



Newsletter Económico Mensual

Octubre 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.

En cuanto al comportamiento de nuestro país, sería desde luego una pena que las tensiones políticas entorno a Cataluña pusieran en riesgo lo que sin duda es una recuperación económica que cada vez tiene más fuerza y parece ser más sostenible en el tiempo. Sería bueno que las autoridades fueran capaces de reconocer esta circunstancia y centraran sus esfuerzos en la adopción de medidas que contribuyan a promover nuestro crecimiento potencial y a garantizar la sostenibilidad a largo plazo de nuestras cuentas públicas.

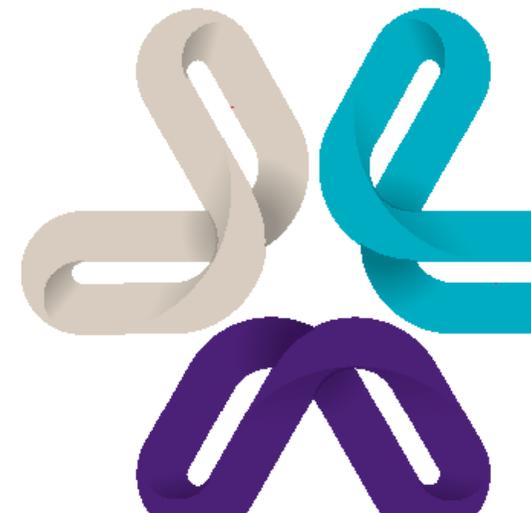
Nuestro escenario central continúa siendo uno en el que los bancos centrales, de manera tranquila, permiten una normalización progresiva de sus respectivas políticas monetarias, dando lugar a una reflación moderada y contralada de la economía global. Esto significa que los tipos nominales de largo plazo 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 los bancos centrales debían ser prudentes a la hora de reducir el grado de laxitud de sus políticas monetarias, mucho nos tememos 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 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

Pese a los ruidos de corte político la economía americana presenta buenas perspectivas

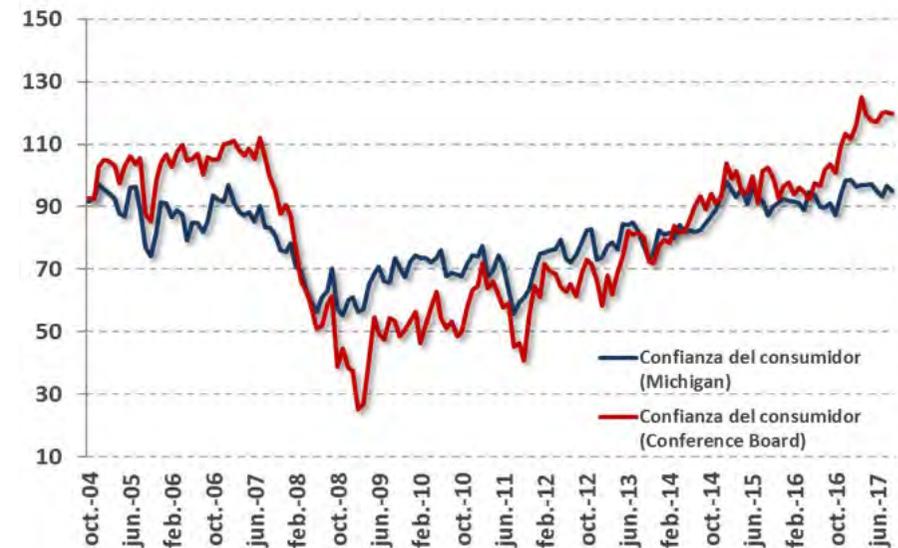
Estados Unidos consiguió crecer un 3,1% en el Q2 y cuenta en la actualidad con unos fundamentos sólidos, que invitan a mirar con optimismo lo que puede ser el desempeño económico de esta economía en los próximos trimestres.

Lo más probable es que el efecto negativo de los huracanes se circunscriba al Q3 y que luego lo que se produzca sea un cierto impulso adicional de la actividad en los trimestres inmediatamente siguientes como consecuencia, entre otras cosas, de los trabajos de reconstrucción.

Las perspectivas para el consumo privado, después de un segundo trimestre de relativa fortaleza, 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...).

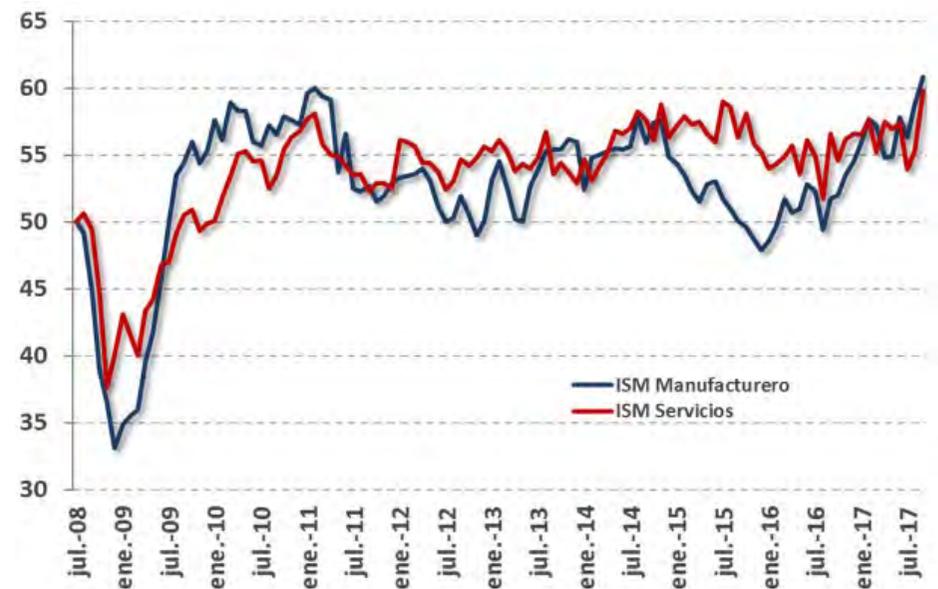
La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento algo más favorable del sector exterior americano.

En general, la ausencia de desequilibrios significativos en la economía real hace pensar que la probabilidad de una recesión o una desaceleración abrupta en el próximo futuro en EEUU sea relativamente baja.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, esperamos que durante 2017 EEUU sea capaz de nuevo de crecer por encima del potencial (incluso sin tener en cuenta los estímulos fiscales anunciados por Trump).

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

Una economía en pleno empleo y un dólar débil impulsarán al alza precios y salarios

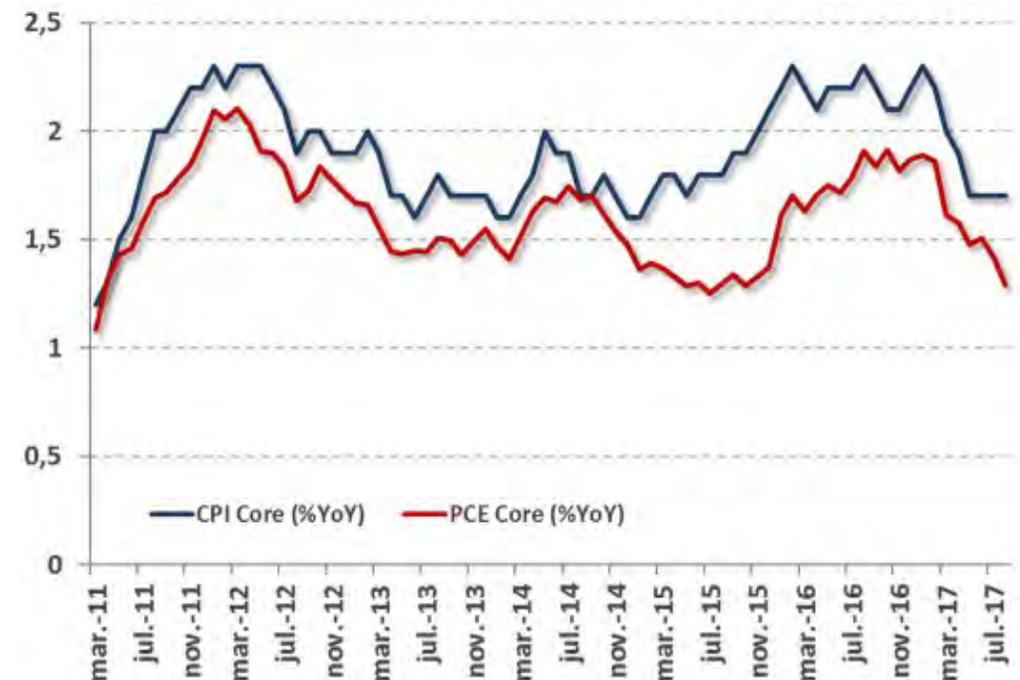
Aunque es cierto que los datos de inflación de los últimos meses han resultado más bien decepcionantes creemos que esto se ha debido a factores de naturaleza fundamentalmente temporal.

Mirando hacia adelante, de hecho, creemos que las perspectivas para los precios subyacentes son claramente positivas: en un escenario de crecimiento algo 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 acelerar progresivamente en lo que resta de ejercicio.

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.

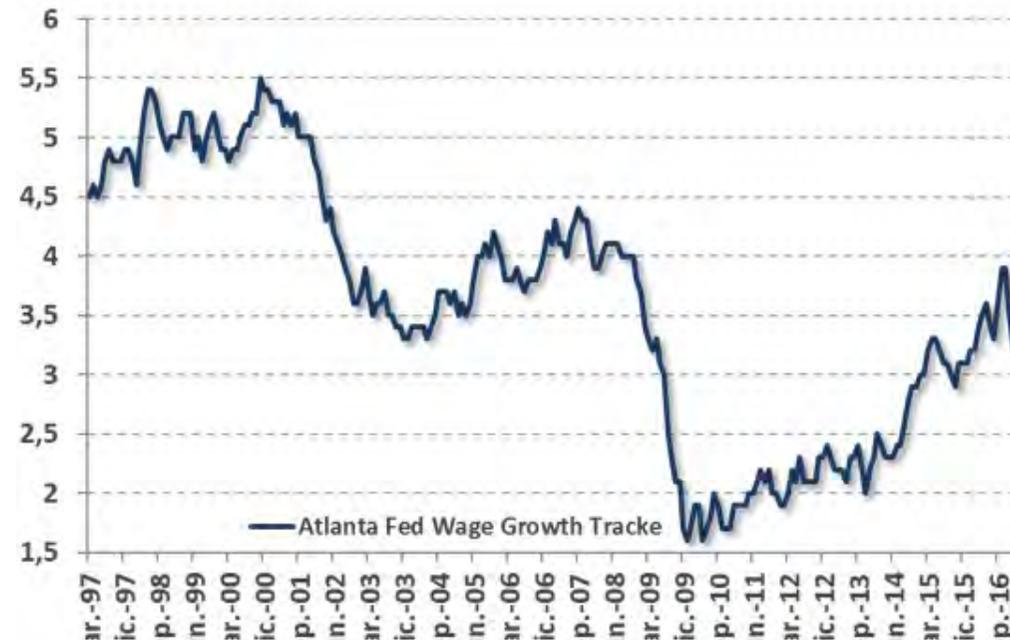
Inflación subyacente cae por factores temporales



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.

Salarios deberían ir repuntando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed comienza a reducir su balance en octubre

Dada la buena situación de la economía y la enorme laxitud de las condiciones financieras, la Fed anunció en su reunión de septiembre su intención de iniciar la reducción de su balance en octubre. También mantuvo viva la expectativa de que haya todavía una subida más de tipos antes de que acabe el año.

Al mismo tiempo, sin embargo, la Fed mantuvo un grado significativo de prudencia al rebajar ligeramente el tipo Fed funds de equilibrio, hasta el 2,8% (desde el 3% anterior).

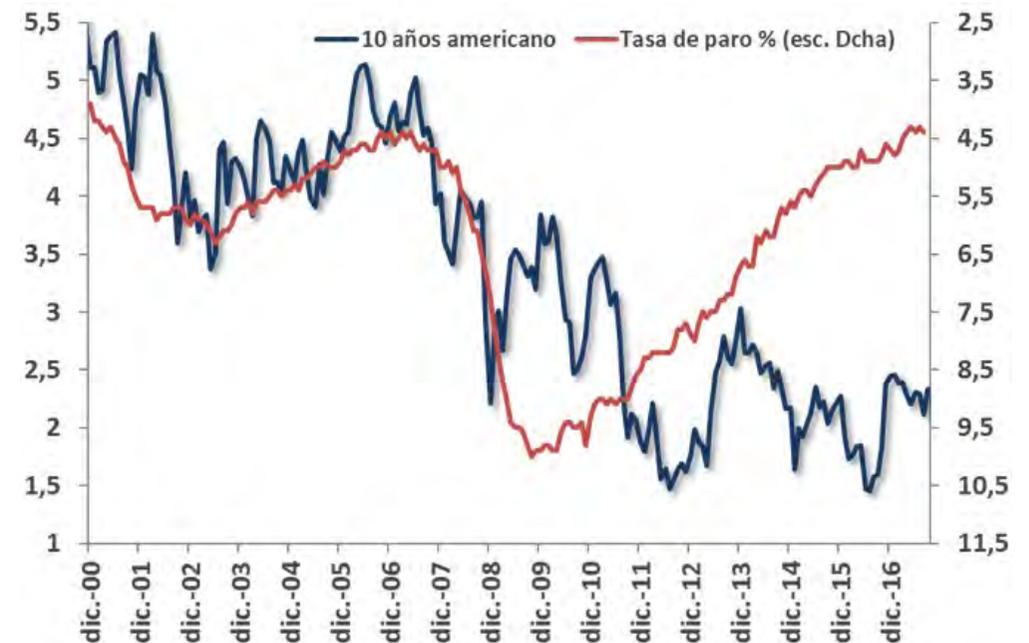
En nuestra opinión, esta actitud extremadamente cuidadosa de la Fed puede terminar generando riesgos de sobrecalentamiento en la economía americana (más aún si se tiene en cuenta que la perspectiva de una rebaja fiscal parece cada día más cercana).

El resultado de una Fed demasiado detrás de la curva, aunque ahora parezca aventurado afirmarlo, puede ser una inflación que llegue a situarse claramente por encima del objetivo del 2%.

Si ése fuera el caso, la Fed se vería obligada a corregir su posición, elevando tipos de forma rápida y arriesgándose a generar una recesión en algún momento durante los próximos 2 años.

En todo caso, nosotros creemos que lo que ocurrirá más bien es que la Fed irá reaccionando a una inflación progresivamente más alta con unas subidas de tipos (tanto en ritmo como en cota final) que quizás acaben siendo más significativas que lo que ahora mismo está descontando.

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 claramente por encima de su potencial, 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 a partir de ahora, 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

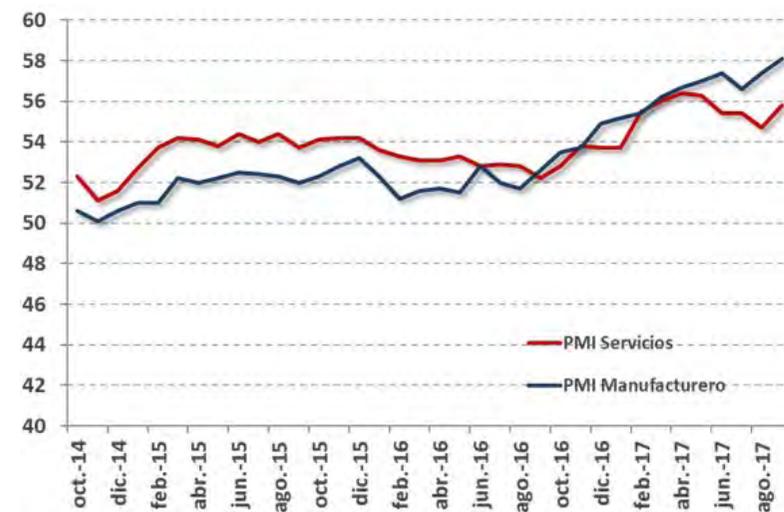
Incluso en Italia la situación parece estar mejorando: el crecimiento vienen sorprendiendo al alza en el pasado reciente y tanto los indicadores de sentimiento como los PMIs apuntan a un desempeño favorable de esta economía en los próximos trimestres. Esta mejora en la situación macro debería ayudar a mantener bajo control las incertidumbres de corte político, en un contexto en el que la percepción sobre el sistema financiero transalpino también ha mejorado significativamente..

En contraste con este escenario macro positivo, y más allá de los riesgos políticos en Italia, en sentido negativo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

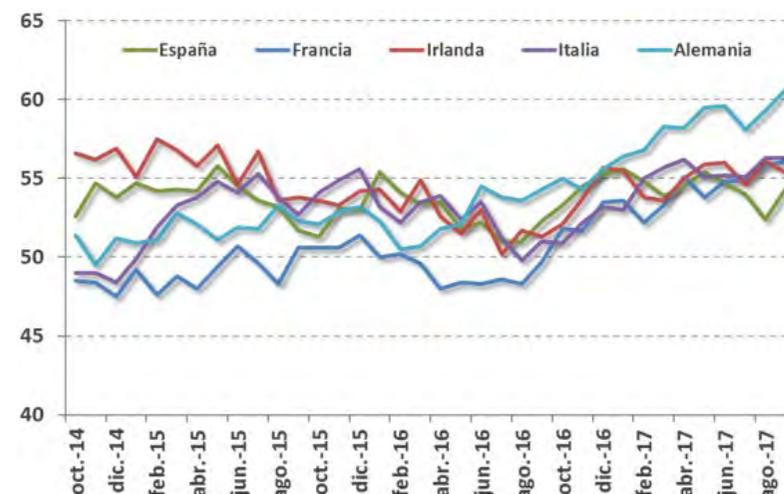
Creemos, sin embargo, que lo más probable es que las consecuencias de la salida del RU sobre las perspectivas de crecimiento en la Eurozona sean sólo moderadas.

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

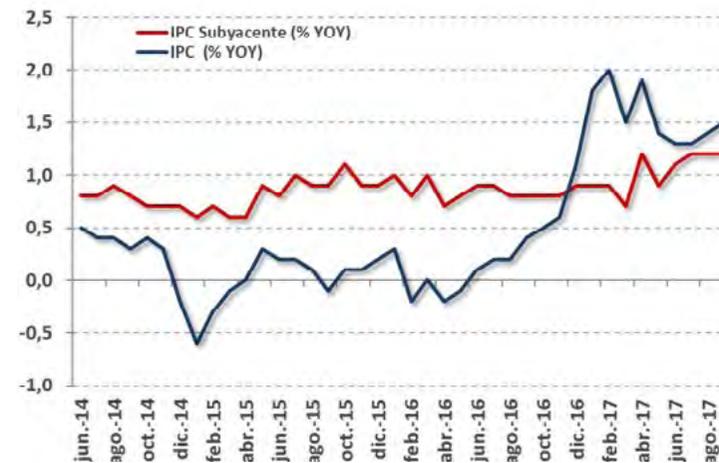
Con el permiso del euro, la inflación subyacente debería seguir repuntando

El favorable escenario macro europeo está dando lugar ya a una cierta recuperación de la inflación subyacente, proceso que debería continuar durante los próximos 12 meses siempre que el euro no se aprecie en exceso. Aunque es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe un grado apreciable de 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. Si en lugar de centrarnos en el empleo usamos medidas más amplias de capacidad ociosa en el mercado de trabajo, el cierre completo del output gap podría tener lugar en alrededor de un año y medio. Así las cosas, vemos probable también una cierta aceleración de salarios en los próximos trimestres (en el Q2, de hecho, ya hubo señales relativamente positivas en este sentido.)

En el caso de Alemania el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área. En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas. En segundo lugar, y más importante, porque este escenario favorable de crecimiento por encima del potencial se va a seguir produciendo en un contexto de paro muy reducido, con unos salarios que comienzan a dar alguna muestra de aceleración.

Como reflejo de todo lo anterior el BCE anunció en su reunión de septiembre que las decisiones sobre el futuro del programa de compra de deuda se tomarán en octubre. Al mismo tiempo, sin embargo, la autoridad monetaria dejó claro que una apreciación excesiva del euro podría afectar a la trayectoria de la inflación y que, por tanto, podría influir en las decisiones de política monetaria que deben tomarse durante los próximos meses.

La inflación subyacente empieza a dar señales positivas



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

Pese a los ruidos entorno a la “cuestión catalana”, la macro sigue dando señales positivas

A pesar de la incertidumbre alrededor de la “cuestión catalana”, lo cierto es que España continúa 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.

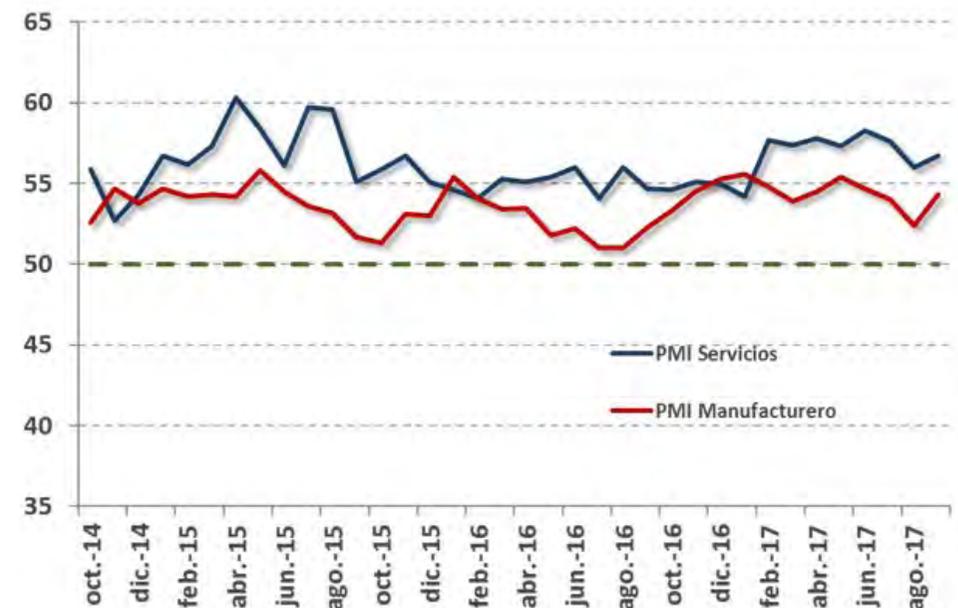
Los datos macro más recientes, si bien apuntan a una ligera desaceleración, siguen siendo favorables: el empleo volvió a crecer con fuerza en septiembre; los datos de confianza están en niveles elevados; la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen también dando señales positivas; los PMI están en niveles sólidos; la demanda de crédito se sigue fortaleciendo;

y el turismo goza de muy buena salud. Por lo demás, las perspectivas para el sector inmobiliario son también claramente positivas.

Mirando hacia adelante, y salvo que el tema catalán se siga complicando, 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 de nuevo por encima del 3%.

Un ritmo de expansión como el comentado, muy por encima del potencial de la economía española, dará lugar 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.

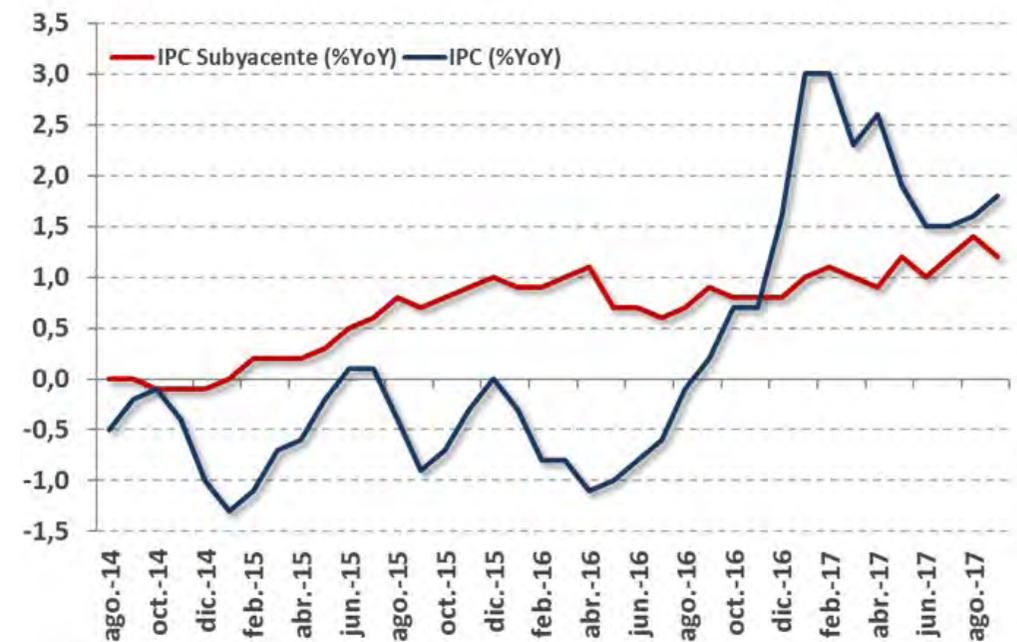
Dentro de este panorama cíclico claramente favorable para nuestro país, uno de los riesgos que corremos es olvidar los importantes retos a largo plazo que nuestra economía tiene todavía por delante.

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, y ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE, 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

Con un Brexit blando como escenario más probable, la macro sigue aguantando

El escenario de negociación entorno al Brexit, aunque aún bastante estancado, apunta a que ninguna de las partes (y, en particular, la británica) está interesada en soluciones abruptas (la última posición del gobierno británico, de hecho, es intentar lograr un acuerdo que permita mantener al Reino Unido en una Unión Aduanera con la UE durante un cierto período de tiempo). En general, y más aún tras el discurso de May en Venecia, 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 continúe viéndose perjudicada por la falta de claridad

sobre el futuro. En sentido positivo, sin embargo, la debilidad de la libra está ayudando 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 comportamiento relativamente favorable del consumo (los datos más recientes son esperanzadores en este sentido, con una ventas minoristas que dan muestras de recuperación).

El aumento de la inflación y el hecho de que la economía esté aguantando mejor de lo esperado provocó un significativo cambio de tono por parte del BOE en su reunión de septiembre. Actualmente lo más probable es que se pueda ver alguna subida de tipos antes de que acabe el año.

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; continuidad en los signos de recuperación de consumo privado y, sobre todo, de inversión; evolución positiva de producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito...). En tercer lugar, los salarios están empezando a mostrar modestas presiones al alza (sobre todo en el caso de trabajadores temporales) 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

La política del BOJ y las buenas señales de salarios aumentan las posibilidades de reflación

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%.

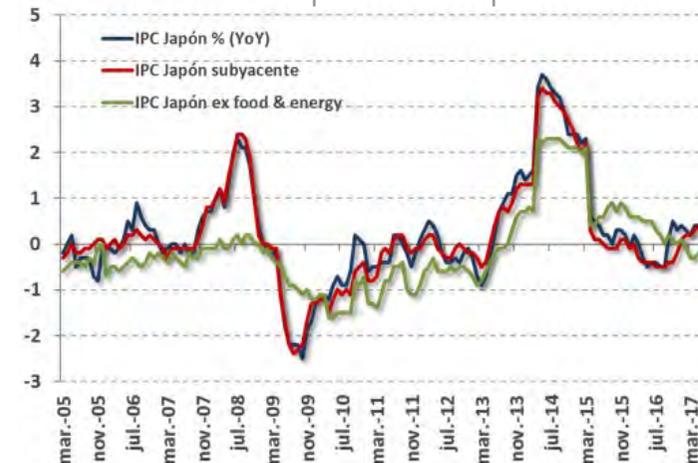
Para contribuir al aumento de la inflación, el gobierno (aparte de convocar nuevas elecciones) ha presentado medidas de expansión fiscal que incluyen la introducción de incentivos fiscales para las empresas que sean más activas a la hora de invertir y de aumentar el salario de sus empleados.

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



La inflación debería repuntar en los próximos meses



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. 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 la los precios inmobiliarios; 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.

Así las cosas, es lógico pensar que a lo largo de lo que queda de año se pueda producir una cierta desaceleración de la actividad. Por lo demás, el hecho de que el gasto público vaya probablemente a desacelerar en los próximos meses (se adelantó ejecución presupuestaria durante la primera mitad del ejercicio) también ejercerá una cierta presión a la baja.

Dicho todo lo anterior, sin embargo, los datos económicos recientes siguen muy sólidos.

En general, los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son en todo caso bajos a corto plazo. Por un lado, porque la inercia económica es positiva, con un consumo privado que se mantiene en buena forma gracias (entre otras cosas) a la fortaleza del mercado de trabajo. Por otro lado, porque el PBOC seguirá manteniendo un equilibrio entre el control de los riesgos financieros y su objetivo de lograr tasas de crecimiento económico relativamente elevadas (la reciente rebaja del coeficiente de reserva para préstamos a PYMEs es un buen ejemplo en este sentido: aumenta la financiación a pequeñas empresas y al mismo tiempo supone de alguna forma reducir el arbitraje regulatorio por parte del shadow banking). En este mismo sentido, y más allá de lo dicho más arriba sobre un menor ritmo de gasto público en la segunda parte del año, 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

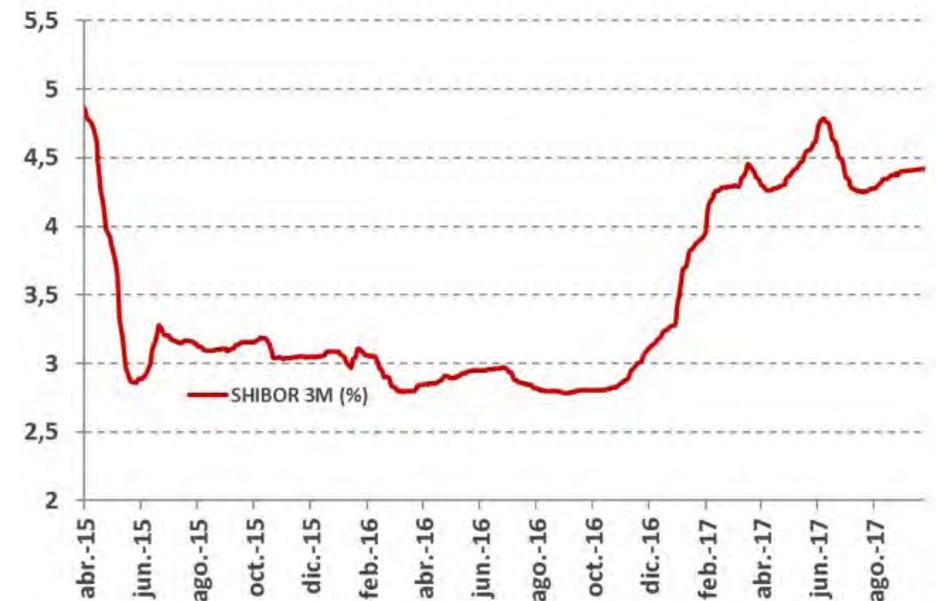
La fortaleza del yuan elimina una fuente de incertidumbre y fomenta las entradas de capital

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, en el período reciente se ha observado una entrada neta de capital en la economía china.

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

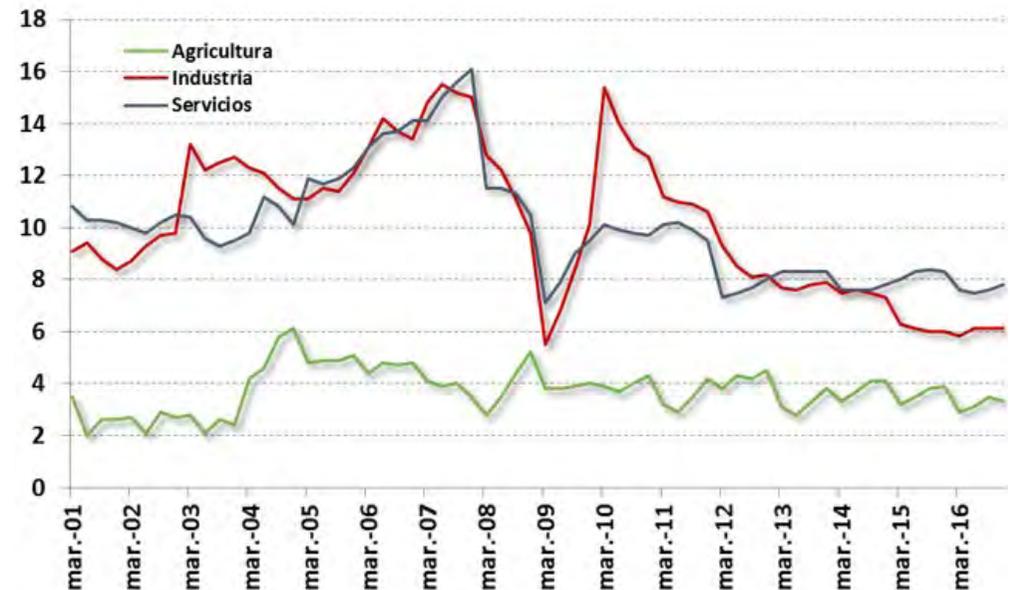
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

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; 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.

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

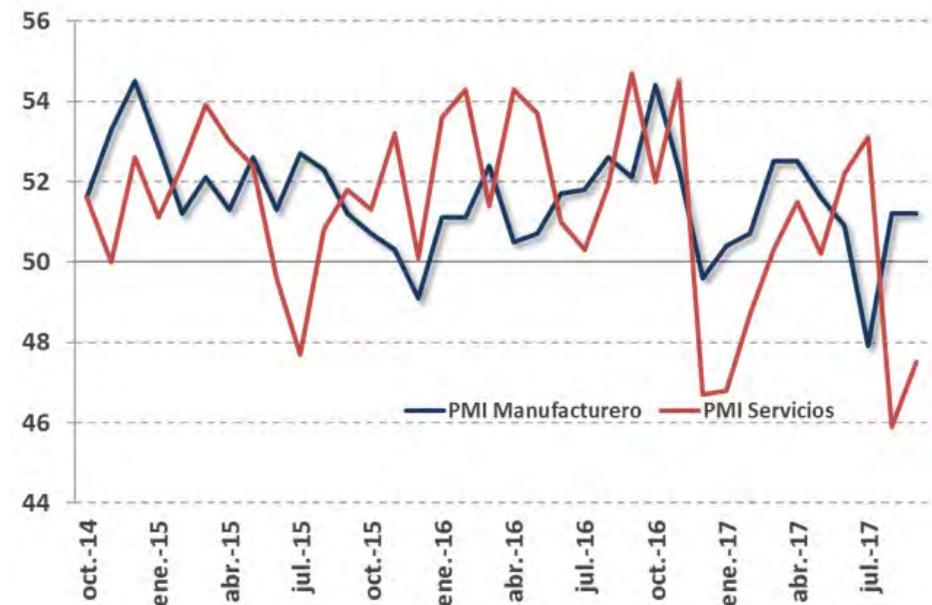
Pese a las incertidumbres creadas en los últimos meses por el proceso de desmonetización y la introducción del GST (reformas que en todo caso deben ser bienvenidas desde un punto de vista de largo plazo), las perspectivas que ofrece la economía india son relativamente positivas: el consumo privado goza de buenos fundamentos; el sector agrícola se beneficia de una buena temporada de lluvias; las inversiones en infraestructuras continúan siendo dinámicas; el sector exterior también manda mejores señales; la política fiscal puede considerarse como moderadamente expansiva... En sentido negativo, la inversión privada sigue 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.

Tras las fuertes caídas de la inflación observadas durante varios meses, esperamos un cierto repunte de precios en lo que queda de año (ligado sobre todo al aumento de precios alimenticios). Esto no pondrá en peligro el objetivo del 4% pero sí hará probablemente que el RBI opte por mantener constantes los tipos de interés en sus próximas reuniones, tras haberlos bajado en su reunión de agosto.

En el lado fiscal es importante que el gobierno se siga esforzando por lograr un equilibrio razonable entre ayudar al crecimiento económico y mantener la credibilidad de las finanzas públicas.

No se puede perder de vista que los niveles de déficit público en India, sobre todo a nivel de los estados, son relativamente elevados (en este sentido, la decisión adoptada antes del verano por parte de varios estados de hacer quitas en préstamos dirigidos al sector agrario sin presentar al mismo tiempo otras medidas de ahorro no puede juzgarse de un modo positivo).

La economía debería volver a acelerar pronto



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

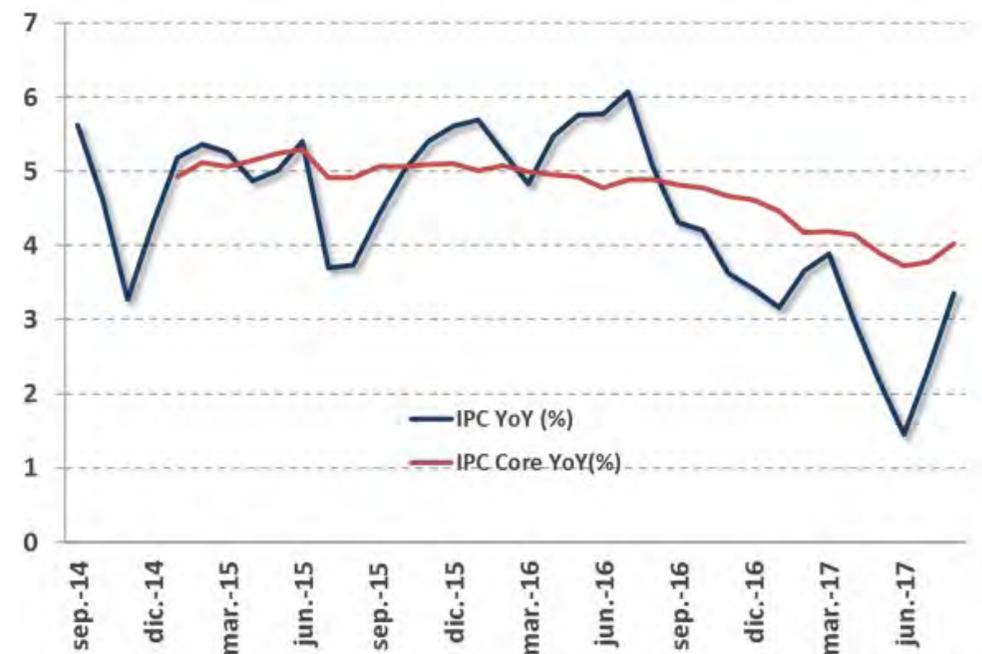
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

En el campo de las reformas estructurales, y más allá de la entrada en vigor del denominado General Sales Tax (GST) el pasado 1 de julio, el hecho de que el gobierno central esté fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) está sirviendo para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores. Las medidas liberalizadoras en el sector agrario también deben de ser bienvenidas.

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); recapitalización bancaria y reestructuración de la banca pública; y 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.

La inflación se ha reducido significativamente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

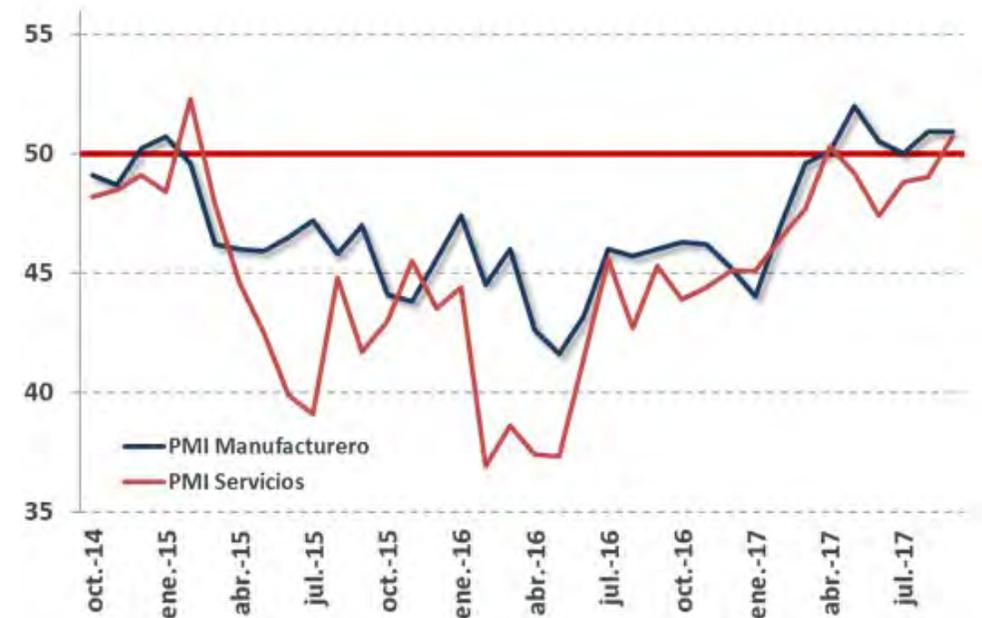
Países Emergentes - Brasil

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

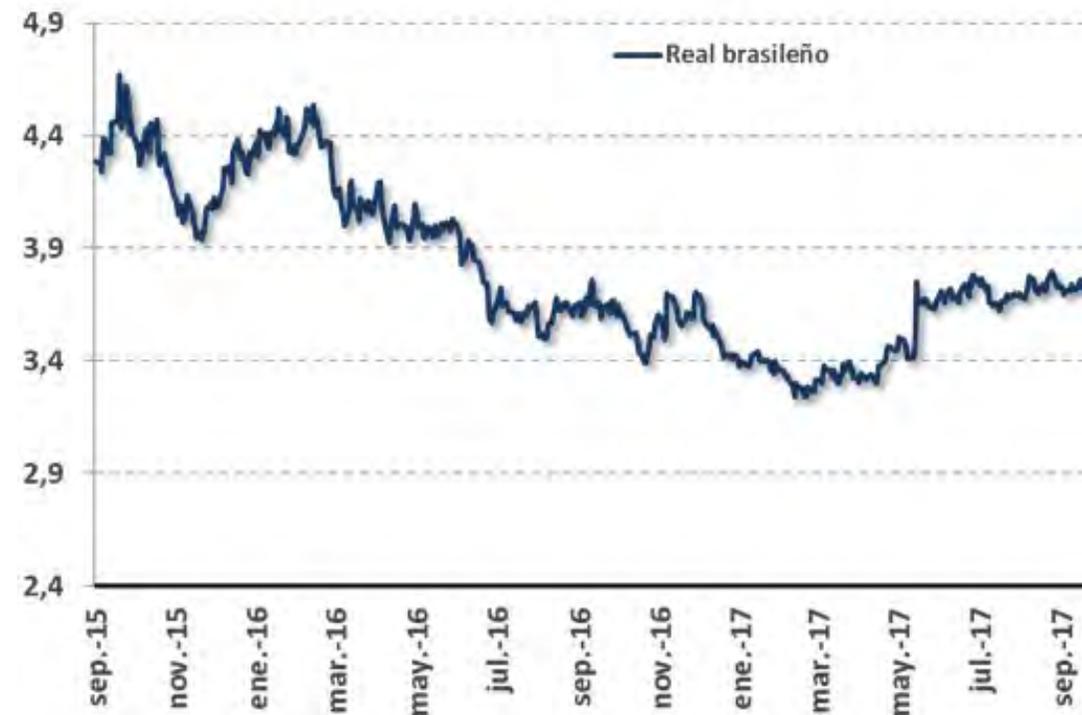


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Dada la importante tarea que queda por delante, la debilidad política del Presidente Temer, acosado por escándalos de corrupción, no es una buena noticia.

En todo caso, y aún siendo difícil, la situación política no es de momento catastrófica: en el período reciente el gobierno ha conseguido sacar adelante la reforma del mercado trabajo y se mantiene firme en su intención de aprobar, aunque sea en una versión suavizada, la reforma de pensiones. En sentido más negativo, el mal comportamiento de los ingresos públicos ha obligado a las autoridades a revisar al alza el objetivo de déficit público (aún así, tampoco aquí el gobierno se ha quedado quieto y ha venido adoptando algunas medidas de consolidación presupuestaria y de venta de activos para mantener el deterioro del déficit bajo control).

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La situación macro ha venido mejorando en los últimos meses

Si la política económica siguiera en la senda correcta, sería posible concebir la generación de un ciclo virtuoso en la economía brasileña, que permitiera al banco central reducir de un modo agresivo los tipos de interés, con efectos potencialmente muy positivos sobre el crecimiento y la generación de empleo. Cuanto más avance el país en términos de credibilidad fiscal y reformas, menor será el tipo de interés de equilibrio y menores serán también los costes de financiación que los agentes económicos brasileños tendrán que soportar en el futuro. En este sentido, la reciente corrección de la subvención implícita asociada a los préstamos del BNDES es una buena noticia (esta subvención no sólo suponía una distorsión económica importante sino que además había venido generando costes fiscales apreciables).

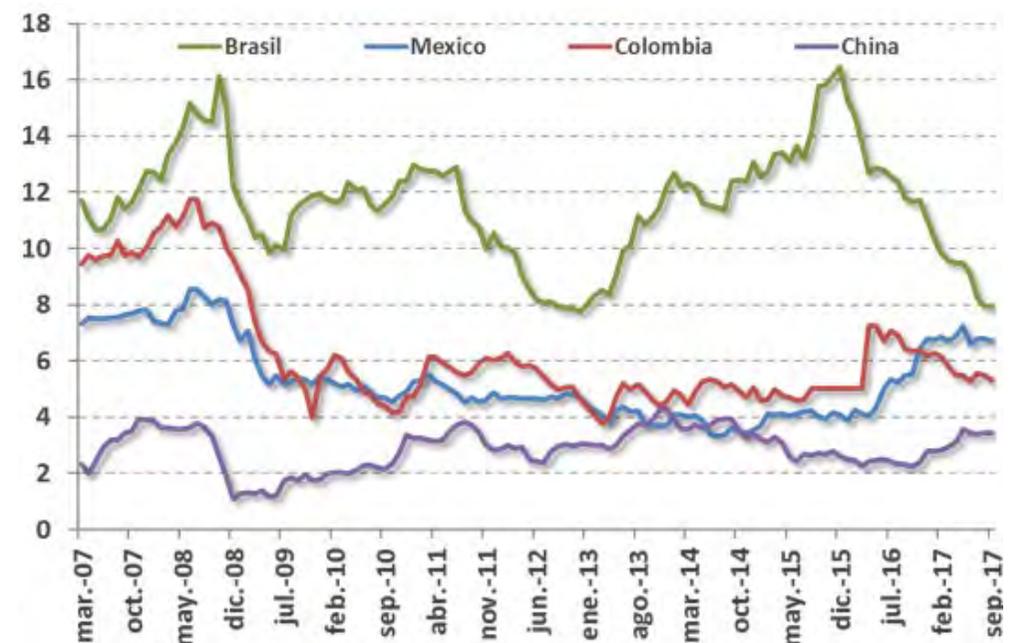
Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya ha venido aprovechando los signos de debilidad económica

y de rápida moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida.

Los efectos económicos positivos de esta orientación más expansiva de la política monetaria se han hecho palpables en los últimos meses: el mercado de trabajo viene mostrando síntomas de recuperación, el consumo privado también mejora, los índices de sentimiento han repuntado en los últimos meses, el sector industrial y las exportaciones se siguen beneficiando de un real que todavía cotiza a niveles atractivos...

Mirando hacia adelante, y tras bajar los tipos 100pb en septiembre, el banco central anunció que todavía son posibles rebajas adicionales (quizás a un ritmo menor), gracias a la moderación de precios, a la mejora de las expectativas de inflación y al alto nivel de capacidad ociosa.

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 a retos

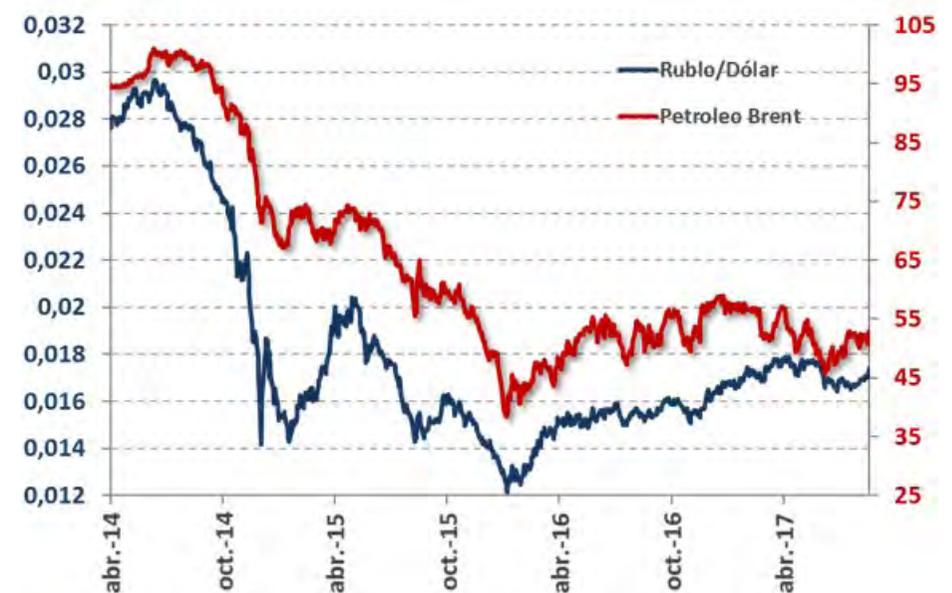
significativos: el precio de su principal producto, el crudo, continúa muy por debajo de los niveles alcanzados en 2013; las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad; y la reestructuración del sector bancario, aunque avanzada gracias al buen trabajo del banco central, está 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 confirman que la economía rusa está siendo capaz de profundizar en la recuperación iniciada en la última parte del año pasado. De hecho, el crecimiento del Q2 fue significativamente superior a lo previsto y las perspectivas para lo que queda de año también son positivas: el consumo privado se beneficia de la recuperación de los salarios reales

y de la caída del paro; la producción manufacturera viene sorprendiendo al alza; y la inversión también parece estar ganando pulso. En general, la economía sigue dando muestras de estar expandiéndose a tasas en el entorno del 2% interanual.

Tras el excelente trabajo de la gobernadora Elvira Nabiullina, el banco central goza ahora de una buena credibilidad en materia de estabilidad de precios. Esto ha permitido a la autoridad monetaria ir bajando los tipos de interés de manera relativamente significativa, a medida que la inflación ha ido cayendo y las expectativas de precios han ido mejorando. Siguiendo en esta línea, en septiembre la autoridad monetaria bajó los tipos de nuevo, 50 pb, y anunció también la posibilidad de alguna rebaja adicional en los próximos dos trimestres.

El precio del crudo da un respiro a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

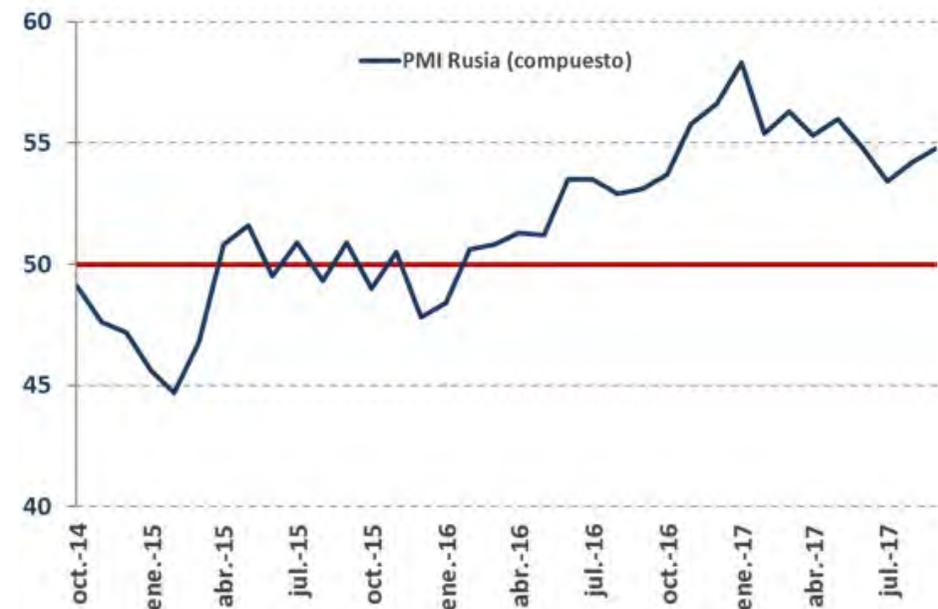
Mirando hacia adelante, creemos que efectivamente veremos nuevas bajadas de tipos aunque pensamos también que esto será compatible con el mantenimiento de los tipos de interés reales en niveles suficientemente elevados como para contribuir a una mejora adicional en el anclaje de las expectativas de inflación (el hecho de que el output gap se encuentre prácticamente cerrado también invita a la prudencia por parte del banco central).

El 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

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.

