



Newsletter Económico Mensual

Marzo 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

Hasta el verano de 2016, las visiones más negativas del mundo fueron lo que dominaron los mercados: previsible colapso de la economía china; recesión en EEUU a consecuencia de los problemas en el sector energético; Brexit como factor que iba a desencadenar el fin del proceso de integración en Europa; estancamiento secular, entendido como una situación de deficiencia estructural de demanda que iba a abocar al mundo a quedar atascado para siempre en un entorno de bajo crecimiento y riesgos deflacionistas. . .

A partir de ahí, todo pareció adoptar un tono más positivo: la economía global comenzó a dar muestras de aceleración y, además, lo hizo en un contexto de recuperación del comercio internacional y en el que la práctica totalidad de las economías del planeta parecía pasar a disfrutar de una situación de bonanza.

Volviéndose más optimista sobre la evolución previsible del mundo, el mercado no hacía sino constatar lo obvio: no había más que echar un vistazo rápido a los datos para confirmar que se había dejado atrás la fase de lento crecimiento (una fase, por cierto, enteramente normal en contextos de recuperación de crisis con un fuerte componente financiero y de deuda, como sin duda fue la Gran Recesión).

Así las cosas, el mercado pareció dejar a un lado el debate sobre el secular *stagnation* y pasó a descontar con fruición un escenario mucho más atractivo: el *goldilocks*. De forma muy resumida, este *goldilocks*, al que para muchos podía (y puede) añadirse el adjetivo de eterno, consiste básicamente en considerar que el mundo es capaz de crecer indefinidamente a ritmos sólidos y hacerlo además sin generar ningún tipo de presión inflacionista.

Si este escenario fuera posible, el mundo sería básicamente maravilloso: los activos riesgo deben subir porque todo va bien. Y los activos refugio, en particular los bonos públicos a largo plazo, también deben comportarse bien porque los bancos centrales nunca se verán obligados a subir los tipos de interés de un modo reseñable.

Sin embargo, quienes piensan que se puede crecer indefinidamente por encima del potencial sin presionar al alza a precios y salarios olvidan un principio económico básico: el principio de escasez. ¿Cómo aplica este principio de escasez a la situación actual de la economía global? Lo hace al menos de dos formas. Por el lado de los salarios, a medida que un país (en este caso un planeta) crece por encima del potencial, los factores de producción (sí, también el factor trabajo) tienden a volverse escasos y esto, antes o después, de forma lineal o no, acaba teniendo como efecto un comportamiento más dinámico de los salarios.

El comportamiento reciente de los salarios en EEUU o el reciente acuerdo alcanzado entre la patronal y el principal sindicado industrial alemán (IG Metal), que implica subidas salariales de cerca del 4% anual durante 2018 y 2019 son buenos ejemplos en este sentido. Lo que está sucediendo también en muchas economías de Europa del Este, que muestran una combinación evidente de caídas de desempleo y presiones al alza en precios y salarios, también puede servir de adelanto de lo que está por venir a nivel global.

En cuanto a los precios, el comportamiento reciente de éstos en EEUU también da muestras de repunte, en un contexto en que indicadores como el ISM muestran con cada vez más claridad que en muchos segmentos de la economía americana el crecimiento de la demanda comienza a superar al de la oferta (en particular, durante los últimos meses se vienen apreciando repuntes significativos en los componentes del ISM relativos a número de pedidos pendientes de ser atendidos y a cantidad de tiempo que las empresas americanas necesitan para satisfacer la demanda de sus clientes).

Hay quien dirá, llegados a este punto, que nos estamos olvidando de fenómenos importantes a la hora de estimar cuál puede ser el comportamiento previsible de la inflación en los próximos años. En particular, ¿qué pasa con el efecto Amazon? ¿qué pasa con la robotización y el progreso tecnológico? Y no les falta algo de razón a los que utilizan este tipo de argumentos.

Es obvio que, todo lo demás constante, fenómenos como el de Amazon (por la vía de presionar a la baja los márgenes de las compañías y de dotar de mayor eficiencia a las cadenas de distribución global) tiende a moderar durante un cierto tiempo el comportamiento de los precios. Y lo mismo sucede con fenómenos como la robotización y el progreso tecnológico, en la medida en que suponen reducciones significativas de costes que también pueden impactar en las decisiones de fijación de precios por parte de las compañías.

¿Qué podemos argumentar ante quienes realizan este tipo de consideraciones? Al menos dos cosas. En primer lugar, que ni el progreso tecnológico ha comenzado hoy ni Amazon es un ejemplo único en la historia. Así, por ejemplo, hay estudios que constatan que el surgimiento de lo que se dio en llamar el efecto Walmart allá por los años noventa tuvo un efecto depresivo sobre la inflación superior al que ahora puede ser atribuible al gigante tecnológico estadounidense.

En cuanto al progreso tecnológico, la cosa es aún más evidente: llevamos observando avances significativos en este campo desde la revolución industrial y, de hecho, si por algo se ha caracterizado el período reciente es por haber dado lugar a un crecimiento de la productividad (la evolución de esta variable es una de las formas de ver el éxito del progreso tecnológico) que se ha situado muy por debajo de su media histórica.

Y lo que es más importante: sea cual sea el impacto que durante un tiempo puedan tener los factores de naturaleza estructural a la hora de presionar a la baja a los precios, la influencia de los mismos no puede eliminar por completo los efectos del ya citado principio de escasez. A medida que la demanda supera la oferta (como ya está sucediendo en muchos países) y a medida también que el factor trabajo se vuelve escaso (algo que también está empezando a suceder) los precios de los bienes y servicios tienden a aumentar y los salarios que reciben los trabajadores también tienden a volverse más amplios.

Después de toda esta reflexión, citamos a continuación una serie de factores que nos hacen pensar en que durante los próximos trimestres el mercado dejará de descontar (quizás lo esté empezando a hacer ya) un escenario de goldilocks eterno y pasará a pensar más en uno de reflación global, con riesgos crecientes además de recalentamiento en algunas economías (en particular, en EEUU):

Durante 2017 la inflación subyacente en EEUU se vio presionada a la baja por factores de naturaleza temporal (por ejemplo, por caídas en los precios de las telecomunicaciones). La influencia negativa de estos one offs saldrá del cómputo interanual de la inflación en 2-3 meses y eso presionará al alza a la inflación.

Si el crudo se mantiene en sus niveles actuales de precio, el efecto base positivo del crudo sobre la inflación general americana será muy relevante de aquí a mediados del presente ejercicio.

La debilidad del dólar también contribuirá a generar presiones inflacionistas adicionales.

La política fiscal en EEUU se ha vuelto muy expansiva e inadecuadamente procíclica: esto presionará al alza a la demanda agregada y aumentará los riesgos de recalentamiento de la economía americana en los próximos trimestres.

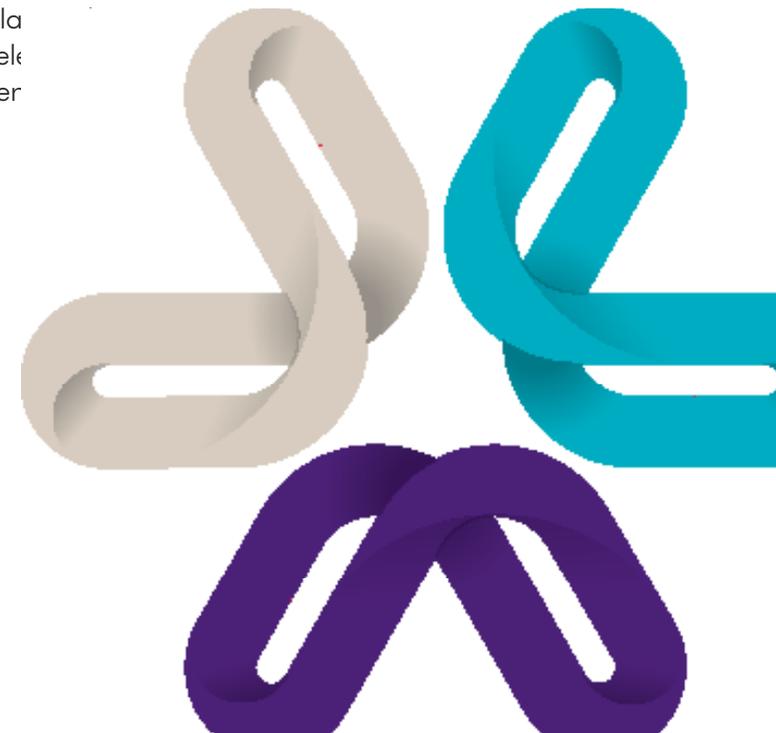
Aunque creemos que seguirá siendo prudente a la hora de subir tipos, un contexto como el comentado obligará a la Fed a ir adoptando un tono más hawkish (tanto para contener las presiones inflacionistas como para evitar una depreciación excesiva del dólar ante las dudas que, sobre la sostenibilidad de la deuda, puede empezar a generar en algún momento el previsible fuerte aumento que va a experimentar el déficit público en EEUU).

Aunque en la Eurozona no esperamos a corto plazo sorpresas positivas en la inflación similares a las que son previsibles para EEUU, resulta evidente que el BCE ha comprendido que la situación macro en nuestro continente es muy positiva y que esto le obligará

a comenzar a anunciar el fin de su programa de compras de activos y a adaptar su forward guidance de tipos de interés. No es razonable pensar que el BCE va a mantener constante su política monetaria en un contexto en que el paro en el conjunto del Área euro puede situarse por debajo de su valor de equilibrio a estas alturas del año que viene.

La creciente escasez del factor trabajo está dando ya lugar en varios países a un comportamiento más dinámico de la inversión y, en general, a una evolución más positiva de la productividad. Esto son buenas noticias para el crecimiento potencial pero es evidente que una revisión al alza de éste (algo que es previsible) llevará acompañada una revisión también hacia arriba de los tipos reales de equilibrio (r^*). La menor aversión al riesgo también presiona al alza al r^* .

A modo de conclusión, parece difícil pensar que el paso de una situación en la que el mercado descuenta un escenario de *goldilocks* eterno a otra en la que se empieza a hablar en reflación o incluso de riesgos de recalentamiento no vaya a tener efectos relevantes sobre el comportamiento de los tipos a largo plazo. Nosotros pensamos más bien que los movimientos al alza en tipos a largo plazo que hemos visto en las últimas semanas son sólo el comienzo de un movimiento que, quizás con idas y venidas, debe llevar a unos tipos de interés a la considerablemente más alta que los todavía hoy existen en el mercado.



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 etc.

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, boyante



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).

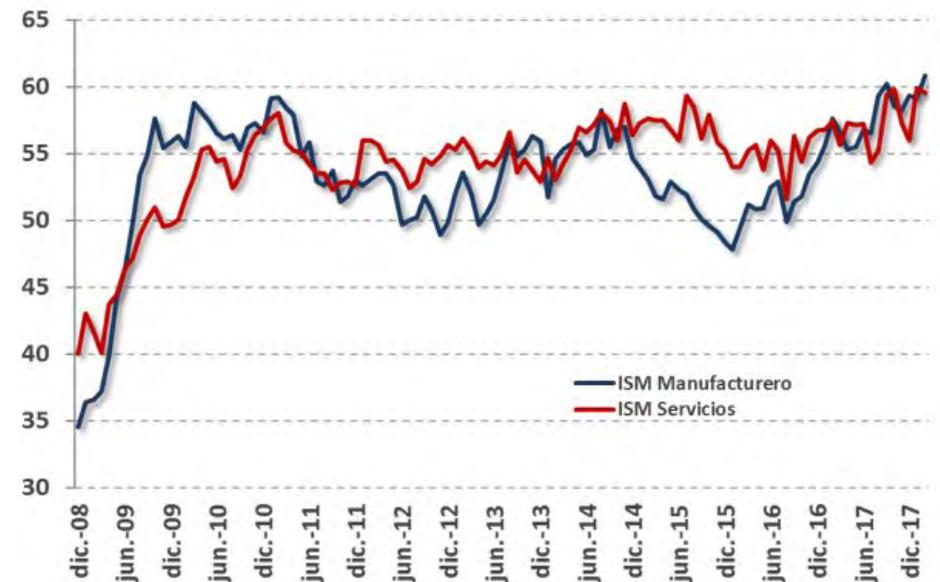
La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional deberían favorecer un cierto dinamismo de las exportaciones. Éstas, además, se verán reforzadas por la recuperación del sector energético ante el mejor comportamiento del precio del crudo.

A la luz de todo lo anterior (y aún sin tener en cuenta los efectos de una política fiscal que se ha vuelto significativamente procíclica), **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

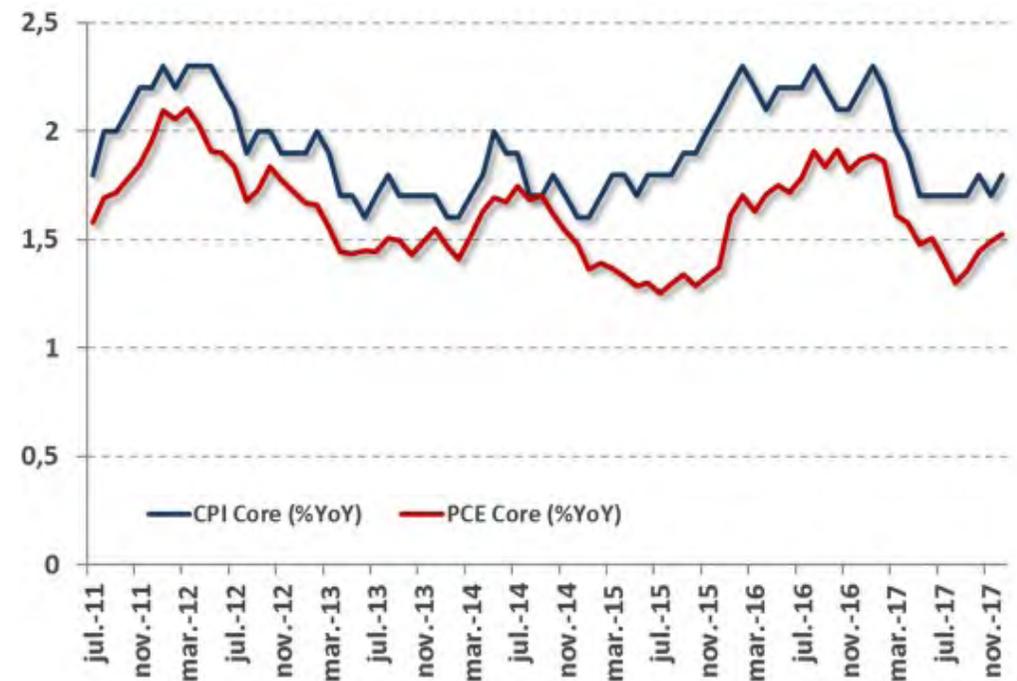
Los datos de inflación subyacente en el período más reciente han venido sorprendiendo al alza y confirman que lo que se vivió en la primera parte de 2017 fue probablemente el producto de factores meramente temporales.

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 ya mencionada rebaja impositiva aprobada en diciembre ejercerá presiones adicionales sobre la inflación en 2018, como también lo hará el importante aumento de gasto público aprobado para este ejercicio y para el próximo por parte del Congreso y Senado americanos.

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 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, no es de extrañar que las últimas actas de la Fed enfatizaran la intención de seguir subiendo los tipos de interés.

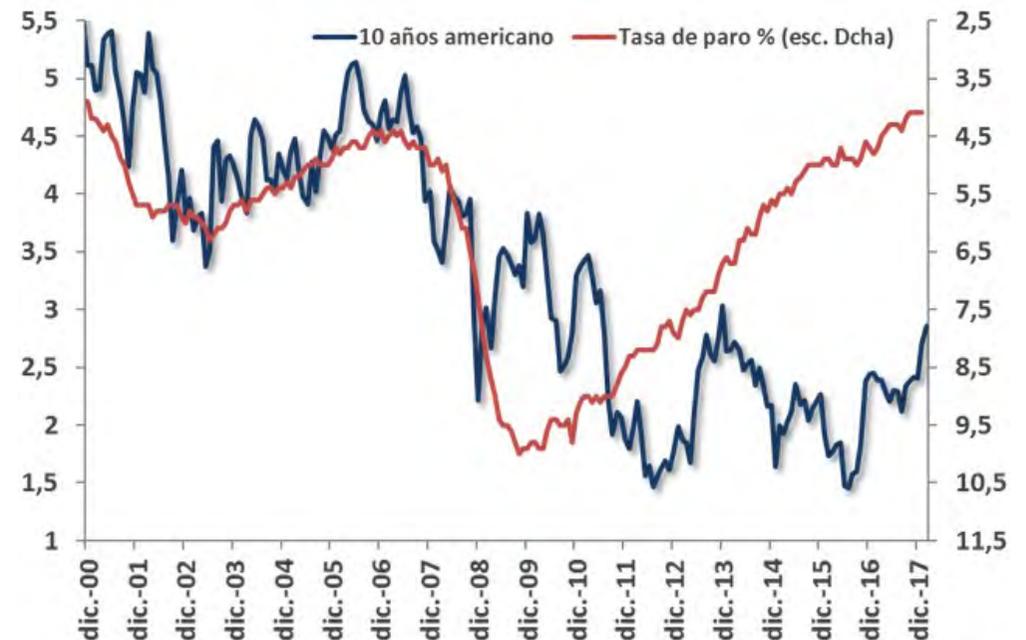
También es potencialmente relevante la mención que se hizo en las actas a la posibilidad de revisar en el futuro las estimaciones sobre el tipo de interés real de equilibrio (r^*). Nosotros, de hecho, creemos que empieza a haber razones importantes para que este tipo sea revisado alza: aceleración de la economía hasta tasas de crecimiento en el entorno del 3%; estímulos fiscales significativos; mejora del entorno internacional; debilidad del dólar; síntomas de reducción en la aversión al riesgo por parte de los agentes económicos... Además de todo lo anterior, la previsible aceleración de la productividad en los próximos trimestres (en un contexto de recuperación de la inversión y de escasez del 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 reflación 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



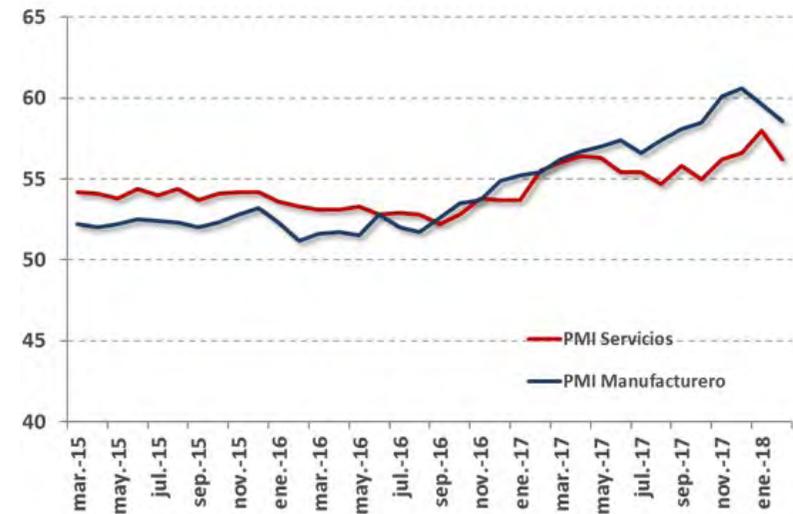
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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.

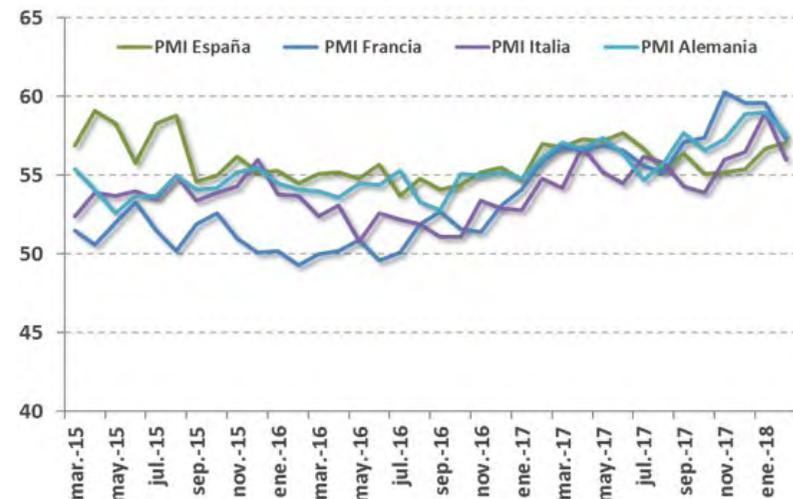
En contraste con este escenario macro tan positivo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo. En todo caso, incluso aquí las noticias recientes han venido siendo relativamente alentadoras: ya hay acuerdo para comenzar las negociaciones 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).

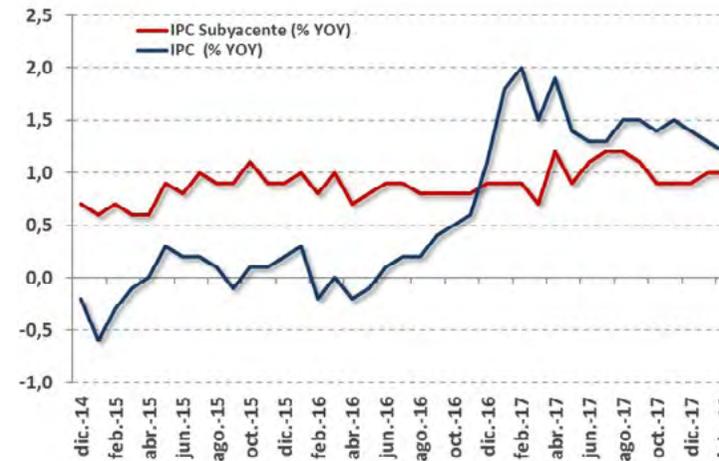
En el caso de Alemania, el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área.

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 muestras de aceleración.

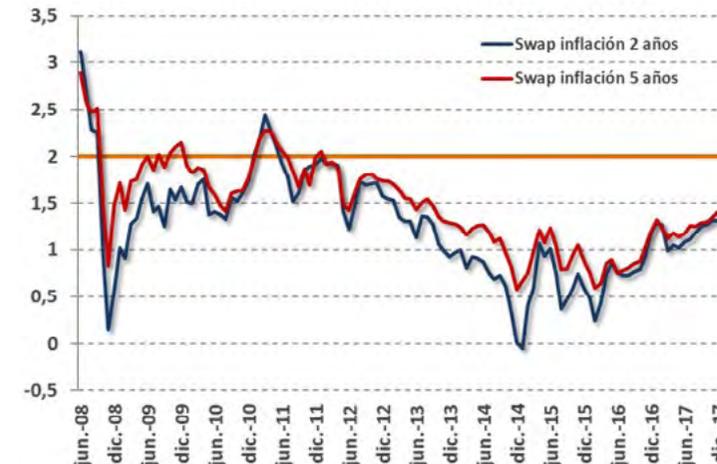
Siendo todo esto así, creemos que hay razones para pensar que el BCE irá adoptando un tono progresivamente más hawkish en los próximos meses.

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.

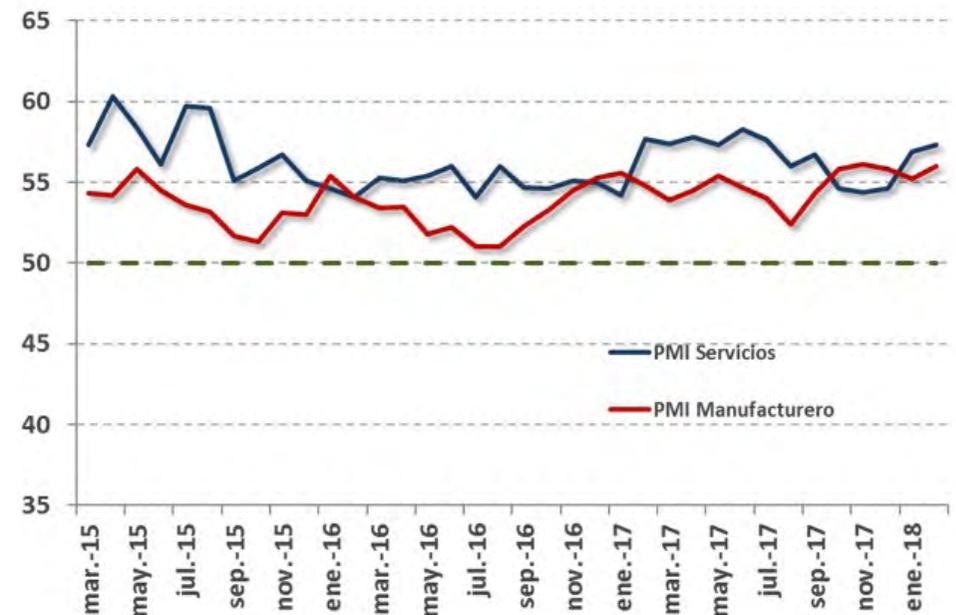
Los datos macro más recientes siguen siendo favorables y apuntan sólo a una muy ligera desaceleración: el empleo sigue creciendo con fuerza;

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

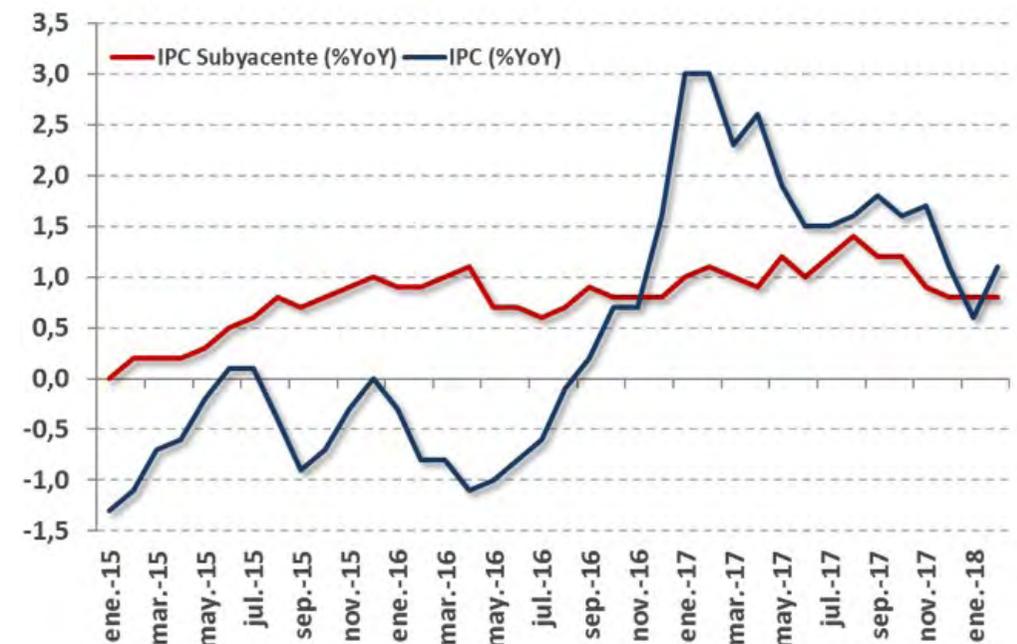
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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

La probable aprobación de un período transitorio reduce riesgos a corto plazo

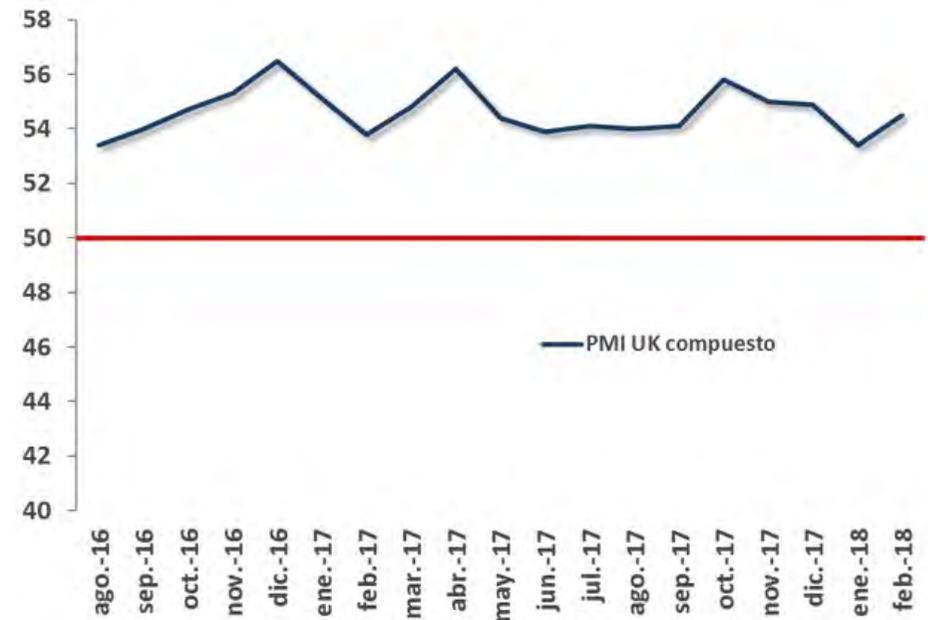
A corto plazo, la probable aprobación de un período transitorio que mantenga el status quo reduce los riesgos de ruido a corto plazo. En todo caso, sigue siendo cierto que los problemas de largo plazo para el RU asociados al Brexit permanecen: acceso más difícil a uno de los principales mercados del 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 del todo 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.

El BOE reacciona al comportamiento macro mejor de lo esperado y a los muy bajos niveles de capacidad ociosa en el RU: en su reunión de febrero, el banco central revisa al alza previsiones de crecimiento e inflación y anuncia que es muy posible que los tipos de interés tengan que subir algo más rápido de lo que se pensaba en reuniones precedentes.

Los datos más recientes han sorprendido al alza



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Japón

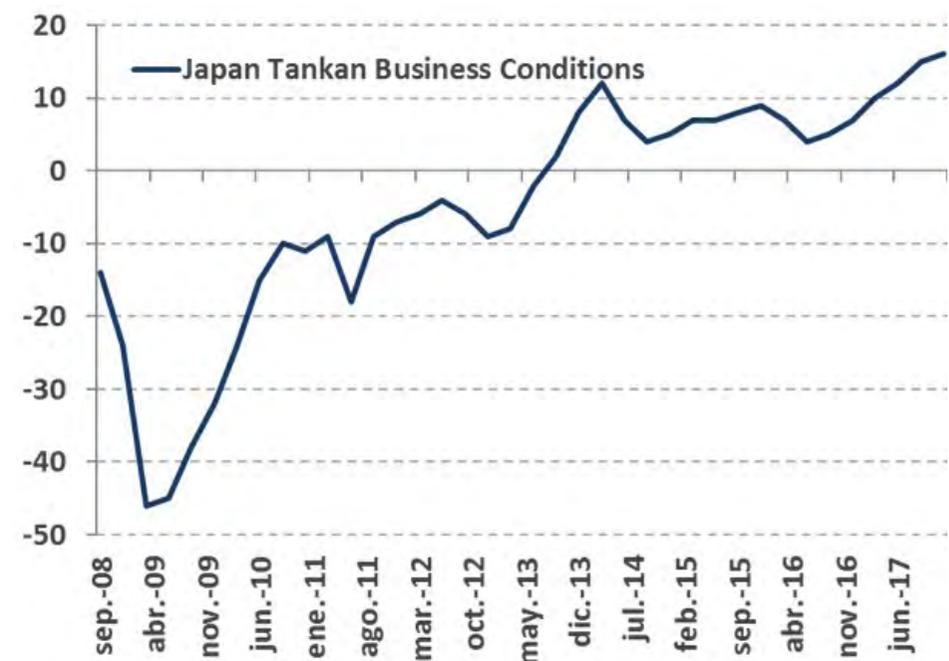
La economía japonesa crece muy por encima del potencial y está en pleno empleo

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.

El dato de PIB de cuarto trimestre fue peor de lo previsto pero se debió sobre todo a una aportación negativa de inventarios. La situación macro actual es de hecho 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 (comportamiento razonable de los índices de confianza; repunte de la inversión corporativa; buen tono de los PMIs; consumo privado que debería seguir sostenido; evolución positiva de 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 2,4%; 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 y, con ello, un repunte progresivo de la inflación** (ya empieza a haber señales positivas en ambos frentes).

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 continuará siendo muy expansiva y contribuirá a generar presiones inflacionistas durante el presente ejercicio.

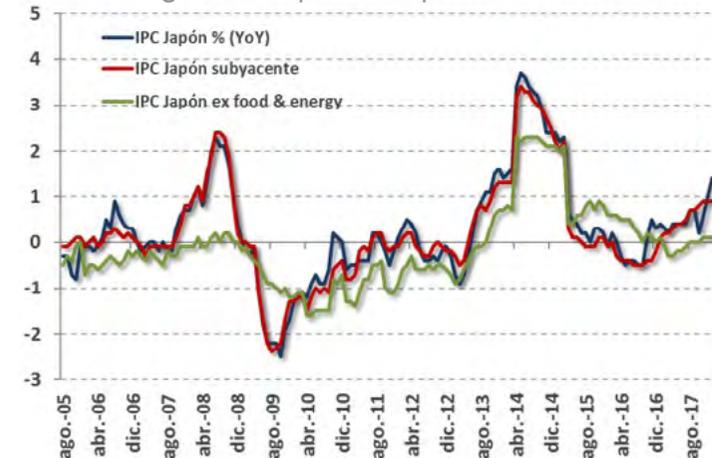
Además de generar inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo el país debe favorecer la inmigración (se ven ya progresos en ese sentido) y debe reducir la dualidad en el mercado de trabajo. También se deben tomar medidas adicionales para promover 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, incluyendo un mayor control del *shadow banking*; para reducir los excesos de capacidad en ciertos sectores industriales; para contener los precios inmobiliarios; para mejorar la calidad medioambiental; para promover la inversión extranjera directa en China; para reducir el uso fraudulento de PPPs como vía de ocultamiento del déficit público por parte de los gobiernos locales (a cambio, y para reducir la presión recaudatoria sobre éstos, el gobierno central se ha ofrecido a cofinanciar ciertos servicios públicos básicos); 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 venido favoreciendo 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.

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.

La situación económica es muy saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

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; 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).

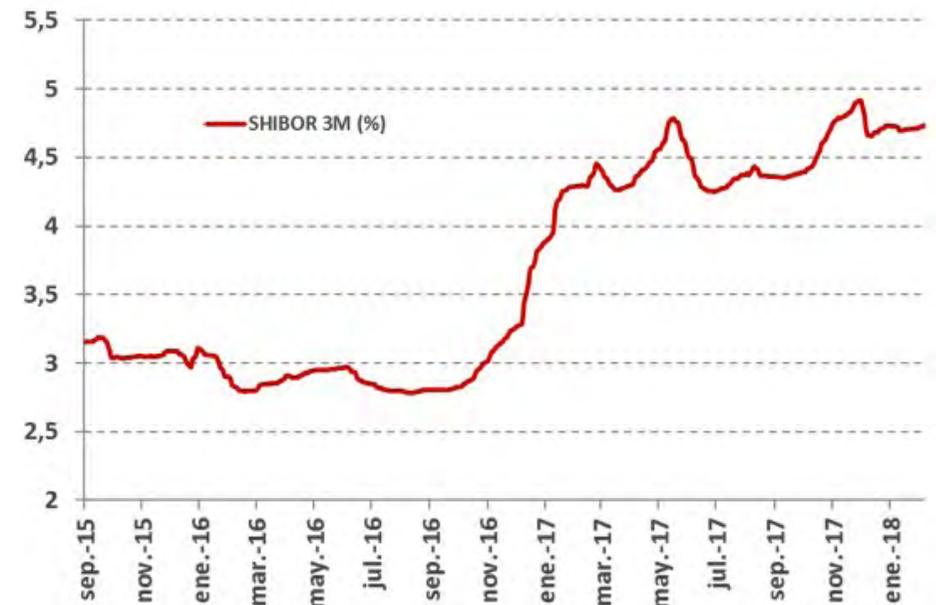
La fortaleza del yuan elimina una fuente de incertidumbre y fomenta las entradas de capital

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

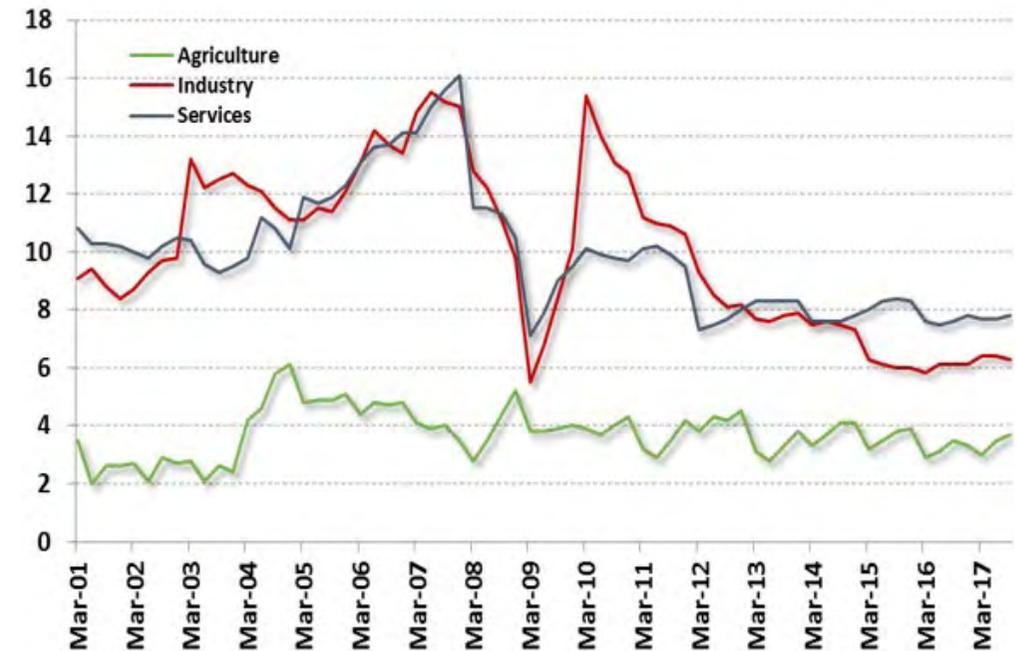
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

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 aumentar 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 lograr que 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

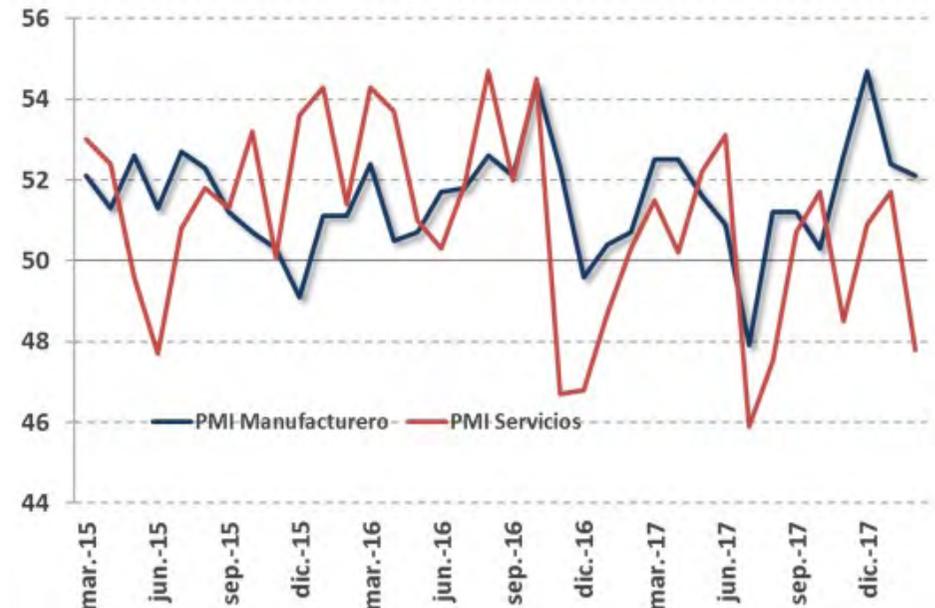
La economía india está acelerando de nuevo

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), el crecimiento del PIB entre octubre y diciembre fue del 7,2% interanual. Por lo demás, las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructuras 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 repunta... 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).

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

El banco central mantendrá una actitud prudente. Para los próximos meses, nosotros esperamos estabilidad en tipos. Posteriormente, los movimientos serán probablemente al alza. ¿Por qué? En primer lugar, porque, como se ha indicado, la economía está dando muestras de recuperación en el período más reciente; en segundo lugar, porque la política fiscal va a ser moderadamente expansiva; en tercer lugar, porque la inflación ha venido repuntando en el período reciente y se hace precisa una actitud creíble del banco central para anclar las expectativas de precios.

La economía ha venido mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

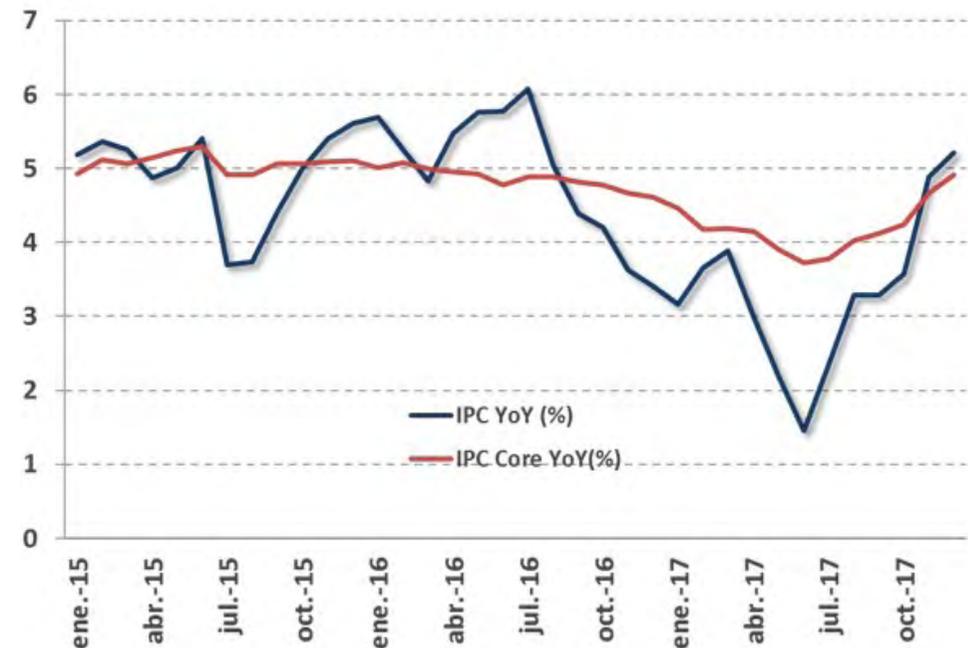
En el campo de las reformas, la principal novedad en el período reciente ha sido el anuncio de un programa de recapitalización de la banca pública más ambicioso de lo que hasta la fecha se había venido anunciando. Se trata de un paso importante, que ayudará a dar estabilidad al sistema financiero indio 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: mejora de la gobernanza de los bancos públicos, 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 tiende a repuntar otra vez



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

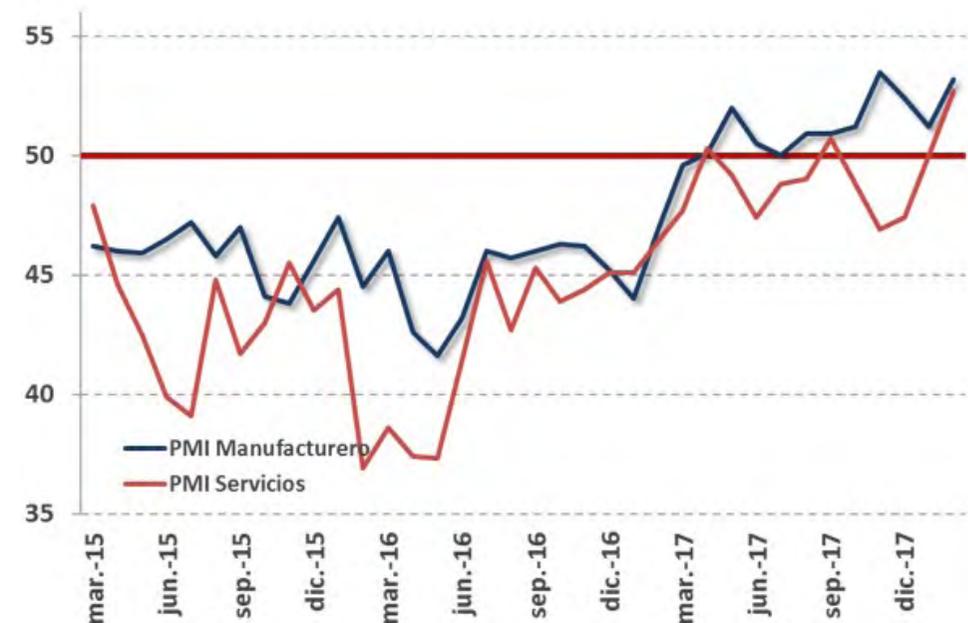
Países Emergentes - Brasil

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, conviene estar atento al resultado de las elecciones que se van a celebrar en el país. 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 da muestras de mejora

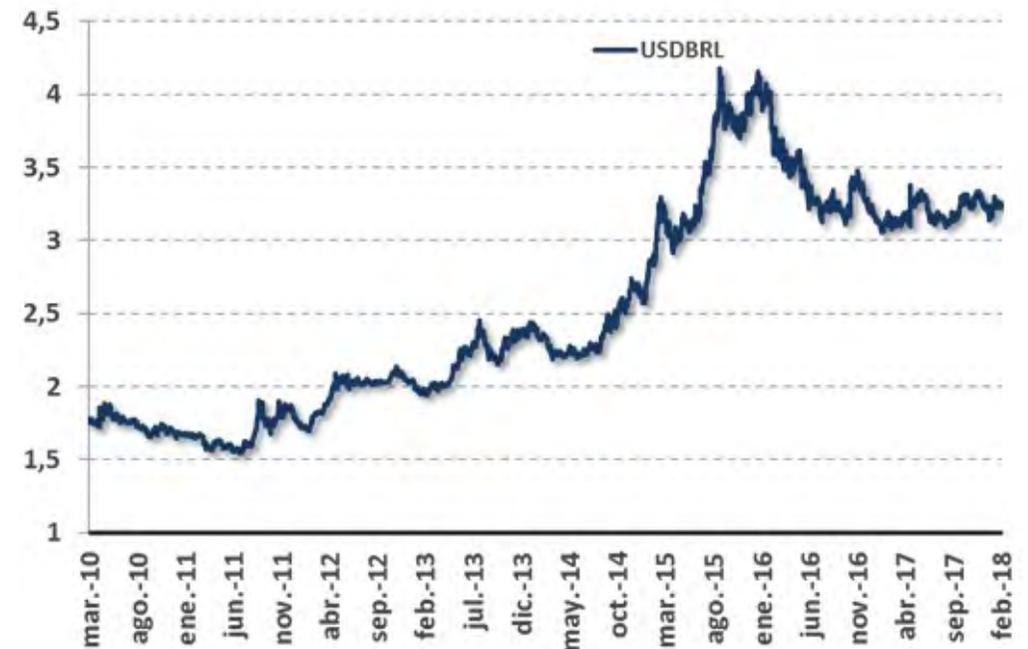


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 ha 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, tendentes a mejorar el funcionamiento de sus mercados; reducir las cargas administrativas; mejorar 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 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.

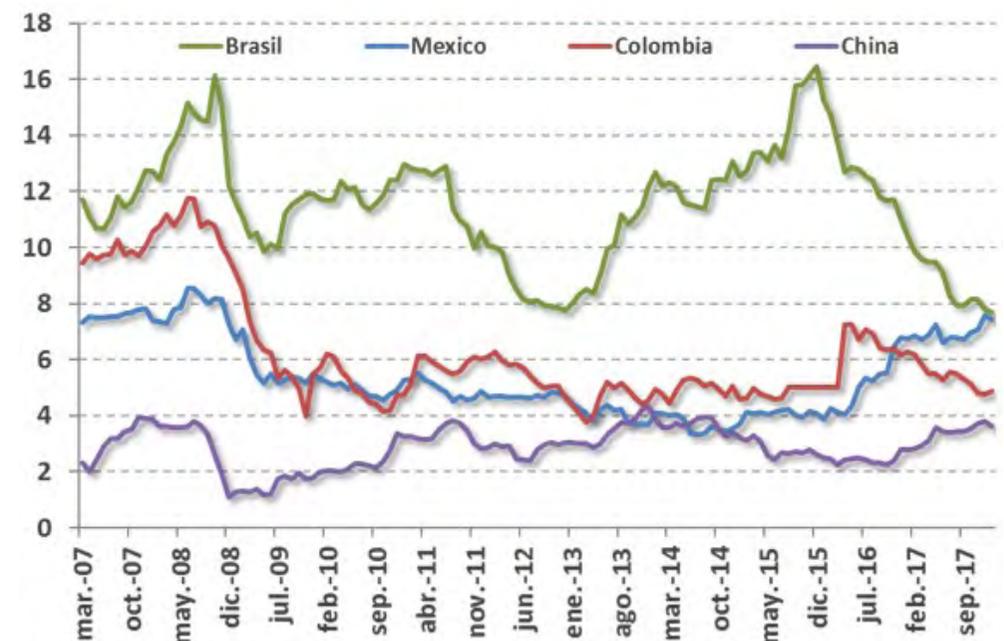
Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya ha venido aprovechando los signos de debilidad económica y de rápida moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida. De cara a los próximos meses, nuevas bajadas de tipos son bastante probables.

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 y los PMIs 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

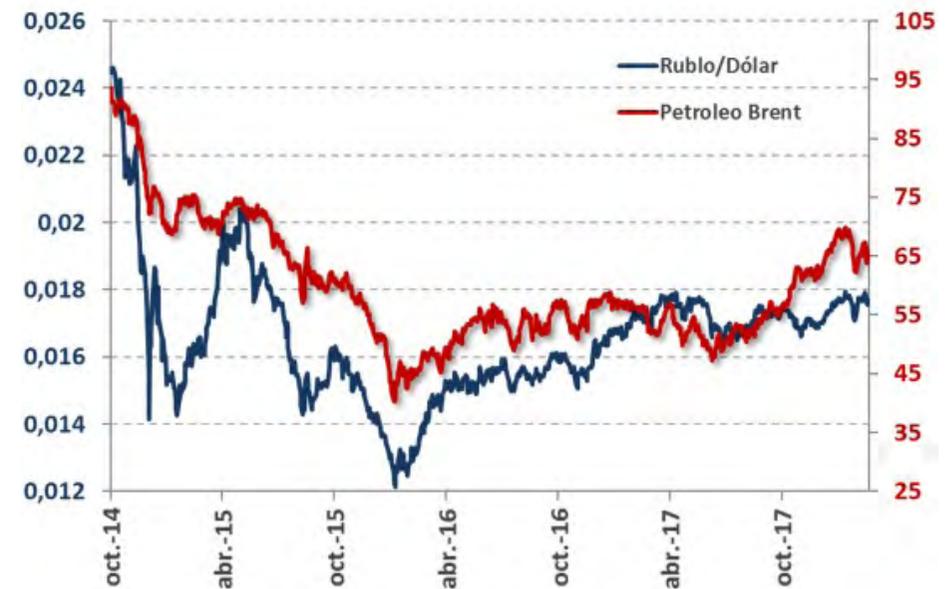
Rusia se enfrenta todavía a retos significativos: las sanciones económicas seguirán impactando negativamente sobre la actividad; la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial del país y aumenta su vulnerabilidad ante fluctuaciones en el precio de las mismas; por lo demás, 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 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; los PMIs vuelven a repuntar... 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 (en la reunión de febrero el tipo se redujo otra vez, en este caso 25pb). Mirando hacia adelante, creemos que veremos nuevas bajadas de tipos (de forma que la política monetaria tienda a volverse neutral). De hecho, resulta evidente que el banco central está adoptando un tono progresivamente más dovish y que esto podría llevar a rebajas de tipos más rápidas de lo que se preveía. Aún así, creemos que el hecho de que la inflación vaya a tender a repuntar un tanto en los próximos meses es un factor que hará que el banco central siga mostrándose prudente.

La recuperación del precio del crudo ayuda a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las agencias de rating premian prudencia fiscal del gobierno

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 febrero, S&P subió el rating de la deuda pública rusa a grado de inversión.

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 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 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

© 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.

