



Newsletter Económico

Tercer trimestre - Octubre 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton

Audit · Tax · Legal · Advisory



Comentario trimestral

A pesar de todos los ruidos (Italia, política comercial de Trump, mercados emergentes...), el proceso de reflación en la economía global sigue en marcha y va a tender a volverse cada vez más evidente. Así las cosas, los tipos de interés a largo plazo van a tener que ajustarse al alza de un modo significativo. Por lo demás, y aunque seguimos pensando que el proceso de endurecimiento de las condiciones financieras globales puede tener lugar de un modo ordenado, el hecho de que los riesgos de recalentamiento en EEUU sigan aumentando aumenta la probabilidad de que podamos vivir escenarios de volatilidad en los mercados.

EEUU continúa creciendo muy por encima del potencial y crea empleo a tasas que doblan lo que es sostenible a medio plazo. En un contexto de nula capacidad ociosa (o incluso de output gap ya positivo), lo normal es que las presiones de precios y salarios continúen al alza (en particular, respecto de éstos últimos, prevemos que, tras un mes de octubre que se

verá afectado por un efecto base desfavorable, se alcancen tasas de crecimiento interanual superiores al 3% antes de que se acabe el ejercicio).

La Fed sigue adoptando una actitud muy prudente, subiendo los tipos de forma lenta y aceptando la posibilidad de ver un cierto overshooting de su objetivo de inflación. Creemos que, a medida que la inflación de precios y salarios se vaya volviendo más evidente, esta actitud dovish de la Fed se acabará traduciendo en un aumento apreciable de los tipos a largo plazo en EEUU, en particular en los tramos más largos de la curva.

A unos tipos a largo plazo más elevados también contribuirá, probablemente, una progresiva revisión al alza por parte de la FED de las estimaciones de tipos neutrales, el famoso r^* , algo que de hecho ya se produjo, de forma todavía muy incipiente, en la reunión de septiembre de la autoridad monetaria estadounidense.

En el Área euro, la reducción de la capacidad ociosa sigue yendo a muy buen ritmo (las vacantes de empleo están en niveles máximos), en un contexto además de mejor comportamiento de salarios y de recuperación de las expectativas de inflación.

Sin que nadie parezca hacerle mucho caso, el precio del crudo sigue hacia arriba. Esto tenderá a sostener las tasas de inflación general durante los próximos meses. A su vez, la reciente debilidad del euro también jugará a favor de la inflación en nuestro continente.

Así las cosas, prevemos una senda claramente alcista para la inflación subyacente en los próximos meses, algo que debería llevar al BCE a empezar a ser más explícito sobre la senda futura de subidas de los tipos de interés. Esto, a su vez, dará lugar probablemente a un repunte significativo (quizás mayor que el de EEUU) de los tipos a largo plazo en los próximos meses.

Incluso en Japón, país que parecía condenado a vivir en permanente deflación, empieza a ver señales cada vez más evidentes de recuperación de precios y salarios. China está desacelerando sólo muy suavemente, el consumo privado sigue fuerte y, además, las autoridades ya han mostrado su disposición de apoyar la actividad económica por vía de una mayor inversión en infraestructuras y de un crecimiento razonable del crédito, especialmente el dirigido a PYMEs. En este contexto, creemos que el riesgo de desaceleración abrupta en la economía china, sobre todo a corto plazo, continúa siendo muy reducido.

En el resto del mundo emergente, y excluyendo un relativamente reducido grupo de países de mal comportamiento, no sólo no se observan síntomas de desaceleración sino más bien de lo contrario: India logró crecer por encima del 8% en el Q2; Vietnam, Malasia y Tailandia también están en buena forma; Indonesia, pese a todos los ruidos sobre su divisa, mantiene tasas de crecimiento por encima del 5%; los riesgos en Filipinas son sobre todo de recalentamiento y no desde luego de pérdida de pulso económico; Colombia se está recuperando rápidamente en un contexto de crudo más caro; Chile también presenta buenos números; Perú ha acelerado de forma significativa en un contexto de inflación bajo control; toda Europa del este está creciendo de forma sólida y presenta niveles muy bajos de desempleo, con salarios fuertemente al alza...

En general, no vemos causas serias para esperar un shock global significativo con epicentro en emergentes. Lo que sí es cierto es que, si la economía americana llegara a recalentarse (como cada vez parece más probable), entonces sí que son concebibles escenarios disruptivos: la financiación en dólares podría endurecerse significativamente, con efectos obviamente nocivos sobre la liquidez, y probablemente también, sobre la actividad económica global. Pero la causa primera de este escenario disruptivo estaría precisamente en EEUU y, en concreto, en un eventual movimiento excesivo al alza de los tipos de interés en ese país.



Estados Unidos

Economía en muy buena forma, riesgos de recalentamiento

Los datos macro en Estados Unidos han seguido siendo muy fuertes en el período reciente, con un crecimiento anualizado por encima del 4% en el Q2 y con un Q3 apuntando a tasas similares. Si esto se confirma, como nosotros esperamos, el crecimiento en EEUU habrá alcanzado tasas interanuales de más del 3% en el Q3, algo no visto en la actual fase de expansión económica. Y, aún más importante, mirando hacia adelante no hay razones para esperar una pérdida de pulso de la actividad en los próximos trimestres.

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

Las perspectivas para el consumo privado continúan siendo muy positivas: mercado de trabajo extraordinariamente fuerte; crecimiento sólido de la renta disponible; buena situación de

balance por parte de las familias americanas; niveles muy elevados de confianza...

La inversión empresarial lleva ya tiempo expandiéndose a tasas sólidas varios trimestres y hay razones para ser optimistas a futuro. A medida que ha avanzado la recuperación y se ha consumido capacidad ociosa, las empresas (también las del sector servicios) se han visto obligadas a invertir más como modo de responder al crecimiento de la demanda. Al mismo tiempo, la recuperación del precio del crudo también favorece mayores inversiones en el sector energético. Por lo demás, y dejando por un momento el puro corto plazo, hay que tener en cuenta que esta recuperación de la inversión es una muy buena noticia también para la evolución futura de una variable tan importante como es la productividad (de hecho, es positivo que durante los últimos 12 meses la productividad haya venido ya dando muestras de una cierta aceleración, que probablemente tenderá a consolidarse en los próximos trimestres).

Confianza de los consumidores en niveles muy elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

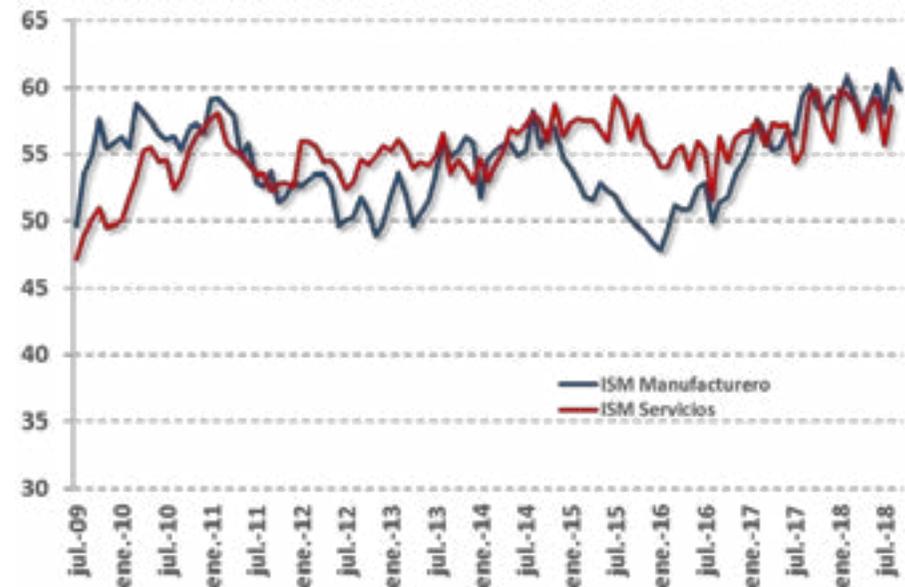
Pese a que los precios de las casas han subido mucho en los últimos años (con el consiguiente efecto moderador sobre la demanda), las perspectivas para el sector inmobiliario son también moderadamente positivas (el stock de viviendas vacías es bajo y la tasa de formación de nuevos hogares es elevada, en un contexto de paro muy reducido y de progresiva aceleración de salarios).

Aunque un dólar más fuerte supone una mala noticia para las exportaciones americanas, lo cierto es que la divisa no se ha apreciado lo suficiente como para dar lugar a un comportamiento excesivamente negativo del sector exterior. Hay que tener en cuenta, además, que las exportaciones americanas se están viendo impulsadas por la recuperación del sector energético, gracias al mejor comportamiento del precio del crudo.

Cuando se observa la economía por el lado del empleo, las conclusiones son también muy favorables: el mercado de trabajo americano continúa creando nuevos puestos de trabajo a tasas que más que duplican la cuantía necesaria para absorber el crecimiento de la población activa. De hecho, la evolución ha venido siendo tan positiva que lo lógico es que, a futuro, vayamos asistiendo a cifras progresivamente menores de creación de empleo y a crecimientos cada vez más significativos de salarios (cuestión ésta que ya se está produciendo y sobre la que se vuelve más adelante).

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

ISMs muy sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

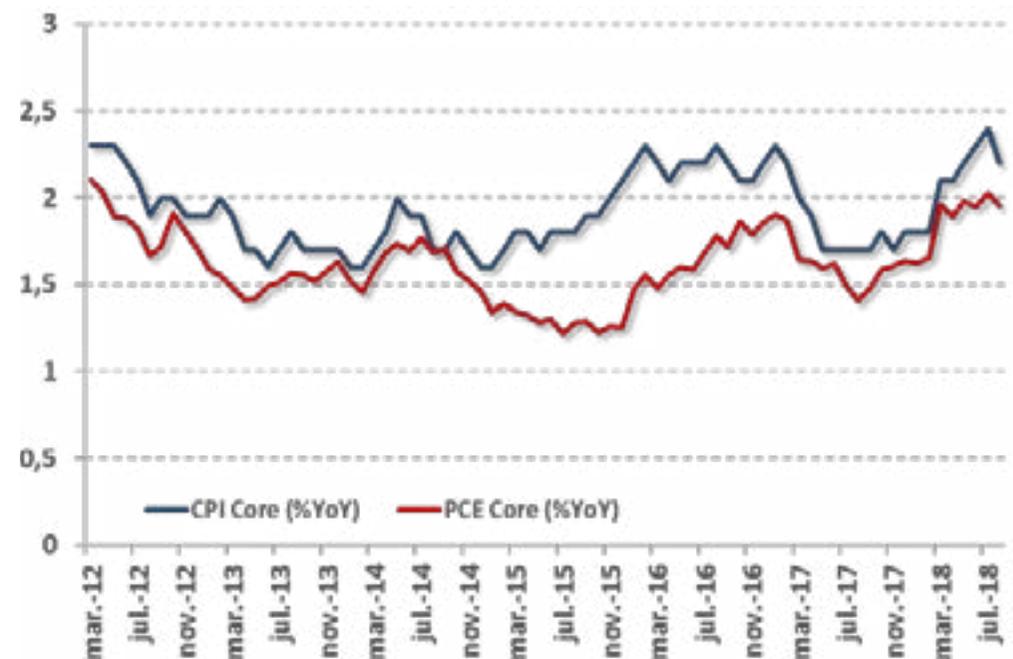
La inflación subyacente se ha recuperado de las sorpresas negativas del año pasado y se encuentra ya en tasas compatibles con el objetivo de la FED.

Mirando hacia adelante, las perspectivas para los precios subyacentes son también claramente positivas: en un escenario de crecimiento muy por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación suficientemente ancladas (e incluso moviéndose al alza en el período reciente), lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a aumentar en los próximos trimestres.

De hecho, el riesgo de poder ver en algún momento sorpresas inflacionistas más o menos significativas está aumentando: el paro es ya muy bajo; el crecimiento de la demanda está superando al de la oferta; y, como se ha indicado, la política fiscal se ha vuelto fuertemente procíclica.

El efecto principal de las subidas de aranceles decididas por Trump, en la medida en que suponen restringir la oferta en un contexto de rápido crecimiento de la demanda, será un aumento adicional de las tensiones inflacionistas. En este sentido, es importante señalar que la fortaleza de los índices de sentimiento muestra que la demanda está resistiendo bien la incertidumbre generada por la política comercial de Trump.

La inflación subyacente, ya en el objetivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto de pleno empleo, los salarios también deberían continuar su tendencia ascendente. En este sentido, es muy esperanzador ver cómo durante los últimos meses se están produciendo ya señales cada vez más claras de aceleración de salarios. Incluso aún más que en el caso de la inflación subyacente, donde las expectativas siguen ancladas alrededor del 2%, creemos que la posibilidad de sorpresas positivas en salarios durante el último trimestre del presente ejercicio es relativamente elevada.

Los salarios ganan dinamismo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed debería seguir subiendo tipos para evitar riesgos de recalentamiento

Dada la excelente situación de la economía, la enorme laxitud de las condiciones financieras, el carácter muy expansivo de la política fiscal y las perspectivas de aceleración de salarios, no es de extrañar que la Fed decidiera subir de nuevo los tipos de interés en su reunión de septiembre y que apuntara a una nueva subida en diciembre. También es destacable que la Fed decidiera revisar un poco al alza sus estimaciones de tipo neutral de largo plazo.

La Fed, en todo caso, sigue prefiriendo optar por una senda de subidas sólo graduales de los tipos de interés, aunque eso implique un riesgo de que la inflación pueda situarse de forma más o menos prolongada por encima del objetivo del 2%.

Esta actitud prudente de la Fed, en la medida que aumenta el riesgo de recalentamiento económico y overshooting de inflación, debería haber llevado a una cierta recuperación del term premium y, por tanto, a un apuntamiento de la curva, sobre todo en el tramo 10-30 años. Sin embargo, el mercado sigue tan convencido de que vivimos en un mundo sin inflación que este

movimiento de la curva sigue sin producirse.

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

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

Los tipos a largo no reflejan la situación macro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La desaceleración en lo que va de 2018 será probablemente temporal

Dada la excelente situación de la La desaceleración vivida en el Área euro en lo que va de 2018 debe de ponerse en contexto. Primero, porque el crecimiento ha seguido siendo claramente superior al potencial. Segundo, porque la moderada pérdida de pulso vista en la primera parte del año se debió sobre todo a factores temporales (mal tiempo, huelgas, alta incidencia de la gripe en países como Alemania, ajustes en la industria del automóvil a cambios en la normativa de emisiones...)

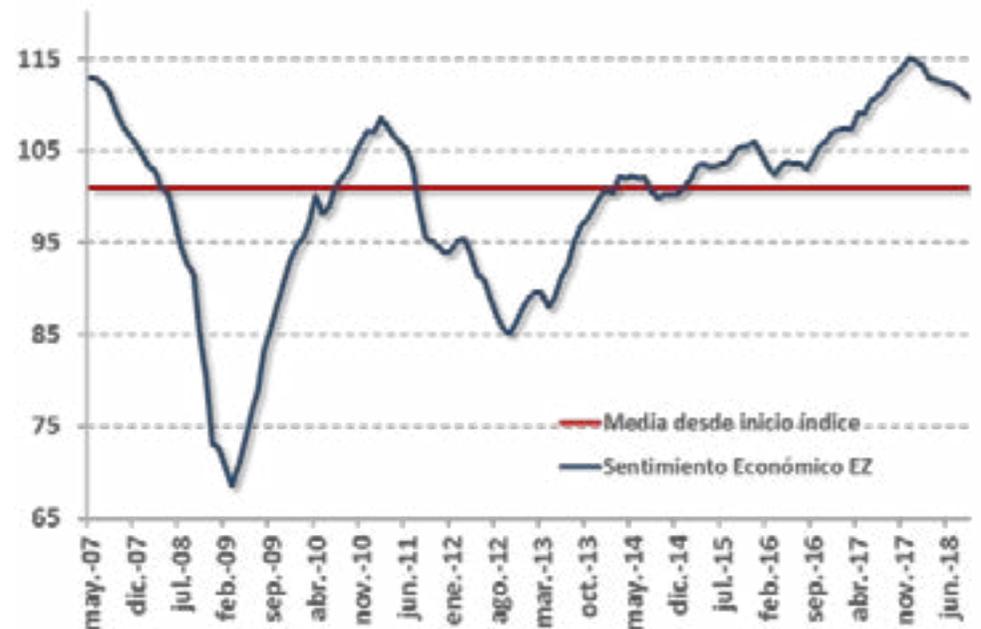
Mirando hacia adelante, es importante tener en cuenta que los vientos de cola que han venido apoyando la expansión económica europea siguen siendo significativos (condiciones financieras todavía extraordinariamente laxas; políticas fiscales que tienden a volverse ligeramente expansivas; euro otra vez más débil respecto del dólar; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia...).

Así las cosas, siempre que los riesgos comerciales y los relativos a Italia y al Brexit permanezcan bajo control (como parece que será el caso), consideramos que ha razones para ser optimistas con el crecimiento europeo mirando hacia

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

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

Sentimiento económico en niveles todavía sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Unión Europea

La desaceleración en lo que va de 2018 será probablemente temporal

Dada la excelente situación de la La desaceleración vivida en el Área euro en lo que va de 2018 debe de ponerse en contexto. Primero, porque el crecimiento ha seguido siendo claramente superior al potencial. Segundo, porque la moderada pérdida de pulso vista en la primera parte del año se debió sobre todo a factores temporales (mal tiempo, huelgas, alta incidencia de la gripe en países como Alemania, ajustes en la industria del automóvil a cambios en la normativa de emisiones...)

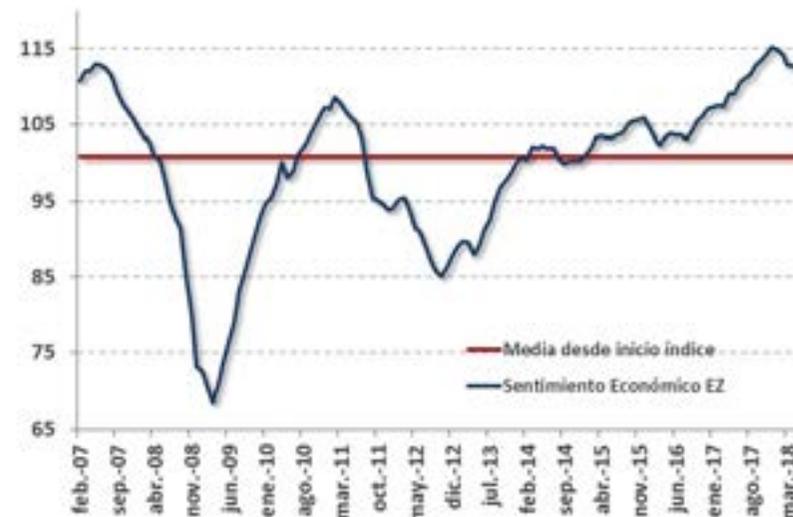
Mirando hacia adelante, es importante tener en cuenta que los vientos de cola que han venido apoyando la expansión económica europea siguen siendo significativos (condiciones financieras todavía extraordinariamente laxas; políticas fiscales que tienden a volverse ligeramente expansivas; euro otra vez más débil respecto del dólar; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia...).

Así las cosas, siempre que los riesgos comerciales y los relativos a Italia y al Brexit permanezcan bajo control (como parece que será el caso), consideramos que ha razones para ser optimistas con el crecimiento europeo mirando hacia adelante. De hecho, los datos más recientes apuntan ya a una cierta recuperación del pulso económico: el mercado de trabajo sigue muy fuerte; los índices de confianza están en niveles elevados; los PMIs nunca cayeron a niveles preocupantes y ahora muestran una cierta recuperación; el crédito a familias y empresas vuelve a repuntar; los niveles de utilización de la capacidad productiva son elevados, lo que invita al optimismo en cuanto al comportamiento de la inversión corporativa...

Aunque será difícil volver a tasas de crecimiento tan altas como las observadas en la segunda mitad del año pasado, esto se no se debe a problemas de falta de demanda sino a lo contrario, a crecientes problemas por parte de la oferta para seguir el ritmo de aumento

de la demanda. Así las cosas, el único motivo serio para prever un crecimiento algo menos dinámico que el visto el año pasado debería ser una razón de peso también para esperar un comportamiento más alcista en precios y salarios en los próximos meses (las señales en ambos casos, de hecho, son cada vez más positivas).

Sentimiento económico en niveles todavía sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

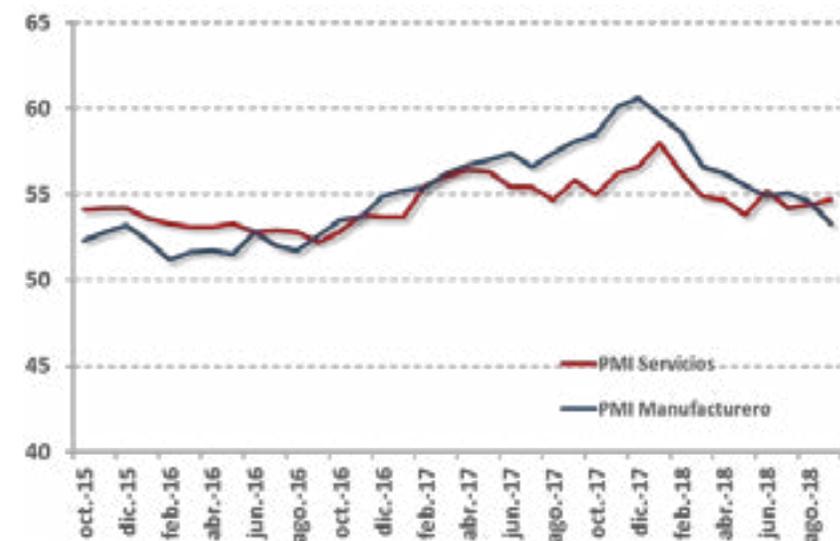
El gobierno italiano sigue generando incertidumbre, presentando un déficit público (2,4% del PIB) que muy probablemente la Comisión Europea no podrá aceptar. Así las cosas, lo más probable es que siga habiendo ruidos en los próximos meses en todo lo que tenga que ver con el gobierno transalpino.

En todo caso, pensamos que lo más probable es que no se lleguen a dar situaciones altamente disruptivas: la situación de otros países de la periferia es hoy mucho mejor que la de hace algunos años, lo cual tenderá a reducir la probabilidad de que pueda generarse un escenario serio de contagio.

Por otro lado, y aunque es todavía posible también que el proceso de negociación del Brexit siga generando ruido, creemos que también en este caso es difícil que se generen situaciones altamente preocupantes para la actividad económica en nuestro continente.

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

Los PMI, en niveles todavía favorables



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Mejores perspectivas de inflación subyacente y salarios: el BCE confirma el fin del QE

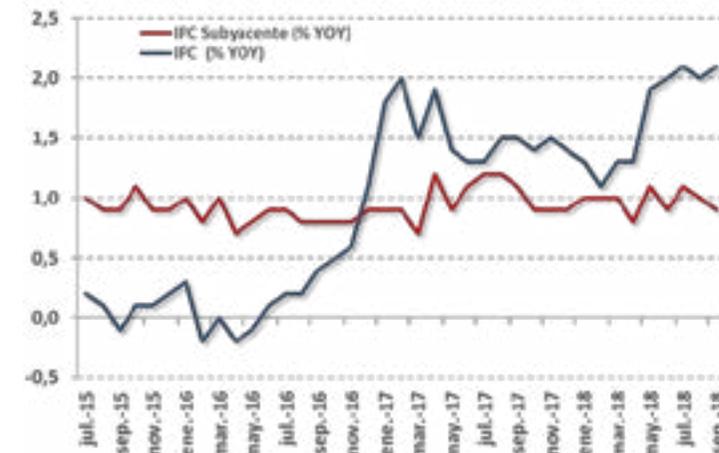
El favorable escenario macro europeo se debería traducir en una aceleración progresiva de los precios subyacentes. De aquí al final de año podemos ver tasas de inflación subyacente (la que excluye alimentación fresca y energía) en el entorno del 1,5% interanual.

Para sostener esta previsión para la inflación subyacente europea pueden citarse cuatro argumentos fundamentales. El primero, que la economía sigue creciendo por encima del potencial y que el output gap se está cerrando rápidamente (a el paro de la Eurozona alcanzará a finales de año niveles inferiores al 8%; en este mismo sentido, las vacantes creadas por las empresas están en niveles récord). El segundo, relacionado con el anterior, que están apareciendo ya signos esperanzadores de aceleración de salarios en muchos países. El tercero, que la depreciación reciente del euro meterá presión al alza a los precios de los bienes comercializables en los próximos meses. El cuarto, que el efecto base del crudo ha llevado a la inflación general a tasas en el entorno del 2%, algo que podría generar efectos de segunda ronda en salarios (gracias a la fortaleza del mercado de trabajo

y el carácter backward looking de la negociación colectiva en Europa), con las consiguientes presiones al alza sobre precios subyacentes.

Siendo todo esto así, no es de extrañar que en su reunión de septiembre el BCE confirmara que en diciembre se producirá el final del QE. Draghi aprovechó además la rueda de prensa posterior al Consejo para decir que los riesgos para el escenario en la Eurozona no son sólo a la baja, sino que también existen riesgos al alza (política fiscal más expansiva y, más importante, creciente fuerza subyacente que está adquiriendo la expansión económica); que la inflación subyacente seguirá repuntando en lo que queda de 2018 y también en 2019; que la confianza del BCE en que la inflación va a converger al objetivo sigue creciendo... Mirando hacia adelante, y visto que la senda de subida de tipos que ahora descuenta el mercado es excesivamente suave, creemos que en la primera mitad del año que viene el BCE reforzará el forward guidance para que el term premium en las curvas de tipos se vuelva más compatible con un escenario de convergencia de la inflación a su objetivo de “casi” el 2%.

La inflación subyacente debería repuntar



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

Pese a los signos de desaceleración, las perspectivas macro siguen siendo positivas

Los datos macro recientes vienen apuntando a una cierta desaceleración, compatible en todo caso con ritmos de crecimiento anualizado en el entorno del 2,5%. Como era casi inevitable, el sector turístico no está siendo capaz de mantener las tasas espectaculares de crecimiento que había venido mostrando en los últimos años.

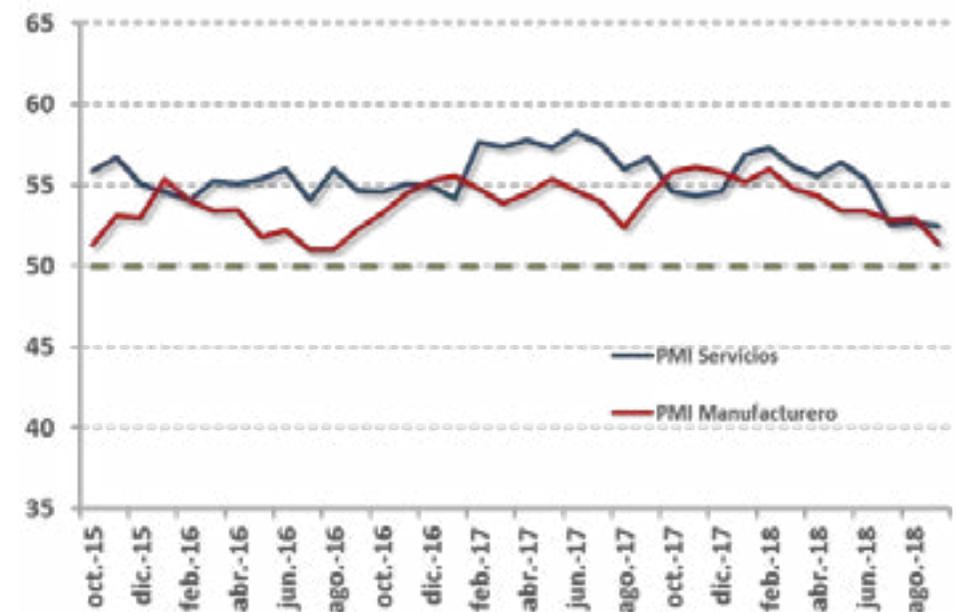
Mirando hacia adelante, y siempre que la situación en Cataluña permanezca bajo control (como parece que así será), creemos que la economía española seguirá siendo capaz de mantener tasas saludables de crecimiento, de forma que éste permanezca claramente por encima del potencial. ¿Por qué? Porque los vientos de cola de los que disfrutamos siguen siendo importantes: fuertes ajustes de competitividad de los últimos años; mejora en la situación de balance de familias y empresas; buena situación de la economía global; extraordinariamente reducidos tipos de

interés; política fiscal que se va a volver ligeramente expansiva...

Así las cosas, durante los próximos trimestres seguiremos asistiendo a reducciones relativamente rápidas de los todavía apreciables niveles de capacidad ociosa existentes en nuestro país. Esto, a su vez, se traducirá con cada vez mayor claridad en un comportamiento más dinámico de los salarios (esto está sucediendo ya y, dado el carácter backward looking de la negociación colectiva en España, se verá también favorecido por efectos de segunda ronda asociados al repunte de los precios energéticos).

A su vez, y tomando este escenario macro como base, lo razonable es concluir que los precios subyacentes también irán tendiendo al alza en los próximos trimestres.

Los PMIs continúan en expansión



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

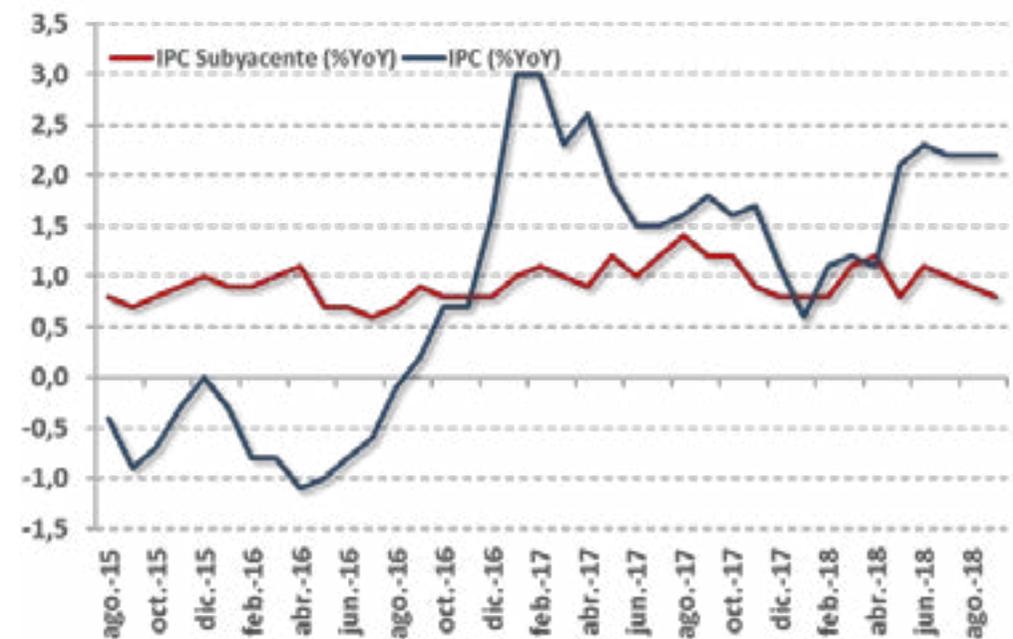
La alta deuda y el bajo crecimiento potencial, principales retos a medio plazo

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 y continúe mostrando compromiso con la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. En relación con esto último, sin embargo, las noticias de los últimos meses no son

especialmente positivas. En primer lugar, el debate actual sobre cuánto deben subir las pensiones (se habla ya de que, como mínimo, deben subir lo que aumenten los precios) es claramente irresponsable: está dejando de lado los problemas de envejecimiento y se está olvidando también de que, a día de hoy, nuestro sistema de pensiones está en una senda insostenible (esto no quiere decir que las pensiones no puedan subirse pero lo que sí quiere decir es que es algo muy caro y que no debería hablarse alegremente de ello sin decir al mismo tiempo cuánto coste supone eso para el país a medio y largo plazo). En segundo lugar, y teniendo en cuenta que nuestra deuda pública ronda el 100% del PIB, existe el peligro de que la buena coyuntura cíclica actual no se aproveche para permitir una reducción algo más rápida de nuestros todavía elevados niveles de déficit público.

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reino Unido

Pese a los ruidos del Brexit, la economía vuelve a ganar pulso

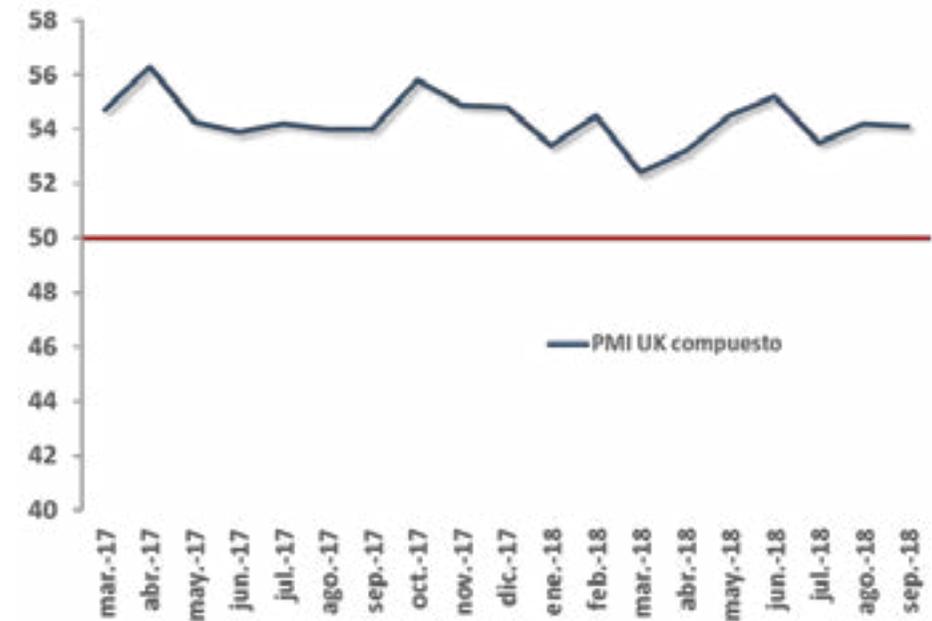
Pese a que es difícil saber cómo acabará la negociación del Brexit, lo que sí parece cada vez menos probable es que se vayan a generar situaciones altamente disruptivas a corto plazo.

La información macro reciente ha sido mayoritariamente positiva y las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente favorables. La debilidad de la libra debería continuar ayudando al sector exterior y a las manufacturas británicas. Al mismo tiempo, la ausencia de capacidad ociosa genera necesidad de inversión por parte de las empresas, incluso en un entorno que se ha vuelto más incierto por culpa del Brexit. ¿Y el consumo privado? Es evidente que también se ha visto afectado por la incertidumbre y por la inflación importada. Pero, en un contexto de output gap cero y de sólida creación de empleo, lo razonable es esperar un comportamiento progresivamente más dinámico de los salarios (de hecho, ya hay señales de repunte en el período reciente, con unos salarios que están claramente acelerando y que ya crecen por encima de la inflación). Esto, lógicamente, contribuirá a sostener el consumo privado.

Dados los bajos niveles de capacidad ociosa y las mejores señales tanto de salarios como de precios subyacentes, creemos que el BOE optará por seguir subiendo los tipos de interés en los próximos trimestres.

Pese a las buenas perspectivas a corto plazo, sigue siendo cierto que los problemas de largo plazo para el RU asociados al Brexit permanecen: acceso más difícil a uno de los principales mercados del mundo; potencial pérdida por parte de Londres de parte de su atractivo como centro financiero global; menor capacidad como país de atraer inmigración cualificada... Así las cosas, y pensando en el potencial de crecimiento británico a medio y largo plazo, sería muy positivo que el gobierno británico acabe logrando un acuerdo que implique un grado amplio de apertura económica y comercial con la UE.

Datos macro moderadamente positivos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Japón

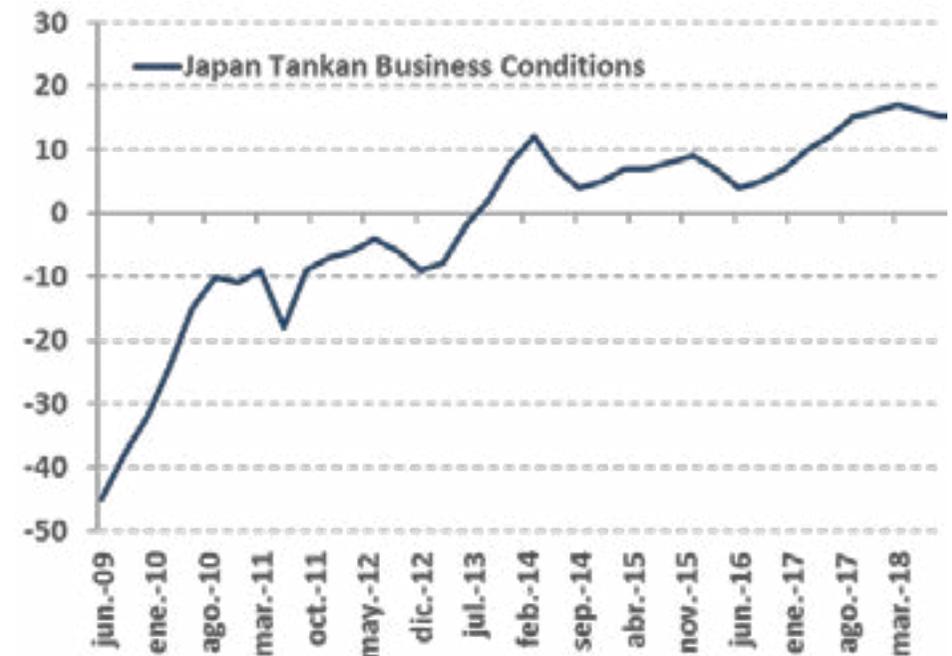
La economía japonesa crece por encima del potencial y muestra perspectivas favorables

Seguir el comportamiento a corto plazo de la economía japonesa no es una labor especialmente cómoda. En primer lugar, porque la calidad de las estadísticas no es demasiado buena (de hecho, el gobierno se vio obligado hace no mucho a poner marcha un plan de mejora de las mismas). En segundo lugar, y más importante, porque los análisis que se hacen sobre el país suelen confundir de manera sistemática los factores cíclicos con los estructurales. En efecto, es importante entender que Japón es un país que, por estar perdiendo población y no tener casi inmigración, tiene un potencial de crecimiento muy bajo (probablemente en el entorno del 0,75-1% anual). Por ser esto así, lo normal es que la economía alterne trimestres de crecimiento positivo con otros de contracción, sobre todo en un contexto como el actual donde la capacidad ociosa es casi nula.

Dicho lo anterior, Japón consiguió crecer muy por encima del potencial durante el Q2 y los datos más recientes también invitan al optimismo: comportamiento razonable de los índices de confianza; repunte de la inversión corporativa, en un contexto de crecientes presiones de capacidad;

evolución positiva de exportaciones y de la producción industrial; aceleración del crédito; buenas perspectivas para el sector de la construcción, en parte por las inversiones asociadas a las olimpiadas de 2020; sector turístico también muy fuerte. Al mismo tiempo, es también positivo para el consumo privado que los salarios hayan comenzado a dar signos de aceleración, en un contexto de paro muy reducido, de sólida demanda de empleo y de cada vez mayores problemas para aumentar la fuerza laboral por la vía de retrasar la edad de jubilación efectiva y de incorporar más mujeres al mercado de trabajo (los progresos en relación con esto último han sido muy notables en los últimos 2-3 años y es difícil que se puedan mantener con la misma intensidad de forma indefinida; en sentido contrario, es cierto que la inmigración podría continuar siendo un factor de aumento de la fuerza laboral).

Perspectivas económicas favorables



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los fundamentos macro apoyan una subida progresiva de precios y salarios

Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía muy lejos, un mercado de trabajo en pleno empleo (tasa de paro del 2,4%; ratio jobs/applicants de 1,63) y un crecimiento por encima del potencial deberían continuar favoreciendo una aceleración adicional de los salarios y, con ello, un repunte progresivo de la inflación (las señales relativas a ambos frentes vienen ya siendo algo más positivas en los últimos meses).

El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un overshooting duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%. Al mismo tiempo, y en parte para permitir una poco más de negociación en el mercado secundario de deuda pública, el banco central anunció en agosto que ampliaba a 20pb la fluctuación permitida para la rentabilidad del bono a 10 años alrededor del objetivo del 0%.

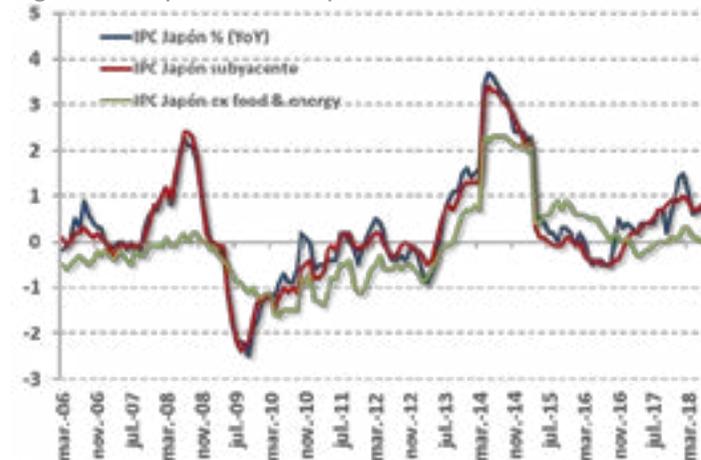
La decisión del gobierno de retrasar hasta 2027 la consecución de superávit primario también permitirá a la política fiscal seguir apoyando la demanda agregada. En general, la política económica en Japón va a continuar siendo muy expansiva y esto contribuirá a generar presiones inflacionistas durante los próximos trimestres.

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

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Signos más positivos de precios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - China

A pesar de los aranceles de Trump, riesgos escasos de desaceleración abrupta

Pese a los ruidos sobre guerra comercial, la economía china se mantiene relativamente sólida, con signos de una desaceleración sólo muy suave de la actividad: el consumo privado goza de buenos fundamentos, en un contexto de mercado de trabajo fuerte, de salarios al alza y de altos niveles de confianza (aunque es cierto que la deuda familiar ha venido creciendo, lo ha hecho desde niveles bajos; la situación de riqueza neta de las familias chinas sigue siendo favorable); las exportaciones siguen mostrando un buen comportamiento; tanto el sector servicios como las manufacturas de mayor contenido tecnológico presentan perspectivas favorables; los avances ya logrados en cuanto a la reducción de capacidad de sectores tradicionales con problemas de sobreoferta reduce la presión a la baja sobre la actividad económica; la inflación, pese a su repunte reciente, se mantiene controlada y permite una actitud flexible por parte del PBOC; la política fiscal es moderadamente expansiva...

Así las cosas, y pese a los mensajes que se intentan lanzar desde la Casa Blanca, China tiene margen para enfrentarse a las amenazas comerciales de Trump. Dicho esto, creemos que la estrategia de las autoridades chinas en relación con esta cuestión seguirá basada en dos pilares. El primero, en responder a los aranceles americanos, para no dar señal de debilidad, pero evitando al mismo tiempo dar la imagen de que quieren escalar el conflicto. El segundo, en seguir dando pasos (entre otras cosas porque les conviene en su estadio actual de desarrollo económico) hacia una mayor apertura comercial (en septiembre anunciaron una rebaja general de aranceles), una mejor protección de la propiedad intelectual y una actitud más favorable hacia la inversión extranjera directa.

En la medida en que es innegable que un escenario de guerra comercial supone un riesgo para China, es muy posible (ya está siendo así) que la política económica ponga todavía más énfasis en compatibilizar la reducción de los riesgos financieros con la aprobación de medidas de apoyo que garanticen un pulso suficiente de la actividad

económica. Las recientes medidas de cierta flexibilización de la política monetaria, unidas a la intención de volver a impulsar la inversión en infraestructuras, son buenos ejemplos en este sentido.

La situación económica es saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El yuan se ha depreciado moderadamente por las presiones comerciales de Trump

Las autoridades chinas, con buen criterio y ante la presión comercial ejercida por EEUU, permitieron durante un cierto tiempo una moderada depreciación del yuan. Conseguido el objetivo, que tendrá efectos positivos sobre el sector exterior, el gobierno chino pasó a adoptar diversas medidas tendentes a estabilizar la cotización de la divisa.

A nivel fundamental, resulta difícil argumentar que China necesita devaluar agresivamente el yuan: las exportaciones chinas no están perdiendo cuota de mercado a nivel global y se han comportado de hecho de un modo muy positivo en el período reciente; además, estimaciones de tipo de cambio de equilibrio por parte de instituciones como el FMI no apuntan a sobrevaloración del yuan.

Desde una perspectiva de medio plazo, es tranquilizador saber que el país cuenta con la capacidad de balance necesaria como para permitir que el proceso de desapalancamiento de la economía siga teniendo lugar de un modo progresivo (evitándose de ese modo escenarios de credit crunch). En primer lugar, porque China es un país acreedor neto respecto del resto del mundo y esto le otorga márgenes de actuación muy significativos. En segundo lugar, porque el país ha logrado reducir los riesgos financieros de una manera significativa en los últimos 2-3 años: se viene produciendo una clara moderación en el crecimiento del crédito y, además, las medidas tendentes a facilitar la venta y la titulación de activos problemáticos parece estar dando frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos, al mismo tiempo, los progresos en materia de control del denominado shadow banking son también evidentes.

Condiciones financieras menos laxas que en el pasado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

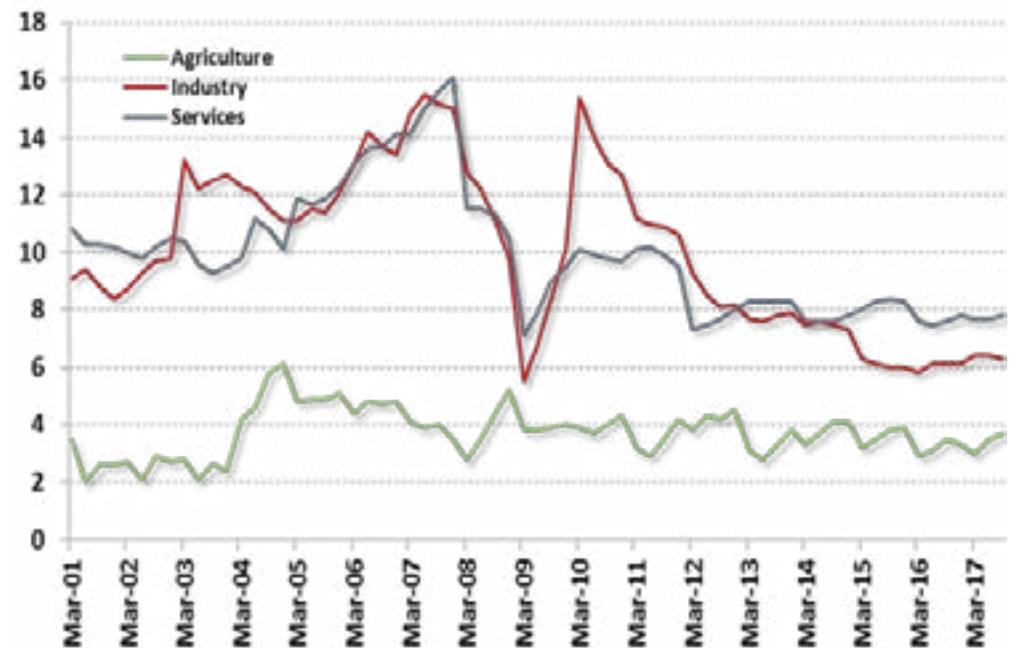
El país debe abrir más sus mercados y mejorar la protección de la propiedad intelectual

También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso; por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más protagonistas en el conjunto de la actividad económica china. Al mismo tiempo es esperanzador ver que el gobierno continúe 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; y de promocionar el desarrollo tecnológico (la inversión en I+D en 2017 fue del 2,15% del PIB).

Dicho todo lo anterior, y teniendo en cuenta también las presiones procedentes de EEUU para lograr una mayor apertura económica en China, conviene que las autoridades de este país no bajen la guardia. Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para continuar moderando el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo tanto para la iniciativa privada en general como para las empresas extranjeras en particular (reducción de aranceles; reducción de restricciones a la inversión extranjera directa; mayor protección de los derechos de propiedad intelectual)... Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, se debe seguir promocionando el desarrollo del capital humano y el gasto en investigación e innovación tecnológica.

v

Recomposición del modelo de crecimiento



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



Países Emergentes - India

Pese a los ruidos en los mercados, la situación económica india es positiva

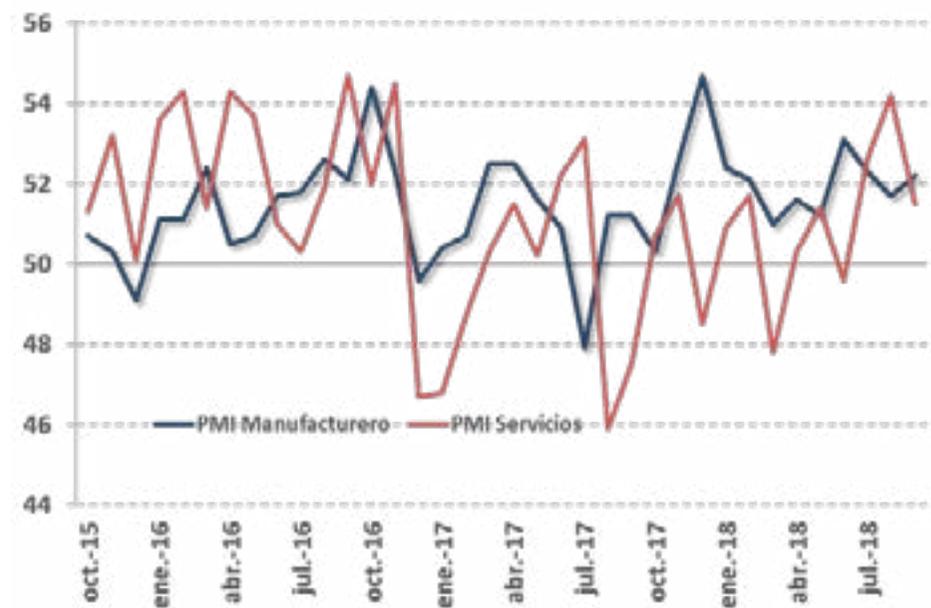
Pese a los ruidos en los mercados, la economía india logró crecer por encima del 8% en el Q2 y las perspectivas para los próximos trimestres son también positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructuras continúa siendo dinámica; las exportaciones y la producción manufacturera se han venido beneficiando de la fortaleza económica global y lo harán también de la debilidad de la rupia; los servicios y el sector agrícola también están fuertes; el crédito ha repuntado... Además, y después de un largo período de debilidad por la hasta hace poco baja utilización de la capacidad productiva y por el alto endeudamiento en algunos sectores, la inversión privada también está dando señales positivas (reflejando quizás también los esfuerzos que viene haciendo el sector corporativo en términos de desapalancamiento en los últimos 2 años). En sentido negativo, es obvio que un crudo más caro no es buena noticia para India. En todo caso, su evolución hasta ahora no parece suficiente como para impactar decisivamente en la macro del país (el déficit por cuenta corriente, en particular, se mantuvo claramente por debajo del 3% del PIB en el Q2.)

En el lado fiscal, y en un contexto de déficit público relativamente elevado,

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

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

PMIs volátiles pero positiva situación de fondo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

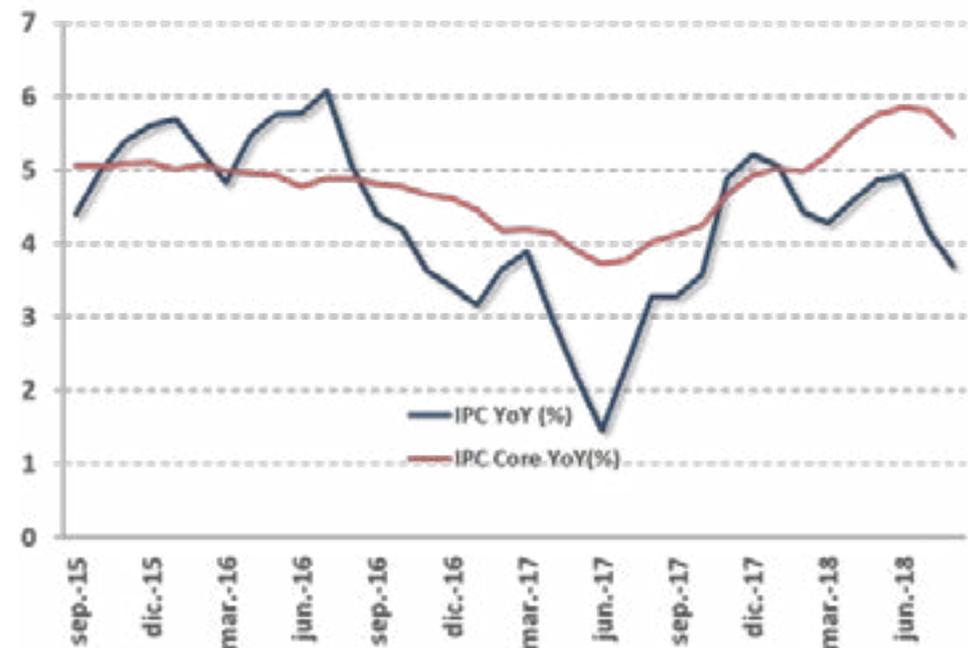
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

En el campo de las reformas, hay que destacar los progresos conseguidos en los últimos meses en la implementación del programa de recapitalización de la banca pública. Se trata de un paso importante, que ayudará a dar estabilidad al sistema financiero indio y a mejorar la transmisión de la política monetaria. Desde una perspectiva más general, el hecho de que el gobierno central continúe fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) ha servido para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores.

También es positivo que el RBI esté usando los poderes dados por el gobierno para reestructurar entidades financieras con problemas y para forzar a los bancos a resolver sus préstamos fallidos de una forma más rápida y eficiente (en teoría, unos balances bancarios más saneados ayudarán a un mejor flujo de financiación hacia la inversión privada). Los pasos que se vienen dando para desarrollar el mercado de bonos corporativos deben ser así mismo bienvenidos, por razones similares.

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

La inflación subyacente, por encima del 5%



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

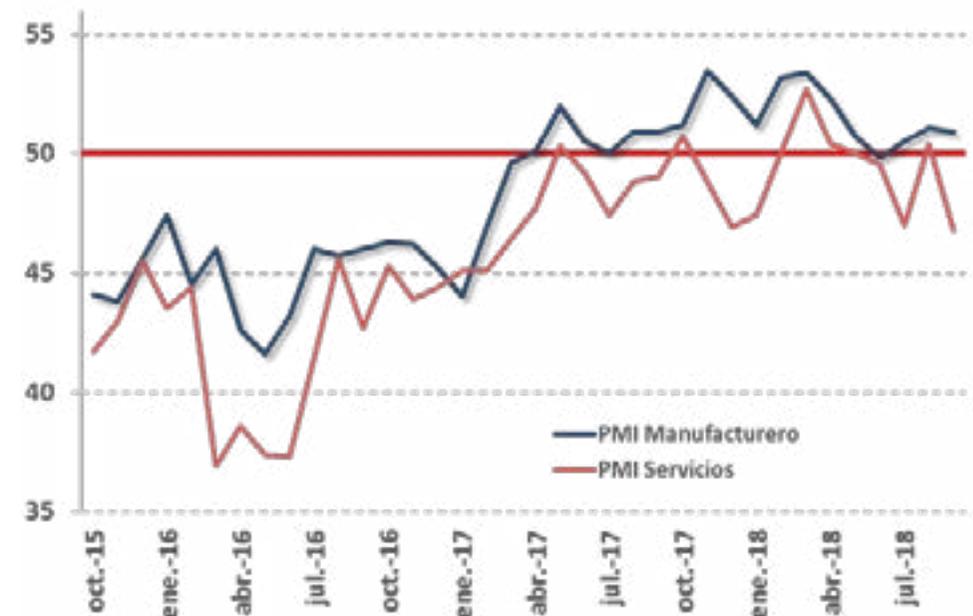
Países Emergentes - Brasil

La incertidumbre política es un factor negativo a corto plazo

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

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

La actividad económica se recupera un poco



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

En primer lugar, es crucial hacer sostenible el sistema de pensiones (la situación presupuestaria en Brasil es complicada y una reforma ambiciosa de pensiones contribuiría a mejorar la credibilidad fiscal del país con poco coste sobre la actividad económica a corto plazo; de hecho, y como muestra de la importancia que tiene este tema, la última rebaja del rating de la deuda brasileña por parte de S&P se debió a la falta de progreso en la reforma de pensiones; en este mismo sentido, Moody's y Fitch han declarado recientemente que la no aprobación de la citada de reforma es una mala noticia para la calidad crediticia del país).

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

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La depreciación del real y el aumento de los costes de financiación, señales de aviso

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

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

La buena noticia para Brasil (al menos a corto plazo) es que este entorno más incierto (tanto para el país en concreto como para los mercados emergentes en general) se produce en un contexto de inflación controlada (aunque repuntando un tanto por el encarecimiento de la energía y la debilidad del real) y expectativas de inflación ancladas. Esto (unido a un output gap relativamente notable) otorga margen al banco central para no tener que reaccionar de manera exagerada ante movimientos a corto plazo en el tipo de cambio (en septiembre,

de hecho, el banco central decidió mantener constantes los tipos de interés por cuarta vez consecutiva).

Así las cosas, hay razones para pensar que la actividad a corto plazo debería mantenerse sostenida, algo a lo que parece también apuntar la recuperación que se ha producido en los indicadores macro en el período reciente.

En todo caso, y en línea con lo comentado más arriba, si el país quiere consolidar la recuperación económica es esencial que se logren avances adicionales en el proceso de reforma estructural, de control de la corrupción y de consolidación de las cuentas públicas (incluida la ya citada reforma de pensiones). Ésos serán los principales retos para el gobierno que salga de las elecciones del año que viene.

Mejora ¿estructural? en los costes de financiación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque las perspectivas han mejorado, la presión de las sanciones es significativa

Rusia se enfrenta a retos muy significativos desde un punto de vista estructural:

sanciones económicas que seguirán impactando negativamente sobre la actividad; excesiva dependencia de las materias primas, algo que lastra el crecimiento potencial del país y aumenta su vulnerabilidad ante fluctuaciones en el precio de las mismas; niveles elevados de corrupción y excesiva concentración de poder en Putin... Además, la reestructuración del sector bancario, aunque muy avanzada gracias al buen trabajo del banco central, está probablemente todavía por concluir.

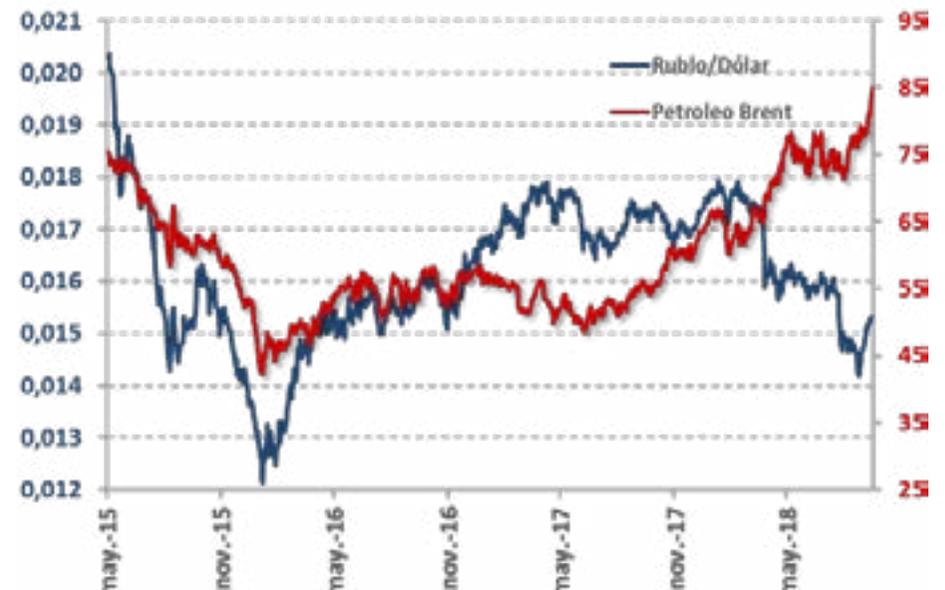
Tras la relativa debilidad mostrada durante dos trimestres consecutivos, la situación en el Q2 mejoró (el PIB creció un 1,9% YoY) y, siempre que las sanciones internacionales no vayan mucho más allá, las perspectivas para los próximos trimestres son también razonablemente favorables: la recuperación en el precio del petróleo supone una buena noticia para el país; el consumo privado debería seguir beneficiándose de la recuperación de los salarios reales, de

la caída del paro y de la mejora de los niveles de confianza; la inversión ha ido ganando pulso; las exportaciones tienen también un buen tono; la producción industrial mejora... En general, la economía sigue dando muestras de ser capaz de crecer en los próximos trimestres en el entorno del 2%, en línea con el potencial.

Gracias al excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza de una renovada credibilidad en materia de estabilidad de precios. Esto permitió a la autoridad monetaria durante bastantes meses ir bajando los tipos de interés a medida que la inflación fue cayendo. En septiembre, sin embargo, el banco central optó por subir los tipos de forma moderada, 25pb. Entre las razones que explican esta decisión pueden citarse las siguientes: efectos negativos de la subida de tipos en EEUU sobre los flujos de capitales a emergentes; relacionado con lo anterior (y también con las sanciones económicas), presiones depreciatorias sobre el rublo; previsible presiones inflacionistas en los próximos meses, ligadas a la propia debilidad del rublo,

a las subidas de impuestos indirectos previstas para 2019 y al fuerte crecimiento de salarios; expectativas de inflación elevadas y al alza en el período reciente...

La recuperación del precio del crudo ayuda a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las prudencia fiscal del gobierno es un factor positivo

El hecho de que el gobierno esté manteniendo un grado significativo de prudencia en materia fiscal también es positivo y aumenta el margen para poder concentrar los esfuerzos de gasto público allí donde más se necesitan: infraestructuras, promoción del capital humano y sistema sanitario.

También debe valorarse favorablemente el hecho de que el gobierno haya aprobado finalmente la reforma del sistema de pensiones. Se trata de una medida impopular (durante el mes de agosto Putin se vio obligado a revisar algunas de las medidas relativas a retrasar la edad de jubilación de las mujeres) pero que era a todas luces necesaria para devolver al sistema de pensiones a una senda estable.

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 ha venido recibiendo el país). Además, sería fundamental que el gobierno llevara a cabo reformas tendentes a mejorar el clima inversor, a aumentar el crecimiento potencial y a reducir tanto la dependencia del crudo como la excesiva presencia del sector público en la economía. También es importante que el banco central prosiga con su labor de limpieza de los balances del sector financiero, evitando al mismo tiempo quedarse demasiado tiempo en el capital de los bancos intervenidos (hay que tener en cuenta que, como ha señalado Moody's recientemente, el hecho de que el banco central tenga participaciones de capital en una parte no desdeñable del sector financiero ruso puede generar conflictos de interés con sus responsabilidades de supervisión).

La actividad económica parece sostenida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Contacto

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

Síguenos en:

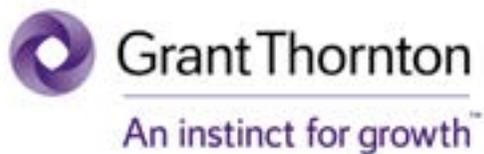
www.GrantThornton.es

50.000 profesionales en más de 135 países y trabajamos con el 71% del Forbes Global 100

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

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

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



Audit · Tax · Legal · Advisory

© 2018 Grant Thornton SLP Todos los derechos reservados.

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

