



Newsletter Económico Mensual

Febrero 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

La buena situación de la economía global y las mejores señales de precios y salarios empiezan a meter presiones alcistas sobre los tipos de interés. En nuestra opinión, sin embargo, el movimiento no ha hecho sino comenzar: son necesarias subidas todavía muy apreciables en los tipos de interés a largo plazo para que éstos empiecen a reflejar de modo mínimamente razonable la evolución económica previsible para los próximos trimestres, tanto en términos de crecimiento como de inflación. La cartera del fondo sigue posicionada precisamente para beneficiarse de ese escenario.

El fuerte impulso positivo de la economía global desde hace ya más de año y medio ha venido a quitar la razón a los que defendían la visión de que el mundo se encontraba atascado en un período largo de bajo crecimiento económico (secular stagnation): una gran mayoría de países está creciendo a tasas que superan sus respectivos crecimientos potenciales, el comercio internacional

se encuentra también en buena forma y ahora mismo es difícil encontrar ejemplos de economías (siempre hay alguna) que estén pasando por una situación realmente negativa.

Dejada atrás la tesis del secular stagnation, lo que se ha puesto de moda en los últimos meses es el denominado escenario goldilocks: dicho informalmente, lo que los mercados todavía están descontando es un mundo que logra crecer a tasas mucho más positivas de lo que se esperaba y que, además, lo hace sin generar (ni ahora ni nunca) ningún tipo de presión inflacionista (las sorpresas negativas en inflación subyacente en EEUU durante buena parte de 2017, aunque debidas en buena parte a factores temporales, han jugado sin duda un papel crucial a la hora de generar la sensación de que vivimos en un mundo en el que la inflación ni está ni se la espera).

Así las cosas, y pese a los signos tentativos de corrección en los últimos días, el escenario para los activos de riesgo ha venido siendo casi inmejorable: los precios de estos activos han subido no sólo para reflejar las buenas perspectivas macro sino que, además, lo han hecho aún más porque los tipos de interés a largo permanecen en niveles todavía muy deprimidos (lo que, obviamente, sesga la baja las tasas de descuento que se usan para valorar la renta variable, los bonos corporativos y los activos emergentes en general, incluidos los denominados en divisa local).

En nuestra opinión, el mercado fue miope al poner en precio con una probabilidad del 100% un escenario de secular stagnation y ha sido miope también al dar una probabilidad parecida a lo que podríamos llamar un escenario de eternal goldilocks. Para cualquiera que lo quiera ver, la consecuencia de que llevemos ya bastante tiempo viendo crecimientos por encima del potencial es que muchos países han

logrado reducciones muy significativas en los niveles de capacidad ociosa (algunas de las principales economías del planeta están ya, de hecho, en output gaps completamente cerrados o, incluso, positivos). ¿Qué significa eso? Que el factor trabajo está dejando de ser abundante para volver a convertirse en escaso. ¿Y entonces? Pues que, a no ser que queramos matar el principio básico de escasez sobre el que se sustenta todo el conocimiento económico (y el sentido común), lo más probable es que un factor más escaso tiende a volverse más caro. Por tanto, lo razonable mirando hacia adelante es esperar presiones crecientes tanto en salarios como en precios. Dicho coloquialmente, la denostada Curva de Phillips ha podido estar dormida pero desde luego no está muerta (de hecho, los últimos datos de crecimiento de salarios en EEUU son un primer aviso en este sentido, que probablemente irá a más en los próximos meses; el acuerdo salarial entre la patronal alemana y el principal sindicato industrial de ese país también apunta a un crecimiento claramente más dinámico de los salarios).

Nuestro escenario central continúa siendo uno en el que los bancos centrales, de manera tranquila, permiten una normalización progresiva de sus respectivas políticas monetarias, dando lugar a una reflación moderada y controlada de la economía global. Esto significa que los tipos nominales de largo plazo deberían ir subiendo (y hacerlo más pronto que tarde) para reflejar dos elementos. Por un lado, una inflación progresivamente más alta; por otro, la necesidad de promover también una cierta senda alcista para los tipos reales (quien cree que esto no se va a producir estaría defendiendo un escenario en que la política monetaria permanece laxa para siempre, algo que en principio no casa muy bien con lo dicho antes sobre una economía global que crece por encima del potencial, en la que los niveles de capacidad ociosa están en franca retirada y en la que empieza a ver cada vez más signos, los últimos PMIs son un buen ejemplo, de que la demanda agregada comienza a crecer por encima de la oferta).

Sin embargo, hay algo que empieza a no encajar y que podría dar lugar a un escenario aún más inflacionista del que nosotros estamos esperando: las condiciones financieras (y, en particular, los tipos de interés a largo plazo, pese a las subidas vistas desde principio de año) continúan sin adaptarse a la fortaleza de la economía global y se han vuelto por esa razón excesivamente laxas. Si a esto unimos unas políticas fiscales que, de forma cada vez más clara se están volviendo expansivas en un buen número de países, no es difícil concluir que los riesgos de recalentamiento económico están aumentando. Aunque ahora parezca un poco lejano (incluso extraño) hablar de esto, lo cierto es que en nuestra opinión se podría estar comenzando a gestar un escenario en que la inflación puede acabar superando claramente los objetivos de estabilidad de precios de las diferentes autoridades monetarias.

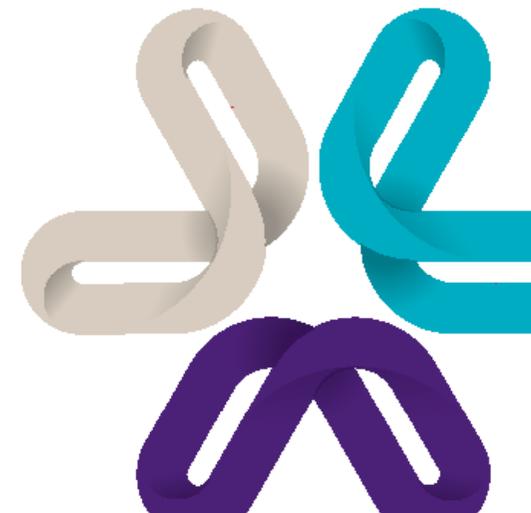
En el caso de EEUU, los riesgos de recalentamiento económico comienzan a ser significativos: la economía viene dando muestras de aceleración y crece muy por encima del potencial; ya no existe capacidad ociosa; su divisa está débil; y, por si

todo lo anterior no fuera suficiente, se ha aprobado una rebaja impositiva que, al menos a corto plazo, supondrá un impulso adicional para el crecimiento de la demanda agregada. Así las cosas, creemos muy probable que lo que han sido sorpresas negativas en inflación a lo largo de 2017 se transformen en sorpresas positivas en la primera parte del año que ahora comienza.

En el Área Euro, creemos que la muy positiva situación macro llevará a que el cambio de tono por parte del BCE se haga cada vez más evidente.

Con la economía acelerando y creciendo el doble del potencial, con el paro reduciéndose de forma muy rápida y con alguna de las principales economías de la zona ya en output gaps positivos, la política monetaria se está demostrando ya como demasiado laxa. Teniendo esto en cuenta, esperamos que el BCE anuncie el fin de la expansión cuantitativa durante la primera parte de este ejercicio y no descartamos tampoco que, acto seguido, se toque el forward guidance relativo a los tipos de interés.

Si llegase a confirmarse un escenario de sobrecalentamiento económico (cada vez más probable, sobre todo en EEUU), probablemente sucederían dos cosas. La primera, que los tipos a largo plazo tenderían de forma muy significativa y quizás demasiado abrupta. La segunda, que los bancos centrales se verían obligados a subir los tipos de interés de forma mucho más rápida (y hasta niveles de llegada más elevados) de lo que ahora se está descontando. Quizás las correcciones en renta variable de los últimos días están relacionados con el miedo a que un escenario como el comentado pueda llegar a materializarse.



Estados Unidos

La economía americana ha venido acelerando: ¿riesgos de recalentamiento?

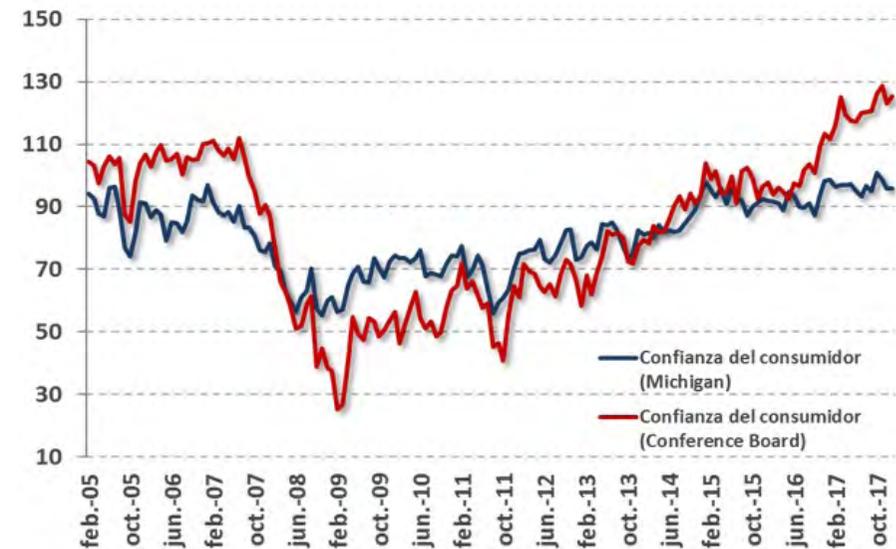
Estados Unidos continúa creciendo claramente por encima del potencial y cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo lo que puede ser el desempeño económico a lo largo del presente ejercicio. El crecimiento durante el cuarto trimestre del año pasado, del 2,6%, se vio sesgado a la baja por el sector exterior y la caída de inventarios pero fue compatible con un comportamiento muy dinámico de la demanda interna subyacente, que creció a tasas anualizadas por encima del 4%.

Las perspectivas para el consumo privado continúan siendo positivas: mercado de trabajo fuerte; crecimiento sólido de la renta disponible; buena situación de balance por parte de las familias americanas; niveles muy elevados de confianza...

La inversión empresarial continúa dando muestras claras de repunte.

Es evidente que, a medida que avanza la recuperación y se consume capacidad ociosa, las empresas (también las del sector servicios) se están viendo obligadas a invertir más como modo de responder al crecimiento de la demanda. Al mismo tiempo, la recuperación del precio del crudo también favorece mayores inversiones en el sector energético. Por lo demás, y dejando por un momento el puro corto plazo, hay que tener en cuenta que esta recuperación de la inversión es una muy buena noticia también para la evolución futura de una variable tan importante como es la productividad (de hecho, es muy positivo que durante los últimos 12 meses la productividad haya venido dando muestras cada vez más claras de aceleración).

Confianza de los consumidores en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

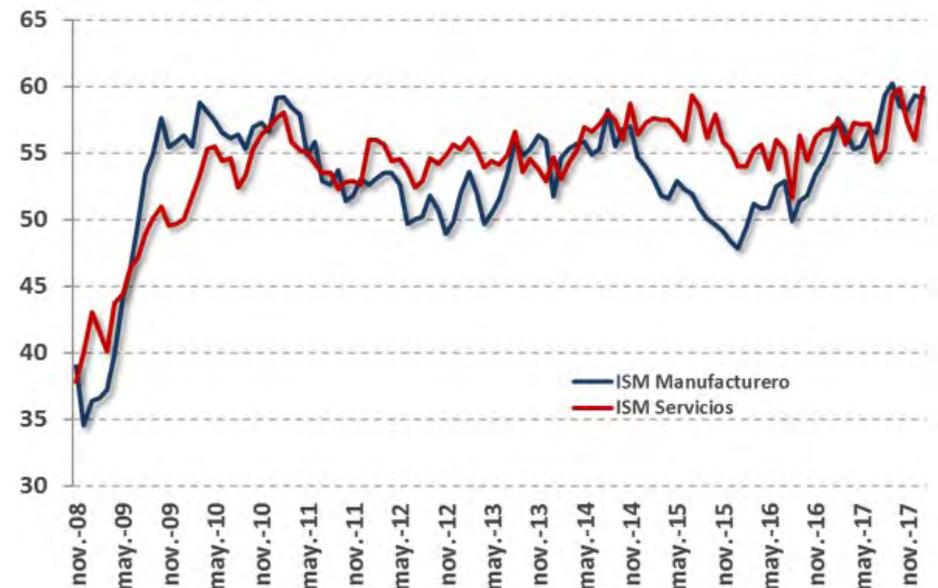
El sector inmobiliario viene dando muestras de un comportamiento cada vez más positivo y tiene además mucho margen de expansión adicional (el stock de viviendas vacías es extremadamente bajo, en un contexto además en el que la demanda de casas por parte de las familias americanas está creciendo de forma sensible).

La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional deberían ir permitiendo un comportamiento algo más favorable del sector exterior americano.

A la luz de todo lo anterior (y aún sin tener en cuenta los efectos de la ya aprobada rebaja de impuestos), esperamos que EEUU continúe siendo capaz de crecer claramente por encima de su potencial en los próximos trimestres. De hecho, los riesgos de sobrecalentamiento económico están aumentando y podrían hacerlo aún más si las condiciones financieras continúan tan laxas como hasta ahora.

Cuando se observa la economía por el lado del empleo, las conclusiones son también positivas: el mercado de trabajo americano continúa creando nuevos puestos de trabajo a tasas que más que duplican la cuantía necesaria para absorber el crecimiento de la población activa. De hecho, la evolución ha venido siendo tan positiva que lo lógico es que, a futuro, vayamos asistiendo a cifras progresivamente menores de creación de empleo.

ISMs en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

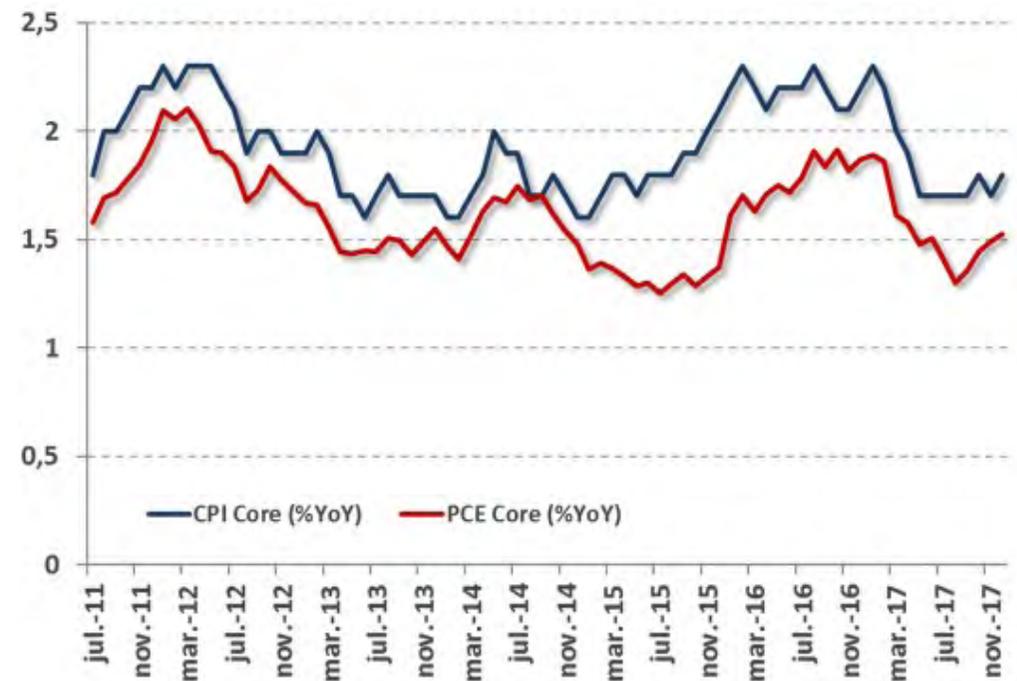
Esperamos sorpresas positivas de inflación en los próximos meses

Aunque es cierto que los datos de inflación subyacente durante buena parte del año pasado resultaron más bien decepcionantes, creemos que esto se ha debido a factores de naturaleza fundamentalmente temporal que deberían revertir en el próximo futuro (de hecho, los datos mensuales de inflación ya vienen mostrando recuperación en el período más reciente).

Mirando hacia adelante, las perspectivas para los precios subyacentes son claramente positivas: en un escenario de crecimiento muy por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación suficientemente ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a aumentar en los próximos meses.

Este proceso, además, podría ser menos suave de lo que ahora se descuenta: más allá de las cuestiones cíclicas, los precios se verán impulsados adicionalmente por la depreciación del dólar y porque, a partir de marzo, la caída imputada de los precios de comunicaciones saldrá de los cálculos de inflación interanual.

La inflación subyacente debería repuntar próximamente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La ya mencionada rebaja impositiva aprobada en diciembre ejercerá presiones adicionales sobre la inflación en 2018, como también lo haría la eventual aprobación de un programa de infraestructuras.

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto de pleno empleo, los salarios también deberían continuar su tendencia ascendente. En este sentido, es muy esperanzador ver cómo durante los dos últimos meses se ha producido ya una significativa aceleración de salarios, que todo apunta podría continuar a lo largo de 2018.

Los salarios comienzan a repuntar más claramente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed debería seguir subiendo tipos para evitar riesgos de recalentamiento

Dada la excelente situación de la economía, la enorme laxitud de las condiciones financieras y las perspectivas de recuperación de la inflación durante 2018, la Fed dejó caer en enero que espera subir tipos en su reunión del mes de marzo.

Mirando hacia adelante, creemos que la Fed seguirá subiendo tipos gradualmente y no descartamos tampoco que se vaya produciendo una revisión al alza del denominado tipo de interés neutral (r^*). La aceleración de la economía americana durante los últimos trimestres ha permitido a ésta alcanzar tasas de crecimiento que superan con mucho las estimaciones de crecimiento potencial. Esto, a su vez, invita a pensar que la política monetaria es más laxa de lo que algunos preveían y que, por tanto, el tipo de llegada para la Fed funds rate podría ser mayor que el 2,8% que ahora estima el propio banco central americano. Además, la previsible aceleración de la productividad en los próximos trimestres (en un contexto de recuperación de la inversión y de escasez de factor trabajo)

debería llevar a un aumento de las estimaciones de crecimiento potencial, presionando también al alza al tipo neutral.

Si la Fed actúa en el modo indicado, creemos que el escenario más probable para la economía americana sigue siendo uno de deflación controlada. Si, por el contrario, el mercado se empeñara en seguir aplanando la curva y la Fed se pasara de prudente y optara por mantener muy bajo el tipo de equilibrio a medio plazo, el riesgo de que la economía americana se acabe recalentando de un modo más o menos significativo aumentaría rápidamente (lo está haciendo ya). Esto, a su vez, podría llevar a la inflación a superar de forma clara el objetivo del 2%.

En un posible escenario de recalentamiento (y con riesgos crecientes para la estabilidad financiera), la Fed se vería obligada ex post a subir los tipos de forma agresiva: el tipo real debería subir claramente por encima del neutral para contener las presiones inflacionistas.

Los tipos a largo no reflejan la situación macro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Unión Europea

Los datos macro en Europa cada vez más espectaculares

Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación europea siguen siendo significativos

(bajísimos tipos de interés; políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento; crudo todavía relativamente barato; sistema financiero con más ganas de dar crédito; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia; el euro todavía sin ser un obstáculo serio pese a su reciente apreciación...).

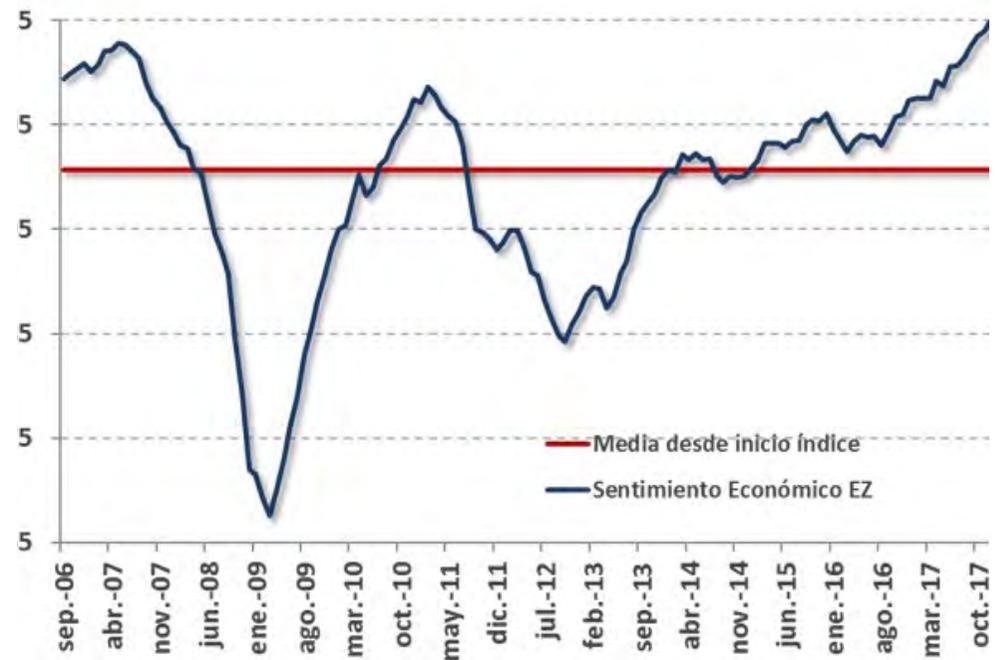
Así las cosas, la economía de la Eurozona lleva ya bastante tiempo creciendo muy por encima de su potencial (2,5% YoY en el Q3), con unos indicadores macro que, en el período más reciente, continúan invitando al optimismo: el mercado de trabajo sigue fuerte; los índices de confianza continúan en niveles muy elevados; los PMIs también en valores muy sólidos; niveles elevados de utilización de capacidad productiva; exportaciones dinámicas...

Resulta alentador comprobar además que la expansión económica europea alcanza a todos los países del área y se apoya en la fortaleza tanto de la demanda externa como de la interna, con un comportamiento además también positivo de la inversión empresarial.

El caso de Alemania es especialmente reseñable, con un comportamiento económico muy favorable y que se produce además en un contexto de output gap ya positivo.

Francia se está beneficiando de un escenario político mucho más despejado, con unas cifras macro que han mejorado de forma espectacular: PMIs fuertes, indicadores de sentimiento sólidos y repuntando, síntomas de recuperación de la inversión, clara mejoría en el mercado de trabajo... En general, todo apunta a una actividad económica fuerte en los próximos trimestres, con un Macron que seguirá siendo capaz de avanzar en su programa de reformas.

Sentimiento económico en niveles muy sólidos



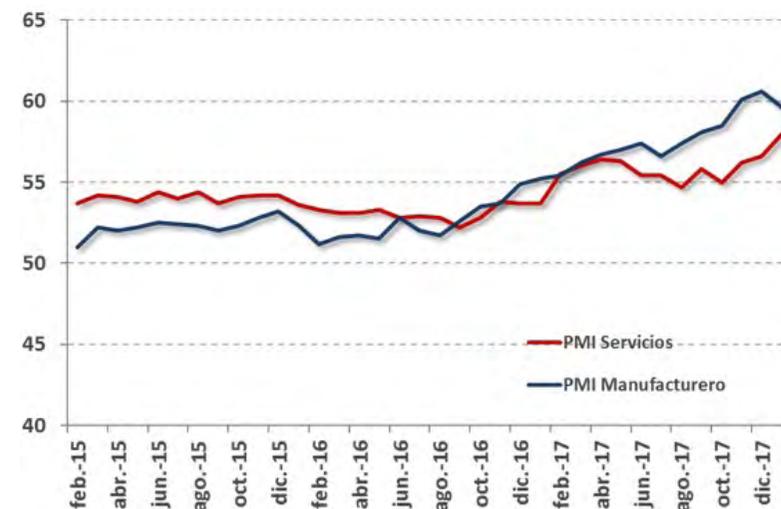
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Incluso en Italia la situación ha mejorado claramente: el crecimiento viene sorprendiendo al alza en el pasado reciente y tanto los indicadores de sentimiento como los PMIs apuntan a un desempeño favorable de esta economía en los próximos trimestres. Por otro lado, la situación política y la del sector bancario transalpino también parecen un poco más estabilizadas. Y, además, la decisión de S&P de subir el rating de la deuda italiana contribuye asimismo a mejorar el sentimiento.

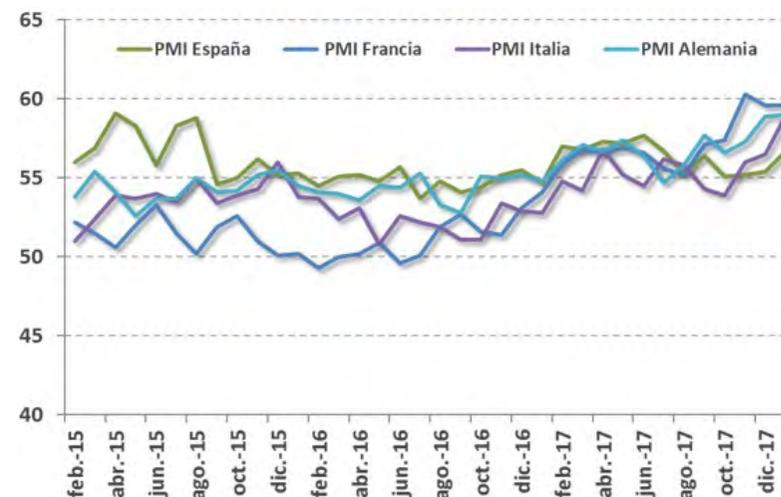
En contraste con este escenario macro tan positivo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo. En todo caso, incluso aquí las noticias recientes han venido siendo relativamente alentadoras: ya hay acuerdo para comenzar las negociaciones comerciales y todo hace indicar que se aprobará un período transitorio suficientemente largo como para que se puedan evitar situaciones abruptas.

Lo más probable es que las consecuencias de la salida del RU sobre las perspectivas de crecimiento en la Eurozona sean sólo moderadas. En primer lugar, porque la mejora macro y la pérdida de vigor del populismo han aumentado mucho el grado de optimismo sobre el futuro del proyecto comunitario. En segundo lugar, porque cada vez está más claro que quien puede sufrir más con el Brexit es el propio Reino Unido y no tanto los países que queden dentro de la Unión: las pérdidas que sufran los países comunitarios por el lado comercial como consecuencia del Brexit pueden verse compensadas (al menos en parte) por la atracción de nuevas inversiones procedentes de empresas (en especial del sector financiero) que quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose de un acceso privilegiado al mercado único.

Los PMI, en niveles elevados



La recuperación europea, muy extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Con el permiso del euro, la inflación subyacente debería repuntar en los próximos trimestres

El favorable escenario macro europeo debería llevar, con el permiso del euro, a una aceleración progresiva en los precios subyacentes en los próximos trimestres. Aunque es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y no es infinita: la tasa de paro se está reduciendo rápidamente y esto implica que, a finales del presente ejercicio, el paro podría situarse claramente por debajo del 8%, una tasa que está por debajo de la media de esta variable antes de la crisis y que podría ser por tanto una buena medida de lo que puede ser el pleno empleo en la Eurozona. Así las cosas, vemos probable también una cierta aceleración de salarios en los próximos trimestres (señales tentativas en este sentido ya están, de hecho, apareciendo en un buen número de países).

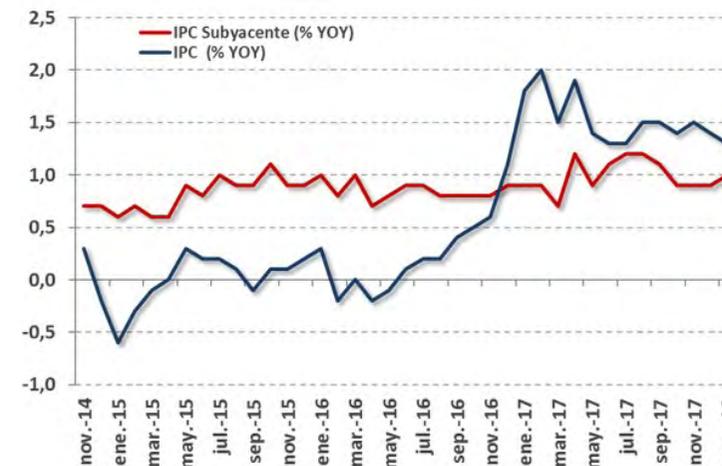
En el caso de Alemania, el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área.

En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas. En segundo lugar, y más importante, porque este escenario favorable de crecimiento por encima del potencial se va a seguir produciendo en un contexto de paro muy reducido, con unos salarios que comienzan a dar alguna muestra de aceleración.

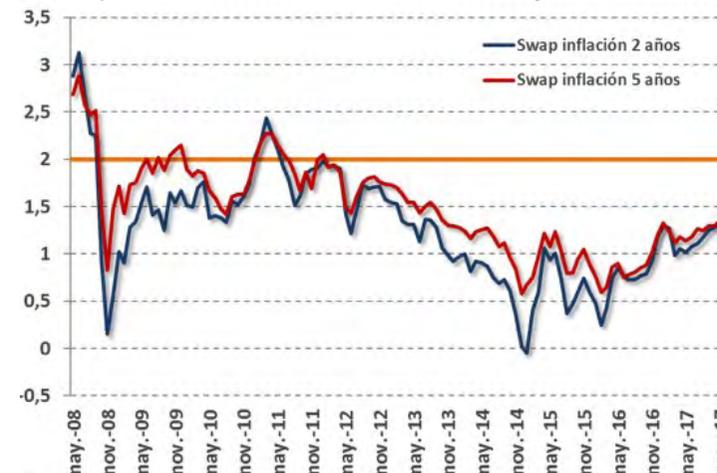
Siendo todo esto así, creemos que hay razones para pensar que el BCE irá adoptando un tono progresivamente más hawkish en los próximos meses.

Cada vez es más evidente que la autoridad monetaria está ganando confianza en el escenario macro y eso le llevará probablemente a decidir no extender el programa de compras de deuda más allá de septiembre. En cuanto a las subidas de tipos, todavía habrá que esperar pero también podrían tener lugar antes de lo que descuenta el mercado, siempre que la apreciación del euro no se extienda en exceso.

La inflación subyacente debería repuntar



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

Salvo descontrol en la crisis catalana, las perspectivas macro siguen siendo positivas

El ruido en relación con la cuestión catalana, de prolongarse en el tiempo, puede significar un frenazo significativo al crecimiento en esa región, con efectos también potencialmente negativos (aunque claramente menores) sobre la recuperación económica en el conjunto del país.

Creemos, sin embargo, que se evitarán situaciones disruptivas y que España continuará beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años; de la mejora en la situación de balance de familias y empresas; de la buena situación de la economía global; y de unos extraordinariamente reducidos tipos de interés. La reciente subida de rating por parte de *Fitch* no es casual y deriva en buena medida de estas fortalezas.

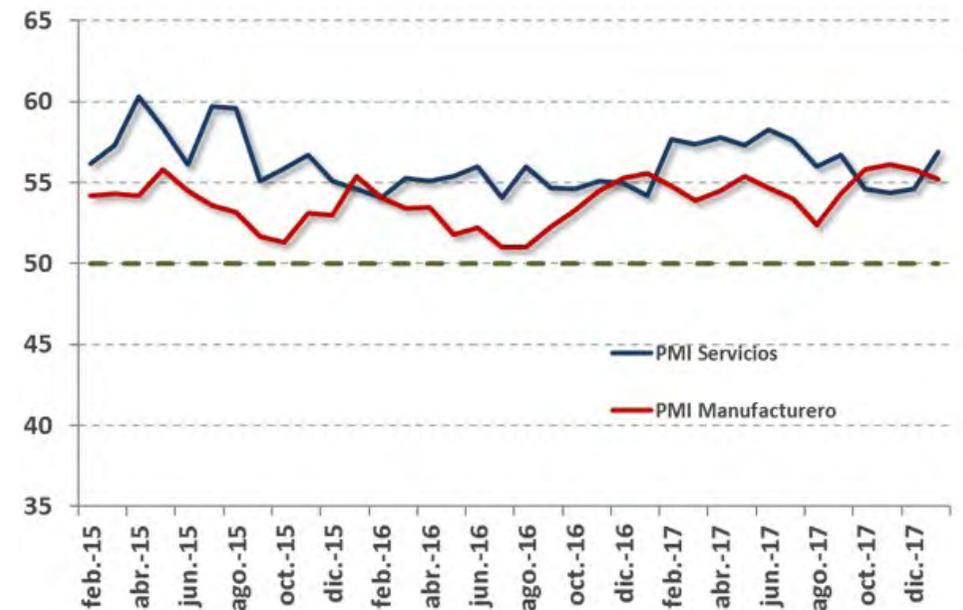
Los datos macro más recientes siguen siendo favorables y apuntan sólo a una muy ligera desaceleración: el empleo sigue creciendo con fuerza;

los datos de confianza se mantienen en niveles elevados e incluso tienden a repuntar; la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen también dando señales positivas; los PMI muestran solidez... Por lo demás, las perspectivas para el sector inmobiliario y para el turístico (fuera de Cataluña) son también positivas.

Mirando hacia adelante, y bajo la hipótesis que los problemas en Cataluña permanecen bajo control, creemos que lo más probable es que la dinámica favorable se mantenga, de forma que la expansión de la actividad pueda alcanzar tasas cercanas al 3% en 2018.

Así las cosas, durante los últimos trimestres seguiremos asistiendo a reducciones relativamente rápidas de los todavía apreciables niveles de capacidad ociosa existentes en nuestro país.

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El ruido político, la alta deuda y el bajo crecimiento potencial, principales retos a medio plazo

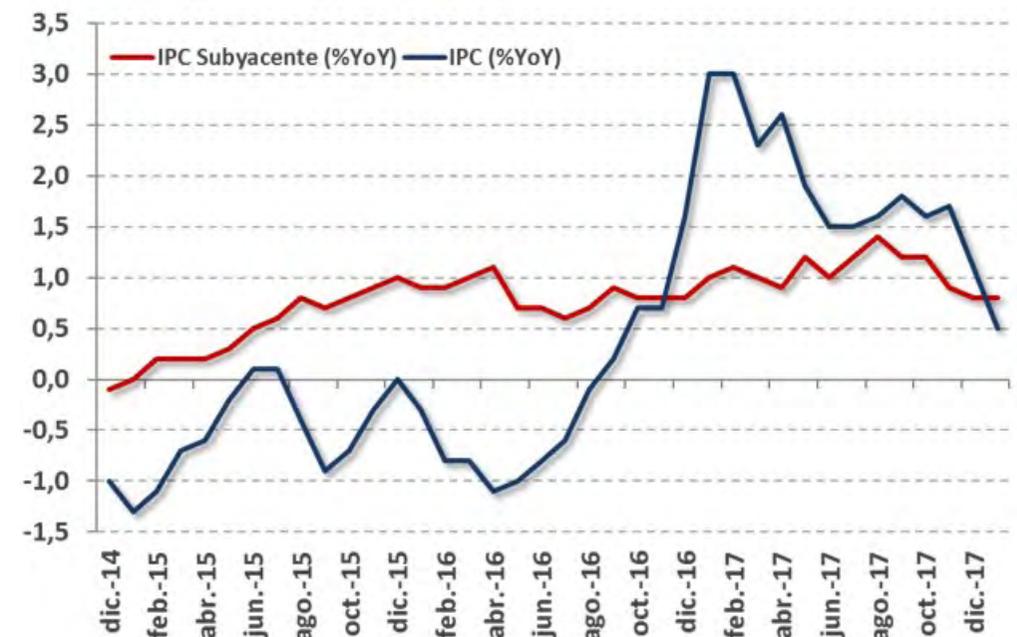
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

Dentro de este panorama cíclico claramente favorable para nuestro país, uno de los riesgos que corremos es olvidar los importantes retos a largo plazo que nuestra economía tiene todavía por delante. Continúa siendo necesario arbitrar medidas que permitan aumentar nuestro bajo crecimiento potencial (promoción del capital humano; impulso a la innovación tecnológica; aumento de competencia en ciertos sectores...); mantener bajo control nuestra alta deuda externa neta; y mitigar el aumento probablemente excesivo que se ha producido en materia de desigualdad.

En lo que a la política fiscal se refiere, conviene que el país se tome en serio el cumplimiento de los objetivos de déficit público. Es positivo, en este sentido, que la ejecución presupuestaria durante 2017 parezca haber sido relativamente favorable.

Por lo demás, y más aún tras el resultado de las elecciones en Cataluña, la aparición de sorpresas negativas en el ámbito político no puede descartarse. En todo caso, parece claro que la huida de empresas de Cataluña ha supuesto un antes y un después y debería hacer pensar dos veces a los independentistas catalanes antes de volver a intentar la vía unilateral como estrategia para lograr sus fines políticos.

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reino Unido

El clima de negociación entre la UE y el Reino Unido ha mejorado en las últimas semanas

Tras la constatación en el Consejo Europeo de diciembre de que se han hecho progresos suficientes sobre los elementos iniciales solicitados por la UE, las negociaciones sobre el período de transición y la futura relación comercial comenzarán a principios del próximo año. Se trata de una buena noticia que debería ayudar a reducir la incertidumbre a corto plazo. En todo caso, sigue siendo cierto que los problemas de largo plazo para el RU asociados al Brexit permanecen: acceso más difícil a uno de los principales mercados del mundo; potencial pérdida por parte de Londres de parte de su atractivo como centro financiero global; menor capacidad de atraer inmigración cualificada...

La información macro de corto plazo muestra una economía que, si bien no se está aprovechando de la mejora económica global, sí está logrando aguantar razonablemente bien. En el lado negativo, es probable que la inversión empresarial siga viéndose perjudicada por la falta de claridad sobre el futuro. En sentido positivo, sin embargo, la debilidad de la libra

debería continuar ayudando al sector exterior y a las manufacturas británicas, mientras que la política fiscal durante el próximo ejercicio también tenderá a generar efectos positivos moderados. ¿Y el consumo privado? Es evidente que también se ve afectado por la incertidumbre y por el aumento de la inflación importada. Pero, en un contexto de output gap cero, lo razonable es esperar un comportamiento algo más dinámico de los salarios en los próximos trimestres (de hecho, ya empieza a haber algunas señales de repunte en el período reciente). Esto, a su vez, debería ayudar a un cierto sostenimiento del consumo privado.

Tras haber subido tipos en noviembre, el BOE los mantiene constantes en su reunión de diciembre. Aunque la inflación ha alcanzado el 3,1% y el banco central constató la reducción de incertidumbre gracias al acuerdo inicial entre el RU y la UE, claramente la autoridad monetaria prefiere seguir pecando de prudente (al menos de momento).

Los datos más recientes han sorprendido al alza



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Japón

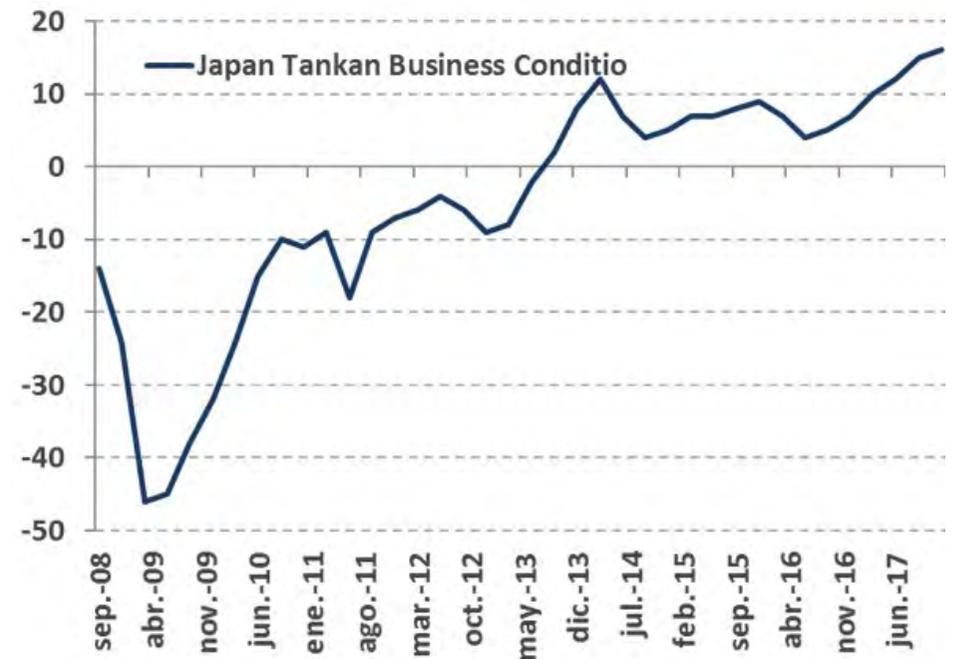
La economía japonesa crece muy por encima del potencial y está en pleno empleo

Seguir el comportamiento a corto plazo de la economía japonesa no es una labor especialmente cómoda. En primer lugar, porque la calidad de las estadísticas no es demasiado buena (de hecho, el gobierno ha puesto en marcha un plan de mejora de las mismas). En segundo lugar, y más importante, porque los análisis que se hacen sobre el país suelen confundir de manera sistemática los factores cíclicos con los estructurales. En efecto, es importante entender que Japón es un país que, por estar perdiendo población y no tener casi inmigración, tiene un potencial de crecimiento muy bajo (probablemente en el entorno del 0,75% anual). Por ser esto así, lo normal es que la economía alterne trimestres de crecimiento positivo con otros de contracción, sobre todo en un contexto como el actual donde la capacidad ociosa es casi nula.

En todo caso, parece evidente que la situación macro actual es muy positiva. En primer lugar, porque la economía ha logrado 8 trimestres consecutivos de crecimiento positivo y con un promedio claramente superior al potencial.

En segundo lugar, porque los datos más recientes permiten mantener un cierto optimismo desde una perspectiva de medio plazo (buen comportamiento de los índices de confianza; repunte de la inversión y de los PMIs; recuperación del consumo; evolución positiva de producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito; buenas perspectivas para el sector de la construcción, en parte por las inversiones asociadas a las olimpiadas de 2020; sector turístico también muy fuerte...). En tercer lugar, porque los salarios están empezando a mostrar ciertas presiones al alza, en un contexto de paro muy reducido, de sólida demanda de empleo y de cada vez mayores problemas para aumentar la fuerza laboral por la vía de retrasar la edad de jubilación efectiva y de incorporar más mujeres al mercado de trabajo (los progresos en relación con esto último han sido muy notables en los últimos 2-3 años y es difícil que se puedan mantener con la misma intensidad de forma indefinida).

Perspectivas positivas



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los fundamentos macro apoyan una subida progresiva de precios y salarios

Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía lejos, un mercado de trabajo en pleno empleo (tasa de paro del 2,8%; ratio jobs/applicants de 1,59; output gap positivo) y un crecimiento por encima del potencial deberían continuar favoreciendo un mejor comportamiento de los salarios (ya empieza a haber señales positivas) y, con ello, un repunte progresivo de la inflación. Es esperanzador ver, en este sentido, que los componentes de precios de los PMIs y del Tankan vienen repuntando y que las expectativas de inflación también parecen mejorar un poco últimamente.

El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% (en enero volvió a ofrecer compras ilimitadas de bonos a tipo fijo) y comprometiéndose a permitir un overshooting duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

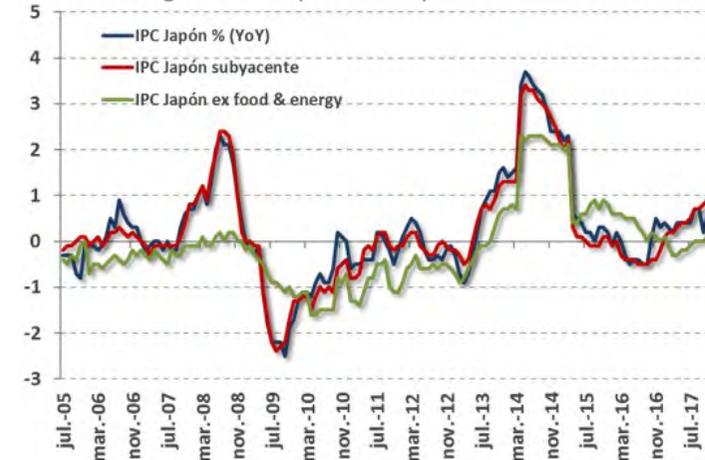
La decisión del gobierno de retrasar hasta 2027 la consecución de superávit primario también permitirá a la política fiscal seguir apoyando la demanda agregada. En general, la política económica en Japón seguirá siendo muy expansiva y contribuirá a generar presiones inflacionistas durante el presente ejercicio.

Además de generar inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo el país debe favorecer la inmigración (se ven ya progresos en ese sentido) y debe reducir la dualidad en el mercado de trabajo. También se deben tomar medidas adicionales para promover la inversión extranjera directa en el país, como medio para impulsar la productividad. Mirando un poco más adelante, es importante asimismo que el gobierno no pierda la credibilidad a la hora de garantizar una trayectoria sostenible para la deuda pública.

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Primeros signos de repunte de precios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - China

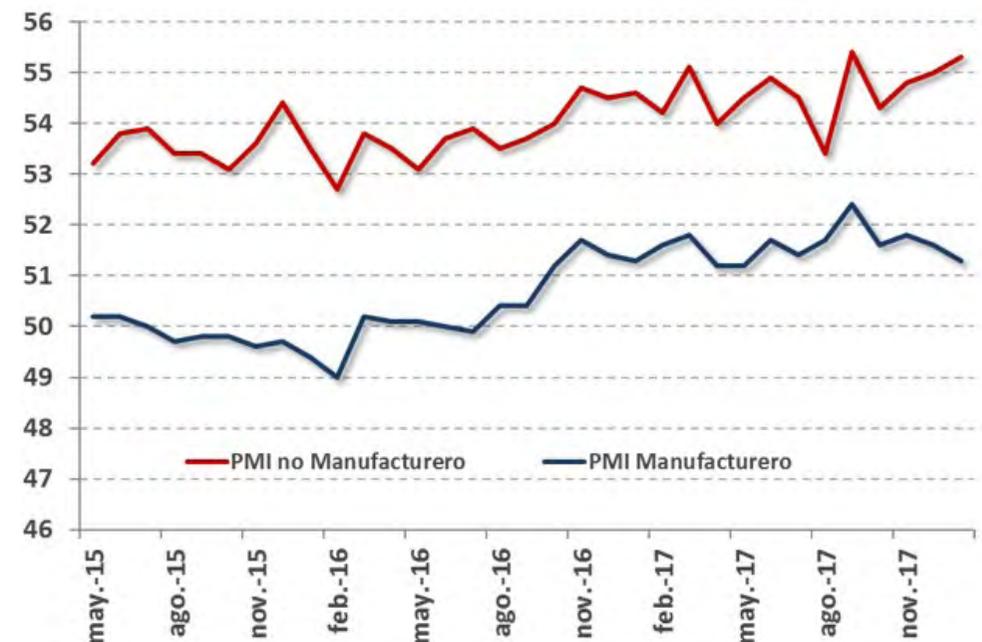
El gobierno trata de equilibrar el apoyo a la economía con el control de los riesgos financieros

La economía china ha seguido sorprendiendo al alza y eso permite que las autoridades sigan tomando medidas encaminadas a controlar los riesgos financieros y mejorar la calidad del crecimiento económico chino. Así, por ejemplo, se han venido adoptando medidas para reforzar la supervisión y la regulación del sistema financiero; para reducir los excesos de capacidad en ciertos sectores industriales; para contener los precios inmobiliarios; para mejorar la calidad medioambiental; para reducir el uso fraudulento de PPPs como vía de ocultamiento del déficit público; y para permitir un peso mayor de los recursos propios en la financiación empresarial (a través, por ejemplo, de swaps de deuda por equity). Al mismo tiempo, el PBOC ha permitido un cierto tensionamiento de la liquidez en el mercado monetario, con el objetivo de reducir los incentivos a realizar compras de activos financieros excesivamente apalancadas y con demasiada transformación de plazos (con este mismo objetivo, se han presentado asimismo medidas encaminadas a reducir el uso del apalancamiento en la industria de gestión de activos).

Así las cosas, y pese a que la economía ganó ritmo en 2017, lo normal es que China tienda a desacelerar de forma moderada a lo largo de 2018.

En todo caso, los riesgos de aterrizaje brusco son bajos y, de hecho, no son descartables riesgos al alza. El consumo privado se mantiene sólido, en un contexto de mercado de trabajo fuerte, de salarios al alza y de altos niveles de confianza; los PMIs están en niveles sólidos e incluso muestran signos de repunte; las exportaciones se benefician la buena marcha de la economía mundial; la política monetaria continúa siendo neutral; la política fiscal seguirá siendo moderadamente expansiva... Mirando hacia adelante, vemos posible una cierta desaceleración en la inversión en infraestructuras y en el sector de la construcción, que en todo caso podría verse parcialmente compensada por el dinamismo en sectores manufactureros de mayor contenido tecnológico y por una menor presión a la baja procedente del ajuste en los sectores con exceso de capacidad (en la medida en que ya se han producido algunos avances en estos ajustes a lo largo de 2017).

La situación económica es muy saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La fortaleza del yuan elimina una fuente de incertidumbre y fomenta las entradas de capital

Uno de los efectos colaterales positivos de unas condiciones financieras menos laxas es una reducción de las presiones depreciatorias sobre el yuan y una clara moderación de las salidas de capital. De hecho, a lo largo de 2017 la divisa china apreció significativamente frente al dólar, lo que ha llevado a las autoridades a retirar algunas de las medidas que se habían venido adoptando previamente para contener las presiones especulativas sobre el yuan (durante enero, por ejemplo, el PBOC decidió retirar el denominado “factor contracíclico”, que se venía usando para controlar la depreciación del yuan. Por lo demás, llevamos ya bastantes meses en que las reservas de divisas chinas no sólo no caen, sino que crecen.

A nivel fundamental, resulta difícil argumentar que China necesita devaluar agresivamente su divisa: las exportaciones chinas no están perdiendo cuota de mercado a nivel global y se han comportado de hecho de un modo muy positivo en el período reciente; además,

estimaciones de tipo de cambio de equilibrio por parte de instituciones como el FMI no apuntan a sobrevaloración del yuan.

Desde una perspectiva de medio plazo, es tranquilizador saber que el país cuenta con la capacidad de balance necesaria como para permitir que el proceso de desapalancamiento de la economía, en el que ya se está avanzando, tenga lugar de un modo progresivo (evitándose de ese modo escenarios de credit crunch). Pese al rápido crecimiento de la deuda bruta en los últimos años, no se puede perder de vista que China es un país acreedor neto respecto del resto del mundo y que esto le otorga márgenes de actuación muy significativos. Además, las medidas tendentes a facilitar la venta y la titulización de activos problemáticos parece estar dando frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos

Condiciones financieras menos laxas que en el pasado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

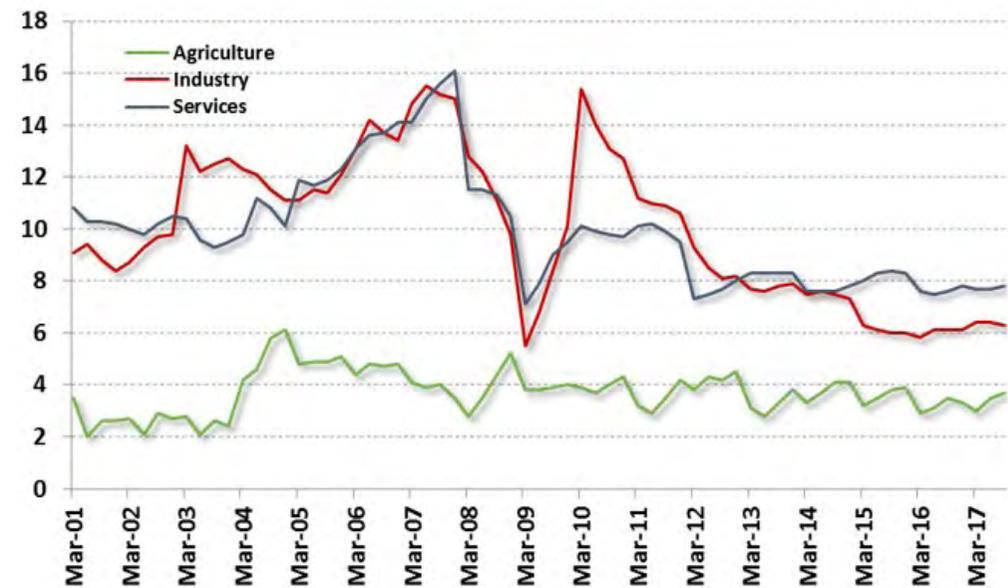
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso; por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más protagonistas en el conjunto de la actividad económica china. Al mismo tiempo es esperanzador ver que el gobierno continúa haciendo progresos a la hora de reducir la intensidad energética de la economía (se reduce la cantidad de consumo de energía por unidad de PIB); de minorar el endeudamiento corporativo; de promocionar el desarrollo tecnológico (la inversión en I+D en 2017 fue del 2,15% del PIB); y de controlar el peso de las partes más arriesgadas del *shadow banking*.

Dicho todo lo anterior, y aunque China se encuentra en buena posición para enfrentar los importantes retos que tiene ante sí, conviene que las autoridades no bajen la guardia. Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para continuar

moderando el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada (en este sentido, la decisión por parte de las autoridades de reducir los aranceles a un amplio abanico de productos es una buena noticia que beneficiará al consumidor chino y aumentará la competencia; también es positivo que se sigan reduciendo las restricciones a la inversión directa en China, algo que además ayudará a reducir tensiones comerciales tanto con EEUU como con la UE); para prevenir un crecimiento excesivo de la deuda de las familias (ésta no es elevada pero viene creciendo rápidamente; la buena noticia es que las autoridades ya han empezado a tomar cartas en el asunto: así, por ejemplo, se ha aumentado el control respecto de las plataformas de préstamos en internet, para evitar que se cobren intereses excesivos y haya un mejor control de los riesgos)... Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, se debe seguir promocionando el desarrollo del capital humano.

Recomposición del modelo de crecimiento



Fuente: Factset, Bureau of Statistics of China y elaboración propia



Países Emergentes - India

La economía india está acelerando de nuevo

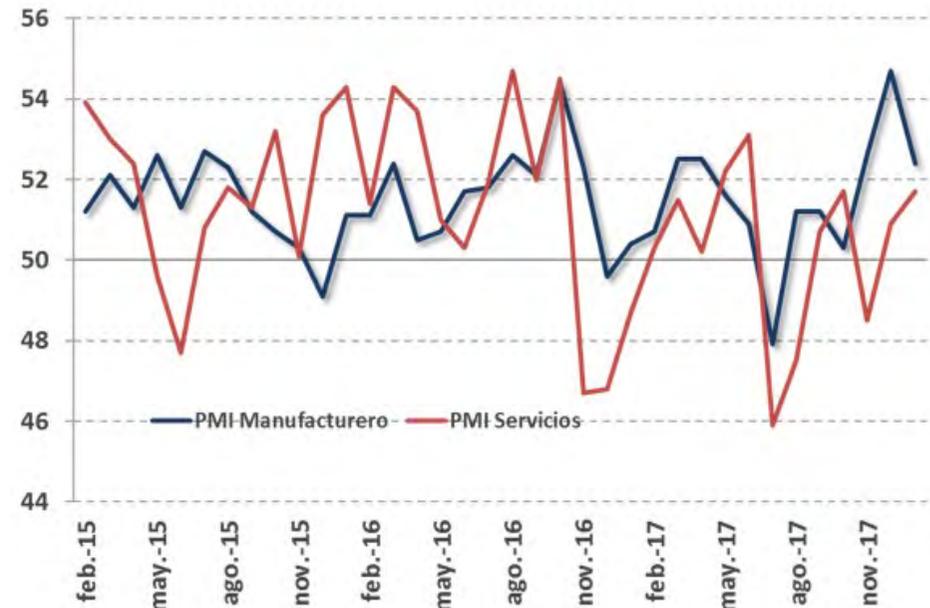
Una vez superadas las incertidumbres creadas en los últimos meses por el proceso de desmonetización y la introducción del GST (reformas que deben ser bienvenidas desde un punto de vista de largo plazo), las perspectivas para los próximos trimestres son positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructura continúa siendo dinámica (y el presupuesto público sigue apostando por ella de cara al próximo ejercicio fiscal); los PMIs dan señales relativamente favorables; las exportaciones y la producción industrial se benefician de la fortaleza económica global; el crédito bancario también parece repuntar... Además, y después de un largo período de debilidad por la baja utilización de la capacidad productiva y el alto endeudamiento en algunos sectores, la inversión privada también está dando señales positivas (reflejando quizás los esfuerzos que viene haciendo el sector corporativo en términos de desapalancamiento en los últimos 2 años).

El banco central mantendrá una actitud prudente. Para los próximos meses, y pese a que muchos venían descontando bajadas de tipos ante la debilidad económica reciente, nosotros esperamos estabilidad.

Posteriormente, los movimientos serán probablemente al alza. ¿Por qué? En primer lugar, porque la economía está dando muestras de recuperación en el período más reciente; en segundo lugar, porque las perspectivas económicas a medio plazo son positivas; en tercer lugar, porque la inflación subyacente se ha mantenido por encima del objetivo del 4% y empieza a haber ya signos de repunte en precios de alimentación y energía.

En el lado fiscal, y teniendo en cuenta los elevados niveles de déficit público (sobre todo a nivel de los estados), es siempre una mala noticia observar que el déficit público (tanto en el presente ejercicio presupuestario como en el siguiente) va a ser mayor que el objetivo inicialmente establecido por el gobierno. En todo caso, no se puede perder de vista que el incumplimiento es relativamente moderado y que en realidad ha estado en línea con lo previsto. Moody's, de hecho, ha realizado un juicio bastante positivo del presupuesto indio y lo considera un ejemplo de que el gobierno central sigue comprometido con la sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas.

La economía muestra claros signos de repunte



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

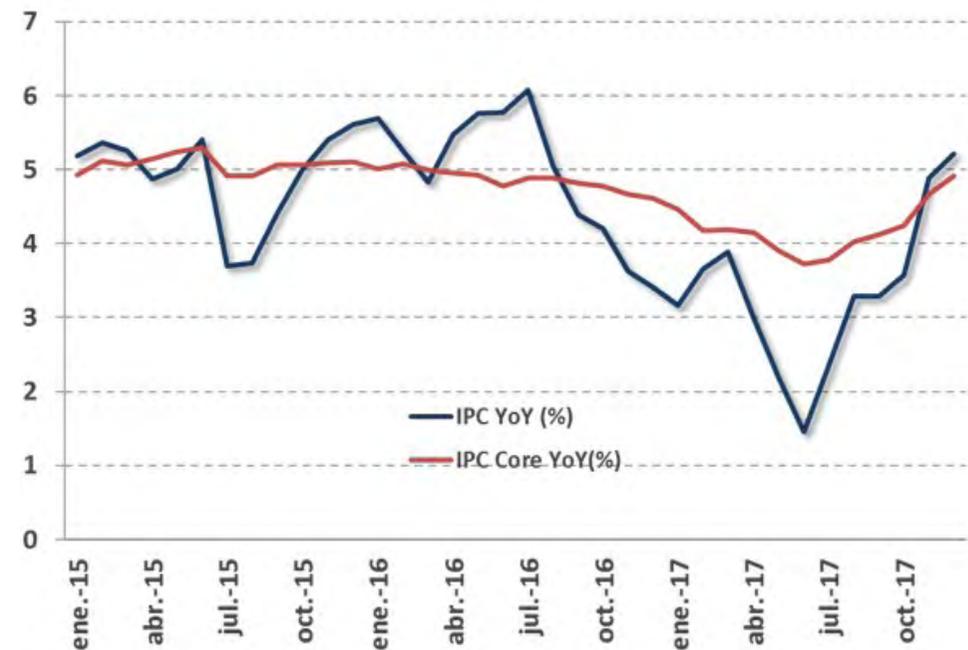
En el campo de las reformas, la principal novedad en el período reciente ha sido el anuncio de un programa de recapitalización de la banca pública más ambicioso de lo que hasta la fecha se había venido anunciando. Se trata de un paso importante, que ayudará a dar estabilidad al sistema financiero indio y a mejorar la transmisión de la política monetaria. Desde una perspectiva más general, el hecho de que el gobierno central esté fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) ha servido para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores.

También es positivo que el RBI haya ya empezado a usar los nuevos poderes dados por el gobierno para reestructurar entidades financieras con problemas y para forzar a los bancos en general a resolver sus préstamos fallidos de una forma más rápida y eficiente (en teoría, unos balances bancarios más saneados ayudarán a un mejor flujo de financiación hacia la inversión privada).

Los pasos que se vienen dando para desarrollar el mercado de bonos corporativos deben ser así mismo bienvenidos, por razones similares.

En cuanto a tareas pendientes, sería deseable que se pudieran hacer progresos en áreas como las siguientes: desapalancamiento ordenado de los sectores corporativos más endeudados; mejora adicional de la eficiencia del sistema impositivo, para permitir ingresos suficientes con los que financiar la inversión en infraestructuras y el gasto social (una mayor credibilidad fiscal ayudaría también a reducir la inversión obligatoria por parte del sector financiero en deuda pública, con efectos positivos sobre la capacidad de los bancos de proveer de crédito a la economía privada); reformas adicionales en el mercado de trabajo, en el agrícola y en el mercado del suelo, ésta última para favorecer que la inversión en infraestructuras pueda tener lugar con menos obstáculos; liberalización adicional de la inversión extranjera directa (donde ya de hecho se vienen dando pasos positivos)...

La inflación tiende a repuntar otra vez



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

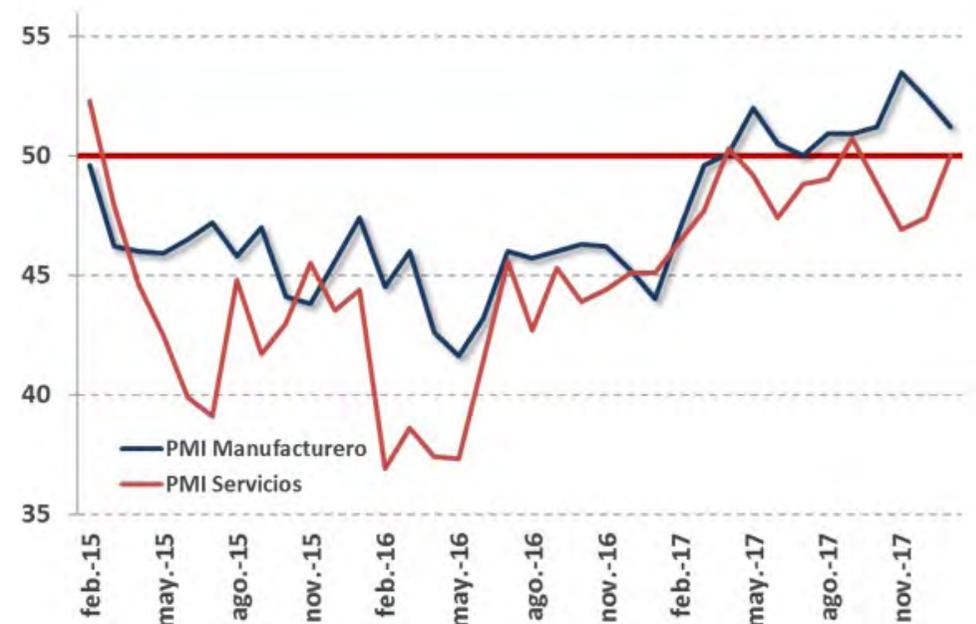
Países Emergentes - Brasil

El retraso en la reforma de pensiones lleva a una rebaja del rating

El futuro económico de Brasil depende esencialmente de dos factores. En primer lugar, de que se logre mantener una estabilidad macro razonable (tanto fiscal como monetaria), que permita una reducción sostenible de los altos costes de financiación que tradicionalmente ha tenido que soportar esta economía. En segundo lugar, de que se adopten medidas para aumentar el crecimiento potencial.

Así las cosas, resulta fundamental que el país sea capaz de profundizar en el proceso de reforma económica iniciado en los últimos meses. Por un lado, es crucial hacer sostenible el sistema de pensiones (la situación presupuestaria en Brasil es complicada y una reforma ambiciosa de pensiones contribuiría a mejorar la credibilidad fiscal del país con poco coste sobre la actividad económica a corto plazo; de hecho, y como muestra de este tema, la última rebaja del rating de la deuda brasileña por parte de S&P se debió a la falta de progreso en la reforma de pensiones). En segundo lugar, Brasil debe continuar avanzando en el campo de las reformas de carácter “microeconómico”, tendentes a mejorar el funcionamiento de sus mercados: reducir las cargas administrativas; mejorar la regulación financiera; simplificar el sistema impositivo...

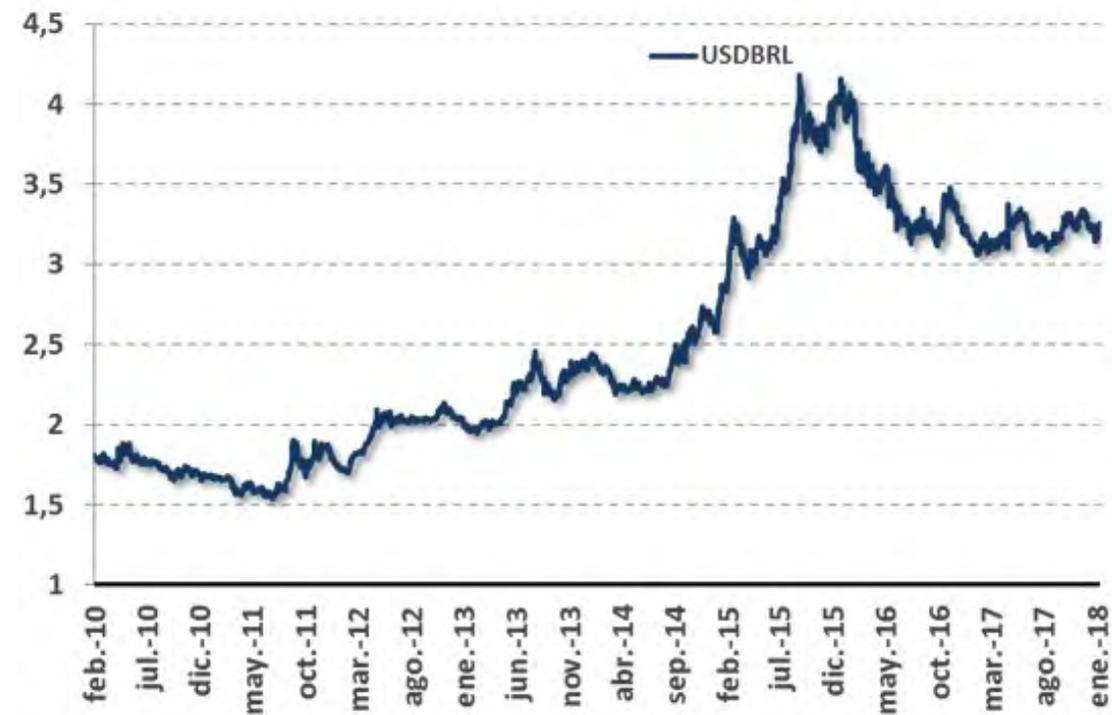
La actividad da muestras de mejora



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

De cara a los próximos meses, en un contexto de incertidumbre política ante la celebración de elecciones, conviene estar atento a dos elementos fundamentales. En primer lugar, sería muy importante que se consiguiera aprobar siquiera sea una versión descafeinada de la reforma del sistema de pensiones, ya que esto contribuiría a sostener el sentimiento en los mercados. En segundo lugar, el país necesita imperiosamente que el nuevo gobierno que salga de las elecciones mantenga el compromiso con la reforma económica y con la responsabilidad en materia fiscal.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La economía se beneficia de la importante mejora de las condiciones financieras

Cuanto más continúe avanzando el país en términos de credibilidad fiscal, estabilidad macro y reformas, menor será la prima de riesgo que los inversores aplicarán al país, con efectos lógicamente muy positivos sobre las condiciones estructurales de financiación de familias y empresas. El buen comportamiento de los costes de financiación de Brasil desde la caída de Rousseff es una muestra de que los esfuerzos de reforma tienen efectos tangibles positivos en los que Brasil necesita profundizar.

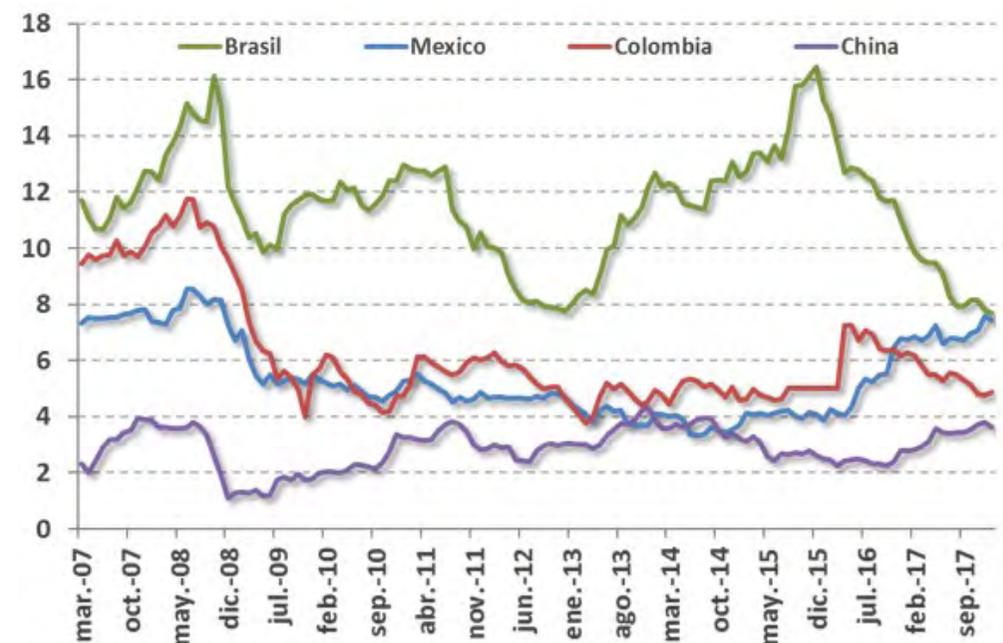
Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya ha venido aprovechando los signos de debilidad económica y de rápida moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida.

Los efectos económicos positivos de esta orientación más expansiva de la política monetaria se han hecho palpables en los últimos meses: el mercado de trabajo muestra síntomas

de recuperación, el consumo privado también mejora, los índices de sentimiento vienen repuntando, la producción industrial sorprende al alza, las exportaciones se benefician de la fortaleza de la economía global y de un Real todavía relativamente débil, las inversiones y el crédito también parecen recuperarse un tanto... En general, la economía brasileña consiguió crecer en el entorno del 1% en 2017 y dio claras muestras de aceleración al final del ejercicio. Para 2018, crecimientos en el entorno del 3% son plausibles.

En todo caso, y en línea con lo comentado más arriba, esta evolución más positiva de la economía brasileña sólo será posible si el país logra avances adicionales en el proceso de reforma estructural, de control de la corrupción y de mejora de las cuentas públicas (incluida la ya citada reforma de pensiones). Ésos serán los principales retos para el gobierno que salga de las elecciones del año que viene.

Mejora en los costes de financiación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque persisten los retos, las perspectivas son relativamente favorables

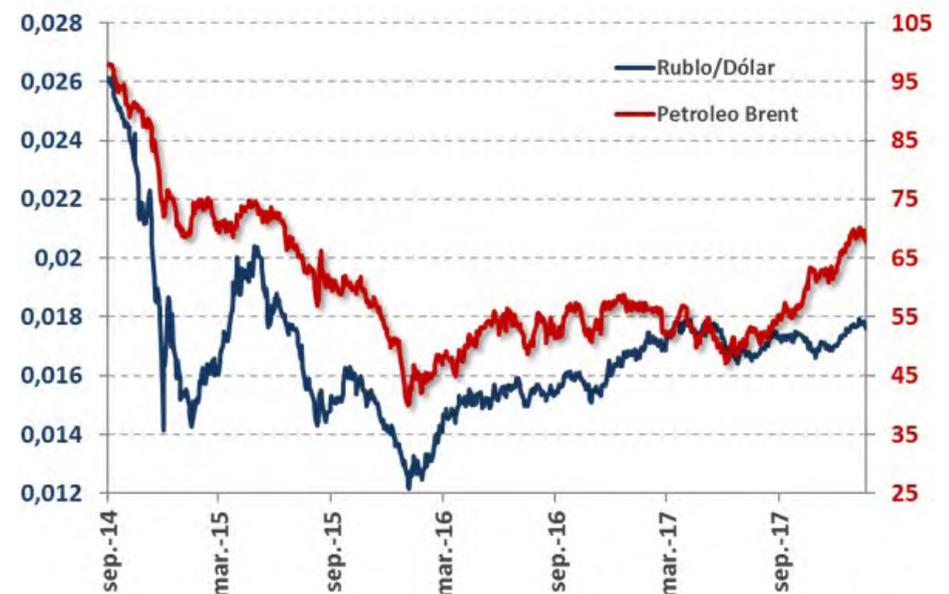
Rusia se enfrenta todavía a retos significativos: las sanciones económicas seguirán impactando negativamente sobre la actividad; la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial del país y aumenta su vulnerabilidad ante fluctuaciones en el precio de las mismas; por lo demás, la reestructuración del sector bancario, aunque muy avanzada gracias al buen trabajo del banco central, está todavía por concluir.

Sin embargo, y pese a la desaceleración observada en la segunda mitad del pasado ejercicio, las perspectivas para 2018 son razonablemente positivas: la subida del precio del petróleo en los últimos meses supone una excelente noticia para el país (de hecho, parte de la desaceleración del año pasado se debió a la necesidad de cumplir con los acuerdos de congelación de la producción de crudo con la OPEP); el consumo privado debería beneficiarse de la recuperación de los salarios reales, de la caída del paro y de la mejora de los niveles de confianza; la inversión ha ido ganando pulso; las

exportaciones tienen también un buen tono; los últimos PMIs muestran signos de repunte... En general, la economía sigue dando muestras de ser capaz de crecer en los próximos trimestres en el entorno del 2%.

Gracias al excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza de una buena credibilidad en materia de estabilidad de precios. Esto ha permitido a la autoridad monetaria ir bajando los tipos de interés a medida que la inflación ha ido cayendo. Mirando hacia adelante, creemos que veremos nuevas bajadas de tipos (de forma que la política monetaria tienda a volverse neutral). De hecho, y vistos los citados signos de desaceleración de la economía rusa en la segunda mitad del año pasado, es posible que las próximas rebajas de tipos puedan producirse de forma algo más rápida de lo inicialmente previsto. Aún así, hay que admitir que la aceleración prevista de precios para los próximos meses es un factor que hará que el banco central siga mostrándose prudente.

El precio del crudo ayuda a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Moody's premia la prudencia fiscal del gobierno pasando el outlook de la deuda a positivo

El hecho de que el gobierno esté manteniendo un grado significativo de prudencia en materia fiscal también es positivo y aumenta el margen para poder concentrar los esfuerzos de gasto público allí donde más se necesitan: infraestructuras, promoción del capital humano y sistema sanitario. Durante enero, Moody's decidió pasar el outlook de la deuda rusa a positivo.

En todo caso, y si se quiere preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio y largo plazo, sería necesario que las autoridades cumplan también con su compromiso de llevar a cabo una reforma profunda del sistema de pensiones.

Mirando hacia adelante, y aparte de cumplir de seguir preservando la estabilidad de las cuentas públicas, Rusia debería concentrar los esfuerzos en dos direcciones.

A nivel geopolítico, sería importante conseguir una reducción de las tensiones con occidente, de forma que eso pudiera dar paso a una eventual suavización de las sanciones (situación que en todo caso se antoja complicada, teniendo en cuenta los problemas en Ucrania y las acusaciones de espionaje informático que está recibiendo el país). Además, sería fundamental que el gobierno llevara a cabo reformas tendentes a mejorar el clima inversor, a aumentar el crecimiento potencial y a reducir tanto la dependencia del crudo como la excesiva presencia del sector público en la economía. También es importante que el banco central prosiga con su labor de limpieza de los balances del sector financiero, evitando al mismo tiempo quedarse demasiado tiempo en el capital de los bancos intervenidos (hay que tener en cuenta que, como ha señalado Moody's recientemente, el hecho de que el banco central tenga participaciones de capital en una parte no desdeñable del sector financiero ruso puede generar conflictos de interés con sus responsabilidades de supervisión).

La actividad da muestras de mejora



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Contacto

Álvaro Sanmartín
Chief Economist de Grant Thornton
y fundador de Alinea Global
T. 91 576 39 99
Alvaro.Sanmartin@es.gt.com

Síguenos en:

www.GrantThornton.es

50.000 profesionales en más de 130 países y trabajamos con el 77% del Forbes Global 100

Grant Thornton es uno de los líderes mundiales de servicios profesionales.

En España somos un equipo de 900 profesionales en auditoría, consultoría y asesoramiento fiscal, legal y financiero

Ayudamos a las empresas a liberar su potencial de crecimiento, trabajamos en estrecha colaboración con el cliente. Aportamos especialistas con experiencia y visión empresarial que entienden y ayudan a hacer frente a los desafíos y retos de su negocio y a liberar su potencial de crecimiento.



Audit · Tax · Legal · Advisory

© Grant Thornton SLP es una firma miembro de Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL y sus firmas miembro no forman una sociedad internacional, los servicios son prestados por las firmas miembro. GTIL y sus firmas miembro no se representan ni obligan entre sí y no son responsables de los actos u omisiones de las demás.

