



Newsletter Económico Mensual

Enero 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

El fuerte impulso positivo de la economía global desde hace ya más de año y medio ha venido a quitar la razón a los que defendían la visión de que el mundo se encontraba atascado en un período largo de bajo crecimiento económico (*secular stagnation*): una gran mayoría de países está creciendo a tasas que superan sus respectivos crecimientos potenciales, el comercio internacional se encuentra también en buena forma y ahora mismo es difícil encontrar ejemplos de economías (siempre hay alguna) que estén pasando por una situación realmente negativa.

Dejada atrás la tesis del secular stagnation, lo que se ha puesto de moda en los últimos meses es el denominado *escenario goldilocks*: dicho informalmente, lo que en estos momentos descuentan los mercados financieros es un mundo que logra crecer a tasas mucho más positivas de lo que se esperaba y que, además, lo hace sin generar (ni ahora ni nunca) ningún tipo de presión inflacionista

(las sorpresas negativas en inflación subyacente en EEUU durante buena parte de 2017, aunque debidas en buena parte a factores temporales, han jugado sin duda un papel crucial a la hora de generar la sensación de que vivimos en un mundo en el que la inflación ni está ni se la espera).

Así las cosas, parecería que el escenario para los activos de riesgo continúa siendo inmejorable: los precios de estos activos suben no sólo para reflejar las buenas perspectivas macro sino que, además, suben aún más porque los tipos de interés a largo permanecen en niveles muy deprimidos (lo que, obviamente, sesga la baja las tasas de descuento que se usan para valorar la renta variable, los bonos corporativos y los activos emergentes en general, incluidos los denominados en divisa local).

En nuestra opinión, el mercado fue miope al poner en precio con una probabilidad del 100% un escenario de secular stagnation y es miope ahora también cuando da una probabilidad parecida a lo que podríamos llamar un escenario de *eternal goldilocks*. Para cualquiera que lo quiera ver, la consecuencia de que llevemos ya bastante tiempo viendo crecimientos por encima del potencial es que muchos países han logrado reducciones muy significativas en los niveles de capacidad ociosa (algunas de las principales economías del planeta están ya, de hecho, en output gaps completamente cerrados o, incluso, positivos). ¿Qué significa eso? Que el factor trabajo está dejando de ser abundante para volver a convertirse en escaso. ¿Y entonces? Pues que, a no ser que queramos matar el principio básico de escasez sobre el que se sustenta todo el conocimiento económico (y el sentido común), lo más probable es que un factor más escaso tiende a volverse más caro.

Por tanto, lo razonable mirando hacia adelante es esperar presiones crecientes tanto en salarios como en precios. Dicho coloquialmente, la denostada Curva de Phillips ha podido estar dormida pero desde luego no está muerta.

Nuestro escenario central continúa siendo uno en el que los bancos centrales, de manera tranquila, permiten una normalización progresiva de sus respectivas políticas monetarias, dando lugar a una reflación moderada y controlada de la economía global. Esto significa que los tipos nominales de largo plazo deberían ir subiendo (y hacerlo más pronto que tarde) para reflejar dos elementos.

Por un lado, una inflación progresivamente más alta; por otro, la necesidad de promover también una cierta senda alcista para los tipos reales (quien cree que esto no se va a producir estaría defendiendo un escenario en que la política monetaria permanece laxa para siempre, algo que en principio no casa muy bien con lo dicho antes sobre una economía global que crece por encima del potencial, en la que los niveles de capacidad ociosa están en franca retirada y en la que empieza a ver cada vez más signos, los últimos PMIs son un buen ejemplo, de que la demanda agregada comienza a crecer por encima de la oferta).

Sin embargo, hay algo que empieza a no encajar y que podría dar lugar a un escenario aún más inflacionista del que nosotros estamos esperando: las condiciones financieras (y en particular los tipos de interés a largo plazo) continúan sin adaptarse a la fortaleza de la economía global y se han vuelto por esa razón excesivamente laxas. Si a esto unimos unas políticas fiscales que, de forma cada vez más clara se están volviendo expansivas en un buen número de

países, no es difícil concluir que los riesgos de recalentamiento económico están aumentando. Aunque ahora parezca un poco lejano (incluso extraño) hablar de esto, lo cierto es que en nuestra opinión se podría estar comenzando a gestar un escenario en que la inflación puede acabar superando claramente los objetivos de estabilidad de precios de las diferentes autoridades monetarias.

En el caso de EEUU, y pese a que el mercado está decidiendo (de momento) pasarlos por alto, los riesgos de recalentamiento económico comienzan a ser significativos: la economía viene dando muestras de aceleración y crece muy por encima del potencial; ya no existe capacidad ociosa; su divisa está débil; y, por si todo lo anterior no fuera suficiente, se acaba de aprobar una rebaja impositiva que, al menos a corto plazo, supondrá un impulso adicional para el crecimiento de la demanda agregada. Así las cosas, creemos muy probable que lo que han sido sorpresas negativas en inflación a lo largo de 2017 se transformen en sorpresas positivas en la primera parte del año que ahora comienza.

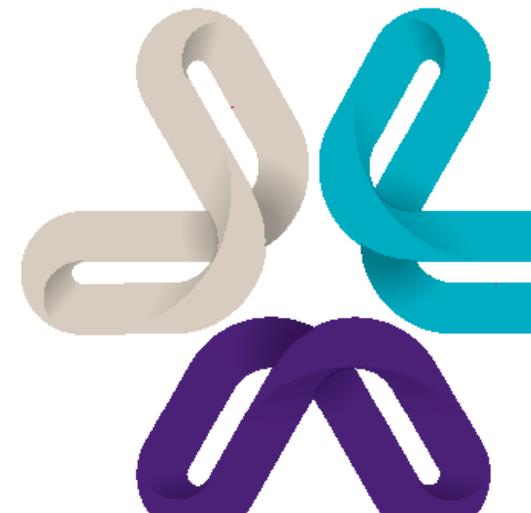
En el Área Euro, creemos que la sorpresa puede venir por un cambio claro de actitud por parte del BCE.

Con la economía acelerando y creciendo el doble del potencial, con el paro reduciéndose de forma muy rápida y con alguna de las principales economías de la zona ya en output gaps positivos, la política monetaria se está demostrando ya como demasiado laxa. Teniendo esto en cuenta, esperamos un cambio progresivo (pero significativo) del forward guidance del BCE durante la primera mitad de 2018.

Que en un contexto económico como el descrito hasta aquí las curvas de tipos se hayan venido aplanando en lugar de repuntar no sólo es absurdo sino que además es potencialmente contraproducente. ¿Por qué?

Porque, pese a los tímidos pasos hacia la normalización de política monetaria en países como EEUU, las condiciones financieras no sólo no han tendido a tensionarse sino que, al contrario, se han vuelto más laxas. La consecuencia de este movimiento tan poco basado en fundamentos no es otra que un aumento de los riesgos de recalentamiento económico, cuya consecuencia última serían unas de

tasas de inflación claramente por encima de los objetivos de los bancos centrales. No es difícil ver que en este escenario pasarían probablemente dos cosas. La primera, que los tipos a largo plazo tenderían a repuntar de forma muy significativa y quizás demasiado abrupta. La segunda, que los bancos centrales se verían obligados a subir los tipos de interés de forma mucho más rápida (y hasta niveles de llegada más elevados) de lo que ahora se está descontando.



Estados Unidos

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

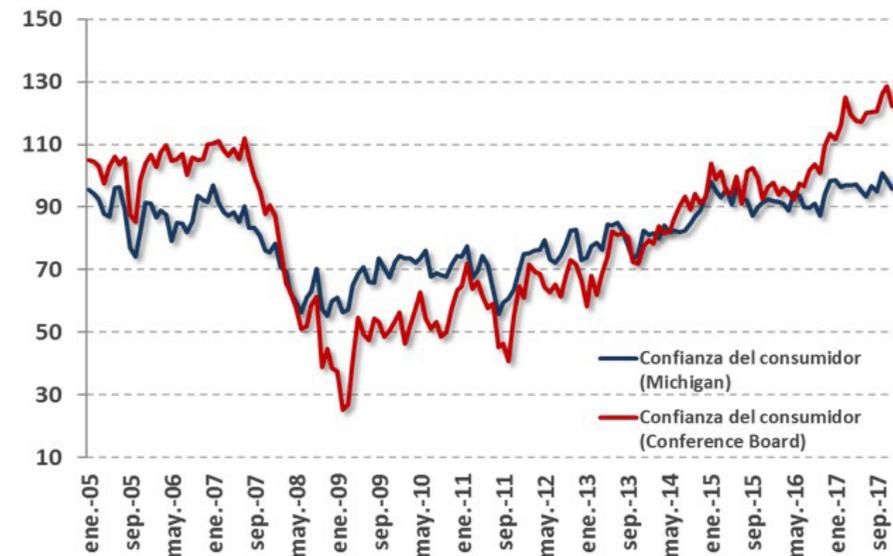
Estados Unidos ha conseguido crecer a ritmos algo superiores al 3% durante dos trimestres consecutivos y cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo lo que puede ser el desempeño económico de esta economía tanto en el cuarto trimestre de 2017 como a lo largo del próximo año.

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

La inversión empresarial continúa dando muestras claras de repunte.

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

Confianza de los consumidores en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

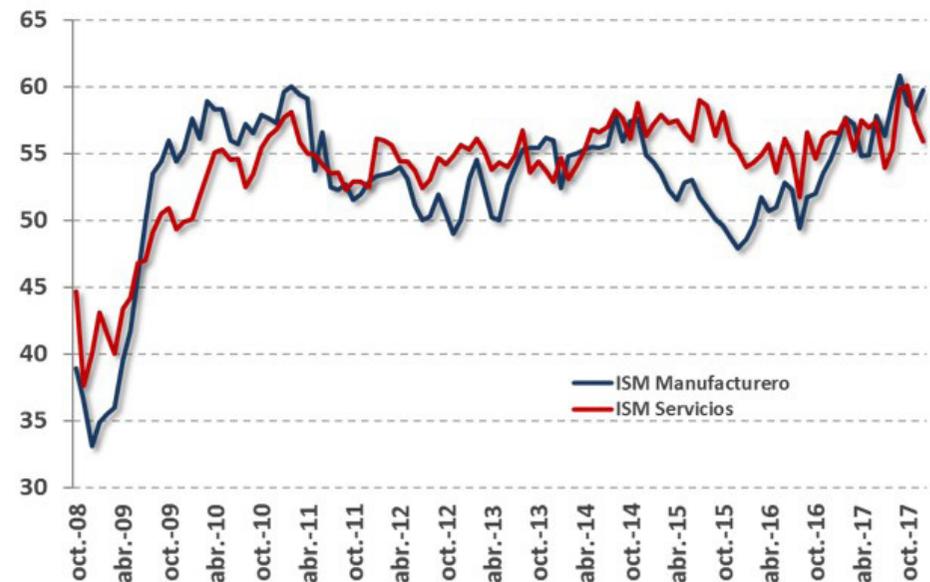
El sector inmobiliario viene dando muestras de un comportamiento cada vez más positivo y tiene además mucho margen de expansión adicional (el stock de viviendas vacías es extremadamente bajo, en un contexto además en el que la demanda de casas por parte de las familias americanas está creciendo de forma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

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

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

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

ISMs en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Esperamos sorpresas positivas de inflación en los próximos meses

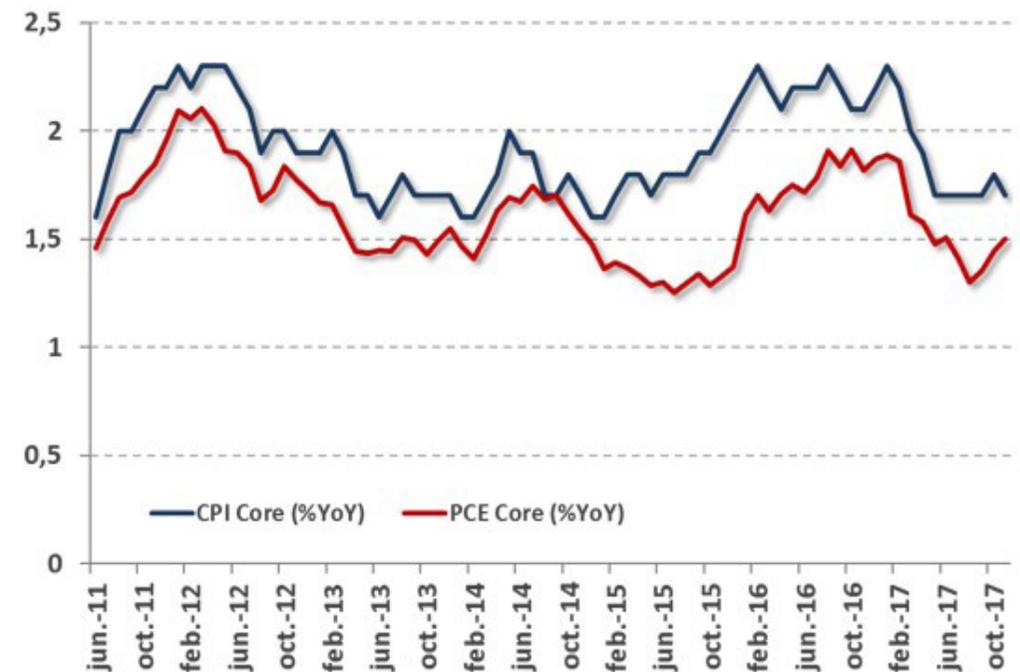
Aunque es cierto que los datos de inflación subyacente durante buena parte de 2017 han resultado más bien decepcionantes, creemos que esto se ha debido a factores de naturaleza fundamentalmente temporal que deberían revertir en el próximo futuro (de hecho, los datos mensuales de inflación ya vienen mostrando recuperación en los últimos 3 meses).

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 del año que viene, la caída imputada de los precios de las comunicaciones saldrá de los cálculos de inflación interanual.

Los ya mencionados esfuerzos de reconstrucción tras los huracanes y la rebaja impositiva aprobada en diciembre ejercerán presiones adicionales sobre la inflación en 2018.

La inflación subyacente debería repuntar próximamente

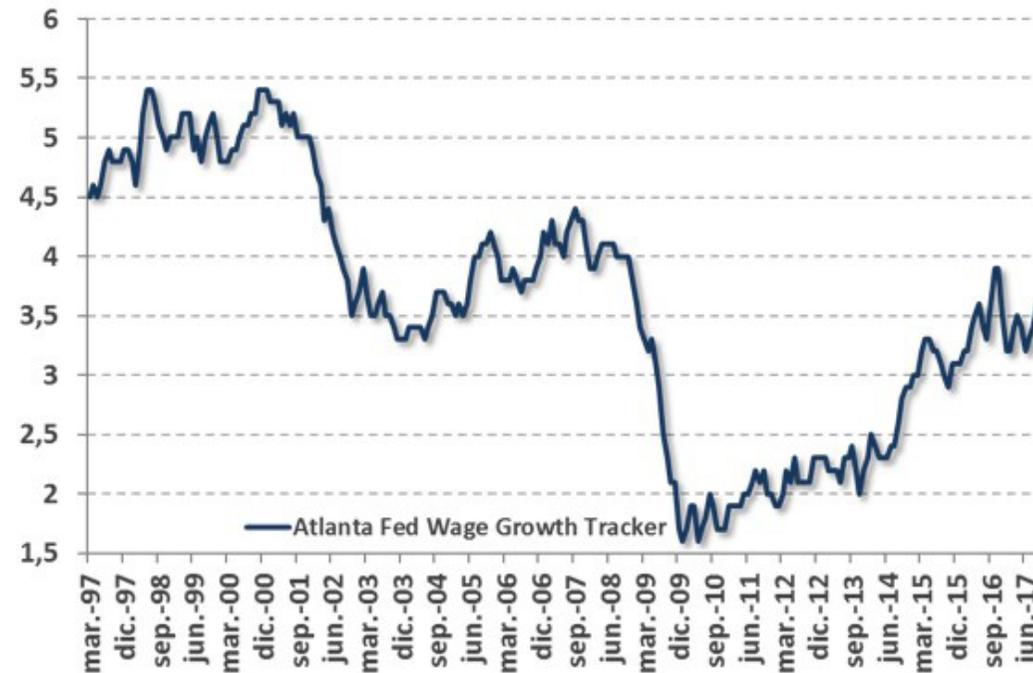


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto de pleno empleo, los salarios también deberían continuar acelerando.

De hecho, tampoco aquí son descartables sorpresas al alza más o menos significativas en los próximos meses, en este caso asociadas al fin del efecto composición provocado por el éxito que la economía americana ha tenido en los últimos 2-3 años a la hora de volver a atraer al mercado de trabajo gente que había quedado expulsada del mismo (esa gente tiene productividad y salarios inferiores a la media y por tanto ha venido sesgando a la baja las medidas de salario promedio, que son las más seguidas en los mercados).

Los salarios deberían seguir repuntando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed debería seguir subiendo tipos para evitar riesgos de recalentamiento

Dada la excelente situación de la economía y la enorme laxitud de las condiciones financieras, la Fed optó por subir tipos en su reunión de diciembre. Dada la situación de la economía americana, esperamos subidas adicionales (al menos 3) a lo largo de 2018.

No descartamos que las próximas revisiones que haga la autoridad monetaria estadounidense del denominado tipo neutral (r^*) sean también al alza. En efecto, la aceleración de la economía americana durante los últimos trimestres ha permitido a ésta alcanzar tasas de crecimiento que superan con mucho las estimaciones de crecimiento potencial. Esto, a su vez, invita a pensar que la política monetaria es más laxa de lo que se preveía y que, por tanto, el tipo de llegada para la Fed funds rate podría ser mayor que el 2,8% que ahora estima el propio banco central americano. Por lo demás, la clara aceleración que está experimentando la productividad debería llevar a un aumento de las estimaciones de crecimiento potencial, presionando 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

La economía europea continúa en muy buena forma

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 mejorando desde niveles ya muy elevados; los PMIs también en valores muy sólidos; niveles elevados de utilización de capacidad productiva; exportaciones dinámicas...

En general, resulta alentador comprobar 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* positivo.

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

Sentimiento económico sólido y repuntando aún más



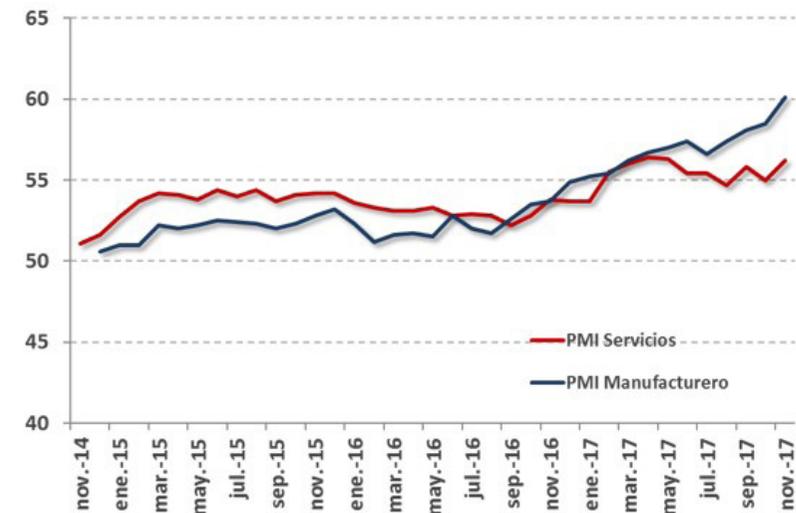
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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.

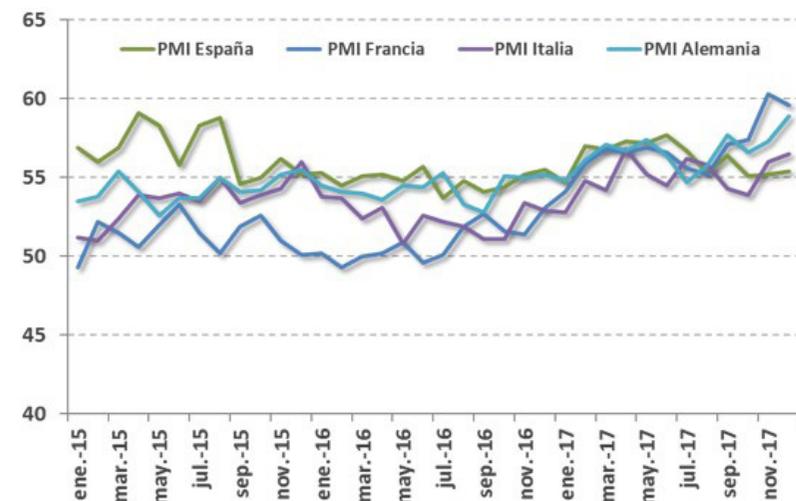
En contraste con este escenario macro positivo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo. En todo caso, incluso aquí las noticias recientes han venido siendo relativamente positivas: ya hay acuerdo para comenzar las negociaciones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

Creemos, sin embargo, que 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 en un Brexit duro 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 más que saludables



La recuperación europea, muy extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La inflación subyacente debería repuntar en los próximos trimestres

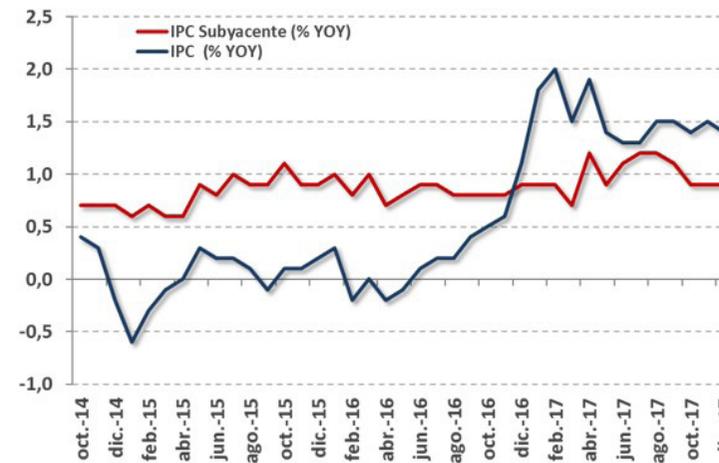
El favorable escenario macro europeo debería llevar, con el permiso del euro, a una aceleración progresiva en los precios subyacentes en los próximos trimestres. Aunque es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y no es infinita: la tasa de paro se está reduciendo rápidamente y esto implica que, a estas alturas del año que viene, el paro podría situarse alrededor 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 estarían, de hecho, apareciendo).

En el caso de Alemania, el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área. En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas.

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

En todo este contexto, el BCE adoptó un tono ligeramente más hawkish en su reunión de diciembre. Primero, porque realizó una revisión apreciable al alza del escenario de crecimiento económico. Segundo, porque fue mucho más explícito al decir que la economía se estaba comportando muy bien y que se estaba produciendo una reducción significativa en los niveles de capacidad ociosa. Tercero, porque reiteró que sigue aumentando la confianza sobre la senda de recuperación de la inflación (reconociendo además que la inflación subyacente se ha visto distorsionada en el período reciente por algunos factores especiales). Nuestra impresión es que en la primera parte del año que viene veremos una adaptación progresiva en el actual *forward guidance* de la institución.

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 buena situación de la economía global y de unos extraordinariamente reducidos tipos de interés.

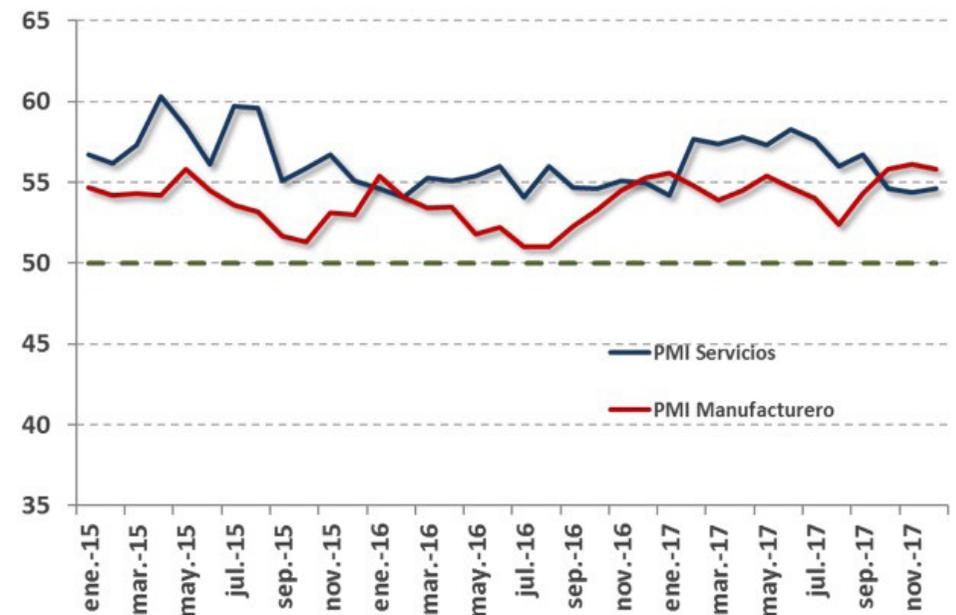
Los datos macro más recientes siguen siendo muy favorables: el empleo sigue creciendo con fuerza; los datos de confianza se mantienen en niveles elevados e incluso tienden

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 claramente positivas.

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

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

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

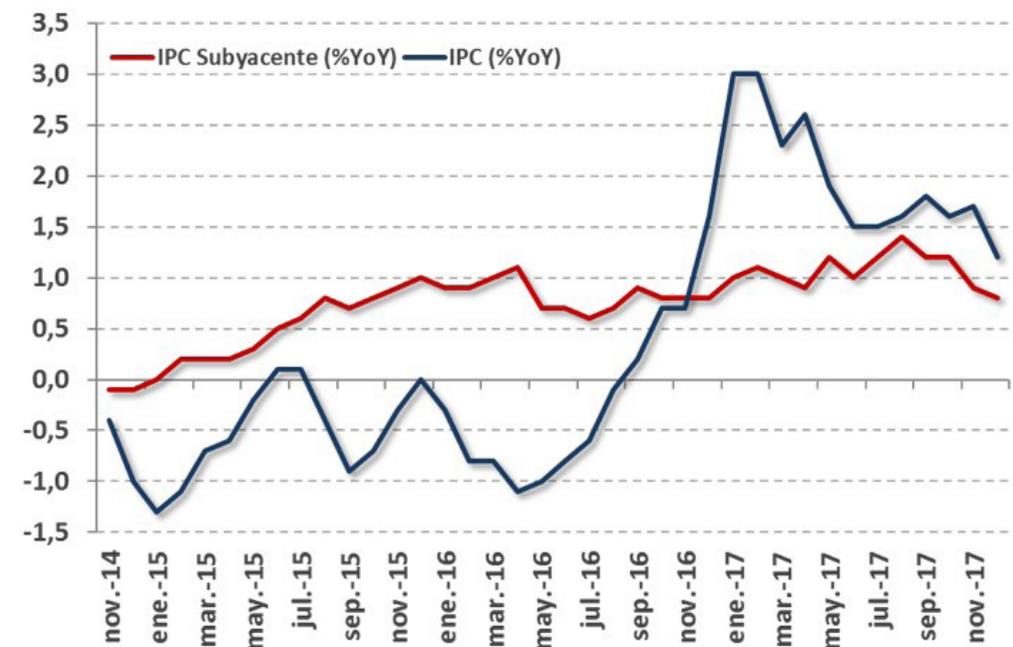
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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

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

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

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reino Unido

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

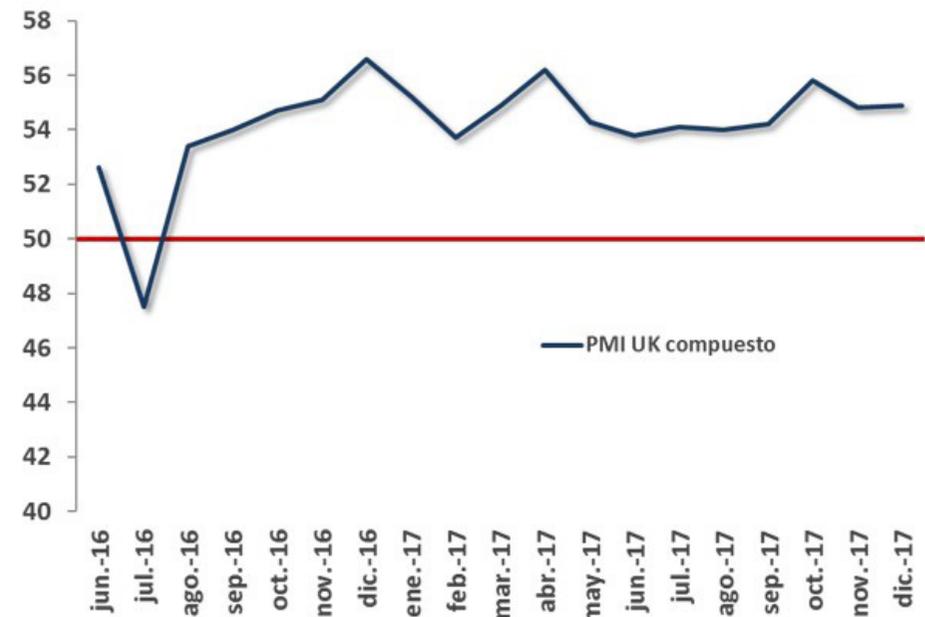
Tras la constatación en el Consejo Europeo de diciembre de que se han hecho progresos suficientes sobre los elementos iniciales solicitados por la UE, las negociaciones sobre el período de transición y la futura relación comercial comenzarán a principios del próximo año. Se trata de una buena noticia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

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

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

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

Los datos más recientes han sorprendido al alza



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Japón

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

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

En todo caso, en los últimos trimestres se vienen produciendo varias noticias que invitan al optimismo. En primer lugar, la economía ha logrado 7 trimestres consecutivos de crecimiento positivo y con un promedio claramente superior al potencial.

En segundo lugar, los datos más recientes permiten mantener un cierto optimismo desde una perspectiva de medio plazo (buen comportamiento de los índices de confianza; repunte de la inversión y de los PMIs; recuperación del consumo tras la desaceleración vista en el Q3 (que se explicó por factores climáticos); evolución positiva de producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito; buenas perspectivas para el sector de la construcción, en parte por las inversiones asociadas a las olimpiadas de 2020; sector turístico también muy fuerte...). En tercer lugar, los salarios están empezando a mostrar modestas 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 a medio plazo



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 2,7%; ratio *jobs/applicants* de 1,56) 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 (de hecho, los últimos datos de IPC vienen mostrando una cierta tendencia al alza y los componentes de precios de los PMLs y del Tankan siguen repuntando). Por lo demás, hay dos razones adicionales para ser positivo con el comportamiento de la inflación en Japón el año que viene: por un lado, las expectativas de inflación (aunque todavía bajas) han mejorado un poco en el período más reciente; en segundo lugar, el éxito que ha tenido Japón en los últimos años a la hora de alargar la vida laboral de la población e incorporar más mujeres a la fuerza laboral ha contribuido a moderar las presiones salariales pero es casi imposible que pueda continuar el mismo ritmo en el futuro.

Por lo demás, la introducción por parte del gobierno de desgravaciones fiscales para las empresas que aumenten salarios también debería favorecer un comportamiento más dinámico de éstos a lo largo de 2018.

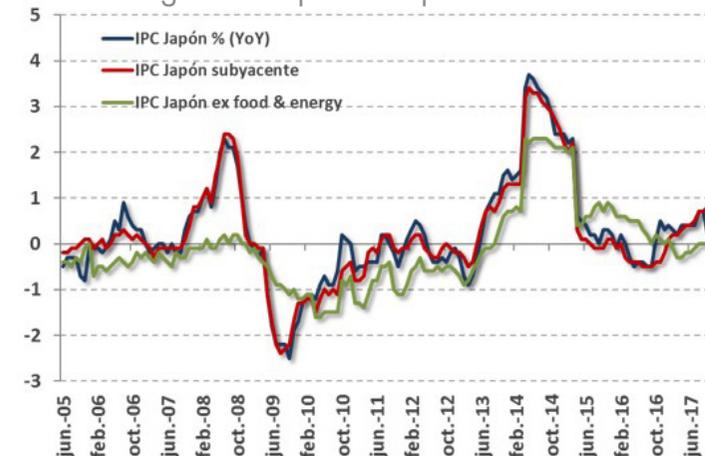
El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un *overshooting* duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%. Esta tono tan expansivo de la política monetaria también contribuirá a generar algo más de presiones inflacionistas el año que viene.

Además de generar inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo sería esencial que el país abogue por una política más decidida de reformas estructurales, tendente en particular a favorecer la inmigración y a 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.

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Primeros signos de repunte de precios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - China

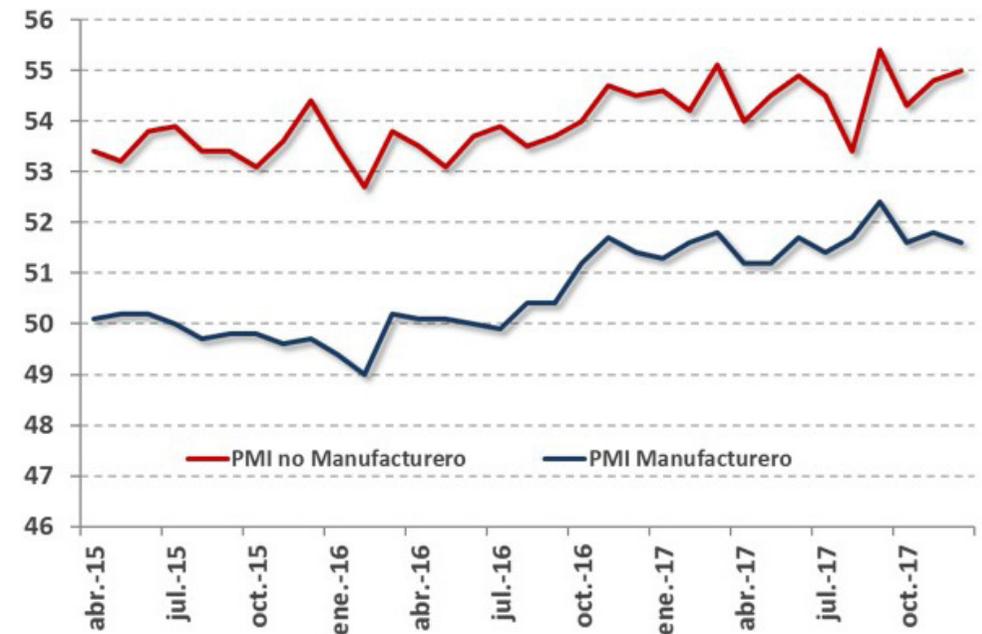
El gobierno trata de equilibrar el apoyo a la economía con el control de los riesgos financieros

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

Así las cosas, lo normal es que China tienda a desacelerar de forma moderada a lo largo de 2018.

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

La situación económica es muy saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

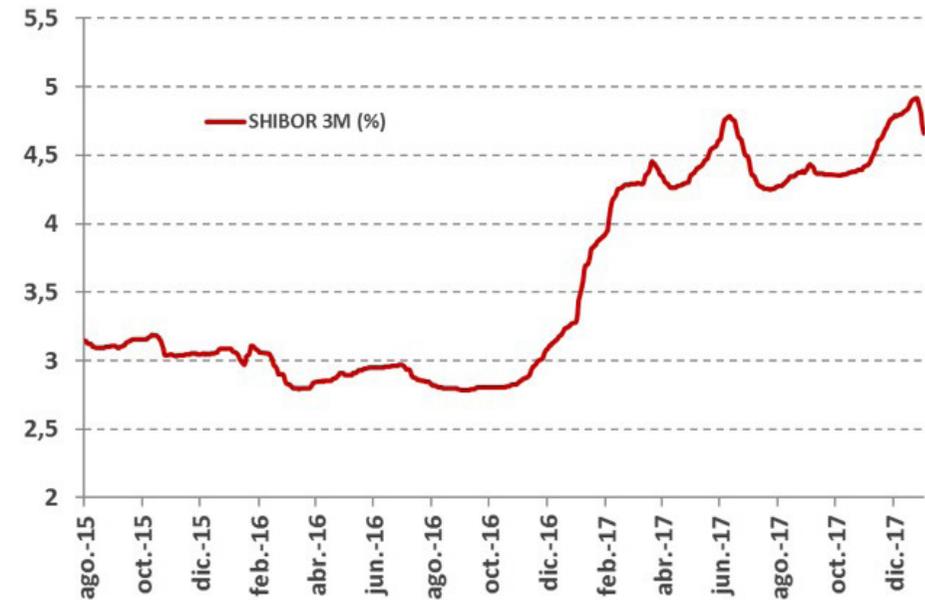
La fortaleza del yuan elimina una fuente de incertidumbre y fomenta las entradas de capital

Uno de los efectos colaterales positivos de unas condiciones financieras menos laxas es una reducción de las presiones depreciatorias sobre el yuan y una clara moderación de las salidas de capital. De hecho, a lo largo de 2017 la divisa china apreció significativamente frente al dólar, lo que ha llevado a las autoridades a retirar algunas de las medidas que se habían venido adoptando previamente para contener las presiones especulativas sobre el yuan. 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 de hecho se han comportado de un modo 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 reconocimiento de morosidad bancaria 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

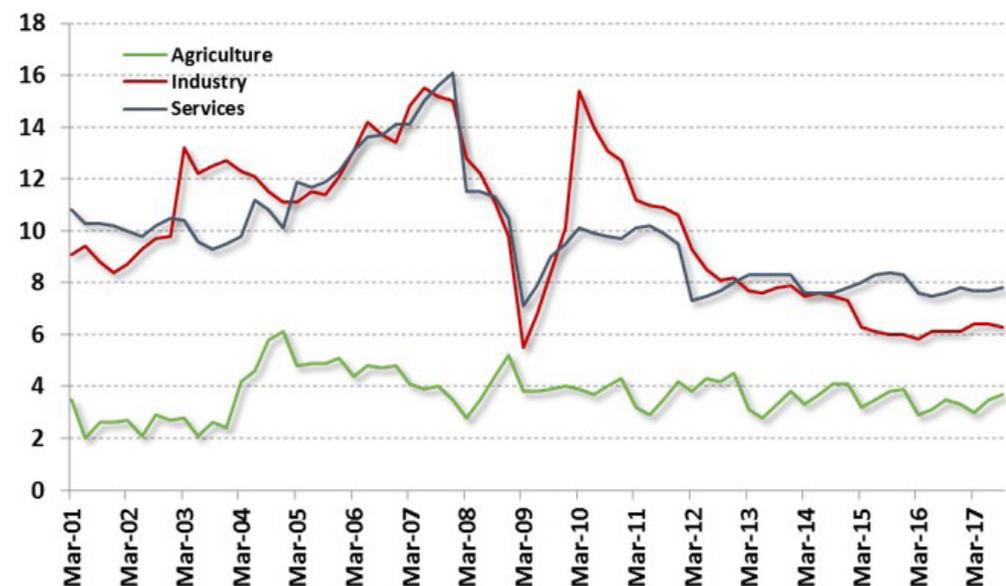
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

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 (aportó alrededor del 65% del crecimiento durante el Q3); 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 está siendo capaz de reducir 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 (la última rebaja de rating por parte de S&P es un buen recordatorio en este sentido). 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); 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 medidas: en noviembre, se han establecido medidas respecto de las plataformas de préstamos en internet, para evitar que se cobren intereses excesivos y haya un mejor control de los riesgos)... Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, los importantes logros que se vienen alcanzando en los últimos años en materia de investigación y desarrollo y de promoción del capital humano deben continuar.

Recomposición del modelo de crecimiento



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



Países Emergentes - India

La economía india está acelerando de nuevo

Una vez superadas las incertidumbres creadas en los últimos meses por el proceso de desmonetización y la introducción del GST (reformas que deben ser bienvenidas desde un punto de vista de largo plazo), las perspectivas para los próximos trimestres son bastante positivas:

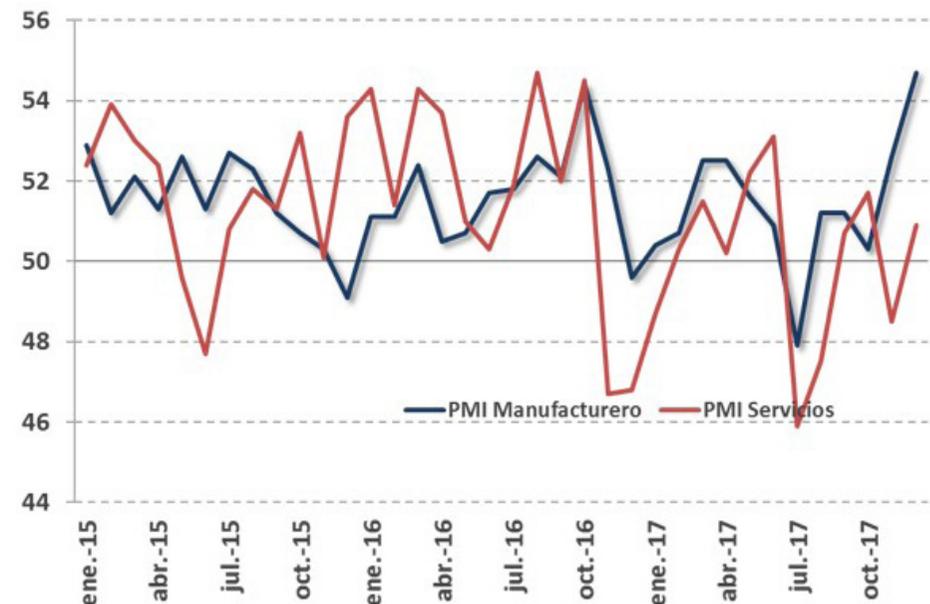
el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructura continúa siendo dinámica; el PMI manufacturero repunta a niveles máximos de 5 años; el PMI de servicios también mejora; las exportaciones se benefician de la fortaleza económica global; el crédito bancario también parece repuntar... Además, y después de un largo período de debilidad por la baja utilización de la capacidad productiva y alto endeudamiento en algunos sectores, la inversión privada también está dando señales positivas (reflejando quizás los esfuerzos que viene haciendo el sector corporativo en términos de desapalancamiento en los últimos 2 años).

El banco central mantendrá una actitud prudente.

Para los próximos meses, y pese a que muchos venían descontando bajadas de tipos ante la debilidad económica reciente, nosotros esperamos estabilidad. Posteriormente, los próximos movimientos serán probablemente al alza. ¿Por qué? En primer lugar, porque la economía está dando muestras de recuperación en el período más reciente; en segundo lugar, porque las perspectivas económicas a medio plazo son positivas; en tercer lugar, porque la inflación subyacente se ha mantenido por encima del objetivo del 4% y empieza a haber ya signos de repunte en precios de alimentación y energía.

En el lado fiscal, y teniendo en cuenta los elevados niveles de déficit público (sobre todo a nivel de los estados), es importante que el gobierno se esfuerce por mantener la credibilidad de las finanzas públicas. La reciente decisión de Moody's de subir el rating de la deuda del país debería servir de acicate en este sentido (en un contexto en el que, en todo caso, el cumplimiento del objetivo de déficit para este año fiscal, que termina el 31 de marzo, parece difícil).

La economía muestra claros signos de repunte



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

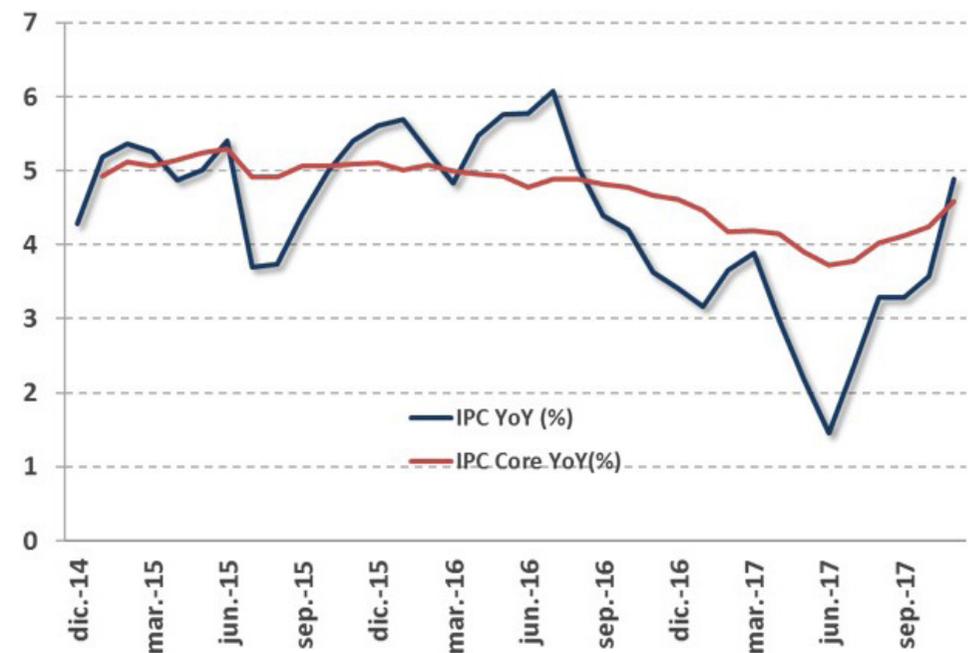
En el campo de las reformas, la principal novedad en el período reciente ha sido el anuncio de un programa de recapitalización de la banca pública más ambicioso de lo que hasta la fecha se había venido anunciando. Se trata de un paso importante, que ayudará a dar estabilidad al sistema financiero indio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

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

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

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

La inflación tiende a repuntar otra vez



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - Brasil

La debilidad de Temer y la proximidad de las elecciones ponen en riesgo los esfuerzos de reforma

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

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

La actividad da muestras de mejora



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La posición de Temer es muy débil y esto, unido a las elecciones de este año, hace que el entorno político dificulte la continuidad del proceso de reforma económica. Así las cosas, nosotros estaremos atentos a dos elementos. Primero, sería muy importante que se consiguiera aprobar siquiera sea una versión descafeinada de la reforma del sistema de pensiones, ya que esto contribuiría a sostener el sentimiento en los mercados. Segundo, el país necesita imperiosamente que el nuevo gobierno que salga de las elecciones mantenga el compromiso con la reforma económica y con la responsabilidad en materia fiscal.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La caída de la inflación sigue creando margen de maniobra a favor del banco central

Cuanto más avance 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.

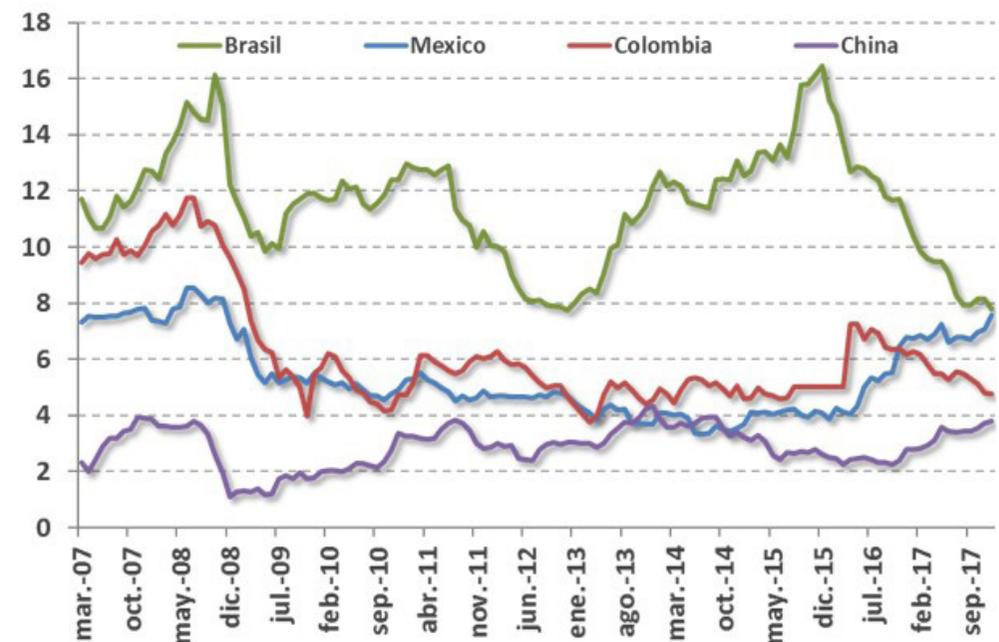
Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya ha venido aprovechando los signos de debilidad económica y de rápida moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida (50pb más en diciembre).

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

el mercado de trabajo muestra síntomas de recuperación, el consumo privado también mejora, los índices de sentimiento vienen repuntando, las exportaciones (y por tanto el sector industrial) se benefician de un Real todavía relativamente débil, las inversiones también parecen recuperarse un tanto... En general, todo indica que la economía brasileña consiguió crecer en el entorno del 1% en 2017 y que acelerará de forma más o menos significativa en el próximo ejercicio.

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). El futuro del país dependerá del gobierno que salga de las elecciones del año que viene.

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - Rusia

Aunque persisten los retos, la situación está mejorando claramente

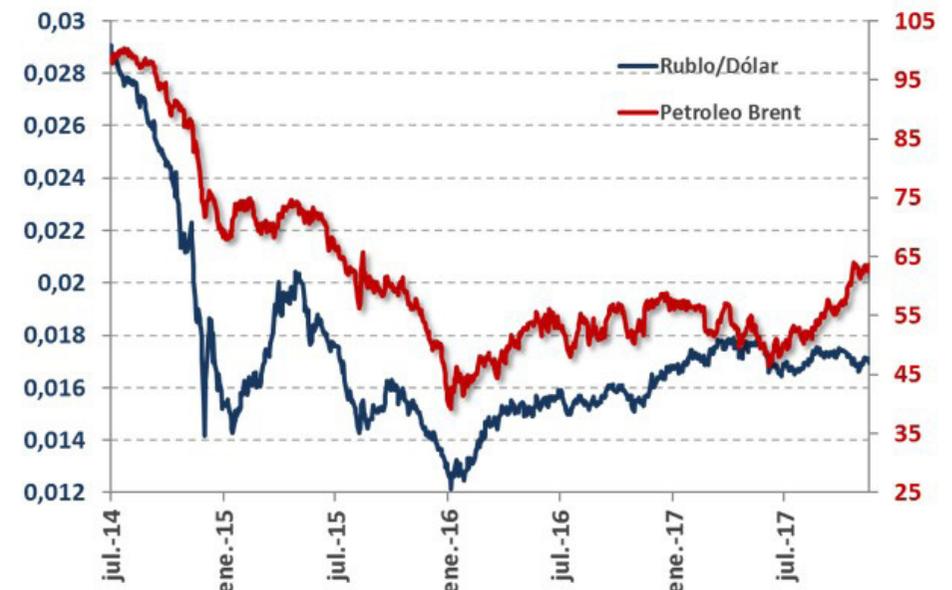
Rusia se enfrenta todavía a retos significativos: es difícil pensar que el precio de su principal producto, el crudo, pueda volver a los niveles alcanzados en 2013; las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad; y la reestructuración del sector bancario, aunque avanzada gracias al buen trabajo del banco central, está todavía por concluir. Desde una perspectiva más estructural, la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial del país.

Sin embargo, y pese a algunos signos de desaceleración en el período reciente, las perspectivas para 2018 son razonablemente positivas: el consumo privado se beneficia de la recuperación de los salarios reales, de la caída del paro y de la mejora de los niveles de confianza; la inversión ha ido ganando pulso; las exportaciones

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

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 de manera relativamente significativa a medida que tanto la inflación como las expectativas de precios han ido cayendo (en diciembre se volvieron a bajar los tipos de nuevo, en este caso 50pb). Mirando hacia adelante, creemos que veremos nuevas bajadas de tipos (de forma que la política monetaria tienda a volverse neutral).

El precio del crudo da un respiro a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

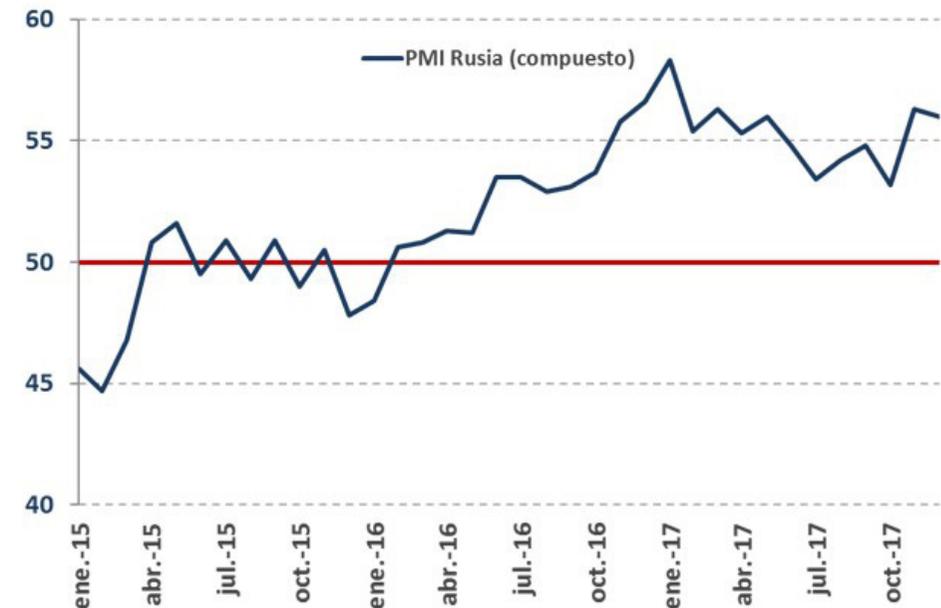
En todo caso, pensamos también que esto será compatible con el mantenimiento durante todavía un cierto tiempo de tipos de interés reales relativamente elevados. En primer lugar, porque las previsiones del banco central apuntan a una moderada aceleración de precios en 2018. En segundo lugar, porque el hecho de que el output gap se encuentre prácticamente cerrado también invita a la prudencia a la hora de seguir reduciendo de forma agresiva los tipos de interés.

El hecho de que el gobierno esté manteniendo un grado significativo de prudencia en materia fiscal también es positivo y aumenta el margen de maniobra del banco central a la hora de seguir suavizando las condiciones monetarias.

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 sería positivo que el banco central prosiguiera con su labor de limpieza de los balances del sector financiero.

La actividad da muestras de mejora



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Contacto

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

Síguenos en:

www.GrantThornton.es

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

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

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

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



Audit · Tax · Legal · Advisory

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

