



## **José Carlos Díez.- 21 de diciembre de 2015**

La pasada semana las bolsas tuvieron comportamiento mixto con caídas en Asia y EEUU y subidas en Europa. En la deuda pública fuerte repunte de 10 pb en las rentabilidades de EEUU en todos los tramos de la curva de tipos, mientras en Europa se mantenían estables. Y nuevas caídas de los precios de las materias primas.

**Por fin la Fed cumplió con lo esperado y subió los tipos de interés oficiales al 0,5%, primera subida desde hace 9 años.** No obstante, el discurso de Yellen fue muy prudente, mantuvo las compras de deuda de los vencimientos y explicó que las subidas serán graduales y que los tipos siguen extremadamente bajos y la política monetaria sigue siendo expansiva y apoya la estabilidad. La reacción de los inversores de bastante tranquilidad ante la subida de tipos era la más esperada de la historia.

En la Eurozona las exportaciones, eliminando efecto estacional de octubre, frenaron su caída desde junio. En 2015 las exportaciones fuera de la UE que se ven afectadas por la crisis del comercio global crecen un 5% con un comportamiento muy dispar. Destaca Irlanda con un crecimiento del 23%, Francia del 9%, Alemania del 6%, Italia 4%, España estancadas, Portugal caen 2% y en Grecia se desploman un 23%. Tras el frenazo en seco de las exportaciones en 3tr15 entramos en el 4tr15 y continúan estancadas.

En España conocimos datos de actividad de servicios e industria de octubre. Eliminando el efecto estacional ambos sectores crecieron, aunque en servicios con mayor intensidad. Se confirma que la economía española está resistiendo mejor de lo esperado el impacto de la crisis del comercio mundial, aunque los datos de pedidos de la industria siguen anticipando que la desaceleración continuará y que en 2016 el sector industrial y nuestras exportaciones se acabarán resintiendo.

**En España ya se conocen los resultados de las elecciones** y, como anticipaban las encuestas, el escenario es extremadamente incierto. Aún no es posible vislumbrar cuál será la composición del próximo gobierno y quién será el presidente. Se confirma el desplome del PP que, tras la mayor victoria de la derecha en 2011, ha perdido 66 escaños, uno de cada tres escaños obtenidos hace

tan sólo cuatro años. El Psoe se mantiene como segunda fuerza con 90 escaños pero no ha sido capaz de canalizar el descontento generado por Rajoy y el fracaso de su política económica que deja menos empleo que en 2011, más precariedad, deflación salarial, más pobreza, subidas de impuestos, deterioro de los servicios públicos, un enorme agujero en el sistema de pensiones y ha aumentado la deuda en 300.000 mill.

Podemos ha remontado desde su pésimo resultado en las elecciones catalanas, gracias a sus coaliciones con otros partidos en Cataluña, Valencia y Galicia. Aún así, se quedan lejos de su asalto a los cielos con casi la mitad de escaños que la fuerza más votada y 20 escaños menos que el Psoe. Ciudadanos ha defraudado las expectativas y ha pasado a ser cuarta fuerza con 40 escaños, muy por debajo de los 90 escaños que llegaron a otorgarles las encuestas.

El gobierno más débil fue el de Aznar en 1996 con 156 escaños y tuvo que pactar con CiU. Hoy CiU ha cambiado de nombre y sólo tiene 8 escaños y el PP 123. **PP no suma con Ciudadanos y una gran coalición parece misión imposible.** Pedro Sánchez ha repetido hasta la saciedad que no pactará con el PP y llamó indecente a Rajoy por la Gürtel y la corrupción. Rajoy llamó a Sánchez miserable y ruin. El PP ha mentido sistemáticamente durante la última legislatura para culpar de muchos de sus propios errores al Psoe y a Zapatero. Las posturas entre ambos partidos están más alejadas que nunca.

Otra opción es una coalición de izquierdas con el Psoe y Podemos. Pero tampoco es sencilla. Durante el último año desde Podemos se ha acusado al Psoe de casta, Iglesias se ha erigido en el sucesor de los fundadores del Psoe y la militancia del partido socialista se ha sentido insultada permanentemente por el nuevo partido. Colau llamó criminales a los socialistas en un mitin de campaña sin pedir perdón. En los programas el Psoe está más cerca de poder cumplir con los compromisos de Bruselas de objetivo de déficit que Podemos. Y Podemos, con un programa similar al de Syriza, levanta fuerte temor entre los inversores internacionales.

Por lo tanto, Podemos tendría que renunciar a buena parte de su programa, como ha sucedido en Portugal con *O Bloque*, para poder llegar a un pacto con los socialistas. **Y aún así no suman, por lo que necesitarán el apoyo de otros partidos o la abstención de Ciudadanos.** Pero Podemos y Colau exigen un referéndum en Cataluña y eso hace impensable un acuerdo con Ciudadanos.

**En este escenario la posibilidad de unas nuevas elecciones en unos meses tiene una probabilidad no despreciable,** si algunas de las restricciones para alcanzar un pacto de gobierno no cambian significativamente. La incertidumbre para un país con un 90% de deuda externa neta y 100% de deuda pública, que es la herencia de Rajoy, es una mala noticia. En Europa lo achacarán a problemas domésticos, pero tanto Merkel como la Comisión han apoyado a Rajoy y sus políticas en los últimos años y son corresponsables de la fragmentación política en España.

Por fortuna, el BCE está comprando deuda pública y aunque la prima de riesgo seguramente repuntará, lo hará con menor violencia de lo que lo hacía antes de

2014. En la bolsa se puede producir mucha más tensión. La bolsa española ya era la que peor comportamiento de Europa ha tenido en 2015 tras Grecia y ese diferencial negativo seguirá aumentando, hasta que se clarifique el horizonte de gobernabilidad.

**La noticia más destacada en Latam se producía en Brasil con la renuncia del ministro de economía el pasado viernes con los mercados cerrados.** Los indicadores adelantados indican que la depresión parece haber encontrado un suelo. El PMI industrial están en mínimos de 44 pero estables los dos últimos meses. Pero el PMI de servicios tocó un mínimo en julio de 39 y ha repuntado con fuerza hasta 46 en noviembre. Sigue por debajo de 50 y por lo tanto aún no está en fase expansiva pero anticipa que el final de la caída está cerca.

La política monetaria ha funcionado y el dinero en circulación ha moderado su crecimiento hasta el 5% en 2015. La inflación subyacente, eliminando tarifas públicas, crece 5%, nivel más que razonable para un país emergente que ha registrado una depreciación del tipo de cambio real del 30% el último año. Los salarios reales han caído durante 2015. Si la inflación va convergiendo al 5% durante 2016 los salarios reales dejarán de crecer y pondrán un suelo a la destrucción de empleo y a la caída del consumo que ha sido muy intensa.

**Pero la crisis económica provocó una crisis política e institucional y ahora la solución de esta crisis política es el principal hándicap para salir de la recesión.** La clave es seguir la evolución del tipo de cambio del real. Lo normal es que se vuelva a depreciar tras la dimisión del ministro de hacienda y eso aumentará la presión sobre las primas de riesgo y sobre la inflación, complicando la salida de la crisis económica.

**En México el banco central subió los tipos siguiendo a la Fed** con el objetivo de evitar una intensa depreciación del peso que ponga en riesgo su objetivo de estabilidad de precios. Para México tener un presidente del banco central con credibilidad como Cartens es un gran valor. El bono mexicano a 10 años cotiza al 6% mientras el brasileño cotiza al 16%. Un banco central más creíble en su objetivo de inflación en Brasil reduciría los tipos de interés, estabilizaría el tipo de cambio, frenaría la fuga de capitales, reduciría el pago de intereses de la deuda y el déficit público y sería determinante para salir de la recesión. India lo consiguió con Rajan, ex economista jefe del FMI en 2013.

**En Argentina el Gobierno de Macri se estrenó con fuerza a pesar de que su victoria electoral fue muy débil.** Su primera decisión fue eliminar los impuestos sobre las exportaciones de cereal que supondrá una bajada de recaudación del 1-1,5 puntos de PIB. El impuesto a la soja se reduce al 30% pero seguirá siendo una de las principales figuras impositivas.

Luego anunció la eliminación de los controles de cambio y la libre flotación del tipo de cambio. Ese mismo día anunció que eliminará subsidios para reducir el déficit y compensar la bajada de impuestos, pero aún no han concretado. Han empezado por las medidas positivas y se guardan las negativas y los recortes para después. Se comenta que hay tensiones dentro del ejecutivo y que los asesores políticos de

Macri le han aconsejado no hacer caso a los economistas de su equipo que le recomendaban un ajuste brusco de tarifas y del déficit público.

La teoría económica y la historia recomiendan que en entornos de incertidumbre cambiaria y con inflación elevada se presente un plan fiscal y monetario creíble antes de devaluar. Macri lo ha hecho al revés. De momento el tipo de cambio ha reaccionado bien, el peso oficial se ha depreciado un 30% hasta aproximarse a 14 contra el dólar y el dólar blue se ha apreciado hasta 14. Por lo tanto, se ha eliminado la dualidad cambiaria.

No obstante se ha hecho con dinero de los bancos, de los exportadores argentinos y del BID. Sin embargo, **la bolsa se ha desplomado un 8% en sólo dos días**. Los sindicatos peronistas enfrentados entre ellos durante el kirchnerismo se han vuelto a unir para pedir una paga extra a los trabajadores para compensar el choque que provocará la inflación. En la negociación de salarios y en el ajuste fiscal Macri se juega el éxito de su cuádruple salto sin red. La caída de los salarios reales y el recorte de gasto y subsidios determinará la caída del consumo y la intensidad de la recesión en 2016.

Los mercados son procíclicos y, con recesión, la fuga de capitales se puede activar agotando rápidamente las escasas reservas que ha heredado Macri del gobierno de Kichner. El gobierno anterior debería haber acometido este ajuste desde 2013, cuando comenzó la fuga de capitales en Latam y las caídas del precio de las materias primas. Pero decidieron huir hacia adelante para acabar su mandato sin aplicar recortes y dejan un déficit del 7% del PIB, con un déficit primario próximo al 5% del PIB. La peor crisis fiscal de argentina desde los años ochenta. Pero como hizo Menem con De la Rúa, Kirchner acusará a Macri de todos los problemas económicos que se vayan produciendo. **Este lunes comprobaremos cómo se comporta el tipo de cambio y la bolsa argentina con el contagio de la dimisión del ministro de finanzas brasileño.**

Esta semana apenas hay datos macroeconómicos relevantes y los inversores estarán más pendientes de cerrar el año. España será centro de información mundial ya que la ingobernabilidad es la variable menos deseada por los inversores. Portugal tiene una nueva crisis bancaria con otra entidad con problemas.

Desearte feliz navidad. Si los mercados lo permiten. las dos próximas semanas no enviaré el análisis. Ahora bien, si hay mucha tensión, especialmente en España por la incertidumbre generada por el resultado electoral, enviaré el comentario el próximo lunes.