contundencia histórica:

- Durante el primer semestre del año, China entró en déficit de cuenta corriente por primera vez en 20 años (Figura 7).
- Las inversiones chinas crecen ya al menor nivel en 20 años (Figura 8).

Lo más importante a futuro es evaluar si se producen fugas de capital como las acaecidas hace dos años, a medida que se ha estrechado peligrosamente el diferencial entre tipos chinos y de EEUU. De momento, las salidas son limitadas, unos 40.000 millones de dólares el segundo trimestre frente a unos 100.000 millones el mismo periodo de 2016, pero los datos relevantes serán los de los meses de verano que conoceremos próximamente

Reducción de la liquidez global

En diferentes informes hemos venido avisando de cómo el mundo iba a comenzar un proceso en el que la extraordinaria liquidez vivida los últimos diez años iba a comenzar a remitir el segundo semestre de 2018. Empezamos ya a ver los primeros síntomas a medida que la Fed reduce su balance entre 30.000 y 40.000 millones de dólares al mes (Figura 9), proceso emulado también por el banco central chino, al menos durante el primer semestre del año, en su lucha contra los excesos financieros¹. Este proceso se intensificará el próximo enero, primer mes en el que el BCE dejará de expandir su balance e implica, en conjunto:

- Cierta escasez de dólares (provocada por el doble efecto de la contracción del balance de la FED y el fuerte incremento en el déficit fiscal de EEUU, lo que drena ahorro emergente), factor que soporta su divisa, algo especialmente dañino para divisas emergentes y materias primas.

¹ Con todo, como hemos expuesto, China está revirtiendo esta política al contemplar el riesgo en su crecimiento arriba aludido, lo que ha permitido hacer caer su interbancario, el SHIBOR (Figura 10), aunque la pregunta que surge para un europeo es si los intereses bajos provocarán aceleración si no hay demanda de crédito en una economía sobreinvertida.

- Subida de tipos de interés reales (tipos de interés netos de inflación), algo de lo que hemos escrito profusamente, que presenta importantes riesgos para empresas e inversores dada su difícil cobertura y que se hace notar, por ejemplo, en la debilidad del precio del oro.

Encarecimiento del precio del dinero según sube la inflación

Parejo con el punto anterior, si la menor liquidez hace encarecer el dinero en términos reales, en términos nominales también comienza a observarse este proceso, a medida que poco a poco la inflación afecta a diversas economías, lo que provoca que los bancos centrales respondan con subidas de tipos. Por dar un ejemplo, la inflación subyacente de los EEUU de julio alcanza ya el 2,4%, lo que explica que la Fed siga subiendo tipos en septiembre (un 37% de las PYMES declara no encontrar trabajadores para sus puestos vacantes, tal y como muestra la Figura 11, lo que acelerará la subida salarial, algo que podría generar más inflación), posiblemente seguida de cuatro subidas más a futuro hasta situar los tipos a corto en la zona del 3%. A su vez, las depreciaciones de divisas locales provocan una inflación a medida que se importan bienes más caros, factor que explica las subidas de tipos que están teniendo lugar en el Reino Unido, Argentina, India, Indonesia o Turquía (esta última por la “puerta de atrás”). Este fenómeno afecta especialmente a los países emergentes, ya que sus empresas se han endeudado masivamente en el último ciclo. Quizás éste (la excesiva deuda corporativa emergente) sea el mayor talón de Aquiles (así como el epicentro del riesgo) de la economía mundial a fecha de hoy, por lo que las subidas de tipos podrían explicar una relevante subida de morosidad, provocando problemas en sus sistemas bancarios y entre los inversores que poseen estos bonos.

Europa en la encrucijada

La economía de la zona euro creció un 0,4% el segundo trimestre, por lo tanto menos de un 2% anualizado, lastrado por el bajo crecimiento en Italia y en Francia, pero que en cualquier caso ha permitido que el desempleo se sitúe ya al 8,3% el mínimo de diez años. La situación en Italia sigue siendo problemática, con crecimientos exiguos (Figura 12), y un gobierno que va a presentar próximamente un presupuesto que establece una renta básica, sin aclarar cómo se va a pagar. Mientras, se están produciendo salidas de capitales de inversores extranjeros y suben los intereses sobre su enorme volumen de deuda pública (1,3 veces el PIB), con el bono a diez años pagando ya un 3,1%. A su vez el Reino Unido ha comenzado a publicar documentos oficiales avisando a las empresas y ciudadanos de planes contingentes a llevar a cabo en caso de que no se llegue a un acuerdo de salida con la Unión Europea en la fecha límite (29 de marzo de 2019), posibilidad de no acuerdo que un ministro británico cifraba en un 60%, y que podría provocar efectos muy lesivos en la economía británica y en la ya deprimida libra. Sobre la situación con el Brexit y su impacto previsible en la economía española hemos publicado un extenso informe en una fecha reciente ([“Cómo afecta el Brexit a España”](#)).

España afronta una ligera ralentización

La economía española ha pasado de crecer al 0,7% intertrimestral a un 0,6%, ritmo que se mantendrá en los próximos trimestres a tenor de lo que apuntan los indicadores avanzados (Figura 13). Por un lado, es el menor crecimiento en tres años, pero por otro, es el mayor crecimiento de las mayores economías de la zona euro (Alemania crece al 0,5%). La desaceleración se explica sobre todo por el sector exterior, que ha afrontado una ralentización tanto en turismo como en bienes (las exportaciones de bienes crecían al 10% el primer semestre de 2017, y tan sólo a un 3% el mismo periodo de 2018). En cualquier caso, la economía española crecerá a un ritmo superior al 2,5% este año, y cercano a ese nivel el año que viene, con riesgos, en nuestra opinión, más que acotados, por lo que sigue siendo una buena proposición de

crecimiento y riesgo. Como venimos defendiendo desde 2014, los precios de las casas en España seguirán subiendo ([“The Case for Spain III: Plus Ultra”](#)).

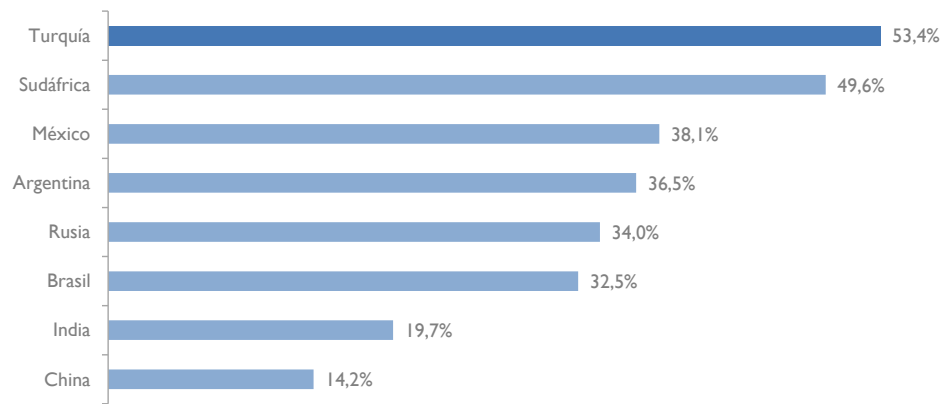
EEUU crece a un fuerte ritmo, pero aumenta el riesgo de desaceleración

La economía de los EEUU, espoleada por incentivos fiscales, creció a un ritmo anualizado del 4,1% (lo que permitirá a EEUU crecer un 3% este año), en parte trasladado en el ciclo alcista del SP 500 (aunque la subida está muy concentrada en ciertos valores tecnológicos). Sin embargo, el diferencial entre los tipos a largo y a corto, la llamada “curva de tipos” que avisa de una recesión cuando se invierte (cuando los tipos a corto pagan más que los tipos a largo), se ha estrechado hasta un 0,25%, el menor nivel en 10 años (Figura 14); un aplanamiento de la curva nos indica ralentización futura del crecimiento. De continuar esta tendencia se plantea un riesgo evidente de que la curva se invierta en los próximos meses, lo que podría predecir una recesión en EEUU para 2020, posible recesión (o fuerte desaceleración) que vendría por la subida de tipos de la Fed y su impacto en el excesivo endeudamiento corporativo.

Voltaire, en el siglo XVIII expuso: “vayan a la bolsa de Londres, un sitio más respetable que una corte real, y observarán juntos a representantes de todas las naciones negociando por el bien de los hombres. Allí judíos, musulmanes y cristianos negocian entre ellos como si fueran de la misma fe, y sólo aplican la palabra infiel a aquellos que quiebran”.

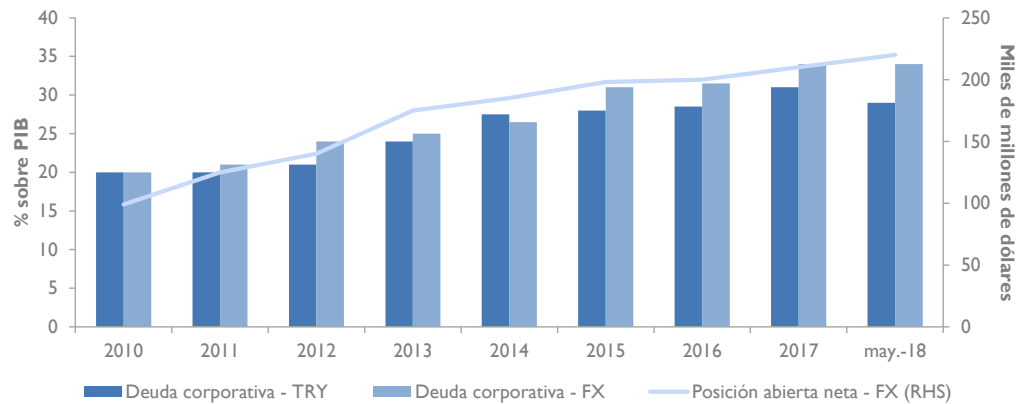
Pues parece que emergentemente tendremos más infieles los próximos trimestres, lo que presenta importantes consecuencias para la economía y los mercados globales.

Figura 1: Deuda externa sobre PIB de algunas economías emergentes, 2017 (%)



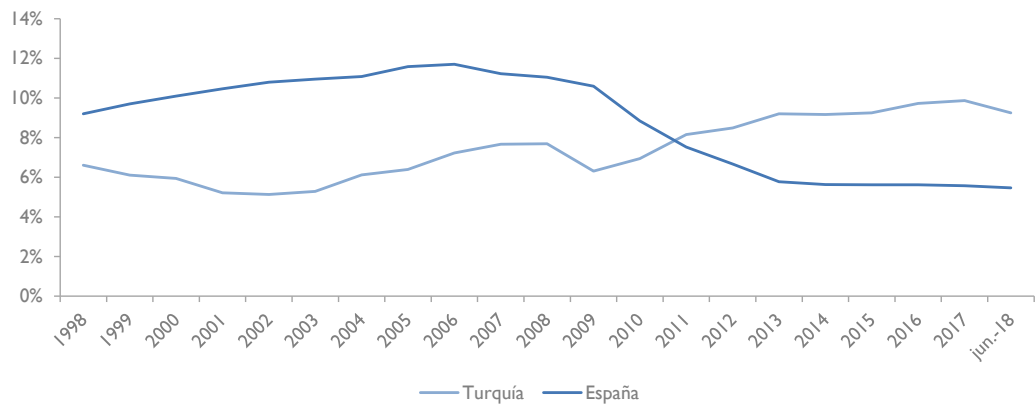
Source: IHS Market (credit-default swaps); OCDE (balanza de cuenta corriente); FMI; Banco Mundial (deuda sobre PIB); Arcano Economic Research

Figura 2: Deuda corporativa de Turquía (miles de millones de dólares)



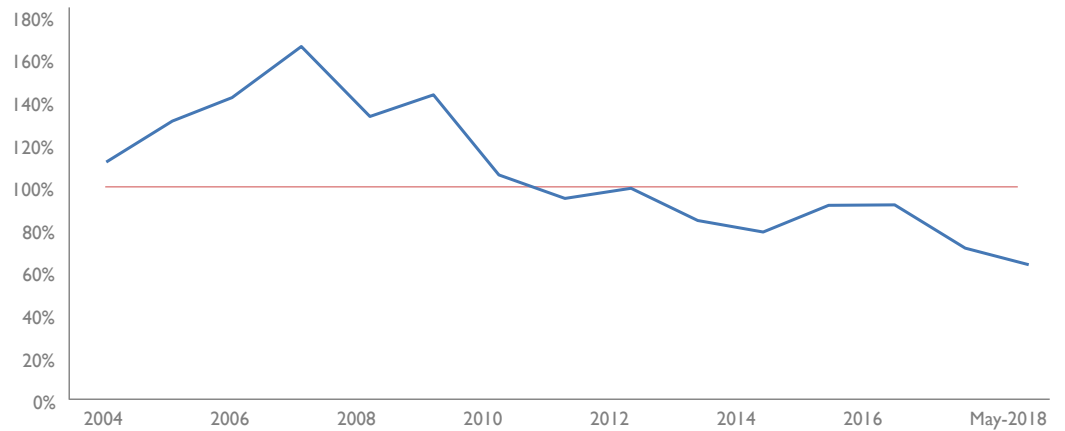
Fuente: IIF, Arcano Economic Research

Figura 3: Sector de la construcción en España y Turquía (% sobre PIB)



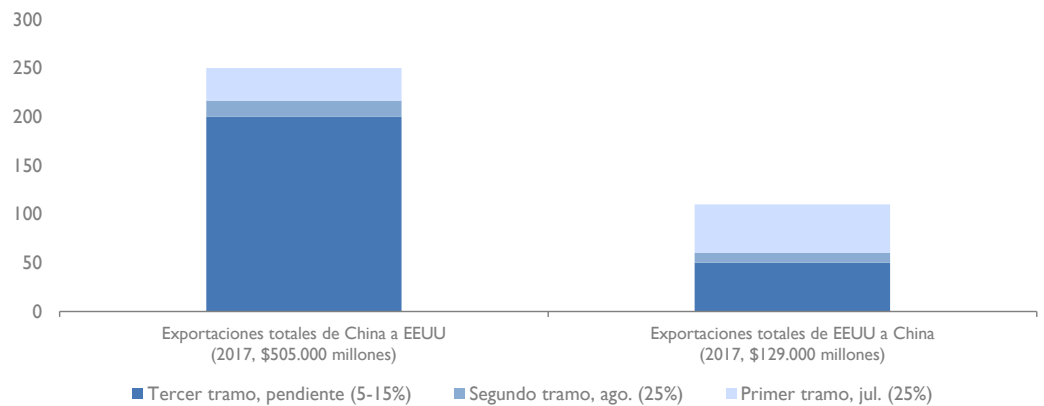
Fuente: Haver Analytics, Arcano Economic Research

Figura 4: Reservas de divisas sobre deuda externa a corto plazo de Turquía (%)



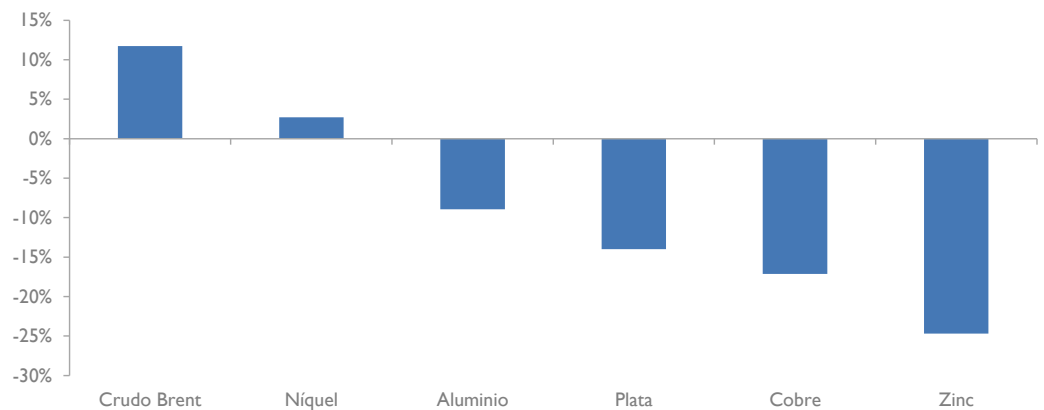
Fuente: IIF

Figura 5: Tarifas arancelarias entre China y EEUU (miles de millones de dólares)



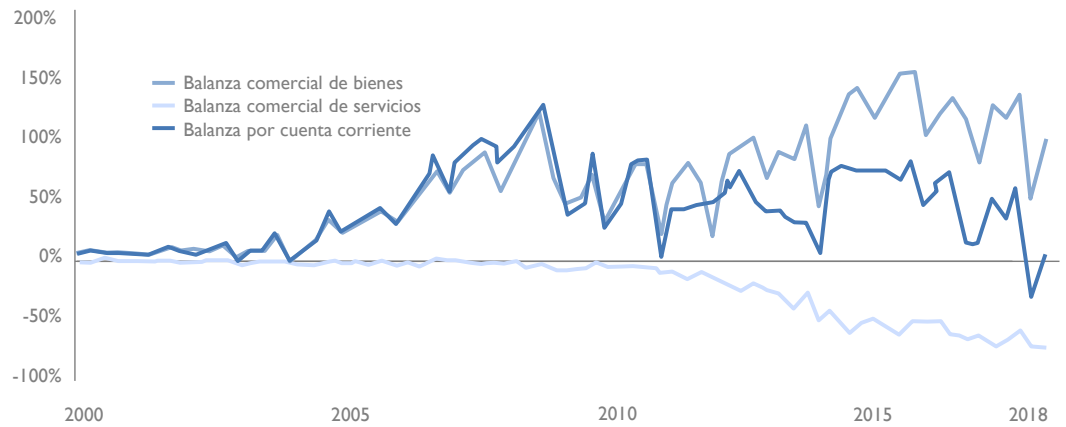
Fuente: US Census Bureau, FT research, Arcano Economic Research

Figura 6: Precio de las materias primas, 2018 (%)



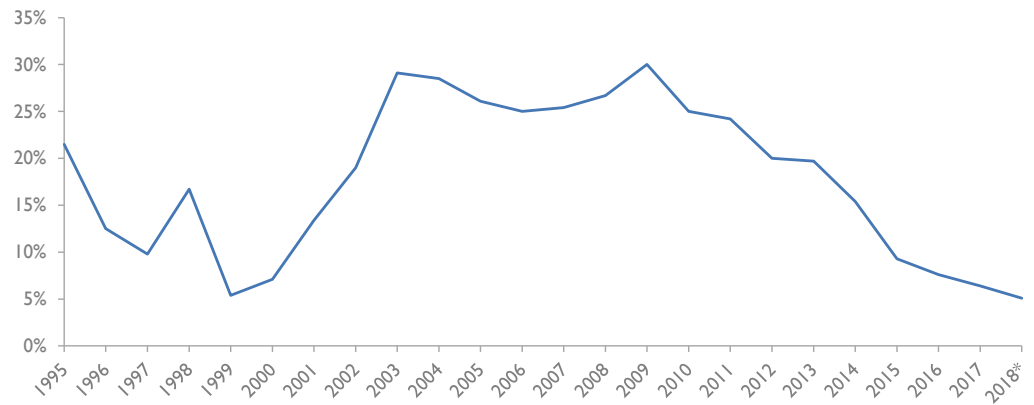
Fuente: Thomson Reuters, Arcano Economic Research

Figura 7: Balanza de pagos de China (miles de millones de dólares)



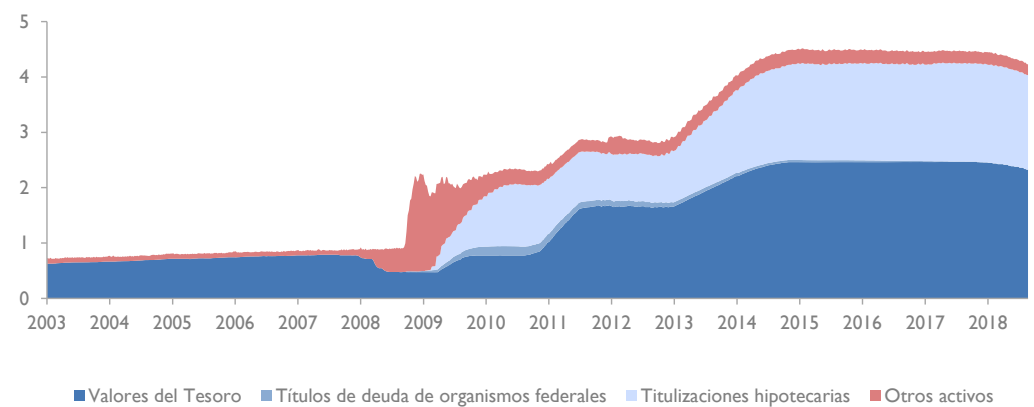
Fuente: CEIC

Figura 8: Crecimiento de la inversión en activos fijos no rurales de China (variación anual, %)



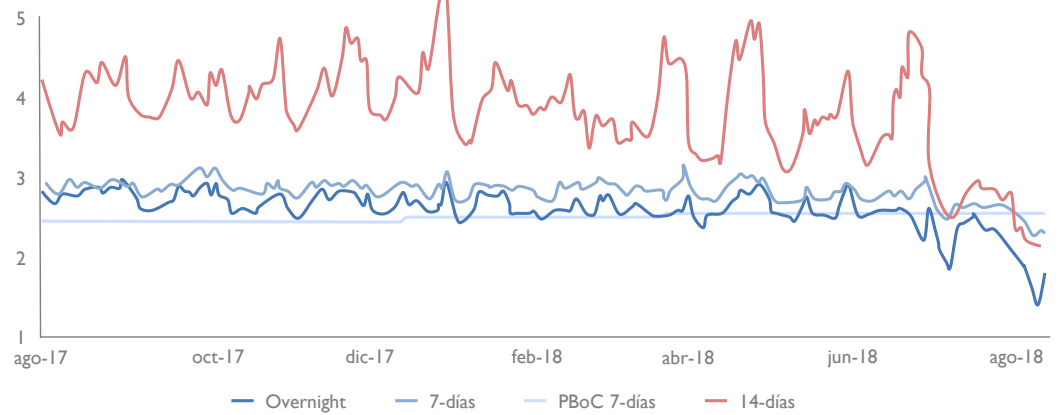
Fuente: Wind Info, Arcano Economic Research

Figura 9: Balance de la Fed (billones de dólares)



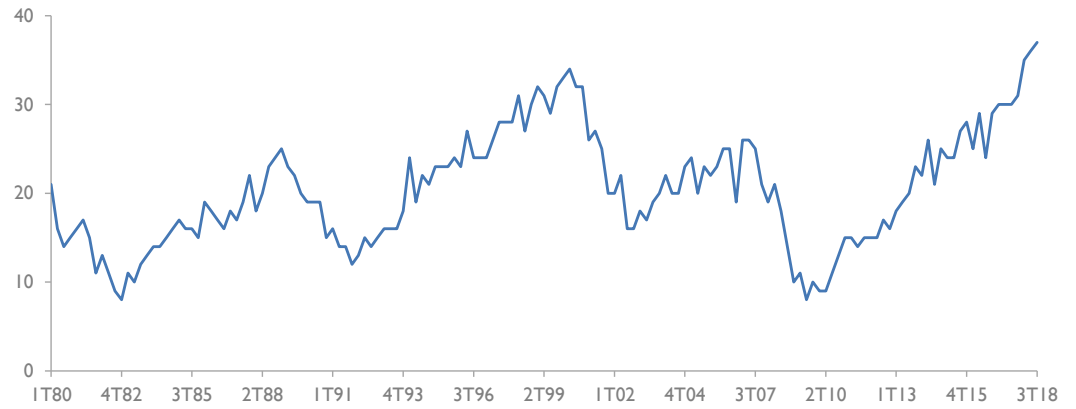
Fuente: Reserva Federal, Arcano Economic Research

Figura 10: Tipos interbancarios de China, SHIBOR (%)



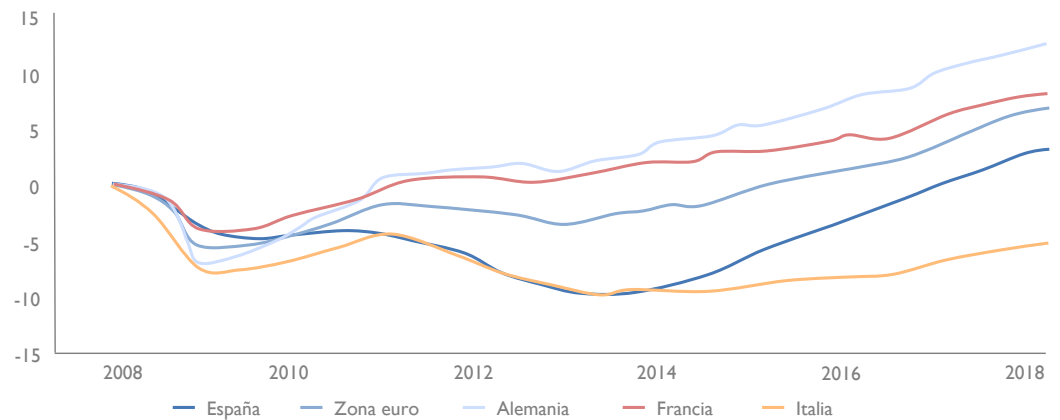
Fuente: Wind Info

Figura 11: Índice NFIB de puestos más difíciles de cubrir, según las PYMES de Estados Unidos



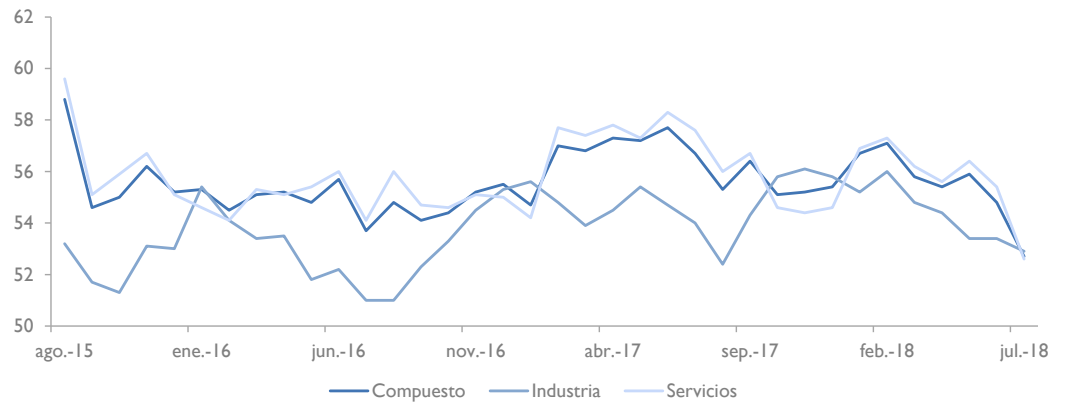
Fuente: Bloomberg, Arcano Economic Research

Figura 12: Variación del PIB desde los máximos previos a la recesión (%)



Fuente: Eurostat

Figura 13: PMIs de España



Fuente: Markit, Arcano Economic Research

Figura 14: Rentabilidad del bono de EEUU a 2 y 10 años (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg, Arcano Economic Research

AVISO LEGAL

El presente documento es estrictamente confidencial y las opiniones expresadas en el mismo reflejan la opinión personal del autor en relación a los temas analizados. El autor no ha recibido ni recibirá ninguna compensación, comisión o remuneración de ningún tipo por proporcionar una recomendación u opinión específica en el presente documento.

El presente documento ha sido preparado por Arcano Valores AV, S.A.U. ("Arcano Valores"). Arcano Valores es una empresa de servicios de inversión, debidamente constituida conforme a la legislación española, regulada y registrada bajo el número 243 en el Registro Administrativo de Agencias de Valores de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). El presente documento tiene carácter divulgativo y no constituye una oferta, garantía, invitación o solicitud para adquirir, invertir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni puede servir de base para la elaboración o suscripción de ningún contrato, acuerdo, compromiso o decisión de ningún tipo. En consecuencia, el receptor del presente documento debe tomar sus propias decisiones de manera independiente sin basarse en el contenido de este documento y en su caso, solicitar y obtener asesoramiento profesional independiente. Arcano Valores no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, daño o perjuicio, directo o indirecto, que pudiera resultar o estar relacionado con el uso de este documento o de su contenido.

El presente documento contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes de fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de modificación independiente por Arcano Valores. Arcano Valores, por tanto, no ofrece garantía expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad, exactitud, exhaustividad o veracidad.

El presente documento se dirige exclusivamente a inversores profesionales, de conformidad con la definición que a tal efecto se establece en la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros, y en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. Por tanto, su uso por inversores minoristas queda expresamente prohibido.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o fluctuaciones del mercado. Arcano Valores no asume obligación ni compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

Arcano Valores cumple con su normativa interna de conducta, la cual regula, entre otras cuestiones, procedimientos para evitar conflictos de interés con respecto a recomendaciones. En aplicación de dichos procedimientos el departamento de Research se configura como un área separada, se constituyen las conocidas como "murallas chinas", y se incluye la posibilidad de establecer restricciones específicas en actividades de análisis en determinadas circunstancias.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida la reproducción, transformación, distribución, modificación, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por escrito por Arcano Valores.

Este documento ha sido elaborado por:

Arcano Valores AV, S.A.U.

José Ortega y Gasset 29, 4ª planta

28006 Madrid

+34 91 353 21 40

www.arcanopartners.com