



Newsletter Económico

Cuarto trimestre - 2018

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton

Audit · Tax · Legal · Advisory



Comentario trimestral

El sentimiento de mercado continúa siendo muy negativo. La opinión más extendida es que el ciclo global está próximo a su fin y que, además, existen riesgos importantes que podrían hacer que la situación se complicara de un modo significativo.

Nosotros, sin embargo, creemos que hay razones sólidas para esperar una continuidad del ciclo global durante 2019. De forma esquemática, los elementos básicos de nuestro escenario para los próximos trimestres serían los siguientes:

- Con condiciones monetarias que se mantienen laxas y con políticas fiscales cada vez más expansivas a nivel global, lo más probable es que el crecimiento global se mantenga por encima del potencial.
- En un contexto de cada vez más reducida capacidad ociosa, una demanda que crece por encima de la oferta se traducirá de forma progresiva en un comportamiento más dinámico de precios y salarios

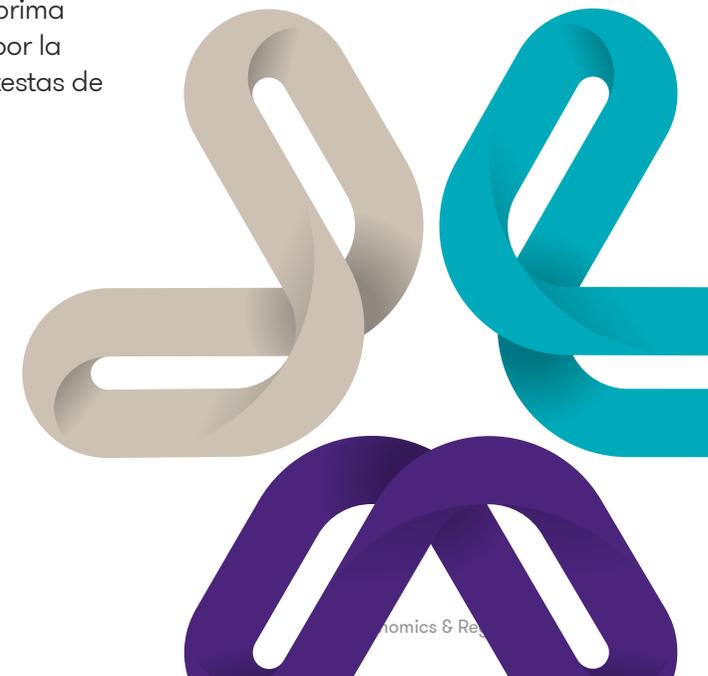
(los segundos, de hecho, están mostrando ya signos evidentes de aceleración en muchas economías, empezando desde luego por EEUU).

- Una vez que este escenario se vuelva más evidente, es muy posible que se produzca una recuperación significativa del term premium en la curvas de tipos libres de riesgo, lo que supondrá un movimiento al alza importante en los tipos a largo plazo.

¿Cuáles serían los posibles triggers para poder ver un movimiento como el señalado en los próximos meses?

Aunque es difícil hacer previsiones a corto plazo y no podemos descartar que algunos indicadores se vean afectados en el futuro más próximo por la propia incertidumbre que generan los mercados financieros, nos atrevemos a indicar los siguientes elementos como ejemplos de cosas que pueden ayudar a que nuestro escenario de reflación empiece a ser percibido como el más probable:

- Aceleración de salarios en EEUU, que será posiblemente bastante mayor de lo que ahora descuenta el mercado: resurrección de la curva de Phillips.
- Recuperación de datos macro en Europa, a medida que se disipan los factores temporales negativos que han lastrado 2018: atención aquí a los datos en Italia y Francia, donde los signos de recuperación pueden ser especialmente evidentes (en el primer caso por la reducción de la incertidumbre y de la prima de riesgo y, en el segundo, por la pérdida de pulso de las protestas de los chalecos amarillos).
- Trayectoria ascendente de la inflación subyacente en Europa, gracias al crecimiento por encima del potencial, a la menor capacidad ociosa, a la mejora salarial y a la relativa debilidad del euro.
- Noticias positivas: eventual acuerdo comercial entre China y EEUU; eliminación de la posibilidad de un Brexit sin acuerdo; sostenimiento de la actividad económica en emergentes.



Estados Unidos

Más riesgos de recalentamiento que de desaceleración significativa

A pesar del negativismo reinante, lo cierto es que la economía americana lo sigue haciendo muy bien. 2018, de hecho, ha sido el año de mayor crecimiento del actual período de expansión. Y, lo que es aún más importante, desde un punto de vista fundamental, hay pocas razones (si es que hay alguna) como para que sea razonable anticipar una pérdida exagerada de pulso económico en los próximos trimestres.

En nuestra opinión, dado que el output gap es ya positivo, que las condiciones financieras continúan siendo laxas y que la política fiscal va a seguir siendo procíclica durante buena parte de 2019, el principal riesgo al que hoy se enfrenta EEUU no es el de una desaceleración significativa sino el de un recalentamiento económico. Veamos por qué.

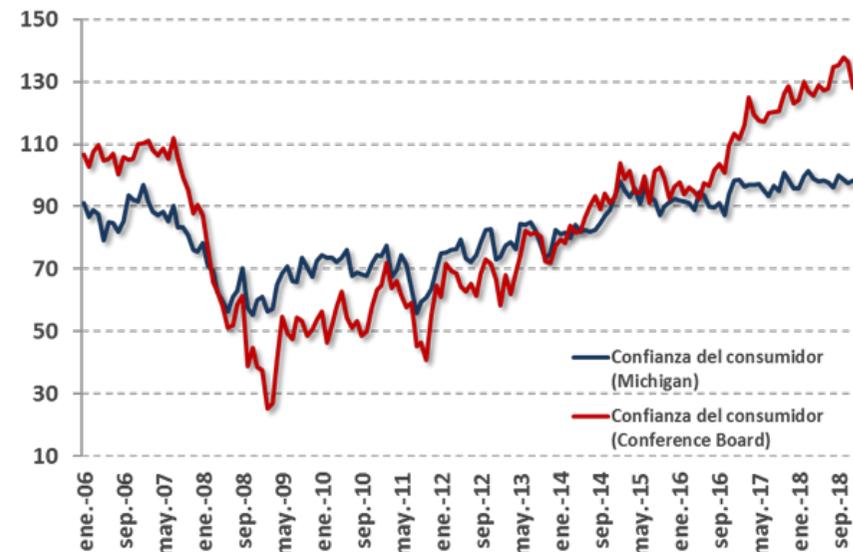
Las perspectivas para el consumo privado son favorables: mercado de trabajo extraordinariamente fuerte; crecimiento sólido de la renta disponible (con salarios acelerando);

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

También ha razones para ser positivo con el comportamiento de la inversión empresarial en los próximos trimestres. A medida que ha avanzado la recuperación y se ha consumido 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. Aunque hay mucha gente diciendo que la deuda empresarial en EEUU es excesiva y que eso podría ser la antesala de un aumento significativo de los préstamos fallidos, con consecuencias negativas sobre la inversión y, por ende, sobre el conjunto de la actividad económica, es importante tener en cuenta que lo que han hecho las empresas americanas en estos años no ha sido hacer inversiones excesivas poco pensadas (esto sí sería preocupante en términos de subida futura de mora) sino modificar la composición de su pasivo en favor de una deuda que les

ha salido muy barata. Como además se han podido en general endeudar a plazos largos y a tipos fijos, el sector corporativo americano parece tener margen de adaptación suficiente a un entorno de tipos algo más elevado.

Pese a los ruidos, sólida confianza de los consumidores



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

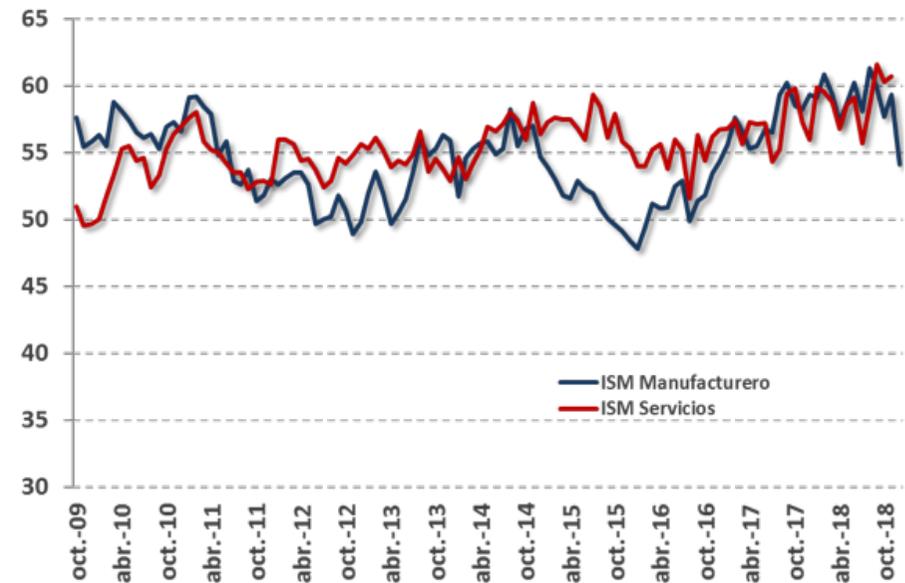
Pese a que los precios de las casas han subido mucho en los últimos años (con el consiguiente efecto moderador sobre la demanda), las perspectivas para el sector inmobiliario son también razonablemente positivas (el stock de viviendas vacías es bajo, la tasa de formación de nuevos hogares es elevada,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

Aunque un dólar algo 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 el buen comportamiento del sector energético, en una tendencia que debería continuar durante 2019.

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, y dado que el paro se sitúa ya claramente por debajo del de equilibrio, 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 durante 2019. De hecho, como ya se ha apuntado, los riesgos de sobrecalentamiento económico están aumentando y podrían hacerlo aún más si las condiciones financieras continúan siendo laxas.

ISMs sólidos pese a la volatilidad mensual



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los salarios y los precios subyacentes seguirán acelerando (aunque sea con volatilidad mes a mes)

Durante 2018, la inflación subyacente se recuperó de las sorpresas negativas del año anterior y pasó a situarse en tasas compatibles con el objetivo del 2% de la FED.

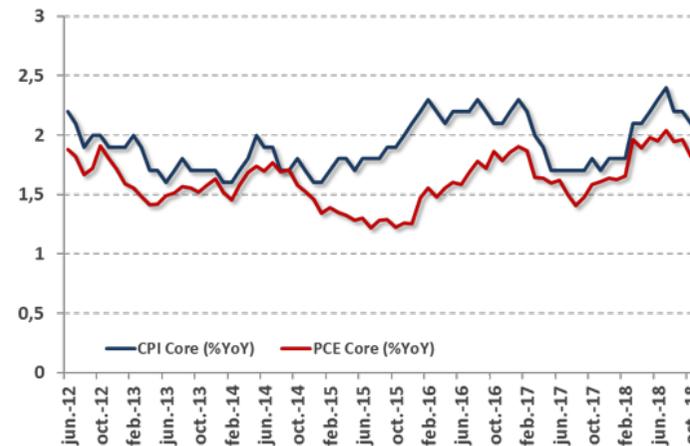
Mirando hacia adelante, las perspectivas para los precios subyacentes son al alza: en un escenario de crecimiento por encima del potencial, sin capacidad ociosa y con expectativas de inflación bien ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a aumentar en los próximos trimestres.

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, está siendo 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.

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 a lo largo de 2018 aparecieron señales cada vez más claras de aceleración de salarios. Incluso aún más que en el caso de la inflación subyacente, donde el hecho de que las expectativas sigan ancladas alrededor del 2% tendrá un efecto moderador. Creemos que la posibilidad de sorpresas positivas en salarios en los próximos trimestres es relativamente elevada.

La inflación subyacente, casi en el ojetivo



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Los salarios ganan dinamismo



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed debería seguir subiendo tipos para evitar riesgos de recalentamiento

Pese a las presiones de Trump, en nuestra opinión la Fed acertó subiendo tipos en diciembre: como ya se ha señalado más arriba, el crecimiento se sitúa muy por encima del potencial, el *output gap* es positivo, las condiciones financieras siguen muy laxas y la política fiscal continúa ejerciendo efectos expansivos.

Aunque el mercado reaccionó negativamente, lo cierto es que la Fed fue bastante dovish en su última reunión: condicionó nuevas subidas a que los datos de actividad se mantengan positivos; redujo (hasta 2) el número de subidas previstas para este año, mantuvo muy bajo el tipo de llegada... Por si acaso, además, en comparecencias posteriores Powell no hizo sino acentuar la impresión de que la Fed va a seguir siendo muy prudente.

Esta actitud prudente de la Fed, en la medida que aumenta el riesgo de recalentamiento económico y overshooting de inflación, debería provocar en algún momento una recuperación significativa del term premium. Sin embargo, el mercado

sigue tan obsesionado con el fin de ciclo y 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 una ruptura de la correlación entre bonos y renta variable observada durante los últimos años.

Los tipos a largo no reflejan la situación macro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Unión Europea

La desaceleración vista en 2018 será probablemente temporal

La desaceleración vivida en el Área euro a lo largo de 2018 debe de ponerse en contexto. Primero, porque el crecimiento volvió a situarse por encima del potencial. Segundo, porque la pérdida de pulso vista el ejercicio pasado 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 derivados de los cambios en la normativa de emisiones, incertidumbre alrededor de los planes fiscales del gobierno italiano, protestas de los chalecos amarillos en Francia, sector exterior perjudicado por la fortaleza previa del euro y por la debilidad de un país importador como es Turquía...).

Mirando hacia adelante, es importante tener en cuenta que los fundamentos que apoyan la expansión económica europea son significativos (condiciones financieras extraordinariamente laxas; políticas fiscales que tienden a volverse ligeramente expansivas

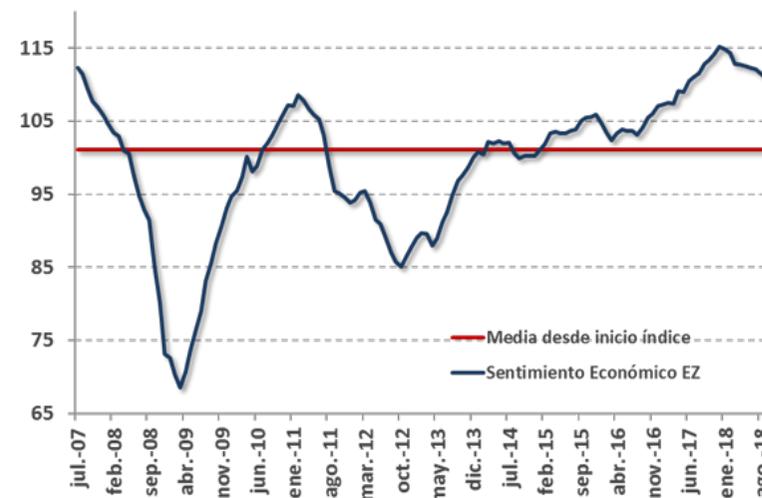
en 2019; euro otra vez más débil respecto del dólar, lo que debería llevar a un mejor comportamiento del sector exterior; crudo relativamente barato; buena situación de balance de las familias y salarios al alza, factores sin duda positivos para el consumo; alto grado de utilización de la capacidad productiva, que debería favorecer un comportamiento dinámico de la inversión empresarial; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia, lo que les permite crecer sin generar desequilibrios...).

Así las cosas, siempre que los riesgos comerciales, los relativos a Italia y al Brexit permanezcan bajo control (como parece que será el caso), consideramos que ha razones para esperar que el crecimiento europeo vuelva a situarse claramente por encima del potencial en 2019.

De hecho, y aunque será difícil que puedan verse tasas de crecimiento tan fuertes como las de la segunda mitad de 2017, esto se no se deberá probablemente a falta de demanda sino a lo contrario, a crecientes problemas por parte de la oferta para seguir el ritmo de

aumento de aquélla. Así las cosas, las condiciones para poder ver un movimiento al alza de la inflación subyacente durante el presente ejercicio están presentes.

Sentimiento económico en niveles todavía sólidos



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Aunque es cierto que existen riesgos, quizás no son tan serios como normalmente se dice

El ruido alrededor de Italia se redujo de forma considerable una vez que se conoció que la Comisión Europea no iba a iniciar de forma inmediata un procedimiento de déficit excesivo contra el país. Y es que, aunque es cierto que incurrir en un déficit del 2% es una estrategia arriesgada para un país con un elevado nivel de deuda pública como es Italia, lo que también es evidente es que un déficit como el comentado no es lo suficientemente elevado como para poner por sí mismo a las cuentas públicas italianas en una senda insostenible.

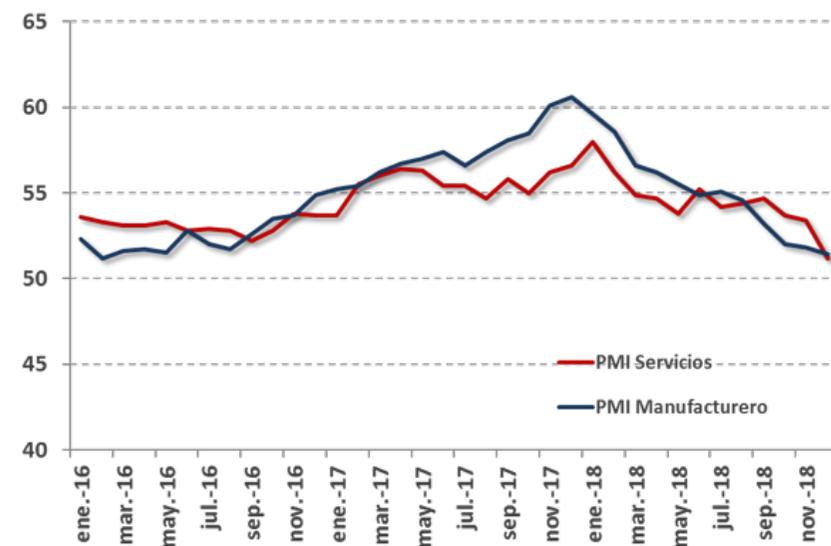
En relación con el Brexit, y aunque es difícil prever cuál va a ser su resultado final, lo que parece claro es que la probabilidad de un Brexit sin acuerdo (el único escenario que sí podría ser realmente disruptivo a corto plazo) es baja. ¿Por qué? Porque existe una mayoría en el parlamento británico que se opone a esa posibilidad. Así las cosas, creemos que los dos escenarios más probables mirando hacia adelante serán, o bien una aceptación del acuerdo negociado por la primera

ministra May o bien una extensión del artículo 50 que permita la celebración de un segundo referéndum o la extensión del proceso negociador.

En relación con **Francia**, creemos que Macron será capaz de encontrar un equilibrio razonable entre el progreso en materia de reforma estructural y la necesidad de adoptar medidas que garanticen el mantenimiento de un grado suficiente de cohesión social. En **Alemania**, por su parte, vemos pocas razones sólidas como para no prever que el país se seguirá caracterizando por un grado elevado de estabilidad política y por una orientación claramente pro-europea.

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 probablemente existe, pero que es cada vez menor).

Los PMI tenderán a repuntar en el Q1



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Mejores perspectivas de inflación subyacente y salarios, con un BCE quizás demasiado *dovish*

El favorable escenario macro europeo se debería traducir en una aceleración progresiva de los precios subyacentes.

Para sostener esta previsión para la inflación subyacente europea pueden citarse tres argumentos fundamentales.

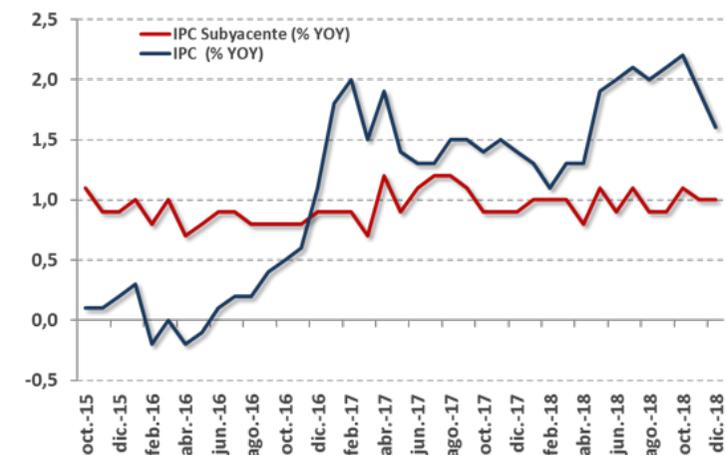
El primero, que la economía sigue creciendo por encima del potencial y que el output gap se está cerrando rápidamente (con las vacantes creadas por las empresas en niveles récord). El segundo, relacionado con el anterior, que están apareciendo ya signos esperanzadores de aceleración de salarios en muchos países. El tercero, que la depreciación reciente del euro meterá presión al alza a los precios de los bienes comercializables en los próximos meses.

Siendo todo esto así, no es de extrañar que en su reunión de diciembre el BCE confirmara el final del QE. En todo caso, hay que admitir que el posicionamiento general de la autoridad monetaria europea puede seguir calificándose como muy *dovish*: por un lado, porque reforzó al *forward*

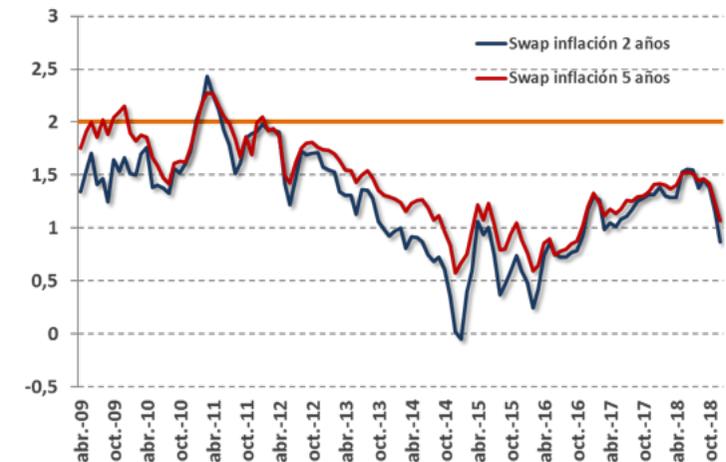
guidance, diciendo que la política de reinversiones se mantendrá durante mucho tiempo después de que se produzca la primera subida de tipos; por otro lado, porque siguió insistiendo en la idea de que la economía de la Eurozona necesita todavía condiciones financieras muy laxas para garantizar una senda alcista de precios.

En nuestra opinión, dada la fortaleza de la demanda interna del euro y las evidencias de cada vez menor output gap, el BCE corre el riesgo de quedarse detrás de la curva: mantener condiciones extraordinariamente laxas durante demasiado tiempo podría acabar por generar, no a corto plazo pero sí algo más adelante, riesgos de recalentamiento para la economía europea (sin olvidar, por supuesto, riesgos de inestabilidad financiera).

La inflación subyacente debería repuntar



Deterioro temporal de las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

Pese a que existen riesgos, las perspectivas macro para 2019 son positivas

Durante los 3 primeros trimestres de 2018 el crecimiento se situó algo por debajo de lo visto en 2017. Como era casi inevitable, el sector turístico no fue capaz de mantener las tasas espectaculares de crecimiento que había venido mostrando en los últimos años. Al mismo tiempo, un euro más fuerte durante la primera parte del año también perjudicó al sector exterior, mientras que un precio del crudo más elevado durante ese período tampoco fue favorable para un país importador como el nuestro. Dicho todo lo anterior, sin embargo, el PIB logró expandirse a tasas anualizadas en el entorno del 2,5% en el mencionado período, con un cuarto trimestre que podría dar signos de aceleración (las sorpresas positivas en datos han superado a las negativas).

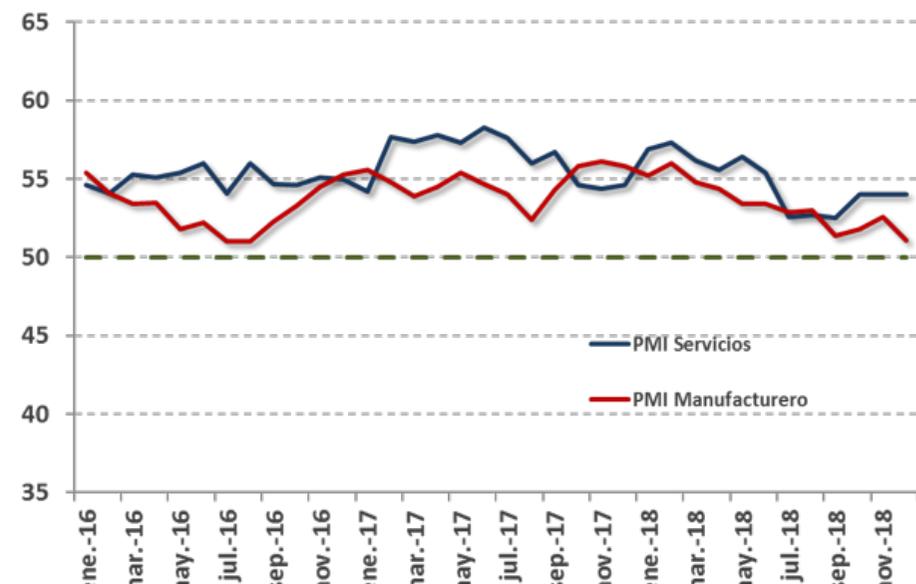
Mirando hacia adelante, y siempre que la situación en Cataluña permanezca bajo control (como parece que así será), creemos que la economía española seguirá

siendo capaz de mantener tasas de crecimiento claramente por encima del potencial. Y es que los vientos de cola de los que disfrutamos siguen siendo importantes: fuertes ajustes de competitividad durante la crisis; mejora en la situación de balance de familias y empresas; extraordinariamente reducidos tipos de interés; política fiscal que se va a volver ligeramente expansiva... Por lo demás, la caída en el precio del crudo y la depreciación del euro durante la última parte de 2018 también tenderán a impulsar la actividad de nuestro país en el presente ejercicio.

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 (algo que de hecho ya está sucediendo).

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

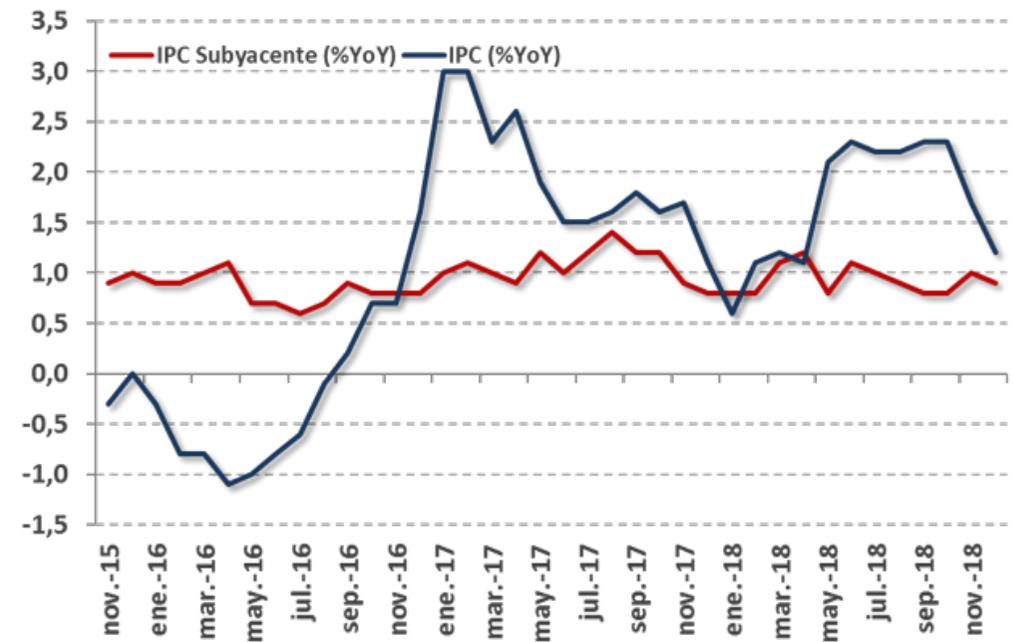
La alta deuda pública y el bajo crecimiento potencial, principales retos a medio plazo

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 busquen tres objetivos esenciales: 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 han

sido especialmente positivas. En primer lugar, el debate actual sobre cuánto deben subir las pensiones (se habla ya de que, cómo 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 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

Perspectivas favorables a corto plazo, una vez que se reduzca la incertidumbre sobre el Brexit

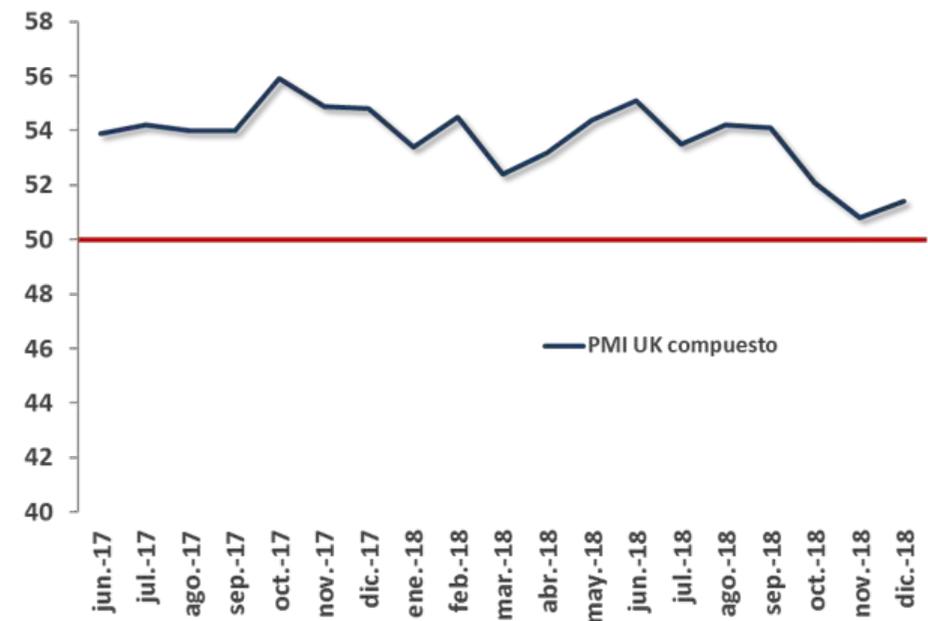
Pese a que es difícil saber cómo acabará la negociación del Brexit, lo que sí parece poco probable es que el RU salga de la UE sin acuerdo: claramente hay una mayoría en el parlamento británico que se opone a ese escenario que, por otra parte, sería el único verdaderamente disruptivo a corto plazo.

Siempre que se evite el escenario de no acuerdo, las perspectivas para los próximos trimestres son favorables. Por un lado, el bajo nivel de paro está impulsando el crecimiento de los salarios y, en este sentido, hay razones para ser positivos con el comportamiento del consumo. Por otro, es de esperar que la inversión empresarial repunte una vez que se aclare un poco el panorama en relación con el Brexit. En sentido contrario, pero no compensando lo anterior, la previsible apreciación de la libra una vez que quede descartado el escenario de salida sin acuerdo tenderá a perjudicar las exportaciones netas.

Dados los bajos niveles de capacidad ociosa y las mejores señales tanto de salarios como de precios subyacentes, creemos que el BOE (una vez que el escenario del Brexit se aclare) optará por ir subiendo progresivamente 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 debería crecer por encima del potencial

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 durante 2018 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.

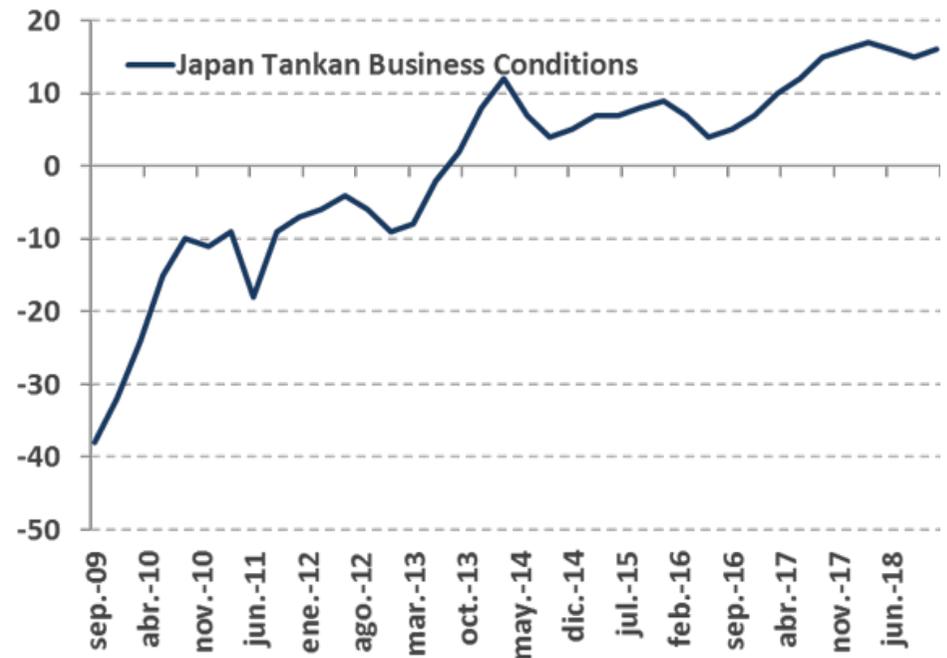
Dicho lo anterior los datos más recientes invitan a mirar a 2019 con un cierto optimismo: comportamiento razonable de los índices de confianza; buenas perspectivas para inversión corporativa, en un contexto de crecientes presiones de capacidad; buenas perspectivas para el sector de la construcción, en parte por las inversiones asociadas a las olimpiadas de 2020; sector turístico también fuerte; buenas perspectivas para el consumo, con salarios reales al alza gracias al bajísimo nivel de paro; las exportaciones no se están viendo afectadas por los ruidos sobre guerra comercial...

Por lo demás, las medidas expansivas de gasto público previstas para este año ayudarán a compensar los efectos negativos de la subida del IVA sobre la demanda.

También apoyando el crecimiento, el BOJ sigue con su política ultraexpansiva de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% (aunque con flexibilidad) y comprometiéndose a

permitir un overshooting duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

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 2,5%; 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 subyacente.

En relación con el comportamiento de los salarios hay que señalar que éstos se han visto presionados a la baja en los últimos años por el significativo aumento de la tasa de participación tanto entre los trabajadores de mayor edad como entre las mujeres; mirando hacia adelante, sin embargo, es difícil que este proceso pueda continuar con la misma intensidad (sobre todo en lo que respecta a personas mayores), con lo que son de esperar presiones salariales más elevadas en el futuro; en sentido contrario, y aunque no compensará lo anterior, es cierto que la inmigración podría continuar

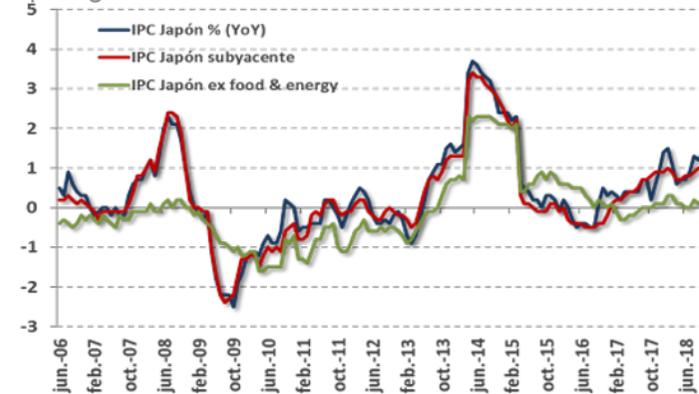
siendo un factor de aumento de la fuerza laboral, gracias a que el gobierno sigue adoptando medidas aperturistas en este campo).

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

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Japón ya no está en deflación



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - China

A pesar de los ruidos, riesgos escasos de desaceleración abrupta

Pese a los ruidos sobre guerra comercial, la desaceleración de la economía china se mantiene en rangos moderados y los riesgos de un aterrizaje abrupto continúan siendo bajos: el consumo privado ha mostrado algunas dudas en el período reciente pero goza de buenos fundamentos, gracias a un mercado de trabajo que se mantiene fuerte, con caída del paro y salarios al alza; las exportaciones siguen mostrando un relativo buen tono pese a los aranceles estadounidenses; frente a una industria tradicional en declive, tanto el sector servicios como las manufacturas de mayor contenido tecnológico presentan perspectivas favorables... Por lo demás, los avances ya logrados en cuanto a la reducción de capacidad de sectores tradicionales con problemas de sobreoferta han reducido la presión a la baja sobre la actividad económica [de hecho, los últimos datos de inversión en el sector manufacturero dan señales de repunte en un contexto de mayor utilización de la capacidad productiva].

En la medida en que es innegable que un eventual escenario de guerra comercial supone un riesgo para

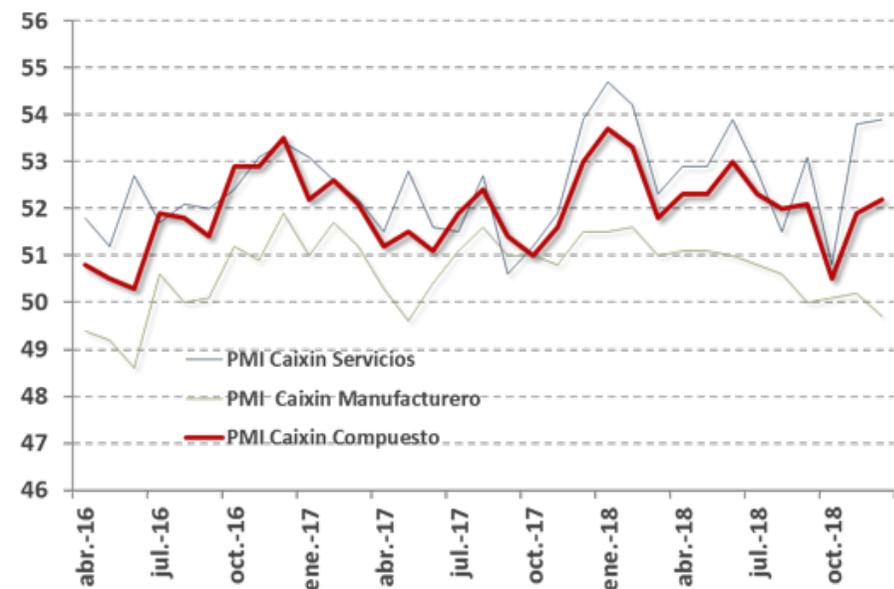
China, la política económica lleva meses compatibilizando la reducción de los riesgos financieros con la aprobación de medidas de apoyo que garanticen un pulso suficiente de la actividad económica. Las recientes medidas de flexibilización de la política monetaria y de apoyo a la financiación de PYMEs, unidas al impulso de la inversión en infraestructuras y a las rebajas impositivas, son buenos ejemplos en este sentido. Mirando hacia adelante, es positivo constatar que, si fuera necesario adoptar más medidas de estímulo, el país todavía cuenta todavía con márgenes amplios de actuación tanto en el lado monetario (coeficiente de reserva elevado) como fiscal (baja deuda pública).

En todo caso, seguimos pensando que al final EEUU y China llegarán a algún tipo de acuerdo que impida una guerra comercial en toda regla. El hecho de que Trump acabara llegando a un acuerdo con Canadá y Méjico después de pasarse años diciendo que NAFTA era el peor acuerdo del mundo es una muestra de que su estrategia en política comercial no

es el proteccionismo en sí sino que lo que intenta es aumentar la presión sobre otros países para conseguir concesiones comerciales “gratuitas” (esto, por cierto, y aunque puede parecer una buena idea a corto plazo, puede perjudicar la posición

estadounidense como socio fiable a nivel global, con costes posiblemente elevados para los intereses americanos a largo plazo).

Desaceleración sólo moderada



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 razonablemente positivo en el período reciente; además, las 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 titulización de activos problemáticos han dado sus frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos; al mismo tiempo, los progresos ya alcanzados en materia de control del denominado *shadow banking* son también evidentes.

las condiciones financieras vuelven a suavizarse



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

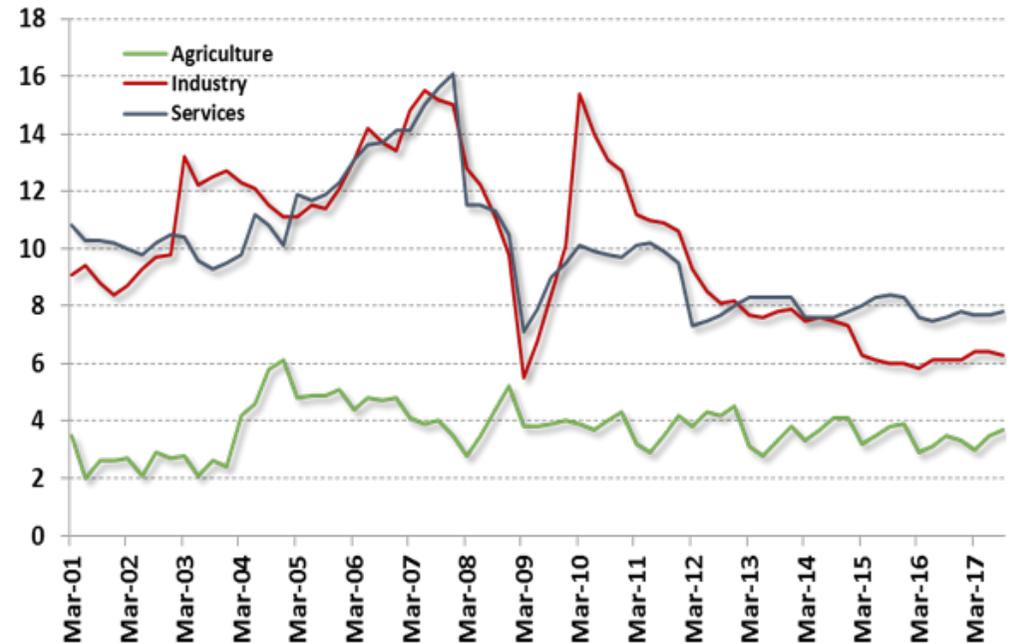
También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso; por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más 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, 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.

En muchos de estos campos, en parte por la presión de Trump y sobre todo en las áreas relativas a la protección de la propiedad intelectual y al tratamiento equitativo de la inversión extranjera, las autoridades chinas han venido dando pasos muy positivos en los últimos meses.

Recomposición del modelo de crecimiento



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



Países Emergentes - India

Pese a los ruidos, la situación económica India es positiva

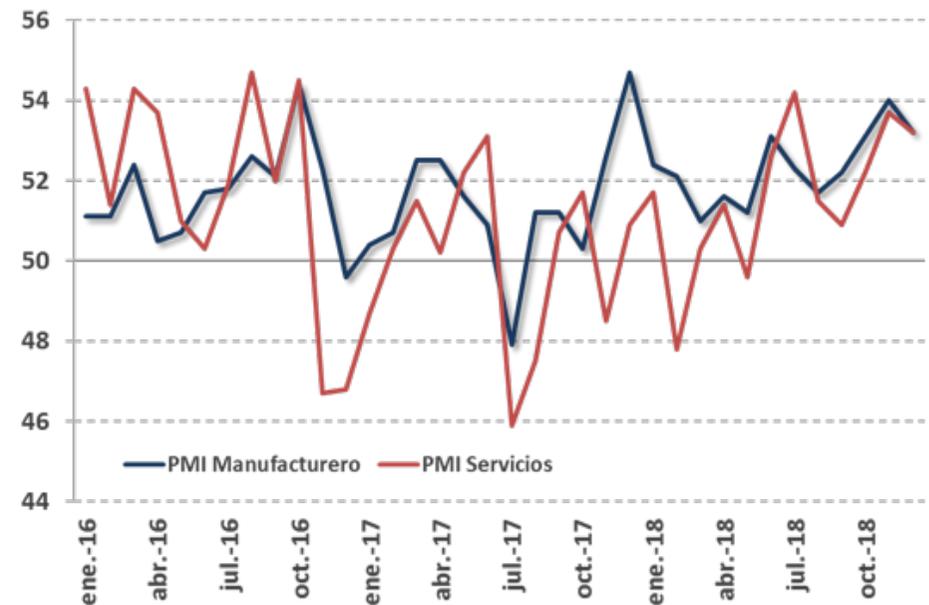
Pese a los ruidos en los mercados, la economía india está logrando tasas de crecimiento muy notables. Y las perspectivas para los próximos trimestres son también positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; la inversión en infraestructuras continúa siendo dinámica; el sector exterior y la producción manufacturera se han venido beneficiando de la fortaleza económica global y de la debilidad de la rupia; los servicios están fuertes; el crédito ha repuntado; los PMIs también vuelven a mejorar; la reciente caída del crudo supone una buena noticia para India en cuanto país importador... 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 el lado fiscal, y en un contexto de déficit público elevado (sobre todo a nivel de estado), sería importante que las autoridades sepan encontrar un mejor

equilibrio entre atender las necesidades sociales y de inversión y garantizar una senda sostenible para la deuda en el medio y largo plazo.

En cuanto a la política monetaria, la dimisión (aduciendo motivos personales) del gobernador Patel durante el mes de diciembre fue sin duda una mala noticia, pues se produjo en un contexto de una cierta polémica entre gobierno y banco central. Hay que tener en cuenta, en efecto, que el gobierno había venido presionando un tanto a la autoridad monetaria, defendiendo la conveniencia de una política monetaria algo más laxa y de un tratamiento algo más permisivo hacia los bancos públicos afectados por altas tasas de morosidad, de forma que éstos pudieran tener un poco más de flexibilidad para seguir dando crédito. En todo caso, y aunque desde luego habrá que estar atentos para comprobar que la autoridad monetaria logra mantener su credibilidad anti-inflacionista en un contexto en que la inflación subyacente sigue por encima del objetivo, es positivo constatar que tanto la figura del nuevo gobernador como sus primeras declaraciones han resultado relativamente alentadoras.

PMIs volátiles pero positiva situación de fondo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El gobierno debe perseverar en el proceso de reforma estructural

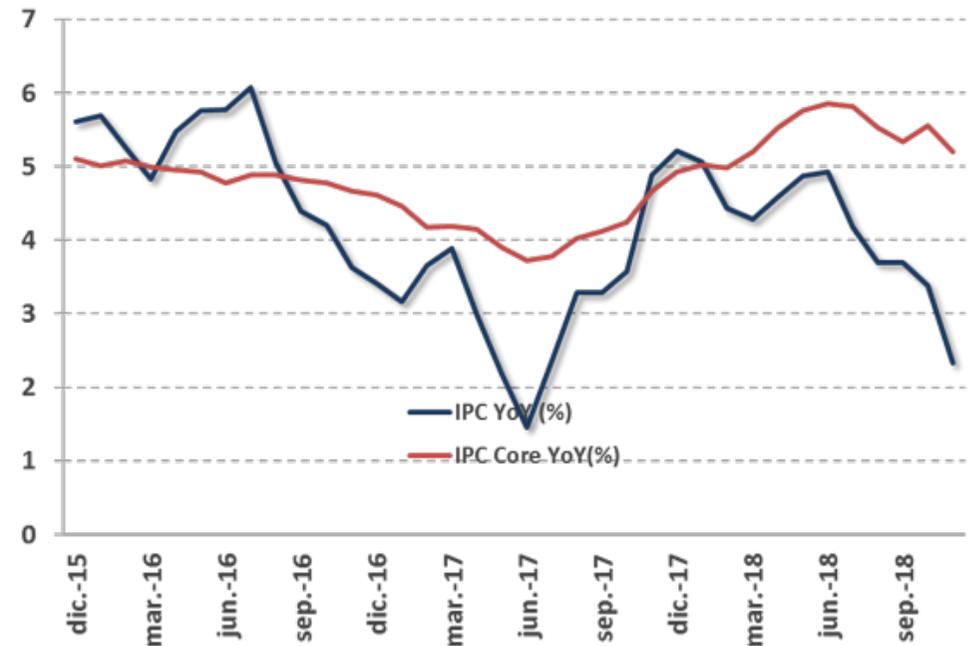
Durante los últimos años, el progreso en materia de reforma estructural ha sido muy notable. El hecho de que el gobierno central haya venido fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) ha servido para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores. Se han logrado avances también (todavía probablemente parciales) tanto en la recapitalización de bancos públicos como en la limpieza de sus balances. Y también se ha progresado en campos como la reducción de cargas administrativas, la mejora de la regulación sobre quiebras y el desarrollo del mercado de bonos corporativos.

En todo caso, es evidente que es mucho lo que todavía queda por hacer: 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 en el pasado reciente; aumento adicional del capital en esos mismos bancos públicos; supervisión del *shadow banking* indio para garantizar que no genera riesgos sistémicos (pero evitando al mismo tiempo un tensionamiento excesivo de la liquidez);

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); mejora de la educación...

Si el país consigue avances en estos campos, las perspectivas de crecimiento a medio plazo para un país con alto crecimiento poblacional y creciente capital humano son claramente muy atractivas.

La inflación subyacente, por encima del 5%



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - Brasil

El nuevo gobierno está diciendo las cosas correctas en política económica

Desde una perspectiva de medio plazo, el futuro de Brasil depende esencialmente de dos factores:

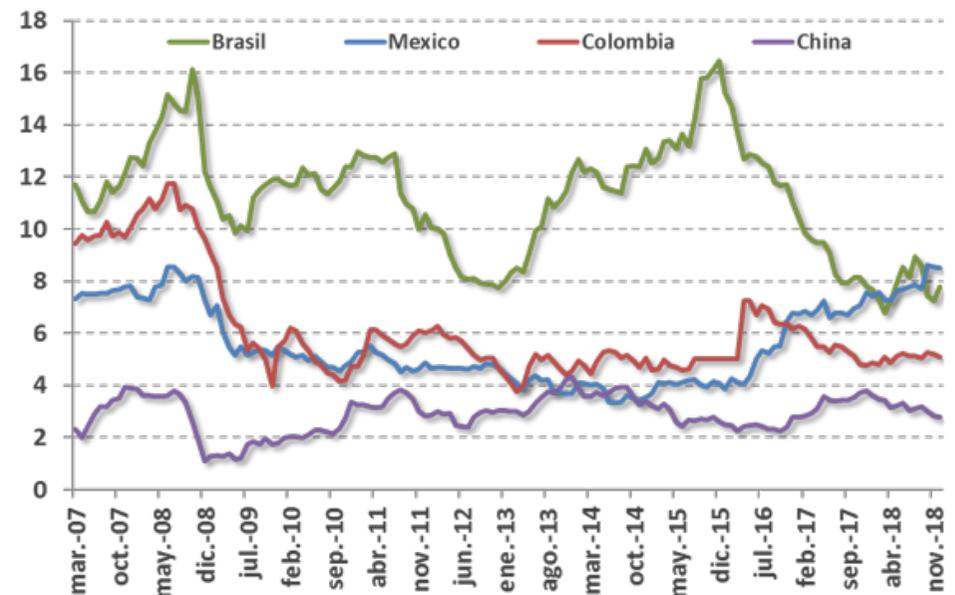
- En primer lugar, de que se logre mantener una estabilidad macro razonable (tanto fiscal como monetaria), que a su vez permita una reducción sostenible de los altos costes de financiación que tradicionalmente ha tenido que soportar esta economía.
- En segundo lugar, de que se adopten medidas adicionales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

En este sentido, un primer elemento positivo a destacar es que el banco central brasileño ha ganado mucha credibilidad antiinflacionista en los últimos años, lo que ha permitido un mucho mejor anclaje de las expectativas de inflación.

Las declaraciones que está haciendo el nuevo gobierno en materia económica y presupuestaria también resultan esperanzadoras: respeto a la autonomía del banco central (incluyendo la posibilidad de darle un status formal de independencia); compromiso con la consolidación fiscal; reconocimiento de la necesidad de reformar el sistema de pensiones para hacerlo sostenible a medio y largo plazo; reformas tendentes a flexibilizar el funcionamiento de la economía; énfasis en la lucha contra la corrupción...

Mirando hacia adelante, será preciso observar hasta qué punto esas buenas intenciones consiguen transformarse en hechos concretos, a través de su aprobación efectiva por parte de un parlamento que parece continuar bastante dividido.

Mejora estructural? en los costes de financiación



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La situación macro mejoró en la última parte del pasado ejercicio

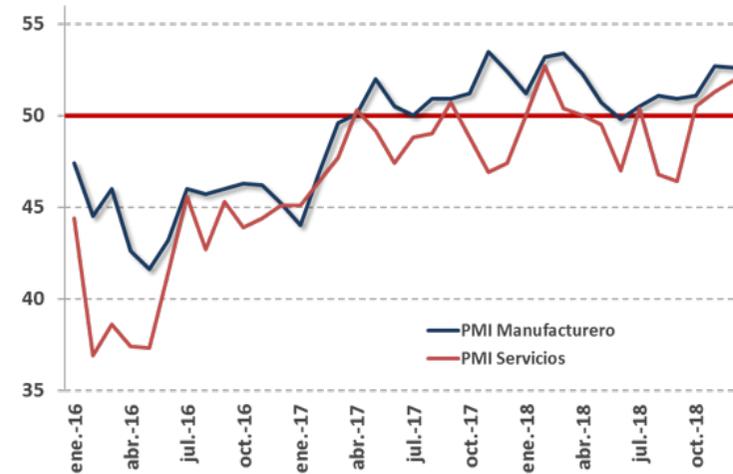
Desde una perspectiva de corto plazo, es positivo constatar que la economía brasileña dio muestras de una mejora significativa en la última parte del año pasado.

A esto contribuyeron, probablemente, tres factores fundamentales. En primer lugar, la debilidad del real. En segundo lugar, el hecho de que el banco central aprovechara los signos de moderación de precios (así como la existencia de un nivel apreciable de capacidad ociosa) para llevar a cabo rebajas significativas de los tipos de interés. En tercer lugar, la mejora del sentimiento y las buenas perspectivas que, al menos en el ámbito económico, ha provocado la victoria de Bolsonaro.

Esas mismas razones invitan a mantener un cierto optimismo sobre lo que puede ser el desempeño de Brasil en términos de crecimiento económico durante los próximos trimestres. De hecho, el mejor comportamiento de la inflación en los últimos meses está contribuyendo a una reducción de las expectativas de precios, lo que da margen al banco central para no tener que precipitarse a la hora de subir los tipos de interés (en esta línea, en diciembre el banco central mantuvo constantes los tipos y dejó entrever que su escenario de inflación ha mejorado de forma significativa).

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).

La actividad económica se recupera



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg, Alinea Global

Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Credibilidad macro vs debilidad institucional y amenaza de sanciones

Rusia se enfrenta a retos muy significativos desde un punto de vista estructural: sanciones económicas (las ya en vigor y la amenaza de otras adicionales), 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, debilidad institucional 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. En este contexto, los datos de crecimiento del Q3 de 2018 volvieron a ser decepcionantes.

Aún así, y siempre que las sanciones internacionales no vayan mucho más allá, las perspectivas a corto plazo no son negativas: el precio del crudo está en niveles soportables para el país; el consumo privado debería seguir beneficiándose de la recuperación de los salarios reales y de la caída del paro; las exportaciones muestran un

buen tono; la producción industrial mejora; los PMIs también parecen en buena forma... En general, la economía está dando muestras de ser capaz de crecer en los próximos trimestres en el entorno del 2%, en línea con el potencial. A su vez, y pensando más en el medio plazo, el país debería beneficiarse de su compromiso con la estabilidad macro y de su relativamente elevado capital humano.

Gracias al excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza de una apreciable credibilidad en materia de estabilidad de precios. En diciembre, de hecho, el banco subió tipos, con el objetivo de lograr un mejor anclaje de las expectativas de inflación (siguen elevadas) y, también, como movimiento preventivo ante la subida del IVA (en vigor ésta última desde el 1 de enero). En todo caso, no creemos que la autoridad monetaria vaya a ser un obstáculo serio para el crecimiento durante 2019 (aunque no es imposible ver una nueva subida de tipos durante el primer trimestre, dado que la inflación superará

probablemente el 5% en los próximos meses, en la reunión de diciembre se dijo explícitamente que el banco no se encuentra inmerso en un ciclo de subidas de tipos).

Rusia tiene margen para resistir un crudo más barato



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las prudencia fiscal del gobierno es un factor positivo

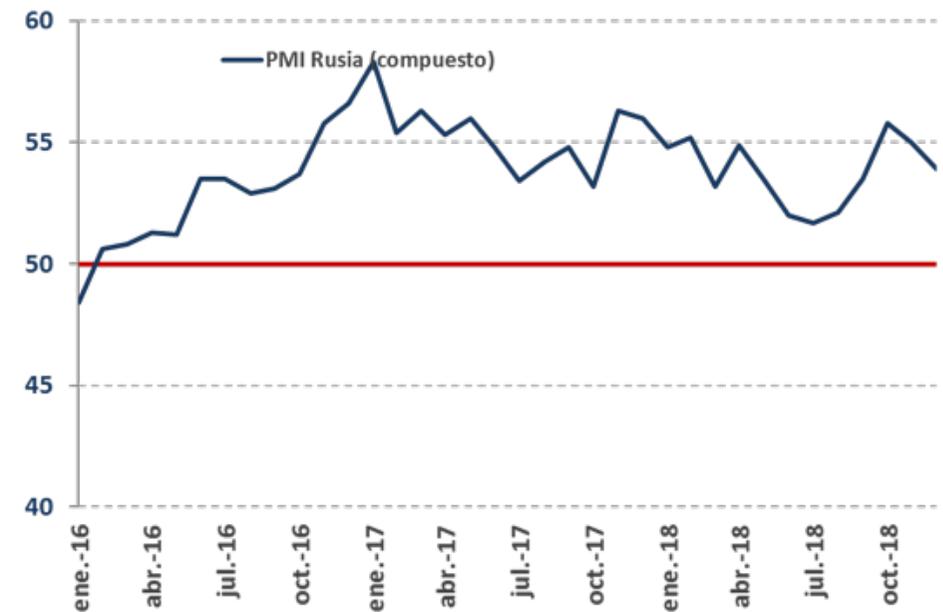
El hecho de que el gobierno esté manteniendo un grado significativo de prudencia en materia fiscal también es positivo y aumenta el margen para poder concentrar los esfuerzos de gasto público allí donde más se necesitan: infraestructuras, promoción del capital humano y sistema sanitario.

También debe valorarse favorablemente el hecho de que el gobierno lograra finalmente aprobar en el ejercicio pasado la reforma del sistema de pensiones. Se trataba de una medida impopular 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 tres 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 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.



Grant Thornton

An instinct for growth™

Audit · Tax · Legal · Advisory

© 2019 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.

