

# Weekly Export Risk Outlook

12 de diciembre de 2019

CIFRA DE LA SEMANA

+5,1%

Inflación interanual de noviembre de 2019 en Ucrania (mínimo en 68 meses)

## En titulares



### EE. UU.: La Fed mantiene inalterados los tipos de interés

Tal y como se esperaba, la Reserva Federal dejó invariables los tipos de interés en la reunión del miércoles y señaló que es menos probable que se apliquen nuevos recortes en 2020 de lo que se pensaba. El tono de la declaración adjunta sugería una mayor confianza en el futuro, especialmente con la adición de las palabras "es adecuado". La frase que sugería específicamente el sesgo de la Fed a favor de mantener inalterados los tipos de interés es la siguiente: "El Comité considera que la postura actual de la política monetaria es apropiada para respaldar la expansión sostenida de la actividad económica, las sólidas condiciones del mercado laboral y una inflación cerca del objetivo simétrico del 2 por ciento del Comité". La declaración de las reuniones anteriores había caracterizado esos resultados como "los más probables...", si bien persisten las incertidumbres sobre estas perspectivas". El gráfico de puntos que muestra las proyecciones de los miembros individuales de la Fed sobre los tipos de interés de los Fondos Federales no sugiere variaciones en 2020. Sin embargo, los mercados financieros siguen fijando precios basándose en un solo recorte en 2020, con lo que coincidimos, sobre todo porque la economía en el 1S puede ser más débil de lo que apuntan las opiniones consensuadas. El gráfico de puntos también sugiere que es probable que se produzcan dos alzas en 2021, con lo que también estaríamos de acuerdo, ya que la economía debería reactivarse para entonces.



### Eurozona: Probabilidades de una mayor relajación en 2020

En su reunión de política monetaria de diciembre, la primera bajo la nueva presidenta Christine Lagarde, el BCE mantuvo invariables todos los tipos de interés oficiales, con un tipo de interés de los depósitos del -0,5%, y confirmó el ritmo de las compras mensuales de flexibilización cuantitativa en 20.000 mill. de euros. Si bien el BCE mantuvo su opinión de que el saldo de los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento sigue inclinado a la baja, Lagarde también destacó que estos se habían vuelto menos pronunciados y que la desaceleración del crecimiento muestra signos de estabilización. Sin embargo, las proyecciones macroeconómicas del BCE, que en gran medida concuerdan con las nuestras, distan de apuntar a una rápida recuperación del impulso económico en un futuro próximo. De hecho, hasta 2022, el BCE espera que el crecimiento del PIB se fortalezca tan solo al +1,4%, mientras que la inflación aumentará hasta el 1,6%, un nivel que sigue siendo algo inferior al objetivo de inflación de cerca del 2% a medio plazo, lo que confirma nuestra opinión de que en 2020 la perspectiva de una inflación mediocre empujará al BCE a flexibilizar aún más su política. Con las consideraciones políticas en torno a las divisiones en el Consejo de Gobierno que hacen menos factible un aumento en las adquisiciones mensuales de activos, esperamos un recorte adicional del -0,1% en los tipos de interés de los depósitos en el 1S de 2020, mientras la flexibilización cuantitativa se mantenga al ritmo actual hasta finales de 2020.



### Francia: ¿Mantiene una línea plana?

Los últimos datos sobre la producción y el comercio exterior indicaron un perfil de crecimiento relativamente plano en los últimos meses. Pese al importante estímulo fiscal, el crecimiento no se ha acelerado debido a varias perturbaciones (estancamiento alemán, problemas del sector automovilístico, huelgas...) que han afectado a la demanda. Y a pesar de los recortes que ya se han aplicado en la producción industrial, las existencias siguen siendo importantes y ahora se necesitan más restricciones de la producción, en particular en los sectores del automóvil, los metales, los plásticos y el caucho, la agroalimentación y los textiles. Además, las ganancias de exportación se están estancando tras haber sido el principal motor del crecimiento en el 1S. Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo dinámico en los principales baluartes franceses, como la industria farmacéutica y la aeronáutica, donde tanto la producción industrial como las exportaciones siguen sorprendiendo al alza. En este contexto, el crecimiento de los salarios es al mismo tiempo un factor positivo, ya que impulsa el mayor poder adquisitivo de las economías domésticas, y un factor amenazador, ya que ahora las empresas ven limitados sus márgenes por los aumentos de los salarios reales. En general, el crecimiento económico debería mantenerse bastante resistente en 2020 en comparación con 2019 (+1,2%).



### Turquía: Relajación monetaria sostenida: ¿demasiado rápida?

El Comité de Política Monetaria ha proseguido hoy en su rápida senda de relajación monetaria, reduciendo su tipo de interés oficial clave repo a una semana en 200 pb hasta el 12%, aduciendo que las perspectivas de inflación siguen mejorando y que la recuperación económica continúa, mientras que la demanda de inversión sigue siendo débil (lo que abogaría por unos tipos de interés más bajos). Este cuarto recorte de tipos practicado desde julio de 2019 redujo a la mitad el tipo de interés oficial desde el 24% registrado en junio. Sin embargo, la magnitud del recorte de tipos de interés de hoy parece algo excesiva, teniendo en cuenta que la inflación general volvió a dispararse al 10,6% interanual en noviembre (desde el 8,6% de octubre) y que se prevé que siga aumentando, debido en gran medida a efectos de base, de modo que pronto podría ser superior al nuevo tipo de interés oficial. En otro orden de cosas, la cuenta corriente registró otro superávit de +1.500 mill. de USD en octubre, si bien fue inferior al de hace un año. Por lo tanto, el superávit acumulado a 12 meses se redujo a +4.300 mill. de USD. Más preocupante aún es el hecho de que la inversión neta de cartera volvió a transferirse al exterior en octubre (-3.600 mill. de USD), pese a que las actuales condiciones financieras mundiales respaldan la demanda de activos de los mercados emergentes. Esperamos que la vulnerabilidad de las entradas de capital a Turquía prosiga a lo largo de 2020, dadas las actuales políticas económicas turcas.

INFORME ECONÓMICO

solunion  
SOMOS IMPULSO

By Euler Hermes Economic Research

# Países destacados

## América

### Brasil: Alentador inicio del 4T, que da pie a un optimismo cauteloso

Esta semana, Brasil se ha hecho eco de tres noticias alentadoras que son un buen augurio para la modesta aceleración que pronosticamos para el próximo año. En primer lugar, las ventas minoristas crecieron un +0,1% intermensual en octubre, lo que eleva el crecimiento interanual al +4,2%, frente al +2,2% de septiembre. En general, las perspectivas mejoran para los consumidores, en un entorno de baja inflación (que impulsa los salarios reales) y disminución de los tipos de interés a la par con la relación de la política monetaria, lo que favorece el ciclo de crédito. Sin embargo, siguen existiendo obstáculos para el pleno crecimiento de los consumidores: la tasa de desempleo sigue siendo elevada (11,6%) y la confianza de los consumidores aún tiene que recuperarse. La segunda noticia es el cuarto recorte consecutivo de los tipos de interés oficial del Banco de Brasil de 50 pb hasta el 4,50%, el tipo más bajo registrado. No cierra la puerta a nuevos recortes en 2020, pero señala un enfoque más cauteloso en función de los datos; y podría comenzar a aumentar en 2021. La tercera noticia es la decisión de la agencia de calificación crediticia S&P de revisar las perspectivas del país de estables a positivas, lo que podría indicar una futura mejora de la calificación soberana.

## Europa

### Ucrania: Aceleración de la flexibilización monetaria

Hoy, el Banco Nacional de Ucrania (BNU) ha reducido su tipo de interés oficial en 200 pb hasta el 13,50%. El recorte, incluida su envergadura, parece adecuado y la postura de la política monetaria en general sigue siendo prudente, ya que la inflación de los precios al consumo cayó hasta el 5,1% interanual en noviembre, con mayor solidez y rapidez de lo esperado tras el máximo del 9,6% registrado recientemente en mayo de 2019. La rápida desinflación se ha visto respaldada por los menores precios de la energía y por una significativa apreciación de la UAH (+15% acumulado anual frente al USD). Otra noticia positiva de esta semana fue el consenso de las autoridades ucranianas con el personal del FMI sobre un nuevo acuerdo de financiación trienal de 5.500 mill. de USD (sujeto a la aprobación de la Junta del FMI), que brinda la oportunidad de continuar reforzando las reformas estructurales. No obstante, siguen existiendo riesgos sustanciales en la agenda de Ucrania. El BNU señala que "...el riesgo de intensificación de las amenazas a la estabilidad macrofinanciera persiste debido a las sentencias judiciales y a la presión sobre el BNU". Los riesgos externos incluyen una escalada del conflicto (militar) con Rusia, que contempla la interrupción del tránsito del gas ruso a través de Ucrania, así como el aumento de las tensiones comerciales a nivel mundial y la agitación de los mercados financieros mundiales.

## África y Oriente Medio

### Marruecos: La pérdida de expectativas importa

Existe una creciente desconexión entre las previsiones de crecimiento marroquíes frente a las mundiales y las europeas. Se esperan nuevas decepciones del crecimiento mundial con un +2,4% en 2020, por debajo del +2,5% de 2019 y del +3,1% de 2018, como resultado de las incertidumbres comerciales y políticas en la senda hacia las elecciones presidenciales estadounidenses. El crecimiento del comercio mundial debería mantenerse débil y el crecimiento de la Eurozona debería estancarse en torno al 1% en 2020. En este contexto, las expectativas oficiales (de Marruecos o las instituciones internacionales) apuntan a una recuperación constante en Marruecos, con un crecimiento de alrededor del +3,5% en 2020 (tras un probable +2,4% en 2019). Sin embargo, tan solo esperamos un +2% en 2020. Un entorno internacional deprimido es un aspecto y el entorno nacional tampoco se vislumbra como excesivamente propicio, dado el nuevo aumento de las insolvencias después de la pausa de 2018: se espera un +7% en 2019 y un +5% en 2020. Esto significa que las reformas marroquíes (+15 posiciones en la encuesta Doing Business de los últimos dos años) no son lo suficientemente integrales: ahora es más fácil crear una empresa, pero las malas condiciones de pago hacen que las necesidades de efectivo sean lo suficientemente elevadas como para alimentar las insolvencias crecientes y la pérdida de oportunidades de crecimiento.

## Asia Pacífico

### Japón: Paquete de estímulo fiscal para respaldar el crecimiento hasta 2020

El gobierno anunció la semana pasada un estímulo fiscal de 13,2 bill. de JPY (2,4% del PIB). De esta cifra global, 9,4 bill. de JPY (1,7% del PIB) adoptarán la forma de gasto público real. El estímulo se describió como un "presupuesto de 15 meses" y el gobierno afirmó que impulsará el crecimiento en +1,4 pp con el tiempo. Si bien esperamos que el estímulo sea favorable al crecimiento (estamos revisando al alza nuestra previsión para 2020), la estimación del gobierno podría asumir un multiplicador fiscal excesivamente alto. También pensamos que el crecimiento del PIB puede seguir decepcionando en el 4T. El impacto negativo de la subida de los impuestos sobre las ventas se verá reflejado, el estímulo no se percibe todavía, y la revisión al alza del PIB del 3T proporciona una base desfavorable. De hecho, el crecimiento del PIB en el 3T se revisó al alza el lunes, pasando del +0,1% intertrimestral al +0,4% intertrimestral, lo que probablemente sea un reflejo de la distribución anticipada del gasto antes de la subida de impuestos (aplicada el 1 de octubre). En general, prevemos un crecimiento del PIB del +1,1% en 2019 y del +0,8% en 2020.

## Fechas a tener en cuenta

- 12 de diciembre – Elecciones generales en Reino Unido
- 13 de diciembre – Índice de actividad de octubre en Brasil
- 13 de diciembre – Crecimiento salarial del 3T en Francia
- 13 de diciembre – Reunión de política monetaria en Rusia
- 13 de diciembre – Producción industrial de octubre en Turquía
- 13 de diciembre – Ventas minoristas de noviembre en EE. UU.
- 15 de diciembre – Alza arancelaria programada entre EE. UU. y China
- 15 de diciembre – Decisión sobre tipos de interés en Hong Kong
- 16 de diciembre – PMI (instantáneos) de diciembre en Japón
- 16 de diciembre – Producción industrial, inversión, ventas minoristas y precios inmobiliarios de noviembre en China
- 17 de diciembre – Crecimiento del PIB del 3T en Argentina
- 17 de diciembre – Reunión sobre política monetaria en Hungría
- 17 de diciembre – Construcción de viviendas de obra nueva y permisos de obras de nov. en EE. UU.
- 17 de diciembre – Producción industrial de noviembre en EE. UU.
- 18 de diciembre – Decisión sobre tipos de interés en Tailandia

Puede ejercitar sus derechos de acceso, rectificación, oposición, supresión, limitación y portabilidad en los términos establecidos legalmente, comunicándolo mediante el envío de un correo electrónico a la siguiente dirección: [Proteccion.deDatos.es@solunionseguros.com](mailto:Proteccion.deDatos.es@solunionseguros.com), o por correo postal a la dirección Avenida del General Perón, nº 40 Portal B 2ª Planta, 28020, Madrid con prueba de su identidad.

© Solunion 2016. Todos los derechos reservados | [Aviso Legal](#) | [Política de Privacidad](#) |

## CLÁUSULA DE EXENCIÓN DE RESPONSABILIDAD

Estas valoraciones están, en todo caso, sujetas a la siguiente cláusula de exención de responsabilidad.

Euler Hermes SA, una compañía de Allianz, es la responsable de la publicación de este material, que se ofrece únicamente a efectos informativos y no debería considerarse equivalente a ningún tipo de asesoramiento específico. Los destinatarios deberían realizar su propia evaluación independiente de esta información y no debería emprenderse ninguna acción basándose únicamente en la misma. Este material no debería ser reproducido ni divulgado sin nuestro consentimiento. No está destinado a su distribución en ninguna jurisdicción en la que estuviera prohibido. Si bien se cree que esta información es fiable, no ha sido independientemente verificada por Euler Hermes y Euler Hermes no emite ninguna declaración ni garantía (tanto expresa como implícita) de ningún tipo, con respecto a la exactitud o integridad de dicha información ni acepta ningún tipo de responsabilidad por cualesquiera pérdidas o daños derivados de algún modo de cualquier uso de esta información o confianza depositada en la misma. Salvo que se indique lo contrario, cualquier opinión, previsión o estimación se efectúa únicamente por el Departamento de Economía de Euler Hermes en esta fecha y puede ser objeto de modificación sin previo aviso. Euler Hermes SA está autorizada y regulada por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia.

© Copyright 2019 Euler Hermes. Reservados todos los derechos.

Ver toda la información online  
de Euler Hermes Economic Research

<http://www.eulerhermes.com/economic-research>

Contacto: Euler Hermes  
Economic Research Team

[research@eulerhermes.com](mailto:research@eulerhermes.com)

Director de Publicación:  
Ludovic Subran, Economista Jefe

[ludovic.subran@eulerhermes.com](mailto:ludovic.subran@eulerhermes.com)