



# Newsletter Económico Mensual

## Noviembre 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

# Comentario del mes

**El positivo comportamiento de la economía global desde el verano de 2016 ha venido a quitar la razón a los que defendían la visión de que el mundo se encontraba atascado en un período largo de bajo crecimiento económico (secular stagnation):** una gran mayoría de países está creciendo a tasas que superan sus respectivos crecimientos potenciales, el comercio internacional se encuentra también en buena forma y ahora mismo es difícil encontrar ejemplos de economías (siempre hay alguna) que se encuentren en una situación realmente negativa.

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

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

**En nuestra opinión, el mercado fue miope al poner en precio con una probabilidad del 100% un escenario de secular stagnation y es miope ahora también cuando da una probabilidad parecida al goldilocks scenario.**

Para cualquiera que lo quiera ver, la consecuencia de que llevemos ya bastante tiempo viendo crecimientos por encima del potencial es que muchos países han logrado reducciones muy significativas de los altos niveles de capacidad ociosa previamente existentes (algunas de las principales economías del planeta están ya, de hecho, en output gaps completamente cerrados o, incluso, positivos). ¿Qué significa eso? Pues que, a diferencia de lo que venía ocurriendo en los últimos años, el factor trabajo está dejando de ser abundante para volver a convertirse en escaso. ¿Y entonces? Pues que, a no ser que queramos matar el principio básico de escasez sobre el que se sustenta todo el conocimiento económico, lo más probable es que un factor más escaso tiende a volverse más caro. Por tanto, lo razonable mirando hacia adelante es esperar presiones crecientes tanto en salarios como en precios. Dicho coloquialmente, la denostada Curva de Phillips ha podido estar dormida pero desde luego no está muerta.

**Nuestro escenario central continúa siendo uno en el que los bancos centrales, de manera tranquila, permiten una normalización progresiva de sus respectivas políticas monetarias, dando lugar a una reflación moderada y controlada de la economía global.** Esto significa que los tipos nominales de largo plazo deberían ir subiendo para reflejar dos elementos. Por un lado, una inflación progresivamente más alta; por otro, la necesidad de promover también una cierta senda alcista para los tipos reales (quien cree que esto no se va a producir estaría defendiendo un escenario en que la política monetaria permanece laxa para siempre, algo que en principio no casa muy bien con lo dicho antes sobre una economía global que crece a muy buen ritmo y en la que los niveles de capacidad ociosa están en franca retirada).

Sin embargo, y aunque hasta ahora hemos defendido que las autoridades monetarias debían ser prudentes a la hora de reducir estímulos, mucho nos tememos (y más aún tras las reuniones de octubre, sobre todo en el caso del BCE) que el riesgo de quedarse demasiado detrás de la curva está aumentando rápidamente.

¿La consecuencia? No es en absoluto descartable, aunque ahora pueda sonar lejano, que se esté comenzando a gestar un escenario en que la inflación acabe superando claramente los objetivos de estabilidad de precios de las diferentes autoridades monetarias. ¿Y qué pasaría entonces? Los bancos centrales se verían obligados a “remontar”, subiendo los tipos de interés de forma más rápida y más intensa de lo que ahora ellos mismos esperan, posiblemente con implicaciones no muy positivas sobre el escenario económico global a 2 años vista.

De forma similar a lo que comentábamos en relación con nuestro escenario central de reflación moderada, el escenario de inflación overshooting también debería llevar aparejadas subidas significativas en los tipos de interés a largo plazo. ¿Cómo compararían ambos escenarios en lo que a **comportamiento de tipos de interés se refiere**? En el escenario en que los bancos centrales evitan quedarse muy detrás de la curva (nuestro escenario de reflación moderada), el movimiento empezaría posiblemente antes y acabaría también más pronto (aunque a considerable distancia, pensamos, de donde ahora mismo están todavía los tipos). En el escenario de overshooting de inflación, es posible que la “fiesta” actual de tipos muy bajos y activos de riesgo boyantes continúe durante algún tiempo más, pero después daría posiblemente lugar a una subida más abrupta y posiblemente más intensa en los tipos de interés (en efecto, éstos deberían subir no sólo para compensar el overshooting de inflación sino también para lograr unos tipos reales lo suficientemente altos como para que las políticas monetarias pudieran volverse restrictivas).



# Estados Unidos

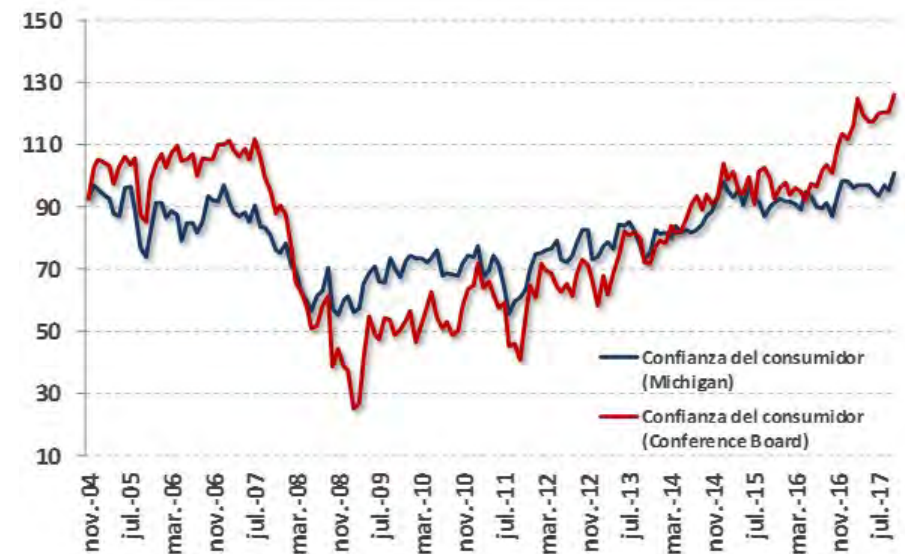
## La economía americana ha venido acelerando y presenta buenas perspectivas

Estados Unidos ha conseguido crecer a ritmos del 3% durante dos trimestres consecutivos y cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo lo que puede ser el desempeño económico de esta economía en los próximos trimestres.

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

La inversión empresarial está dando muestras claras de repunte. Por un lado, porque el sector energético se beneficia de la estabilización del precio del crudo. Por otro lado, porque a medida que avanza la recuperación, y a pesar de que es cierto que las tasas de utilización de la capacidad productiva se mantienen por debajo de máximos, se está viendo que las empresas ya no pueden atender al crecimiento de la demanda simplemente tirando de capacidad ociosa. 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 buena noticia también para la evolución futura de una variable tan importante como es la productividad (de hecho, es muy positivo que durante los últimos 12 meses la productividad haya venido dando noticias progresivamente más positivas).

Confianza de los consumidores en niveles elevados



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

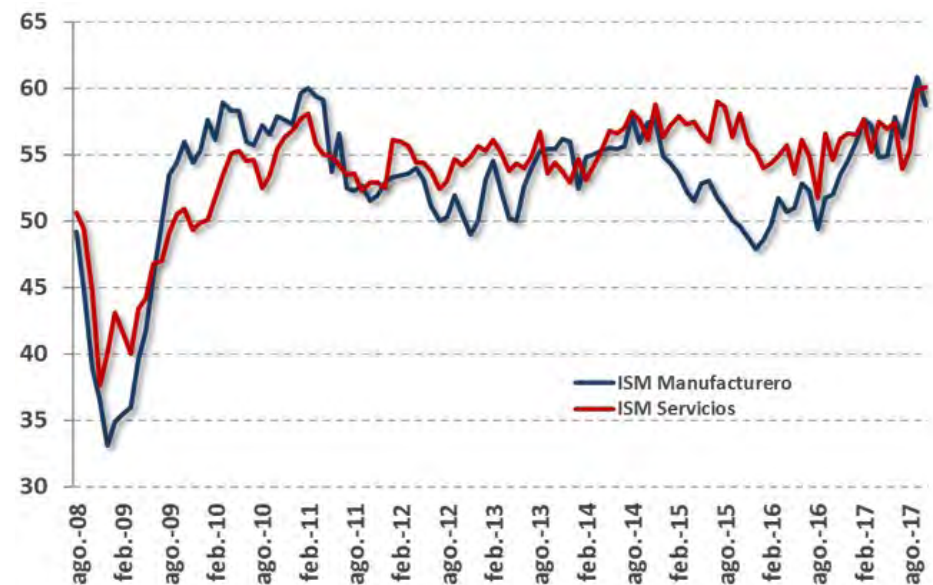
El sector inmobiliario tiene un margen de expansión adicional todavía significativo (dado el bajo stock de viviendas se trata de un sector donde la demanda claramente excede a la oferta en estos momentos...). Desde el punto de vista del puro corto plazo, los indicadores adelantados apuntan a una aceleración apreciable en este sector ya en el Q4.

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

A la luz de todo lo anterior (y aún sin tener en cuenta los efectos expansivos de los efectos de reconstrucción y de la cada vez más probable rebaja de impuestos, elementos sobre los que volveremos más adelante), esperamos que EEUU continúe siendo capaz de crecer claramente por encima de su potencial en los próximos trimestres.

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

ISM manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Las presiones inflacionistas deberían aumentar en el futuro

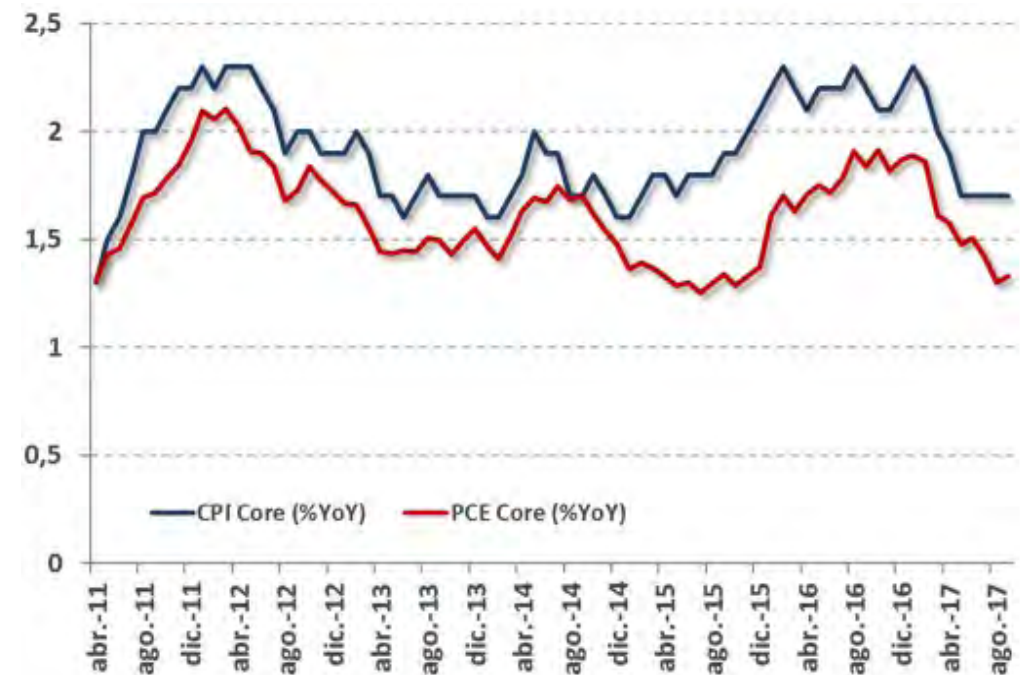
Aunque es cierto que los datos de inflación de los últimos meses han resultado más bien decepcionantes, creemos que esto se ha debido a factores de naturaleza fundamentalmente temporal que deberían revertir en el próximo futuro .

Mirando hacia adelante, de hecho, creemos que las perspectivas para los precios subyacentes son claramente positivas: en un escenario de crecimiento muy por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación suficientemente ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a aumentar suavemente en los próximos trimestres. Este proceso, además, se verá impulsado adicionalmente por la significativa depreciación del dólar en el último año.

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto de pleno empleo, los salarios también deberían continuar acelerando progresivamente en lo que resta de ejercicio (el aparente débil dato de octubre en lo que salarios medios se refiere se debió sobre todo a efectos composición ligados a los efectos de los huracanes).

Aparte de todo lo dicho hasta aquí, hay que tener en cuenta que la probabilidad de que se apruebe una rebaja fiscal relativamente significativa antes de que acabe el año ha aumentado mucho en las últimas semanas. Esta reforma, en un contexto de pleno empleo, tiene el potencial de ser bastante inflacionista.

La inflación subyacente debería repuntar próximamente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**El esfuerzo de reconstrucción tras los huracanes también supondrá presiones al alza en actividad y precios en los próximos meses.** Por lo demás, las políticas proteccionistas y de mayor control de la inmigración, a pesar de ser negativas para el crecimiento a largo plazo, también tenderían a aumentar las tensiones de precios.

Los salarios deberían seguir repuntando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La Fed debería subir tipos en diciembre para evitar riesgos de recalentamiento

Dada la excelente situación de la economía y la enorme laxitud de las condiciones financieras, creemos que la Fed optará por subir tipos en su reunión de diciembre y por mantener su plan de subidas graduales a lo largo de 2018.

Al mismo tiempo, no descartamos que las próximas revisiones que haga la autoridad monetaria estadounidense del denominado tipo neutral ( $r^*$ ) sean al alza. En efecto, la aceleración de la economía americana durante los dos últimos trimestres ha permitido a ésta alcanzar tasas de crecimiento que prácticamente doblan las estimaciones de crecimiento potencial. Esto, a su vez, invita a pensar que la política monetaria es más laxa de lo que se preveía y que, por tanto, el tipo de llegada para la Fed funds rate podría ser mayor que el 2,8% que ahora estima el banco central americano. Por lo demás, la clara aceleración de la productividad también invita a pensar en una revisión al alza de las estimaciones de crecimiento potencial de la economía potencial, algo que también mete presiones alcistas al tipo neutral.

Si la Fed actúa en el modo indicado, creemos que el escenario más probable para la economía americana sigue siendo uno de reflación controlada. Si, por el contrario, la Fed se pasara de prudente y optara por retrasar nuevas subidas de tipos y por mantener muy bajo el tipo de equilibrio a medio plazo, el riesgo de que la economía americana se acabara recalentando de un modo más o menos significativo se volvería cada vez más probable. Esto, a su vez, podría llevar a la inflación a superar de forma clara el objetivo del 2%.

**En un posible escenario de recalentamiento (y con riesgos crecientes para la estabilidad financiera), la Fed se vería obligada ex post a subir los tipos de forma agresiva, no sólo para compensar el overshooting de inflación sino para lograr una subida significativa del tipo real que ayude a contener las presiones inflacionistas.**

Los tipos a largo no reflejan progresos en inflación y paro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Unión Europea

## La economía europea continúa en muy buena forma

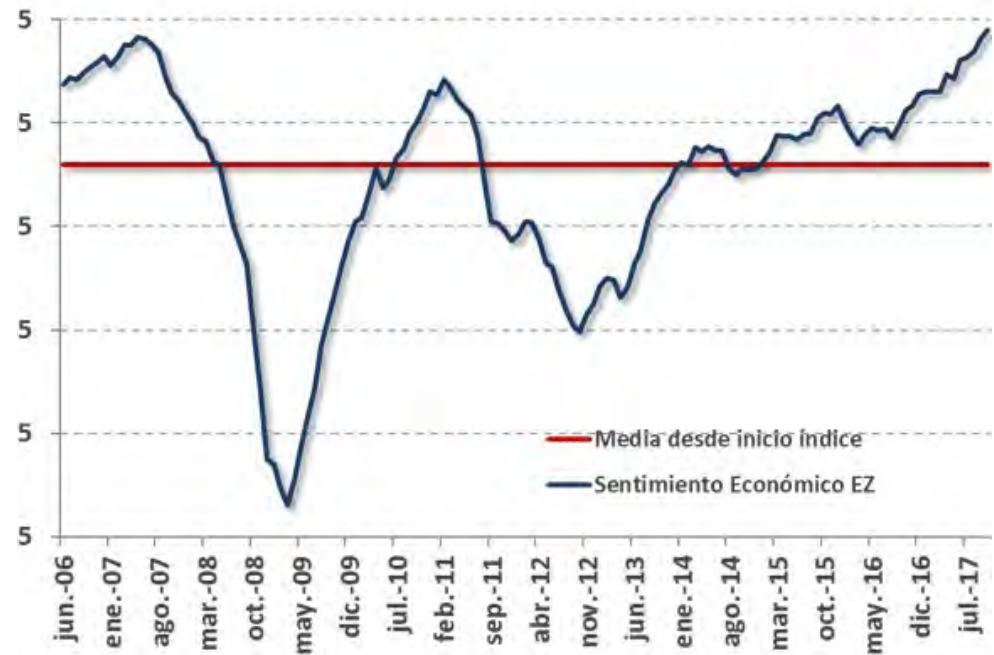
Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación europea siguen siendo significativos (bajísimos tipos de interés; políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento; crudo todavía barato; sistema financiero con más ganas de dar crédito; avance casi completado en términos de despalancamiento en el sector privado; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia; el euro sigue sin ser un obstáculo serio pese a su reciente apreciación...).

Así las cosas, la economía de la Eurozona lleva ya bastante tiempo creciendo muy por encima de su potencial (2,5% YoY en el Q3), con unos indicadores macro que, en el período más reciente, continúan invitando al optimismo: el mercado de trabajo sigue fuerte; los índices de confianza siguen mejorando desde niveles ya elevados; los PMIs también en valores muy sólidos...

El caso de Alemania es especialmente reseñable, con un comportamiento económico que continúa siendo muy favorable en un contexto de output gap positivo: IFO en niveles elevados, confianza de los consumidores también muy sólida; PMIs fuertes, producción industrial y sector de la construcción al alza, exportaciones que se benefician de la mejora del entorno global, desempleo en mínimos históricos...

Francia se está beneficiando de un escenario político mucho más despejado, en un contexto en que las cifras macro continúan mejorando: PMIs fuertes, indicadores de sentimiento en niveles relativamente sólidos, síntomas de recuperación de la inversión, clara mejoría en el mercado de trabajo... En general, todo apunta a una aceleración de la actividad en los próximos trimestres, con un Macron que ha sido capaz de sacar adelante una relativamente ambiciosa reforma del mercado laboral.

Los niveles de confianza vuelven a repuntar



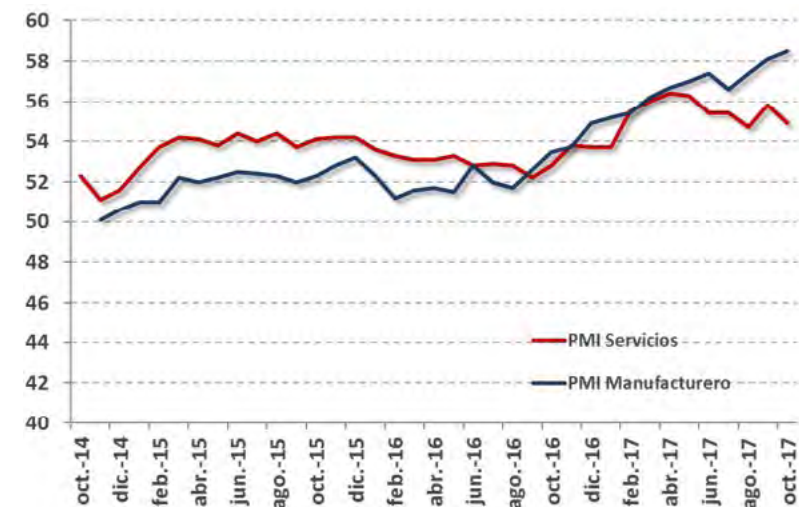
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Incluso en Italia la situación ha mejorado claramente:** el crecimiento viene sorprendiendo al alza en el pasado reciente y tanto los indicadores de sentimiento como los PMIs apuntan a un desempeño favorable de esta economía en los próximos trimestres. Por otro lado, la situación política y la del sector bancario transalpino también parecen un poco más estabilizadas. Y, además, la decisión de S&P de subir el rating de la deuda italiana contribuye asimismo a mejorar el sentimiento.

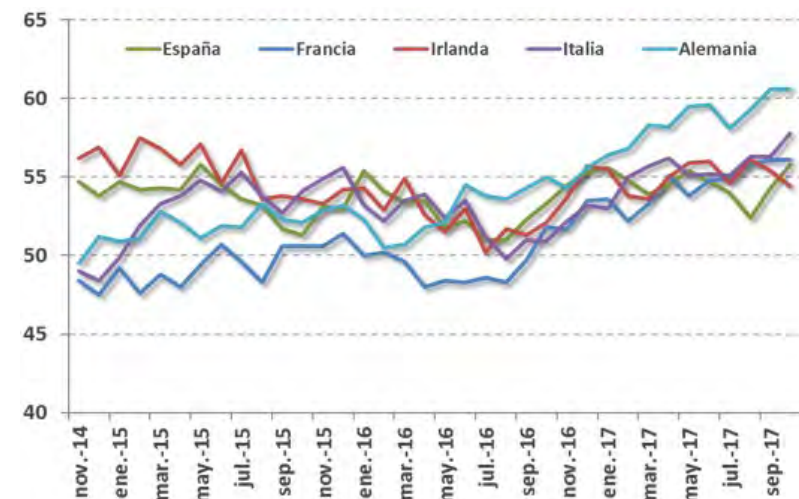
**En contraste con este escenario macro positivo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.**

**Creemos, sin embargo, que lo más probable es que las consecuencias de la salida del RU sobre las perspectivas de crecimiento en la Eurozona sean sólo moderadas.** En primer lugar, porque la mejora macro y la pérdida de vigor del populismo han aumentado mucho el grado de optimismo sobre el futuro del proyecto comunitario. En segundo lugar, porque cada vez está más claro que quien puede sufrir más en un Brexit duro es el propio Reino Unido y no tanto los países que queden dentro de la Unión: las pérdidas que sufran los países comunitarios por el lado comercial como consecuencia del Brexit pueden verse compensadas (al menos en parte) por la atracción de nuevas inversiones procedentes de empresas (en especial del sector financiero) que quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose de un acceso privilegiado al mercado único.

Los PMI en niveles más que saludables



La recuperación europea, muy extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La inflación subyacente debería repuntar en los próximos trimestres

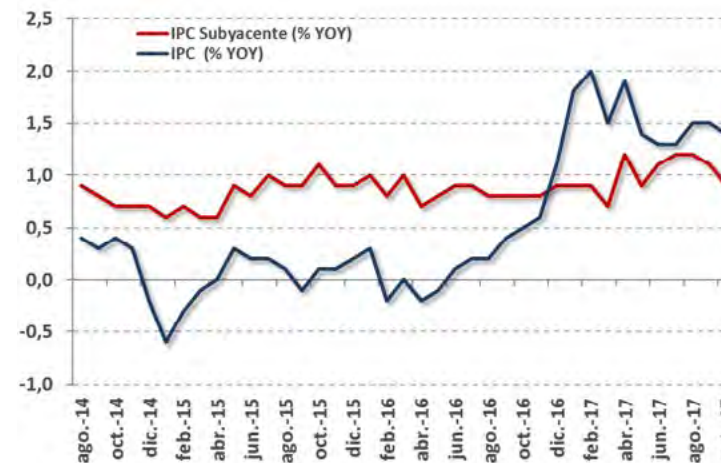
El favorable escenario macro europeo debería llevar, con el permiso del euro, a una aceleración progresiva en los precios subyacentes en los próximos trimestres. Aunque es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y no es infinita: la tasa de paro se está reduciendo rápidamente y esto implica que, a estas alturas del año que viene, el paro podría situarse alrededor del 8%, una tasa que está por debajo de la media de esta variable antes de la crisis y que podría ser por tanto una buena medida de lo que puede ser el pleno empleo en la Eurozona. Así las cosas, vemos probable también una cierta aceleración de salarios en los próximos trimestres (señales tentativas en este sentido ya estarían, de hecho, apareciendo).

En el caso de Alemania, a pesar de que el dato de inflación de octubre se vio sesgado a la baja por factores temporales, el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área.

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

En todo este contexto, el BCE sigue intentando ser cuidadoso (quizás demasiado). Por un lado, reconoce la mejora del escenario y decide reducir el QE (30.000 millones mensuales, en principio hasta septiembre de 2018). Por otro lado, sigue intentando sonar lo más dovish posible a la espera de que la inflación subyacente confirme su tendencia al alza. Se trata de una actitud comprensible aunque, teniendo en cuenta lo fuerte que está la economía europea, el peligro de acabar quedándose demasiado detrás de la curva está aumentando.

La inflación subyacente debería repuntar



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# España

## Salvo descontrol en la crisis catalana, las perspectivas macro siguen siendo positivas

**El ruido en relación con la cuestión catalana, de prolongarse en el tiempo, puede significar un frenazo significativo al crecimiento en esa región, con efectos potencialmente nocivos para la recuperación económica en el conjunto del país.**

**Creemos, sin embargo, que las aguas tenderán a volver a su cauce** y que España continuará beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de un euro todavía algo débil y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

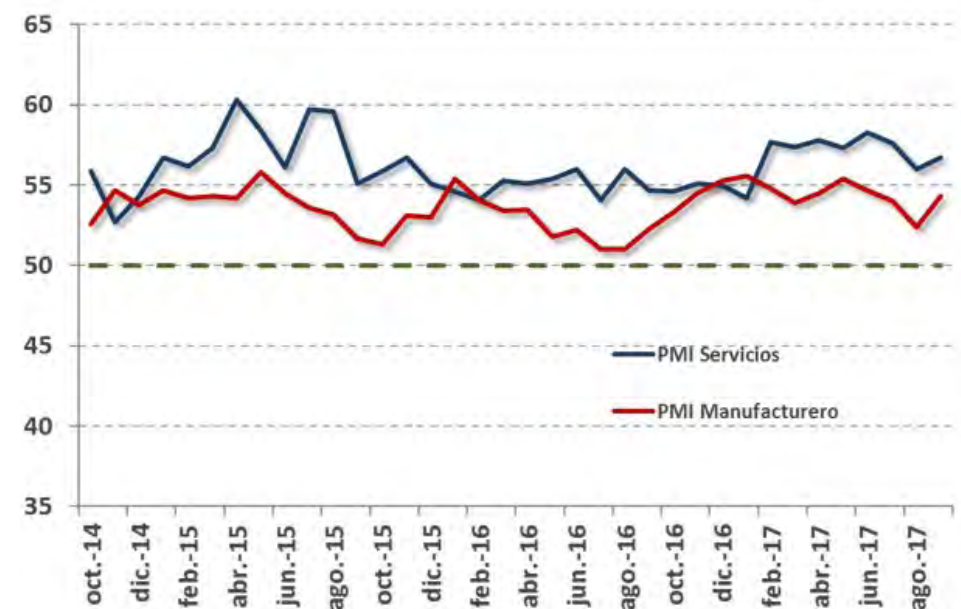
**Los datos macro más recientes, si bien apuntan a una ligera desaceleración, siguen siendo favorables:** el empleo volvió a crecer con fuerza en septiembre; los datos de confianza están en niveles elevados; la producción

industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen también dando señales positivas; los PMI están en niveles sólidos... Por lo demás, las perspectivas para el sector inmobiliario y para el turístico (fuera de Cataluña) son también claramente positivas.

**Mirando hacia adelante, y bajo la hipótesis que los problemas en Cataluña permanecen bajo control, creemos que lo más probable es que la dinámica favorable se mantenga,** de forma que la expansión de la actividad en el conjunto del ejercicio pueda situarse en el entorno del 3% en 2017 y 2,5% en 2018.

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

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

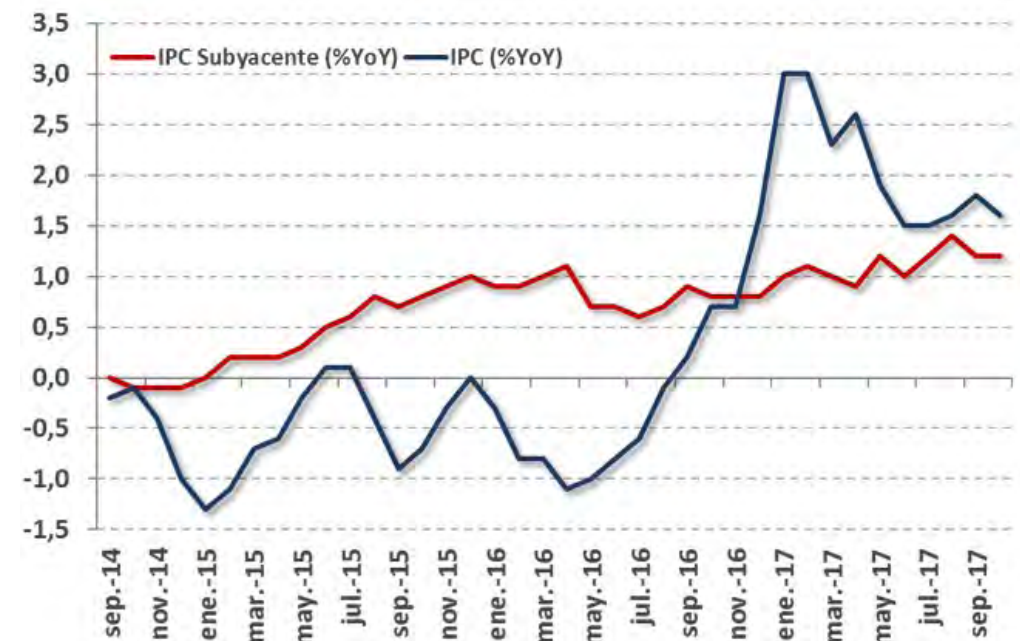
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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

En lo que a la política fiscal se refiere, conviene que el país se tome en serio el cumplimiento de los objetivos de déficit público. Es positivo, en este sentido, que la ejecución presupuestaria durante 2017 esté siendo mejor de lo inicialmente previsto.

Por lo demás, la aparición de sorpresas negativas en el ámbito político no puede ni mucho menos descartarse. En particular, dada la escalada de tensión y en línea con lo señalado más arriba, no es descartable que la “cuestión catalana” acabe generando ruido en los mercados financieros.

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Reunido Unido

## A pesar de la incertidumbre entorno al Brexit, la macro sigue aguantando

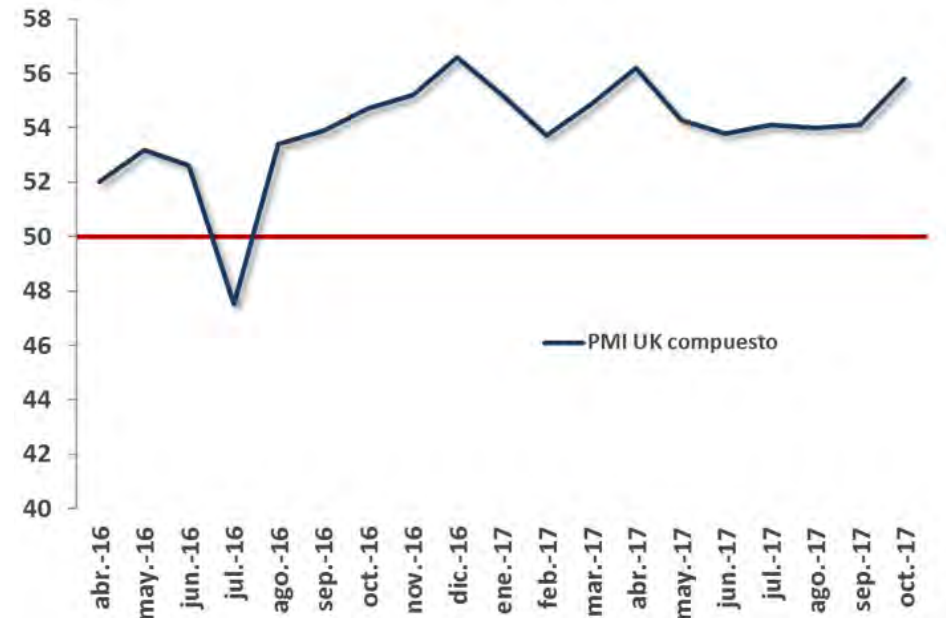
**El escenario de negociación entorno al Brexit, aunque aún bastante estancado, apunta a que ninguna de las partes (y, desde luego, no el Reino Unido) está interesada en soluciones abruptas** (la última posición del gobierno británico, de hecho, es intentar lograr un período transitorio de 2 años tras la salida del país de la UE.) En general, y más aún tras el discurso de May en Florencia, da toda la impresión de que el RU se está dando cuenta de los importantes costes a largo plazo que el país tendría que soportar en un escenario de Brexit duro: acceso más difícil a uno de los principales mercados del mundo; potencial pérdida por parte de Londres de parte de su atractivo como centro financiero global; menor capacidad de atraer emigración cualificada...

**Pese a la incertidumbre sobre el futuro del país, la economía británica continúa aguantando.** En el lado negativo, es probable que la inversión empresarial siga viéndose perjudicada por la falta de claridad sobre el futuro.

En sentido positivo, sin embargo, la debilidad de la libra debería ayudar al sector exterior y a las manufacturas británicas. ¿Y el consumo privado? Es evidente que también se ve afectado por la incertidumbre y por el aumento de la inflación importada. Pero, en un contexto de output gap cero y sólida creación de empleo, lo razonable es esperar un comportamiento algo más dinámico de los salarios en los próximos trimestres. Esto, a su vez, debería ayudar a un cierto sostenimiento del consumo privado en los próximos trimestres.

**El aumento de la inflación y el hecho de que la economía esté aguantando mejor de lo esperado llevó al BOE a subir tipos en su reunión de noviembre.** En todo caso, y ante la incertidumbre que supone el Brexit para la economía británica, el banco central se mantiene prudente a la hora de hablar de la senda futura de los tipos de interés.

Los datos a corto plazo siguen siendo razonables



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Japón

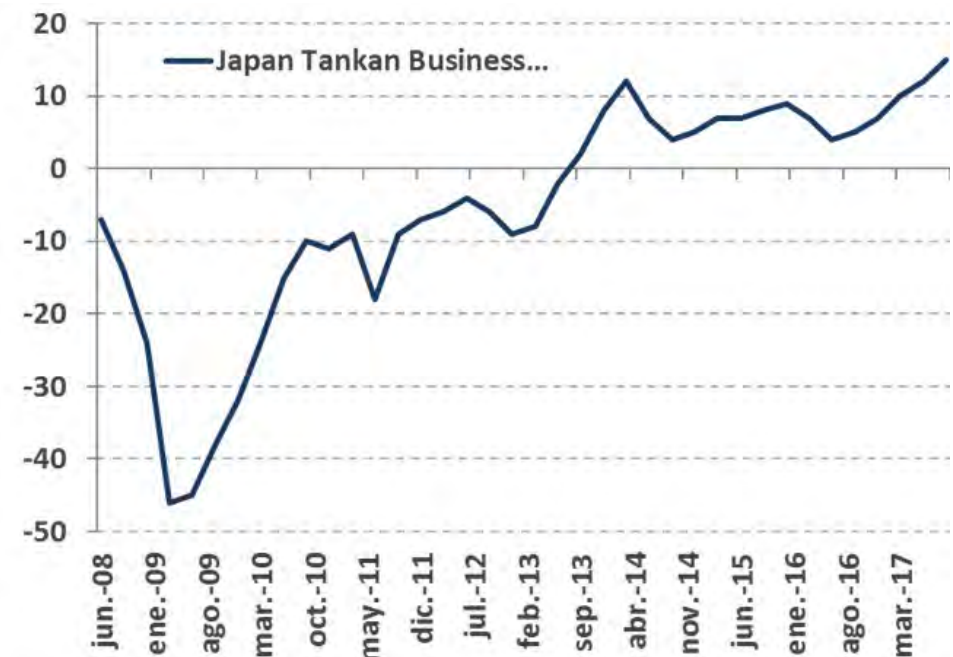
## La economía japonesa consigue crecer muy por encima del potencial

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

**En todo caso, en los últimos trimestres se vienen produciendo varias noticias que invitan al optimismo.** En primer lugar, la economía ha logrado 6 trimestres consecutivos de crecimiento positivo y con un promedio claramente

superior al potencial. En segundo lugar, y aunque será casi imposible mantener los fuertes ritmos de trimestres anteriores, los datos más recientes permiten mantener un cierto optimismo desde una perspectiva de medio plazo (buen comportamiento de los índices de confianza; buen comportamiento de la inversión; perspectivas positivas para el consumo pese a la desaceleración vista en el Q3; evolución positiva de producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito...). En tercer lugar, los salarios están empezando a mostrar modestas presiones al alza y existen razones además para pensar en una cada vez más probable aceleración de salarios en los próximos trimestres (la demanda de empleo sigue fuerte en un contexto en que el output gap es ya positivo y en el que lo normal es que los importantes avances logrados en los últimos 2-3 años en lo que a incorporación de la mujer al mercado de trabajo se refiere vayan perdiendo algo de impulso; esto último, lógicamente, debería contribuir a un tensionamiento adicional del mercado de trabajo).

Perspectivas positivas a medio plazo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Los fundamentos macro apoyan una subida progresiva de precios y salarios

Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía lejos, un mercado de trabajo en pleno empleo (tasa de paro del 2,8%; ratio jobs/applicants de 1,52) y un crecimiento por encima del potencial deberían continuar favoreciendo un mejor comportamiento de los salarios y, con ello, un repunte progresivo de la inflación (de hecho, los componentes de precios de los PMIs y del Tankan están mejorando y los precios de servicios muestran también algún síntoma de repunte). Al mismo tiempo, las expectativas de inflación también parecen mejorar un poco en el período más reciente.

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 más o menos duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

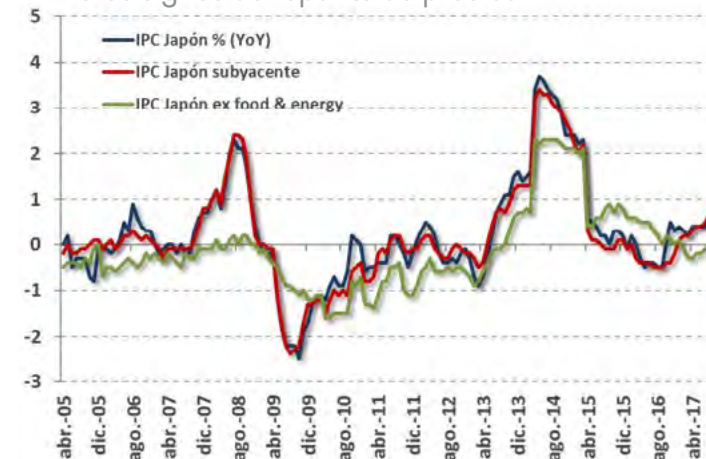
También con el objetivo de aumentar inflación y salarios, el gobierno viene presentando medidas de corte presupuestario, que incluyen la introducción de incentivos fiscales para las empresas que sean más activas a la hora de invertir y de aumentar el salario de sus empleados. Tras su victoria electoral, lo más probable es que se sigan implementando medidas en este sentido.

Además de la inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo sería esencial que el país abogue por una política más decidida de reformas estructurales, tendente en particular a favorecer la inmigración y a reducir la dualidad en el mercado de trabajo. También se deben tomar medidas adicionales para promover la inversión extranjera directa en el país, como medio para impulsar la productividad.

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Primeros signos de repunte de precios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Países Emergentes - China

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

Gracias a la fortaleza que la economía viene mostrando desde la segunda mitad del año pasado, el gobierno continúa esforzándose por controlar los riesgos financieros y mejorar la calidad del crecimiento económico chino. Así, por ejemplo, se vienen adoptando medidas para reforzar la supervisión del sistema financiero; para reducir los excesos de capacidad en ciertos sectores industriales; para contener los precios inmobiliarios; para mejorar la calidad medioambiental; y para permitir un peso mayor de los recursos propios en la financiación empresarial (a través, por ejemplo, de swaps de deuda por equity). Al mismo tiempo, el PBOC ha promovido en los últimos meses un cierto tensionamiento de la liquidez en el mercado monetario, con el objetivo de reducir los incentivos a realizar compras de activos financieros excesivamente apalancadas y con demasiada transformación de plazos.

Teniendo en cuenta lo anterior, es razonable esperar una cierta desaceleración de la actividad en los próximos trimestres.

En todo caso, creemos que el crecimiento económico se mantendrá relativamente dinámico y que los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son más bien bajos. El consumo privado se mantiene en buena forma, en un contexto de mercado de trabajo fuerte, de crecimiento sólido de la renta disponible y de altos niveles de confianza. Además, todo indica que las autoridades seguirán manteniendo un equilibrio entre el control de los riesgos financieros y su objetivo de lograr tasas de crecimiento económico relativamente elevadas (la reciente introducción de incentivos fiscales para promover los préstamos a PYMEs es un buen ejemplo en ese sentido). En este mismo sentido, lo más probable es que la política fiscal continúe siendo moderadamente expansiva, en especial en lo que a inversión en infraestructuras se refiere.

La situación económica es muy saludable



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

Uno de los efectos colaterales positivos de unas condiciones financieras menos laxas es una reducción de las presiones depreciatorias sobre el yuan y una clara moderación de las salidas de capital. De hecho, desde comienzo del año la divisa china se ha apreciado significativamente frente al dólar, lo que ha llevado a las autoridades a retirar algunas de las medidas que se habían venido adoptando previamente para contener las presiones especulativas sobre el yuan. Por lo demás, llevamos ya bastantes meses en que las reservas de divisas chinas no sólo no caen, sino que crecen.

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

Desde una perspectiva de medio plazo, es tranquilizador saber que el país cuenta con la capacidad de balance necesaria como para permitir que el proceso de reconocimiento de morosidad bancaria tenga lugar de un modo progresivo (evitándose de ese modo escenarios de credit crunch). Pese al rápido crecimiento de la deuda bruta en los últimos años, no se puede perder de vista que China es un país acreedor neto respecto del resto del mundo y que esto le otorga márgenes de actuación muy significativos. Además, las medidas tendentes a facilitar la venta y la titulización de activos problemáticos parece estar dando frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos.

El PBOC no quiere tensionar más las condiciones financieras



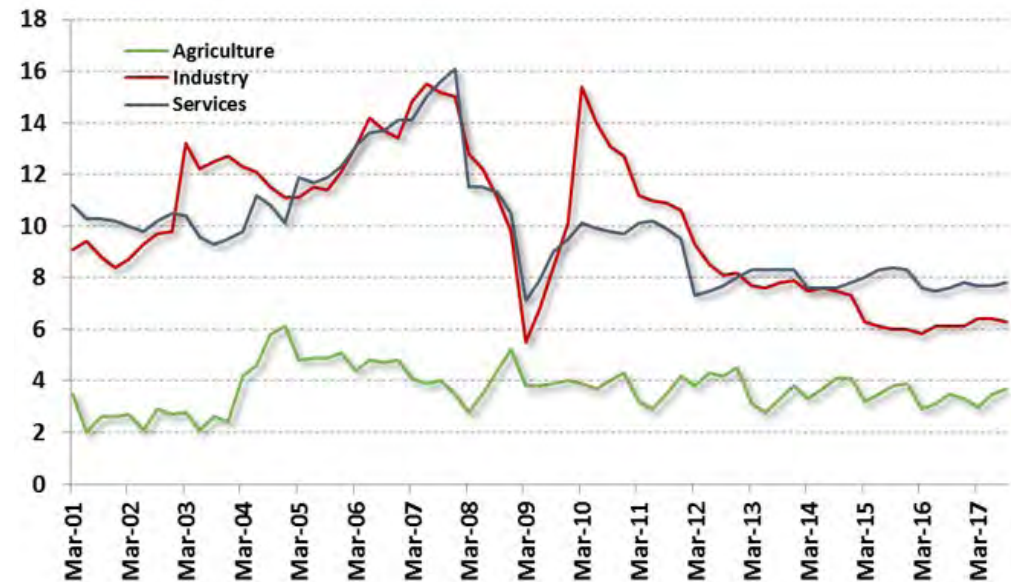
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso (aportó alrededor del 65% del crecimiento durante el Q3); por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más protagonistas en el conjunto de la actividad económica china. Al mismo tiempo es esperanzador ver que el gobierno está siendo capaz de reducir el peso de las partes más arriesgadas del shadow banking.

Dicho todo lo anterior, y aunque China se encuentra en buena posición para enfrentar los importantes retos que tiene ante sí, conviene que las autoridades no bajen la guardia (la última rebaja de rating por parte de S&P es un buen recordatorio en este sentido). Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para moderar el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada; para controlar las inversiones excesivamente apalancadas en activos financieros, etc. Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, los importantes logros que se vienen alcanzando en los últimos años en materia de investigación y desarrollo y de promoción del capital humano deben continuar.

Recomposición del modelo de crecimiento



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

# Países Emergentes - India

## A pesar de los ruidos a corto plazo, perspectivas razonablemente positivas

Pese a las incertidumbres creadas en los últimos meses por el proceso de desmonetización y la introducción del GST (reformas que están teniendo un impacto negativo sobre la actividad a corto plazo pero que en todo caso deben ser bienvenidas desde un punto de vista de largo plazo), las perspectivas que ofrece la economía india son relativamente positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; las inversiones en infraestructuras continúan siendo dinámicas; las exportaciones muestran señales positivas... En sentido negativo, la inversión privada continúa débil, en un contexto de baja utilización de la capacidad productiva, de alto endeudamiento en algunos sectores y de elevada morosidad en el sistema bancario.

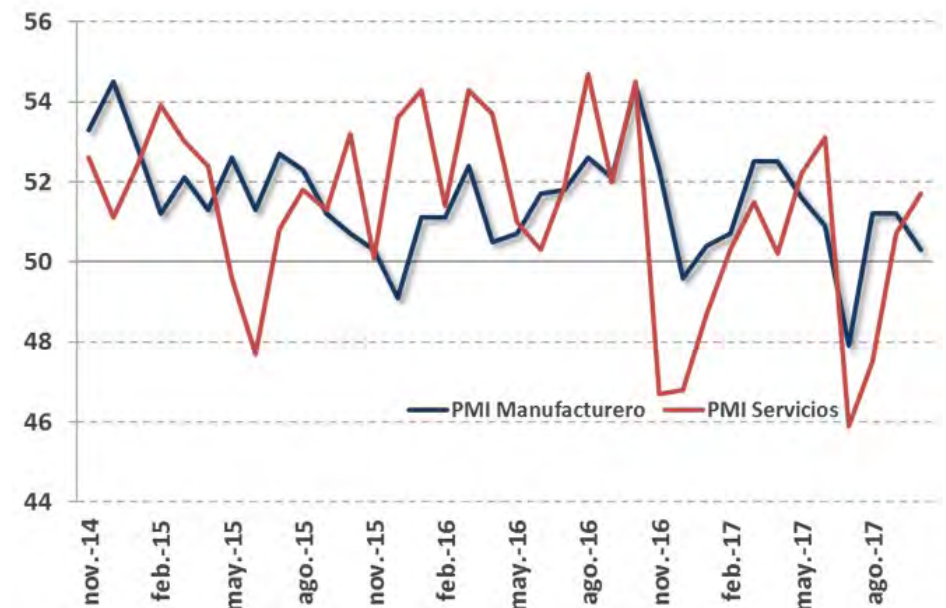
**El banco central decidió mantener constantes los tipos de interés en su reunión de octubre.** Para los próximos meses, y pese a que muchos descuentan bajadas de tipos ante la

debilidad económica reciente, nosotros esperamos estabilidad o, en todo caso, movimientos sólo moderados, por tres razones: en primer lugar, porque la economía está dando muestras de recuperación en el período más reciente; en segundo lugar, porque las perspectivas a medio plazo, como se ha indicado más arriba, son positivas; en tercer lugar, porque la inflación subyacente se mantiene por encima del objetivo del 4% y porque empieza a haber signos de repunte en precios de alimentación y energía.

**En el lado fiscal, y teniendo en cuenta los elevados niveles de déficit público (sobre todo a nivel de los estados), es importante que el gobierno se siga esforzando por mantener la credibilidad de las finanzas públicas.**

Por lo demás, el hecho de que la economía India presente buenas perspectivas hace que una orientación demasiado expansiva de la política fiscal no esté en absoluto justificada.

La economía debería volver a acelerar pronto



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

**En el campo de las reformas, la principal novedad en octubre ha sido el anuncio de un programa de recapitalización de la banca pública más ambicioso de lo que hasta la fecha se había venido anunciando.**

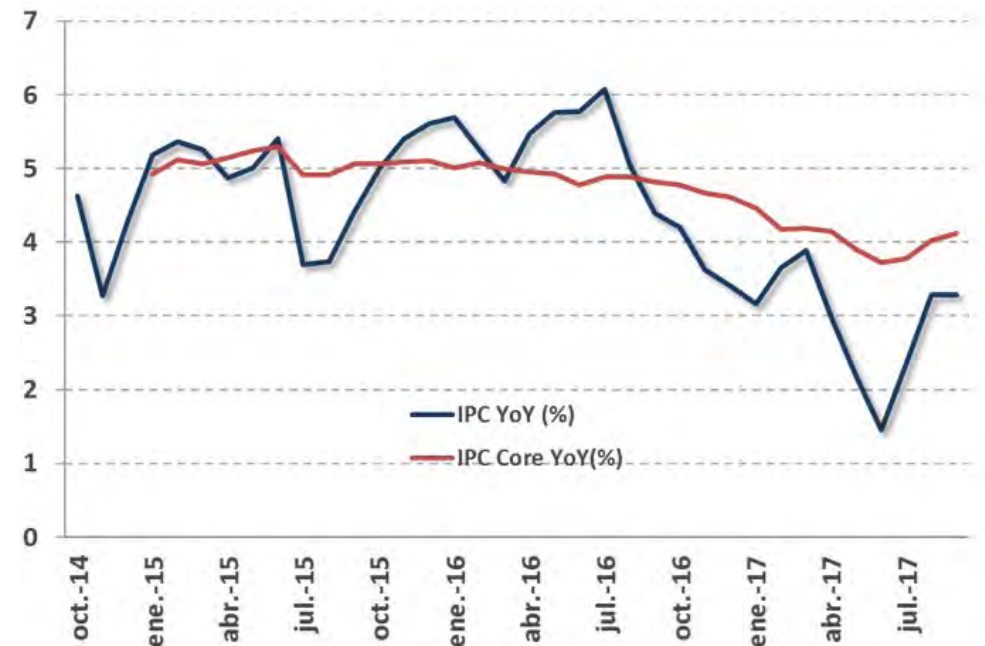
Se trata de un paso importante, que ayudará a dar estabilidad al sistema financiero indio y a mejorar la transmisión de la política monetaria. Desde una perspectiva más general, el hecho de que el gobierno central esté fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) ha servido para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores.

**También es positivo que el RBI haya ya empezado a usar los nuevos poderes dados por el gobierno para poder 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:** desapalancamiento ordenado de los sectores corporativos más endeudados; mejora adicional de la eficiencia del sistema impositivo, para permitir ingresos suficientes con los que financiar la inversión en infraestructuras y el gasto social (una mayor credibilidad fiscal ayudaría también a reducir la inversión obligatoria por parte del sector financiero en deuda pública, con efectos positivos sobre la capacidad de los bancos de proveer de crédito a la economía privada); reformas adicionales en el mercado de trabajo, en el agrícola y en el mercado del suelo, ésta última para favorecer que la inversión en infraestructuras pueda tener lugar con menos obstáculos; liberalización adicional de la inversión extranjera directa...

La inflación se ha reducido significativamente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

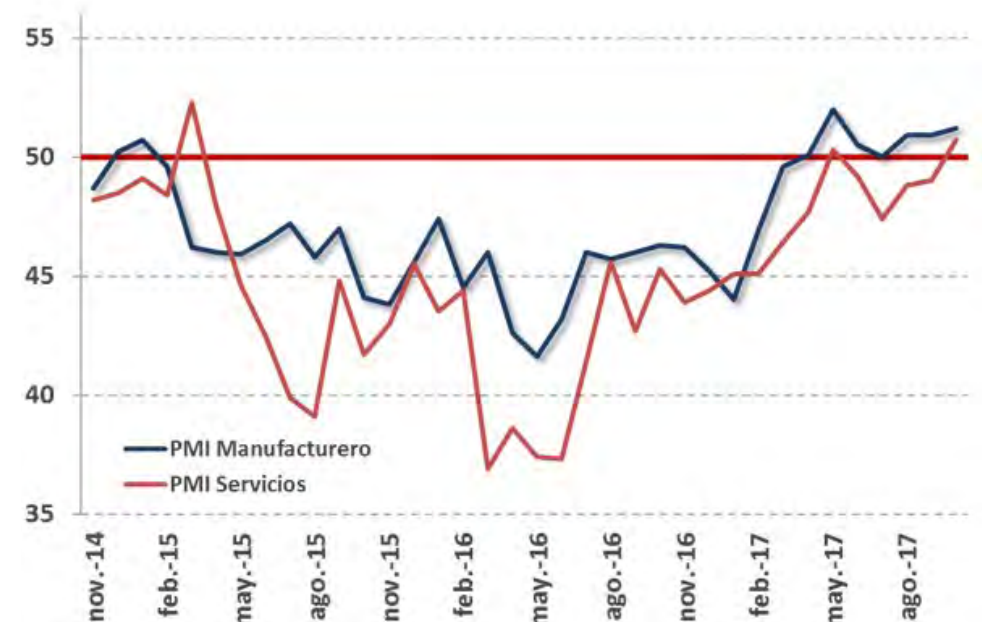
# Países Emergentes - Brasil

## La debilidad de Temer pone en riesgo los esfuerzos de reforma

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

Así las cosas, resulta fundamental que el gobierno sea capaz de profundizar en el proceso de reforma económica iniciado en los últimos meses. Por un lado, y por muy complicado que sea, es crucial hacer sostenible el sistema de pensiones. En segundo lugar, Brasil debe continuar avanzando en el campo de las reformas de carácter “microeconómico”, tendentes a mejorar el funcionamiento de sus mercados: reducir las cargas administrativas; mejorar la regulación financiera; simplificar el sistema impositivo...

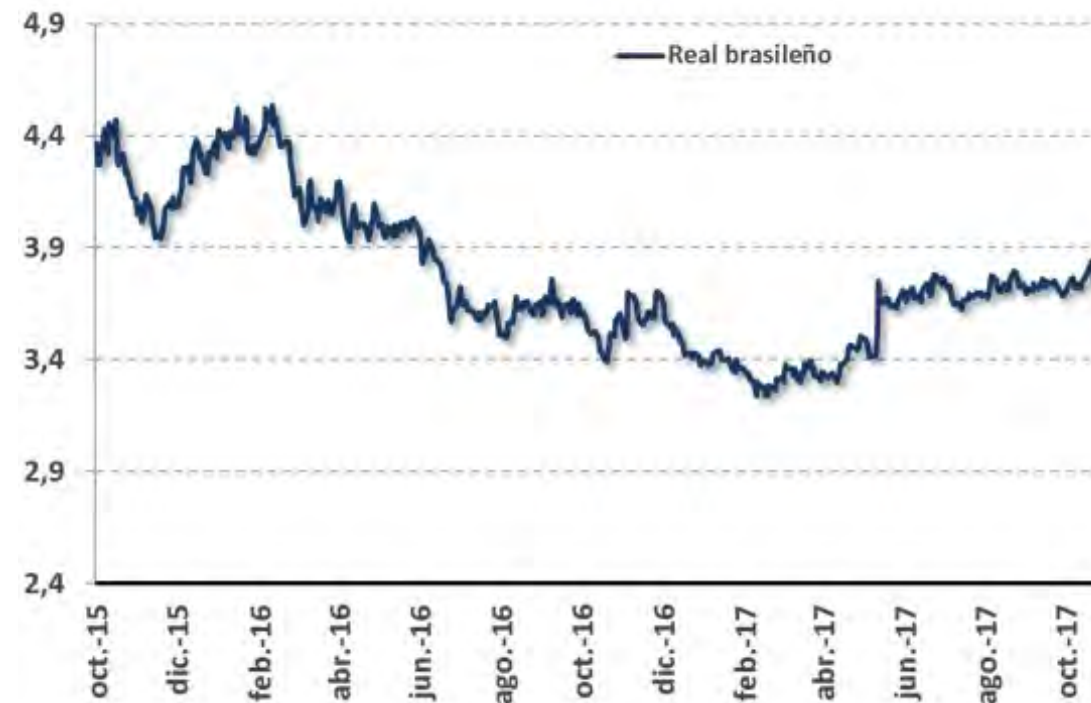
La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**Dada la importante tarea que queda por delante, la debilidad política del Presidente Temer, acosado por escándalos de corrupción, no es una buena noticia.** Es cierto que el gobierno ha seguido intentando avanzar en su agenda económica durante el período reciente (reforma laboral; intentos de sacar adelante algún tipo de reforma de pensiones; introducción de medidas de consolidación presupuestaria y de privatizaciones para mantener el déficit público bajo un cierto control...) Pero, al mismo tiempo, también es claro que el Congreso (más aún teniendo en cuenta las elecciones del año que viene) se está volviendo cada vez más reticente a la hora de apoyar las reformas defendidas por el equipo económico de Temer.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

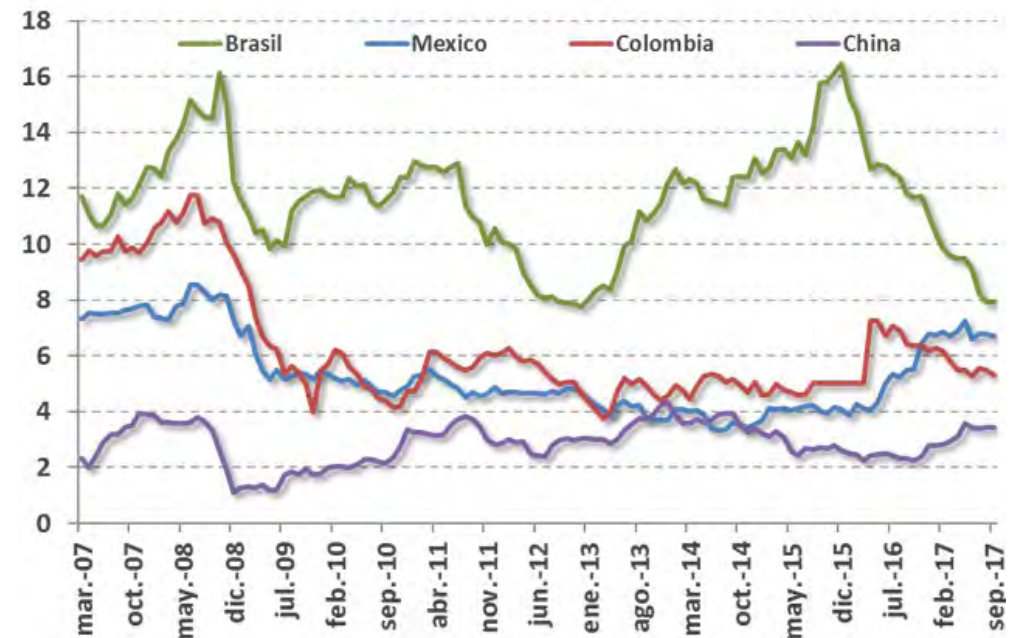
# La caída de la inflación sigue creando margen de maniobra a favor del banco central

Cuanto más avance el país en términos de credibilidad fiscal, estabilidad macro y reformas, menor será la prima de riesgo que los inversores aplicarán al país, con efectos lógicamente muy positivos sobre las condiciones de financiación de familias y empresas. El buen comportamiento de los costes de financiación de Brasil desde la caída de Rousseff es una muestra de que los esfuerzos de reforma tienen efectos tangibles positivos en los que Brasil necesita profundizar.

Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya ha venido aprovechando los signos de debilidad económica y de rápida moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida (75pb más en octubre).

Los efectos económicos positivos de esta orientación más expansiva de la política monetaria, aunque de forma todavía irregular, se han hecho palpables en los últimos meses: el mercado de trabajo viene mostrando síntomas de recuperación, el consumo privado también mejora, los índices de sentimiento vienen repuntando, las exportaciones se benefician de un Real todavía débil...

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia





# Países Emergentes - Rusia

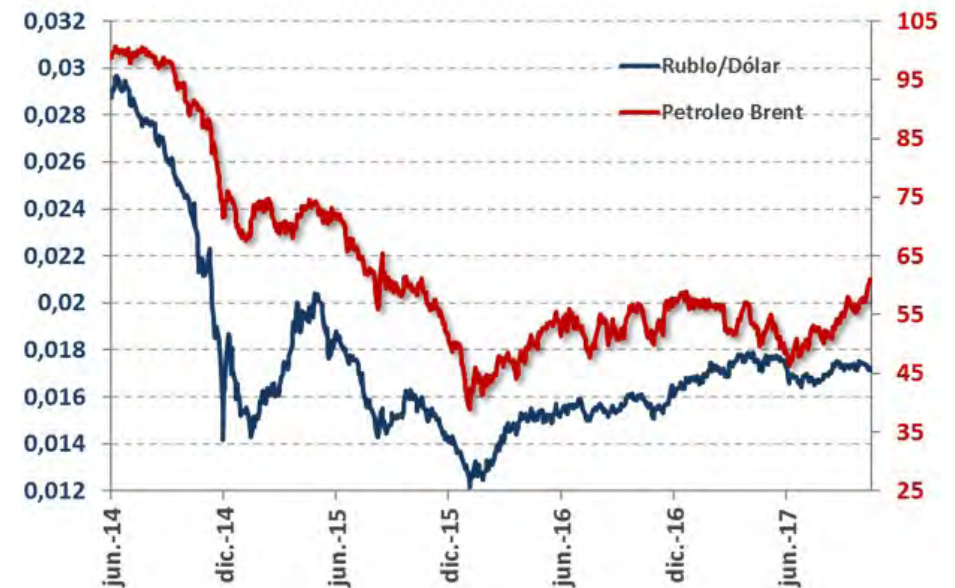
## Aunque persisten los retos, la situación está mejorando claramente

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

**Sin embargo, los datos macro de corto plazo continúan siendo positivos:** el consumo privado se beneficia de la recuperación de los salarios reales y de la caída del paro, mientras la inversión también ha ido ganando pulso. En general, la economía sigue dando muestras de estar expandiéndose a tasas algo por encima del 2% interanual.

**Gracias al excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza de una buena credibilidad en materia de estabilidad de precios.** Esto ha permitido a la autoridad monetaria ir bajando los tipos de interés de manera relativamente significativa (25pb más en octubre), a medida que la inflación ha ido cayendo. Mirando hacia adelante, creemos que veremos nuevas bajadas de tipos (de forma que la política monetaria tienda a volverse neutral). En todo caso, pensamos también que esto será compatible con el mantenimiento durante todavía un cierto tiempo de tipos de interés reales relativamente elevados, con el objetivo de contribuir a una mejora adicional en el anclaje de las expectativas de inflación (el hecho de que el output gap se encuentre prácticamente cerrado también invita a la prudencia por parte del banco central).

El precio del crudo da un respiro a Rusia



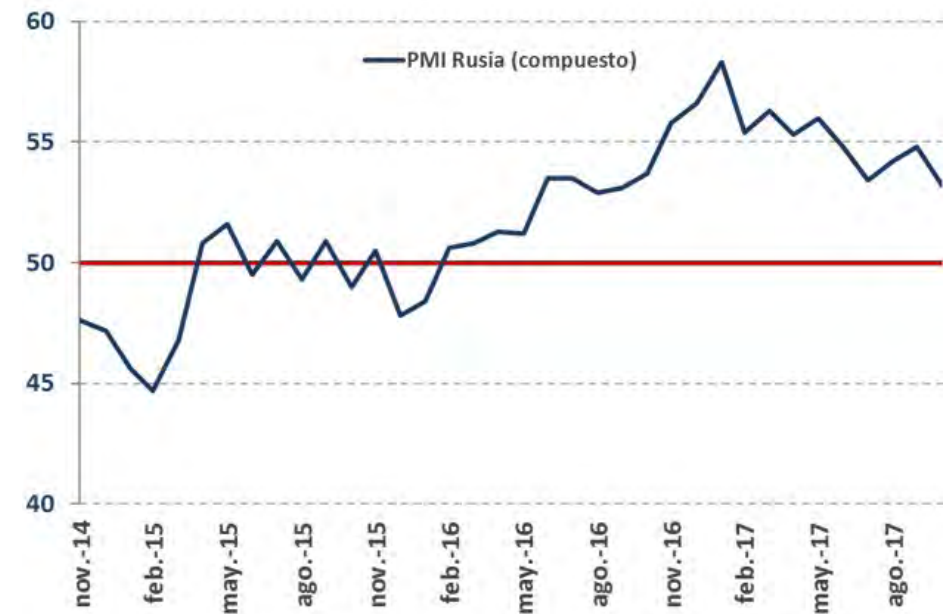
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

En todo caso, y si se quiere preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio y largo plazo, sería necesario que las autoridades cumplan también con su compromiso de llevar a cabo una reforma profunda del sistema de pensiones.

Mirando hacia adelante, y aparte de cumplir de seguir preservando la estabilidad de las cuentas públicas, Rusia debería concentrar los esfuerzos en dos direcciones. A nivel geopolítico, sería importante conseguir una reducción de las tensiones con occidente, de forma que eso pudiera dar paso a una eventual suavización de las sanciones (situación que en todo caso se antoja complicada, teniendo en cuenta los problemas en Ucrania y las acusaciones de espionaje informático que está recibiendo el país). Además, sería fundamental que el gobierno llevara a cabo reformas tendentes a mejorar el clima inversor, a aumentar el crecimiento potencial y a reducir tanto la dependencia del crudo como la excesiva presencia del sector público en la economía. También sería positivo que el banco central prosiguiera con su labor de limpieza de los balances del sector financiero.

La actividad da muestras de mejora



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

#### Contacto

Álvaro Sanmartín  
Chief Economist de Grant Thornton  
y fundador de Alinea Global  
T. 91 576 39 9  
Alvaro.Sanmartin@es.gt.com

#### Síguenos en:

[www.GrantThornton.es](http://www.GrantThornton.es)

47.000 profesionales en más de 130 países y trabajamos con el 70% del Forbes Global 100

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

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

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



Audit · Tax · Legal · Advisory

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

