



Newsletter Económico

Tercer trimestre - Julio 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

La situación macro global sigue siendo positiva: EEUU está muy fuerte, la desaceleración europea es temporal y la mayoría de economías emergentes presenta fundamentos sólidos.

Pese a las evidencias de reducción de capacidad ociosa y de incipientes presiones al alza en precios y salarios, el mercado parece seguir convencido de que vivimos en un mundo sin ninguna o con muy poca inflación, con unos tipos de interés que permanecerán bajos de forma permanente.

Los únicos riesgos que se descuentan son los evidentes: los más prominentes últimamente son la política comercial de Trump y el nuevo gobierno populista en Italia.

Si uno acepta esas premisas (crecimiento sin inflación como escenario central y riesgos sólo a la baja), tener bonos core a largo plazo en cartera parece una buena idea:

gano por carry, gano por repricing por aplanamiento en curva y tengo para hedge para cuando vienen mal dadas.

Nosotros no creemos, sin embargo, que esas premisas sean ciertas. Como siempre sucede cuando se forman burbujas (en este caso en renta fija), el mercado está dejando de lado los fundamentos para centrarse en lo aparente.

En concreto, ni el escenario central que se descuenta ahora es el más probable ni se están considerando adecuadamente todos los riesgos. En cuanto al escenario central, hay evidencias claras en muchos países de que la capacidad ociosa se ha reducido mucho y de que el crecimiento de la demanda está superando al de la oferta. Cuando eso es así, descontar que ni los salarios ni los precios van a reaccionar nunca al alza (y pensar por tanto que los tipos de interés no tienen que subir) no parece lo más lógico.

En cuanto a los riesgos, hay uno (quizás el principal) que se está dejando totalmente de lado: el riesgo de recalentamiento económico, empezando lógicamente en EEUU.

Todavía estamos a tiempo de evitar ese recalentamiento si las condiciones financieras empiezan a endurecerse de una forma más apreciable en los próximos meses. ¿La forma de conseguirlo? Tipos a largo plazo apreciablemente más altos que los actuales.

En caso contrario, hay una probabilidad elevada de que la inflación suba claramente por encima de los objetivos de los bancos centrales, y de que éstos tengan que reaccionar subiendo tipos bastante más de lo que ahora se descuenta.

Si esto sucediera, podríamos asistir a caídas simultáneas de acciones y bonos.



Estados Unidos

Economía en muy buena forma, con aumento de los riesgos de recalentamiento

Los últimos datos macro en Estados Unidos apuntan a que el segundo trimestre va a ser muy fuerte en términos de crecimiento económico. Si esto se confirma, como nosotros esperamos, el crecimiento en EEUU habrá promediado tasas de más del 3% durante cuatro trimestres consecutivos, algo no visto en la actual fase de expansión económica. Y, aún más importante, cada vez está más claro que la economía americana cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo lo que puede ser el desempeño económico en el resto del presente ejercicio y durante 2019.

Visto el claro sesgo procíclico que ha pasado a tener la política fiscal, y más allá de un eventual escenario de guerra comercial global que vemos poco probable, el principal riesgo al que hoy se enfrenta EEUU no es el de desaceleración sino el de recalentamiento económico.

Las perspectivas para el consumo privado continúan siendo muy positivas: mercado de trabajo extraordinariamente 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 lleva ya tiempo expandiéndose a tasas muy sólidas varios trimestres y hay razones para ser optimistas a futuro. A medida que ha avanzado la recuperación y se ha consumido capacidad ociosa, las empresas (también las del sector servicios) se han visto 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 positivo que durante los últimos 12 meses la productividad haya venido dando muestras de una cierta aceleración).

Confianza de los consumidores en niveles muy elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

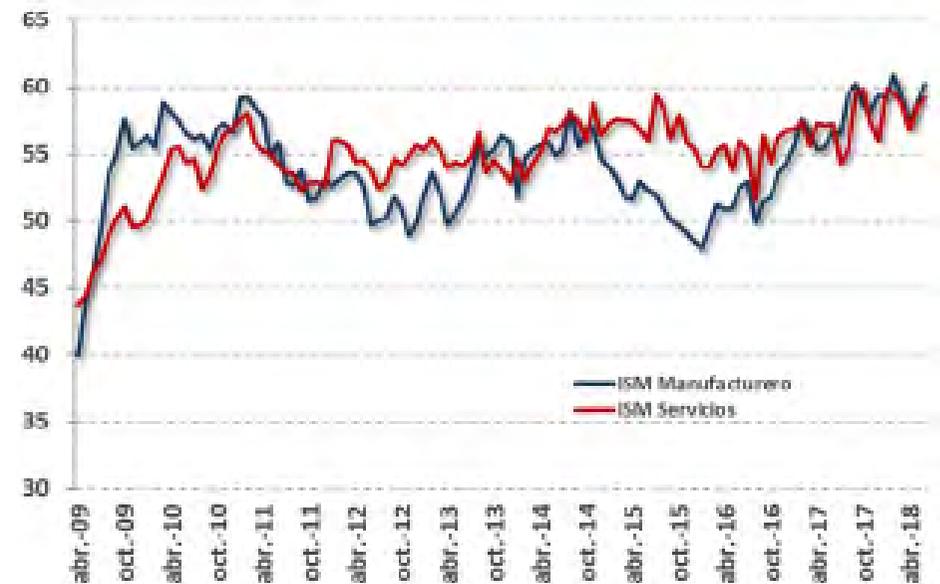
Aunque con idas y venidas, el sector inmobiliario viene dando muestras de un comportamiento cada vez más positivo y tiene además mucho margen de expansión adicional (el stock de viviendas vacías es extremadamente bajo, en un contexto además en el que la demanda de casas por parte de las familias americanas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

Un dólar no especialmente apreciado y una economía global que sigue fuerte deberían favorecer continuar favoreciendo el comportamiento de las exportaciones. Éstas, además, se están viendo impulsadas también por la recuperación del sector energético, gracias al mejor comportamiento del precio del crudo.

A la luz de todo lo anterior, esperamos que EEUU continúe siendo capaz de crecer claramente por encima de su potencial en los próximos trimestres. De hecho, como ya se ha apuntado, 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 muy favorables: 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 y a crecimientos cada vez más significativos de salarios (cuestión ésta sobre la que se vuelve más adelante).

ISMs en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La inflación seguirá aumentando en los próximos meses, presionada también por los aranceles

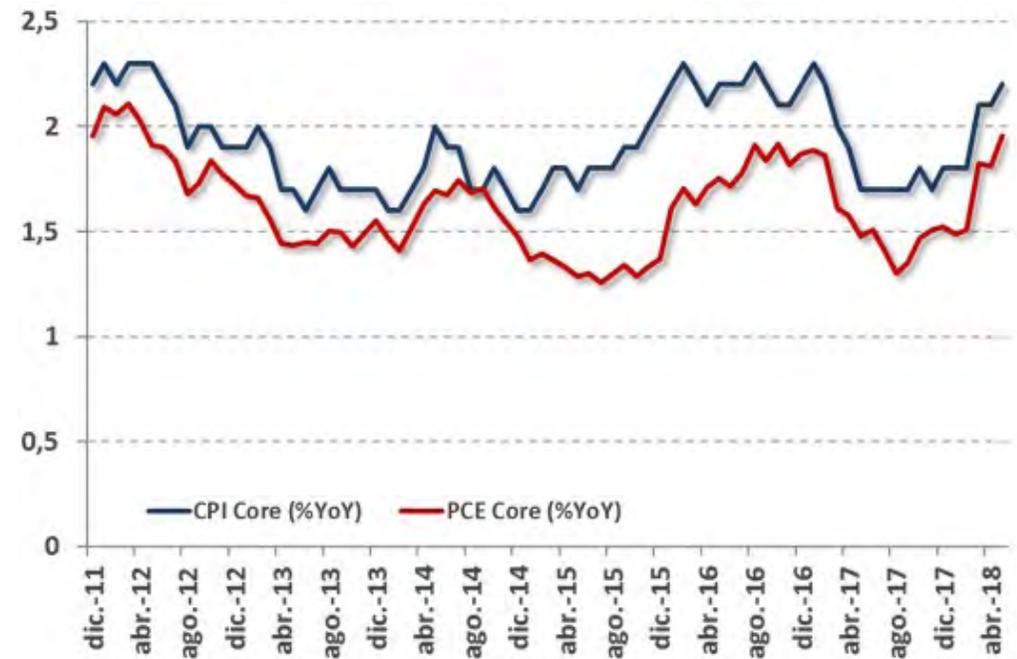
Los datos de inflación subyacente en el período más reciente han venido mostrando signos de recuperación, confirmando que lo que se vivió en la primera parte de 2017 fue sobre todo producto de factores meramente temporales. Las tasas trimestrales anualizadas de los últimos meses se sitúan claramente por encima del objetivo del 2% de la Fed.

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 (e incluso moviéndose al alza en el período reciente), 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 subyacentes se verán impulsados adicionalmente por la depreciación del dólar; además, la inflación general se verá presionada al alza por un efecto base del crudo que irá volviéndose más grande de aquí al verano.

El efecto principal de las subidas de aranceles decididas por Trump, en la medida en que suponen restringir la oferta en un contexto de rápido crecimiento de la demanda, no harán sino aumentar las presiones inflacionistas. Por lo demás, conviene recordar que la política fiscal se ha vuelto claramente expansiva y procíclica y que esto creará presiones adicionales de demanda y, por tanto, de precios.

La inflación subyacente comienzan a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 últimos meses se están produciendo ya señales, todavía tentativas, de aceleración de salarios.

Los salarios ganan dinamismo



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, no es de extrañar que la Fed decidiera subir los tipos de interés otra vez en su reunión de junio.

Al mismo tiempo, y pese a que el paro se sitúa por debajo de equilibrio y de que la propia Fed prevé un cierto overshooting de inflación para los próximos dos años, el autoridad monetaria americana sigue mostrándose dispuesta a subir los tipos de forma relativamente lenta durante 2018 y 2019, para garantizar que la inflación se mantiene de forma sostenible el objetivo del 2% y aunque eso signifique permitir un moderado overshooting en su objetivo de precios durante un cierto período de tiempo.

El sentido común diría que esta actitud prudente de la Fed, en un contexto de economía fuerte, de crecientes presiones al alza en precios y salarios y de política fiscal fuertemente expansiva, debería llevar a una cierta recuperación del term premium y, por tanto, a un apuntamiento de la curva,

sobre todo en el tramo 10-30 años. Sin embargo, el mercado sigue tan convencido de que vivimos en un mundo sin inflación que continúa sucediendo lo contrario.

Así las cosas, mucho nos tememos que al final lo que acabará ocurriendo es que las condiciones monetarias se mantendrán laxas durante demasiado tiempo. Esto, casi inevitablemente, conducirá en algún momento a un recalentamiento económico que, a su vez, provocará un overshooting de inflación más significativo de lo que ahora la propia Fed está descontando.

Nuestra visión sigue siendo que la economía americana necesita tipos a largo plazo significativamente por encima de los actuales para evitar el escenario comentado en el párrafo anterior. Cuanto más tarde esto en suceder, mayor será el riesgo de recalentamiento y más tendrán que subir los tipos más adelante. Esto, a su vez, podría acabar dando lugar a unas condiciones complicadas para los activos de riesgo y a una ruptura de la correlación entre bonos y renta variable observada durante los últimos años.

Los tipos a largo no reflejan la situación macro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Unión Europea

La desaceleración de la primera parte del año será probablemente temporal

La desaceleración del Q1 en la Eurozona debe de ponerse en contexto. Primero, porque el crecimiento siguió siendo superior al potencial. Segundo, porque la moderada pérdida de pulso se debió sobre todo a factores temporales (mal tiempo, huelgas, alta incidencia de la gripe en países como Alemania...)

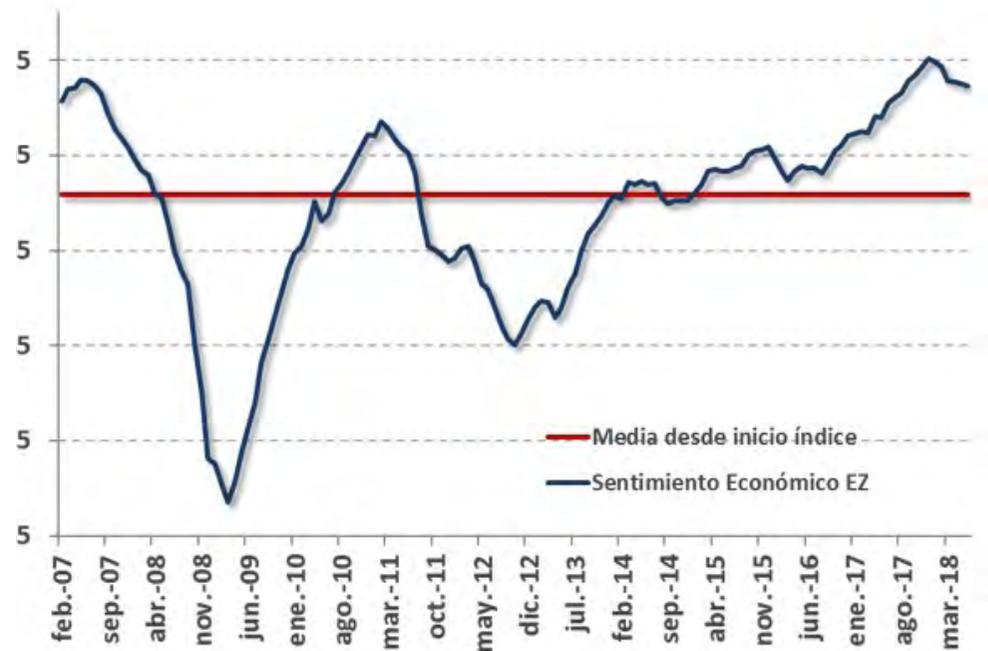
Mirando hacia adelante, es importante tener en cuenta que los vientos de cola que han venido apoyando la expansión económica europea siguen siendo significativos (condiciones financieras todavía muy laxas; políticas fiscales que tienden a volverse ligeramente expansivas; crudo todavía relativamente barato; sistema financiero con ganas de dar crédito; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia; un euro que se ha depreciado un tanto en los últimos meses y que será de mayor ayuda a las exportaciones...).

Así las cosas, consideramos que ha razones para ser optimistas con el crecimiento europeo en el conjunto de 2018.

De hecho, los datos más recientes apuntan ya a una cierta recuperación del pulso económico: el mercado de trabajo sigue muy fuerte; los índices de confianza están en niveles elevados; los PMIs nunca cayeron a niveles preocupantes y en junio han dado muestras de repunte; el crédito a familias y empresas vuelve a repuntar; los niveles de capacidad productiva son elevados, lo que invita al optimismo en cuanto al comportamiento de la inversión corporativa.

Aunque será difícil volver a tasas de crecimiento tan altas como las observadas en la segunda mitad del año pasado, esto se no se debe a problemas de falta de demanda sino a lo contrario, a crecientes problemas por parte de la oferta para seguir el ritmo de aumento de la demanda. Así las cosas, el único motivo serio para prever un crecimiento algo menos dinámico que el visto el año pasado debería ser una razón de peso también para esperar un comportamiento más alcista en precios y salarios en los próximos meses (las señales en ambos casos, de hecho, son cada vez más positivas).

Sentimiento económico en niveles muy sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

A pesar de los ruidos sobre Italia, las perspectivas siguen siendo favorables

El nuevo gobierno italiano ha generado dudas tanto por su escepticismo hacia Europa como por sus planes fiscales (claramente insostenibles e incompatibles con las reglas comunitarias).

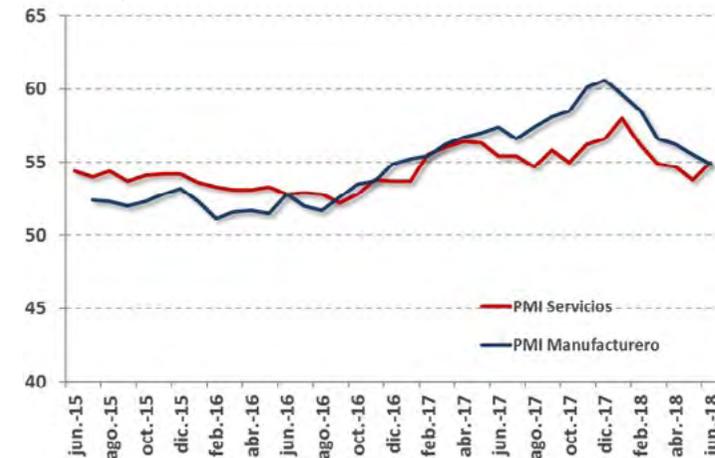
La buena noticia es que en las últimas semanas el nuevo ministro de economía italiano ha mandado mensajes tendentes a garantizar la permanencia de Italia en el euro y el compromiso del gobierno italiano de presentar un programa fiscal que pueda ser aceptable para Bruselas. Incluso Savona, el ministro de exteriores que fue vetado por su visión teóricamente negativa sobre el euro, ha dicho recientemente que tanto el mercado único como el euro son inseparables e indispensables para Italia.

Por otro lado, es todavía posible también que el proceso de negociación del Brexit acabe generando ruido. En todo caso, también aquí cada vez parece más claro que se evitarán los escenarios más disruptivos.

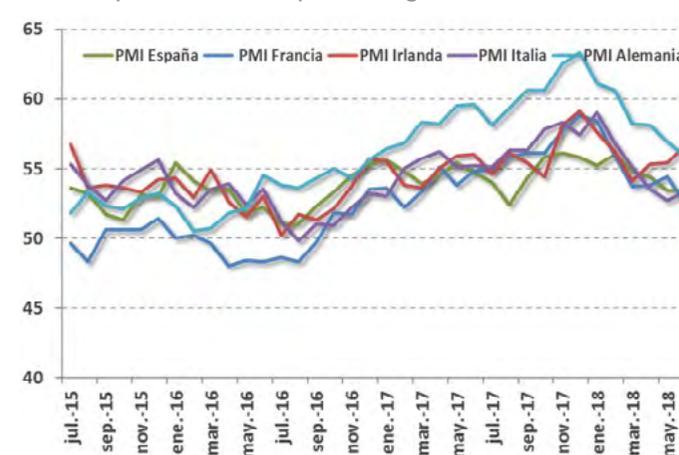
En cuanto a España, el nuevo gobierno es de corte claramente europeísta y no debería generar grandes sustos para los mercados financieros.

En general pues, mirando a la segunda parte del año y sin minusvalorar los riesgos, creemos que todo apunta a una continuidad del proceso de expansión europea, a ritmos claramente por encima del potencial y con una reducción relativamente rápida de la capacidad ociosa (que todavía existe pero que cada vez es menor).

Los PMI, en niveles todavía sólidos



La recuperación europea, muy extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La mejora de la inflación subyacente lleva al BCE a anunciar el fin del QE

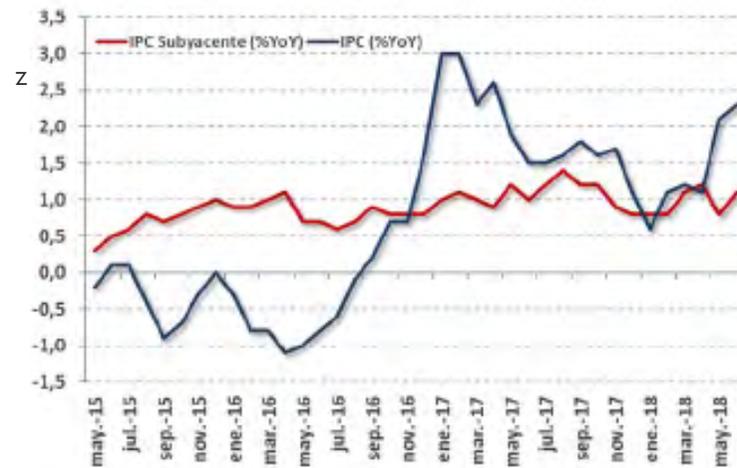
El favorable escenario macro europeo se debería seguir traduciendo en una aceleración progresiva de los precios subyacentes. Tras las distorsiones provocadas por el cambio de fecha de la Semana Santa, los últimos datos de inflación subyacente han sido positivos y marcan una clara trayectoria de recuperación de esta variable. De aquí al final de año, lo más probable es que esta tendencia continúe, de forma que al final del ejercicio podamos ver tasas de inflación subyacente en el entorno del 1,5%.

Para sostener esta previsión para la inflación subyacente europea pueden citarse cuatro argumentos fundamentales. El primero, que la economía sigue creciendo por encima del potencial y que el output gap se está cerrando rápidamente (a la altura de mayo el paro de la Eurozona se sitúa ya por debajo de la media histórica y podría alcanzar a finales de año niveles en el entorno del 8%, situándose así en niveles en principio compatibles con los de pleno empleo). El segundo, relacionado con el anterior, que están apareciendo ya signos esperanzadores de aceleración de salarios en muchos países. El tercero, que la depreciación

reciente del euro meterá presión al alza a los precios de los bienes comercializables en los próximos meses. El cuarto, que el efecto base del crudo ha llevado a la inflación general a tasas en el entorno del 2%, algo que podría generar efectos de segunda ronda en salarios (gracias a la fortaleza del mercado de trabajo y el carácter backward looking de la negociación colectiva en Europa), con las consiguientes presiones al alza sobre precios subyacentes.

Siendo todo esto así, no es de extrañar que en su reunión de junio el BCE pusiera fecha al final del QE (diciembre). Al mismo tiempo, y para mantener anclados los tipos a corto, el BCE acompañó esa decisión de un refuerzo de su forward guidance de tipos. En concreto, señaló que no espera subirlos al menos hasta después del verano de 2019. En un mundo normal, un entorno macro favorable, un BCE tan prudente y la creciente evidencia de presiones al alza en precios y salarios deberían llevar a un movimiento significativo al alza de los tipos a largo plazo, algo que nosotros esperamos para los próximos meses.

La inflación subyacente debería repuntar



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

Pese al ruido político, las perspectivas macro siguen siendo positivas

Pese a los ruidos de corte político, los datos macro más recientes siguen siendo favorables y continúan apuntando a crecimientos anualizados sólo ligeramente por debajo del 3% en el segundo trimestre: el empleo sigue creciendo con fuerza; los datos de confianza se mantienen en niveles elevados; 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.

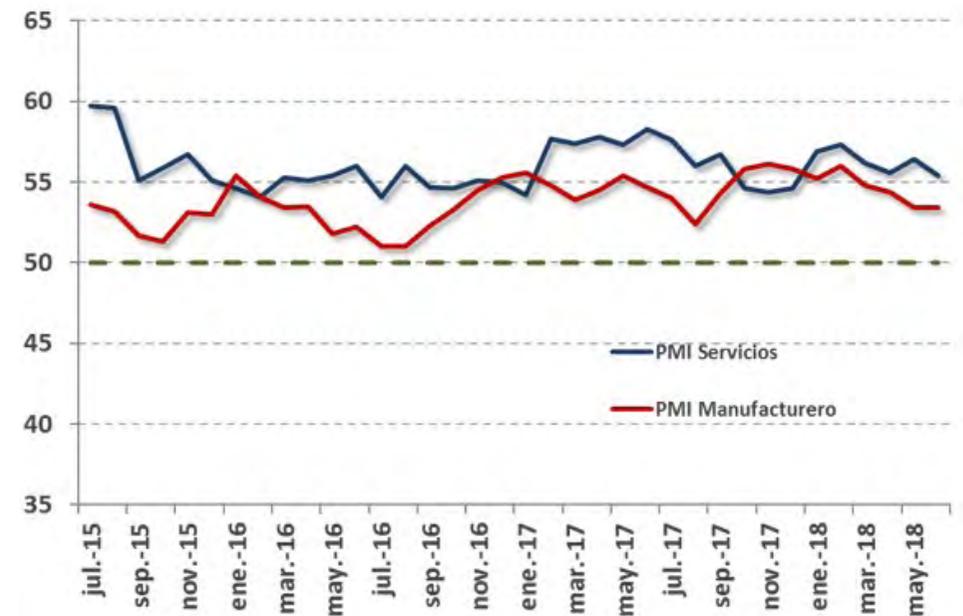
Mirando hacia adelante, y siempre que la situación en Cataluña permanezca bajo control (claramente el escenario más probable), creemos que el país está en disposición de seguir beneficiándose de importantes vientos de cola:

fuertes ajustes de competitividad de los últimos años; mejora en la situación de balance de familias y empresas; buena situación de la economía global; y de unos extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Así las cosas, creemos que la expansión de la actividad pueda alcanzar tasas en el entorno del 3% en 2018. Este crecimiento se verá también favorecido por el hecho de que, durante el presente ejercicio, la política fiscal va a ser ligeramente expansiva (algo que, como veremos más adelante, resulta en todo caso peligroso desde una perspectiva de largo plazo).

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

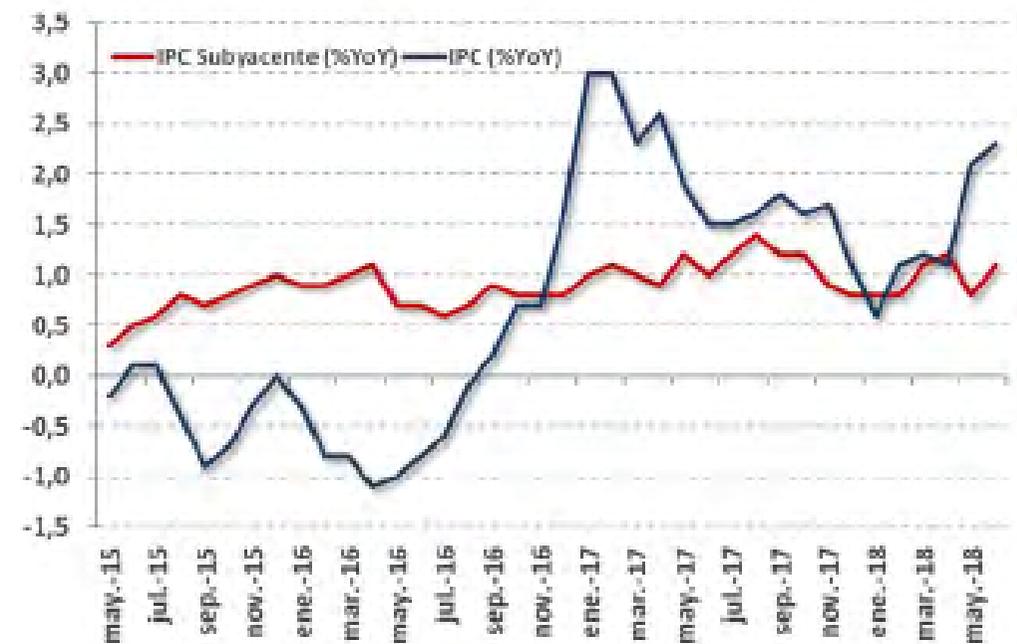
La alta deuda y el bajo crecimiento potencial, principales retos a medio plazo

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 (ya empieza de hecho a haber señales tentativamente positivas en ambos frentes).

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...); para mantener bajo control nuestra alta deuda externa neta; y para 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 y continúe mostrando compromiso con la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. En este campo, sin embargo, las noticias de los últimos meses no son especialmente positivas. En primer lugar, se ha aprobado un aumento de pensiones que no viene acompañado de una estrategia de financiación razonable, lo que puede llegar a poner en duda la credibilidad del sistema. En segundo lugar, durante 2018 vamos a asistir a una política fiscal ligeramente expansiva, con lo que perdemos la oportunidad de aprovechar el buen momento macro para reducir más rápidamente nuestro todavía elevado déficit público.

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reino Unido

La economía aguanta pese a los ruidos creados por la negociación del Brexit

La información macro reciente muestra una economía que, si bien no se está aprovechando de la buena situación económica global, sí está logrando aguantar razonablemente bien (los datos de creación de empleo están siendo especialmente alentadores).

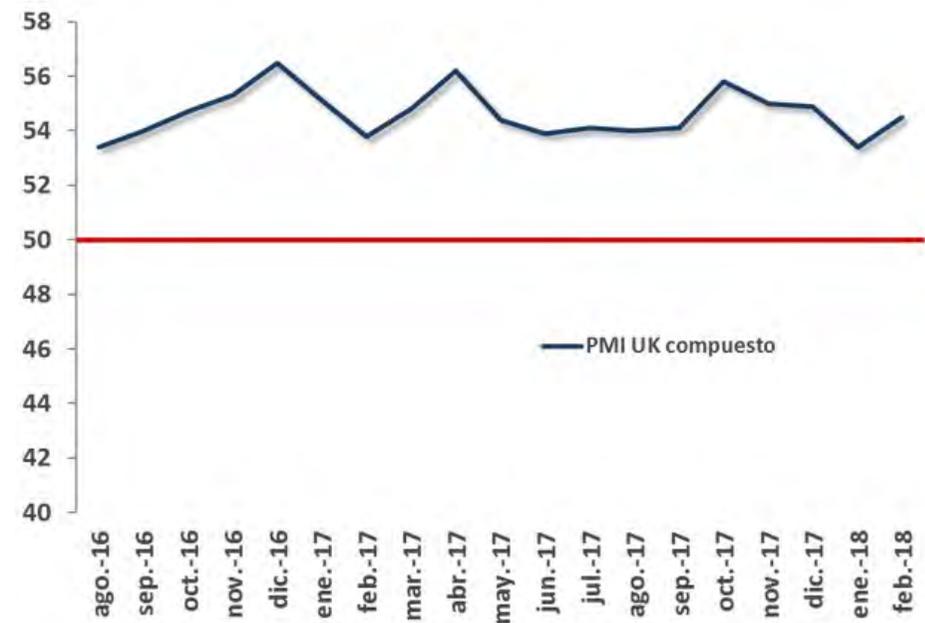
De cara a lo que puede ser la actividad económica en los próximos trimestres, y tras una primera parte del año afectada por la climatología, hay que tener en cuenta factores como los siguientes: en el lado negativo, es probable que la inversión empresarial siga viéndose perjudicada por la falta de claridad 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 ha visto afectado por la incertidumbre y por la inflación importada. Pero, en un contexto de output gap cero y de sólida creación de empleo, lo razonable es esperar un comportamiento progresivamente más dinámico de los salarios (de hecho, ya hay señales de repunte en el período reciente, con unos salarios que ya crecen por encima de la inflación).

Esto, lógicamente, contribuirá a sostener el consumo privado.

Dados los bajos niveles de capacidad ociosa y las mejores señales tanto de salarios como de precios subyacentes, creemos que el BOE optará por subir los tipos en agosto (en la reunión de junio ya hubo tres votos a favor de una subida inmediata).

Desde una perspectiva de medio plazo, y pese a los ruidos creados por la negociación entorno al Brexit, creemos que los escenarios más disruptivos terminarán no materializándose. 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 como país de atraer inmigración cualificada... Así las cosas, sería muy positivo que el gobierno británico acabe decidiendo mantener al RU dentro de una unión aduanera con la UE.

Datos macro moderadamente positivos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Japón

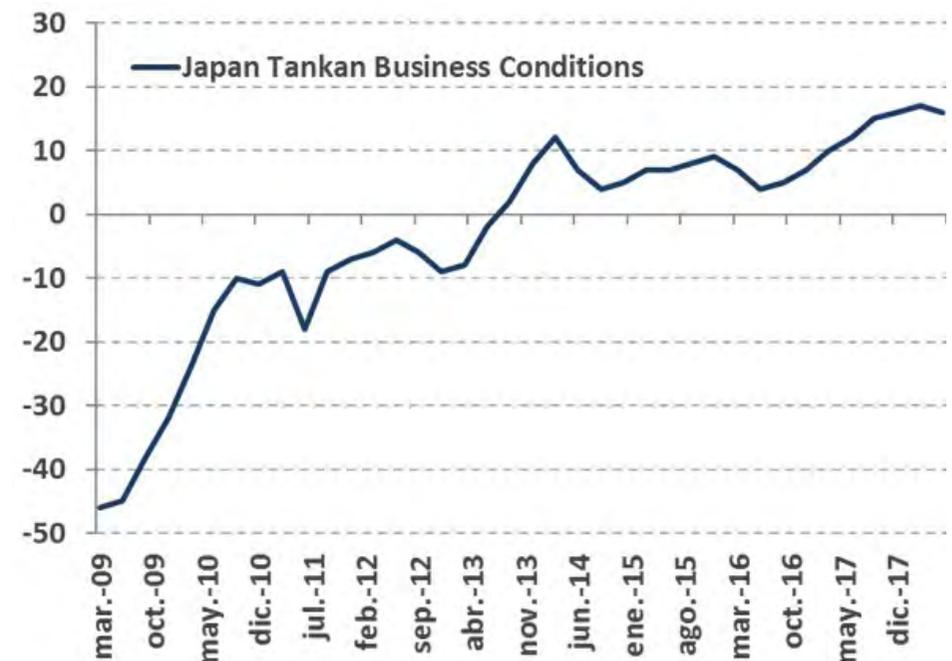
La economía japonesa muestra perspectivas favorables

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 se vio obligado a hacer no mucho a poner 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 0,75-1% 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.

Dicho lo anterior, lo más probable es que el débil dato de PIB del Q1 fuera sólo un respiro después de muchos trimestres de crecimiento promedio muy por encima del potencial. De hecho, las perspectivas para el conjunto del año continúa siendo positivas. En primer lugar, porque los datos macro más recientes son compatibles a repunte de la actividad en el período

reciente (comportamiento razonable de los índices de confianza; repunte de la inversión corporativa, en un contexto de crecientes presiones de capacidad; buen tono de los PMIs; evolución positiva de exportaciones y de la producción industrial; 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 segundo 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; en sentido contrario, es cierto que la inmigración podría continuar siendo un factor de aumento de la fuerza laboral). En este contexto, las perspectivas para el consumo privado son relativamente favorables.

Datos macro recientes positivos



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 muy lejos, un mercado de trabajo en pleno empleo (tasa de paro del 2,2%; ratio jobs/applicants de 1,60; output gap positivo) y un crecimiento por encima del potencial deberían favorecer un mejor comportamiento de los salarios y, con ello, un repunte progresivo de la inflación (las señales relativas a ambos frentes vienen ya siendo algo más positivas en los últimos meses).

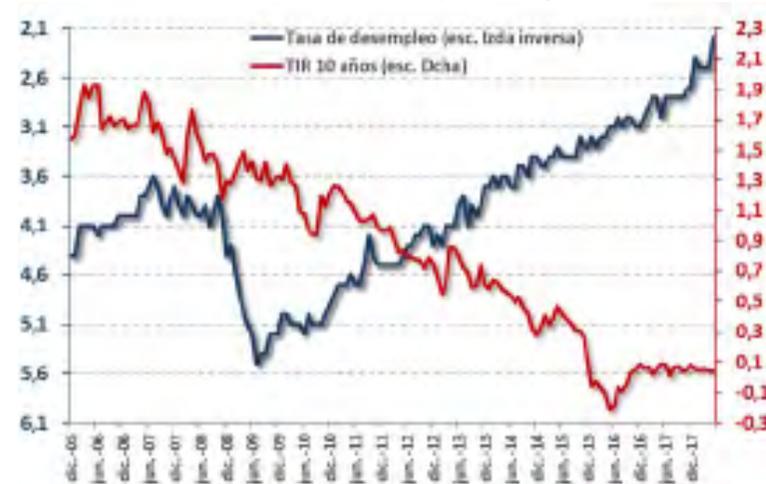
El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un overshooting duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

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 continuará siendo muy expansiva y contribuirá a generar presiones inflacionistas durante los próximos trimestres.

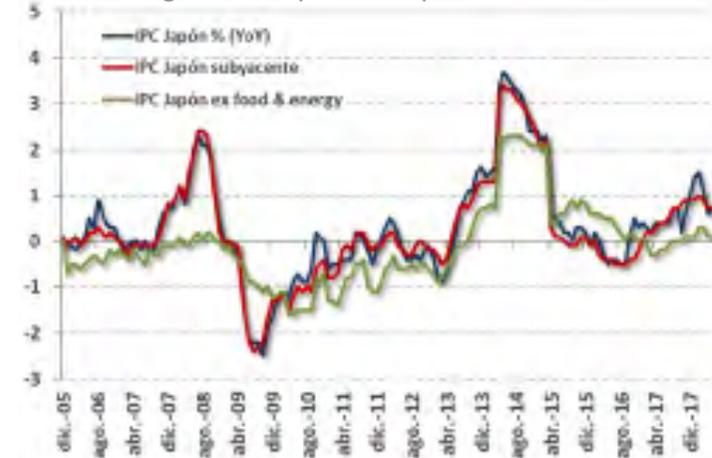
Además de generar inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo el país debe favorecer la inmigración (se ven ya progresos en ese sentido) y debe reducir la dualidad en el mercado de trabajo. También se deben tomar medidas adicionales para promover 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

A pesar de las amenazas de Trump, riesgos escasos de desaceleración abrupta

La economía china se mantuvo sólida en la primera mitad de 2018:

el consumo privado goza de buenos fundamentos, en un contexto de mercado de trabajo fuerte, de salarios al alza y de altos niveles de confianza; las exportaciones se benefician la buena marcha de la economía mundial; tanto el sector servicios como las manufacturas de mayor contenido tecnológico presentan perspectivas favorables; los avances ya logrados en cuanto a la reducción de capacidad de sectores tradicionales con problemas de sobreoferta reduce la presión a la baja sobre la actividad económica y podría compensar un potencial menor pulso tanto del sector de la construcción como de la inversión en infraestructuras; la baja inflación otorga margen de actuación al PBOC; la política fiscal continúa siendo moderadamente expansiva...

Esta relativa fortaleza económica otorga margen al país para enfrentarse a las amenazas comerciales de Trump. Dicho esto, creemos que la estrategia de las autoridades chinas en política comercial seguirá basada en dos pilares.

El primero, en responder a los aranceles americanos para no dar señal de debilidad pero evitando al mismo tiempo dar la imagen de que quieren escalar el conflicto. El segundo, en seguir dando pasos (entre otras cosas porque les conviene en su estadio actual de desarrollo económico) hacia una mayor apertura comercial, una mejor protección de la propiedad intelectual y un tratamiento más simétrico de la inversión extranjera directa.

En la medida en que es innegable que un escenario de guerra comercial supone un riesgo para China, es muy posible que la política económica en los próximos trimestres ponga todavía más énfasis en la necesidad de combinar la reducción de los riesgos financieros con la aprobación de medidas de apoyo que garanticen un pulso suficiente de la actividad económica. La rebaja del coeficiente de reserva decidido en la última parte de junio es un buen ejemplo en este sentido.

Así las cosas, seguimos pensando que los riesgos de desaceleración abrupta en China a corto plazo son muy reducidos.

La situación económica es saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El yuan se ha depreciado un poco pero los riesgos de salidas de capital son bajos

Las autoridades chinas, con buen criterio, han dejado durante las últimas semanas que el yuan se deprecie un tanto contra el dólar.

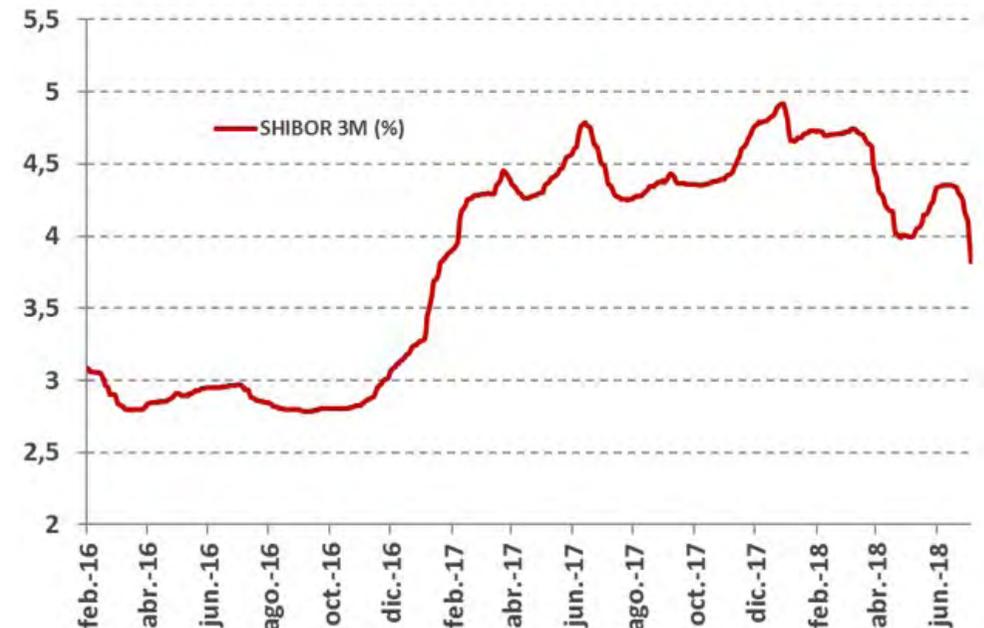
Es una buena forma de reducir el impacto de los aranceles de Trump y de mandar un mensaje a las autoridades americanas. En todo caso, creemos que esa depreciación se mantendrá bajo control, de forma que se minimicen los riesgos de que se puedan volver a dar salidas significativas de capital. De hecho, en los primeros días de julio el PBOC reiteró su intención de mantener la cotización del yuan en niveles esencialmente estables.

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 siga teniendo lugar de un modo progresivo (evitándose de ese modo escenarios de credit crunch). China es un país acreedor neto respecto del resto del mundo y esto le otorga márgenes de actuación muy significativos. No se puede olvidar tampoco el hecho de que se viene produciendo una clara moderación en el crecimiento del crédito en los últimos meses y que, 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. Los progresos en materia de control del denominado shadow banking son también evidentes.

Condiciones financieras menos laxas que en el pasado



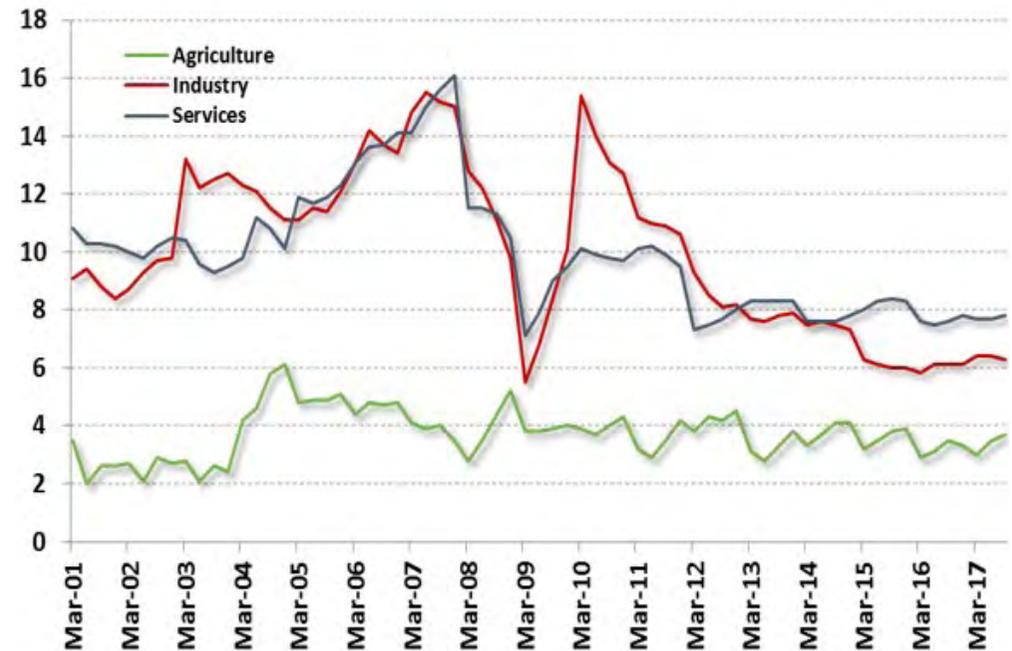
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El país debe abrir más sus mercados y mejorar la protección de la propiedad intelectual

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 teniendo en cuenta también las presiones procedentes de EEUU para lograr una mayor apertura económica en China, conviene que las autoridades de este país 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 tanto para la iniciativa privada en general como para las empresas extranjeras en particular (reducción de aranceles; reducción de restricciones a la inversión extranjera directa; mayor protección de los derechos de propiedad intelectual)... Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, se debe seguir promocionando el desarrollo del capital humano y el gasto en investigación e innovación tecnológica.

Recomposición del modelo de crecimiento



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



Países Emergentes - India

Pese al encarecimiento del crudo, la situación económica

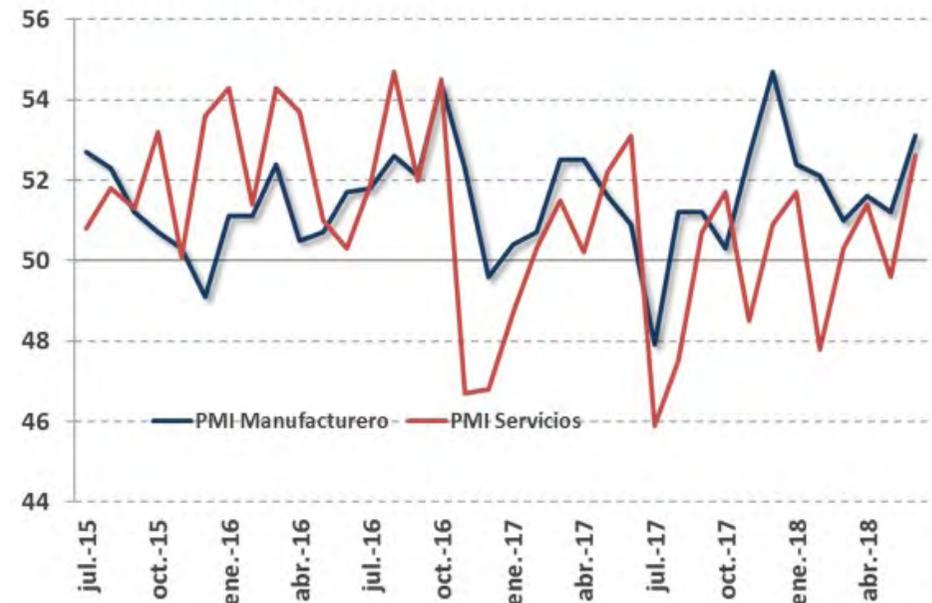
El crecimiento en India ha vuelto a situarse claramente por encima del 7% y las perspectivas para los próximos trimestres son también razonablemente positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructuras continúa siendo dinámica; las exportaciones y la producción manufacturera se benefician de la fortaleza económica global; el sector agrícola también está fuerte, el crédito ha repuntado, el PMI manufacturero da mejores señales... Además, y después de un largo período de debilidad por la hasta hace poco baja utilización de la capacidad productiva y por 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). En sentido negativo, es obvio que un crudo más caro no es buena noticia para India. En todo caso, su evolución hasta ahora no parece suficiente como para impactar decisivamente en la macro del país, con un déficit por cuenta corriente bajo control.

En el lado fiscal, y en un contexto de déficit público relativamente elevado, sería importante que el gobierno sepa encontrar (como hasta ahora está siendo el caso) un cierto equilibrio entre impulsar el crecimiento, atender las necesidades sociales y garantizar una senda sostenible para la deuda en el medio y largo plazo. En un contexto de recuperación del precio del crudo, un grado adecuado de prudencia fiscal ayudará también a mantener el déficit por cuenta corriente bajo control. Así las cosas, el compromiso reiterado por el gobierno de garantizar un déficit del 3,2% para el presente ejercicio fiscal debe de ser bien recibido.

El banco central aumentó tipos en junio y no es descartable alguna subida adicional en los próximos meses.

Primero, porque, como se ha indicado, la economía está dando muestras de recuperación en el período más reciente (con avances en términos de cierre del output gap); segundo, porque la política fiscal se ha vuelto moderadamente expansiva; tercero, porque la inflación subyacente se sitúa claramente por encima del objetivo del 4%; cuarto, porque las expectativas de inflación son relativamente elevadas; y, quinto, porque la debilidad de la rupia supone riesgos al alza para los precios.

PMIs volátiles pero positiva situación de fondo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

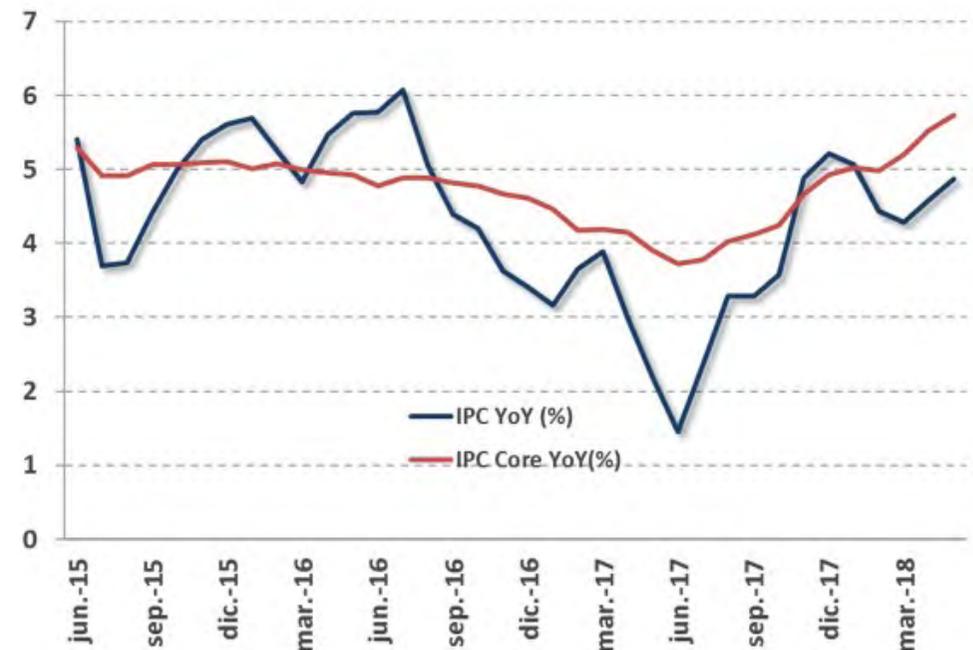
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

En el campo de las reformas, hay que destacar los progresos conseguidos en los últimos meses en la implementación del programa de recapitalización de la banca pública. 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 continúe 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 esté usando los poderes dados por el gobierno para reestructurar entidades financieras con problemas y para forzar a los bancos 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: mejora de la gobernanza de los bancos públicos (y mayores poderes de supervisión de los mismos por parte del RBI), para reducir casos de fraude como los vistos recientemente; 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 subyacente, por encima del 5%



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

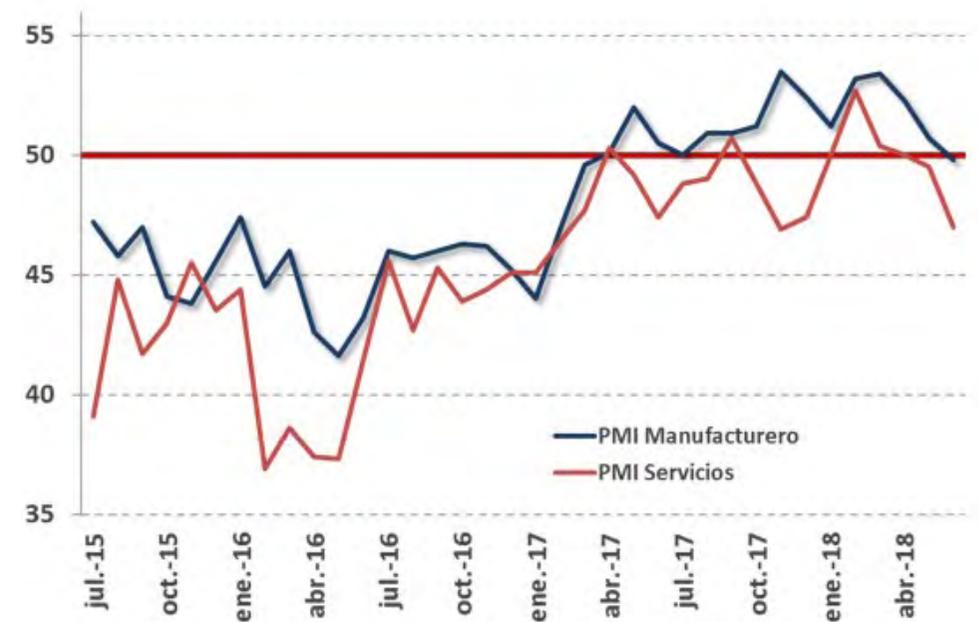
Países Emergentes - Brasil

La incertidumbre política es un factor negativo a corto plazo

Desde una perspectiva de medio plazo, el futuro de Brasil depende esencialmente de dos factores. En primer lugar, de que se logre mantener una estabilidad macro razonable (tanto fiscal como monetaria), que a su vez 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 adicionales para aumentar el crecimiento potencial.

Así, las cosas, conviene estar atento al resultado de las elecciones que se van a celebrar en el país en octubre. Una vez que se ha demostrado como imposible aprobar la reforma de las pensiones antes del proceso electoral, cobra más importancia que nunca comprobar si el pueblo brasileño va a ser capaz, o no, de optar por un gobierno comprometido con la reforma económica y con la responsabilidad en materia fiscal.

La actividad económica ha vuelto a debilitarse



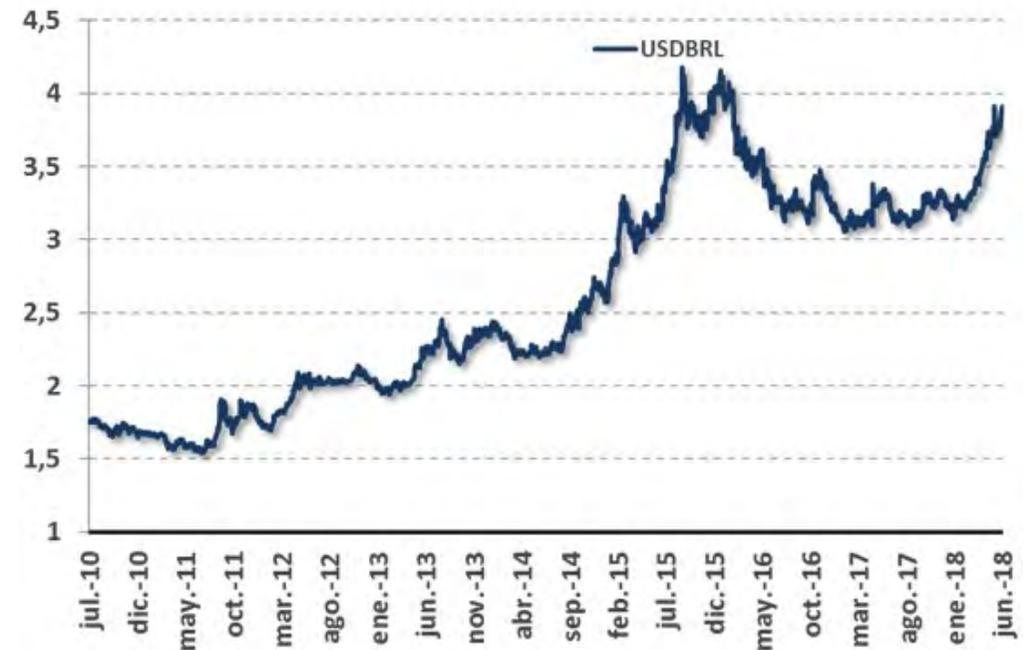
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Entre las reformas pendientes, sería especialmente importante confirmar avances en dos áreas fundamentales.

En primer lugar, 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 la importancia que tiene 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 este mismo sentido, Moody's y Fitch han declarado recientemente que la no aprobación de la citada de reforma es una mala noticia para la calidad crediticia del país).

En segundo lugar, Brasil debe continuar avanzando en el campo de las reformas estructurales, para lograr objetivos como mejorar el funcionamiento de sus mercados; reducir las cargas administrativas; hacer más eficiente la regulación financiera; simplificar el sistema impositivo; garantizar la autonomía del banco central.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La depreciación del real reduce el margen de maniobra del banco central

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.

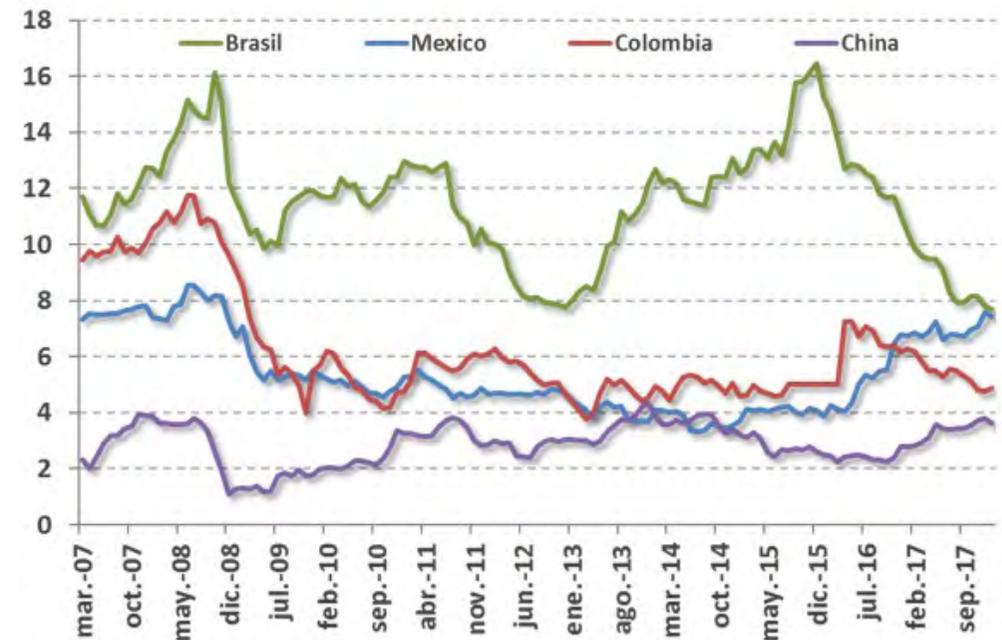
Por lo demás, la rápida caída de la inflación que se venía produciendo hasta hace muy poco tiempo permitió al banco central llevar a cabo un ciclo significativo de bajadas de los tipos de interés, lo que había a su vez generado efectos positivos sobre la actividad económica brasileña.

Sin embargo, la incertidumbre política interna y las dudas que genera la normalización de política monetaria en EEUU han contribuido en el período más reciente a meter presión a la baja tanto sobre el real como sobre la actividad económica del país.

La buena noticia para Brasil (al menos a corto plazo) es que este entorno más incierto se produce en un contexto de inflación controlada (aunque repuntando un tanto por el encarecimiento de la energía, la huelga de camioneros y la debilidad del real) y expectativas de inflación ancladas. Esto (unido a un output gap relativamente elevado) otorga margen al banco central para no tener que reaccionar de manera exagerada ante movimientos a corto plazo en el tipo de cambio. Así las cosas, creemos que los tipos de interés se van a mantener constantes en los próximos meses.

En todo caso, y en línea con lo comentado más arriba, si el país quiere consolidar la recuperación económica es esencial que se logren avances adicionales en el proceso de reforma estructural, de control de la corrupción y de consolidación 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 ¿estructural? en los costes de financiación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque las perspectivas son relativamente favorables, la presión de las sanciones aumenta

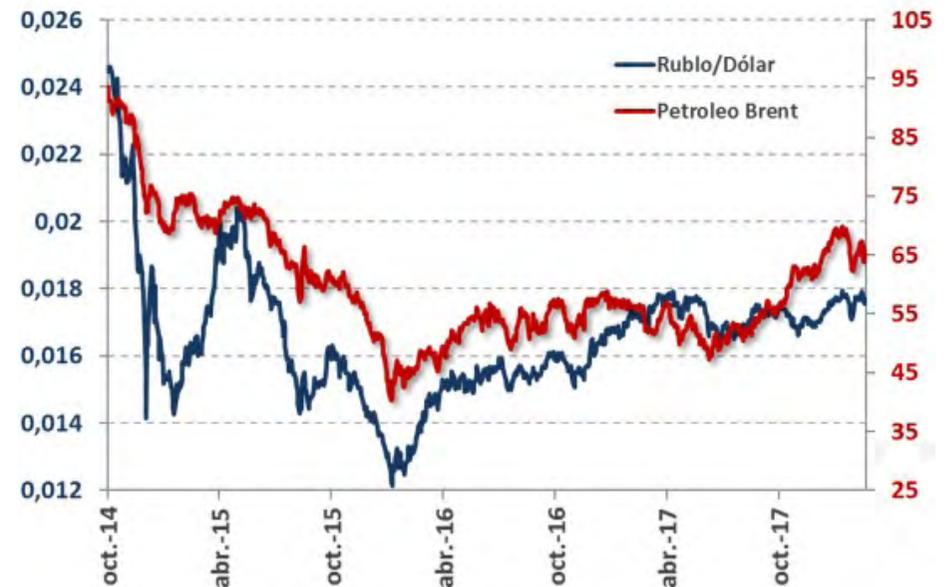
Rusia se enfrenta a retos muy significativos: las sanciones económicas seguirán impactando negativamente sobre la actividad; la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial del país y aumenta su vulnerabilidad ante fluctuaciones en el precio de las mismas; además, la reestructuración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

La economía desaceleró en la segunda mitad del pasado ejercicio y el primer trimestre de 2018 tampoco fue positivo. Aún así, la información más reciente ha mejorado y, siempre que las sanciones internacionales no vayan mucho más allá, las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente favorables: la recuperación en el precio del petróleo supone una buena noticia para el país; el consumo privado debería seguir beneficiándose 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; la producción industrial mejora... En general, la economía sigue dando muestras de ser capaz de crecer en los próximos trimestres en el entorno del 2%, en línea con el potencial.

Gracias al excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza de una renovada credibilidad en materia de estabilidad de precios. Esto permitió a la autoridad monetaria durante bastantes meses ir bajando los tipos de interés a medida que la inflación fue cayendo. Mirando hacia adelante, sin embargo, parece que el banco central optará por la estabilidad (de hecho, en la reunión de junio los tipos se mantuvieron constantes). Entre las razones que explican esta prudencia pueden citarse las siguientes: efectos potencialmente negativos de la subida de tipos en EEUU sobre los flujos de capitales a emergentes; posibles efectos sobre precios de las subidas de impuestos recientemente aprobadas por el gobierno (sobre esto se comenta algo más abajo); fuerte crecimiento de salarios; expectativas de inflación que permanecen relativamente altas.

La recuperación del precio del crudo ayuda a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las prudencia fiscal del gobierno es un factor 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 el mes de junio, el gobierno presentó planes para aumentar el IVA y para extender progresivamente la edad jubilación. Esto último es un elemento muy importante en la medida en que supone una señal adicional del que el gobierno sigue comprometido con el objetivo de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas rusas.

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 económica parece sostenida



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 135 países y trabajamos con el 71% 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

© 2018 Grant Thornton SLP Todos los derechos reservados.

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.

