



José Antonio Cortés. *Director General de GVC Gaesco Pensiones.*

En los últimos meses, el entorno macroeconómico está siendo el protagonista indiscutible de los **mercados financieros**, donde la lectura e interpretación de las magnitudes agregadas de unas **economías globalizadas** está poniendo patas arriba los modelos convencionales. El puzzle es muy complejo y los datos, así como también la información necesaria para una correcta interpretación son incompletos, o sencillamente no están disponibles o no son fiables. Esta situación fomenta la **especulación** de la información, de la desinformación y de la incertidumbre. Así mismo, se especula con el miedo y los **riesgos potenciales** (como siempre se ha hecho), pero acorde con los tiempos, dicha especulación ha crecido y se ha vuelto más sofisticada, compleja y global.

Para tratar de entender lo que está ocurriendo voy a clasificar en tres categorías, de una manera sencilla y simplificada, los diferentes **inputs de información** y **conocimiento** que tenemos del entorno económico global: **1. variables y datos ciertos**, **2. incertidumbres y datos desconocidos**, y **3. expectativas y riesgos potenciales**.

1. Variables y datos ciertos

- El mundo está creciendo. El **crecimiento global** es significativo: 3,5% en el 2015 (datos FMI). En los países desarrollados, el crecimiento fue 2,5% (3,3% en USA y 1,2% en Europa), mientras que en las economías en desarrollo fue 4,5%, con una mayor dispersión.
- La **demanda global** de **bienes** y **servicios** es sólida: No hay problemas de demanda, incluso la del **petróleo** es fuerte.
- Los **ratios de endeudamiento** son muy elevados y no han parado de crecer en los últimos años. La **deuda gubernamental sobre PIB** de los países desarrollados supera el 90%: 92% en Europa en el 2015 (según Eurostat), 250% en el caso de Japón. Si a esa deuda le añadimos la de las corporaciones, las instituciones financieras y la de las familias, los niveles de apalancamiento se disparan claramente por encima del **250% del PIB**, llegando incluso a superar el 350% en algún país (270% en USA, 260% en Alemania, etc.).
- A pesar de ello, las rentabilidades de la **deuda pública** y la **deuda corporativa** con mejor rating de los países desarrollados está en mínimos históricos (salvo alguna excepción), bien sea por la mano larga de los **Bancos Centrales**, por la ausencia de **inflación** o por su calidad de **activo refugio**. En paralelo, el coste de la deuda de los países emergentes, la corporativa de menor rating o de sectores estresados está disparado, creando una divergencia muy significativa.
- Existe un claro **exceso de capacidad**, es decir, **la oferta está sobredimensionada**, especialmente en determinados sectores industriales, manufactureros y de materias primas. Este **exceso de oferta** presiona los precios a la baja, repercutiendo en la inflación.

2. Incertidumbres y datos desconocidos

- Hay un gran desconocimiento sobre variables significativas de la economía **China**. Se sabe que crece a tasas muy razonables del 6-7% y que pretenden transitar a un modelo de crecimiento más sostenible, pero el desconocimiento y la incertidumbre aparecen cuando analizamos su mercado de **crédito** y su **sistema financiero**. ¿Ha habido burbuja de crédito?, ¿Qué tasa de impago tendrá la expansión crediticia que financiaron los años del gran crecimiento?

- **¿Cómo evolucionará la normalización monetaria en EE.UU después de 8 años de expansión?** ¿Qué efectos tendrá sobre su divisa y el resto de divisas, sobre el crecimiento, etc?. Se trata de un escenario nuevo: Nunca antes, los Bancos Centrales habían puesto en práctica políticas monetarias tan expansivas. Por supuesto, la **FED** es todo lo prudente que cabe esperar en este tema.
- Cabe plantearse lo mismo respecto a la política fiscal. ¿Es todavía factible recurrir a **políticas fiscales** de gasto para modular los ciclos económicos en un contexto de abultado endeudamiento público, con economías abiertas y globalizadas?

3. Expectativas y riesgos potenciales

Algunos de ellos son consecuencia de los datos e incertidumbres expuestas:

- **Corrección de la bolsa americana tras siete años de subida**, evolucionando con una correlación casi perfecta con el timing monetario instrumentado por la FED. Alcanzó máximos en el 2015, con beneficios y márgenes empresariales también en máximos, con una divisa sobrevalorada, pleno empleo y una política monetaria excepcionalmente expansiva que cierra un ciclo. Muchos creen que es inevitable una corrección significativa que vendrá dada por una desaceleración del crecimiento, disminución de márgenes y, en definitiva, de los beneficios empresariales. Sí esto fuera así, podría tener un efecto arrastre sobre el resto de bolsas occidentales.
- El **exceso de capacidad** está afectando especialmente a países emergentes y determinados sectores industriales y energéticos. Algunos analistas ven grandes riesgos potenciales en estos desequilibrios, tanto directos como indirectos (para los acreedores, para sus proveedores, etc.).
- La amenaza de la posible burbuja de crédito en China, con una elevada tasa de impago, crea riesgos potenciales para su propia economía, incluso afectando a nivel global a través de sus mecanismos de transmisión (depreciación de la moneda).
- Las consecuencias de un **entorno deflacionista** y con **tipos de interés** nulos o negativos son conocidas por los analistas en el ámbito de la teoría económica, siendo poco contrastados en la práctica. **Japón**, en los últimos 20 años sería uno de

los escasos ejemplos prácticos.

Sin pretender haber sido exhaustivo, puesto que el tema es demasiado extenso para resumirlo en unas líneas, creo que es una aproximación razonable de lo que se cuece en los mercados en estos días tan revueltos. El pulso está echado. **Hay argumentos, estadísticas, estudios y datos para todos, tanto para los optimistas como para los pesimistas, incluso para los del medio (aquellos que no ven el mundo ni blanco ni negro, sino gris), que son muchos.**

En un mundo así no hay recetas mágicas. **Las mejores bazas que podemos usar son la prudencia, el sentido común y una buena gestión independiente y de calidad.**

Síguenos: