



Newsletter Económico Mensual

Septiembre 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

Durante el período reciente, y pese a las tensiones de carácter geopolítico como las vistas durante las últimas semanas en Corea del Norte, la conjunción de dos factores continúa generando complacencia en los mercados financieros. Por un lado, incluso los más pesimistas han tenido que reconocer que la economía mundial no está ni mucho menos tan mal como se había venido diciendo. Por otro, la ausencia de presiones inflacionistas preocupantes (ha habido incluso caídas de la inflación subyacente en EEUU durante los últimos meses) ha permitido que muchos sigan apostando por un escenario de tipos de interés permanentemente bajos.

Así las cosas, se diría que nos encontramos ante una situación poco menos que perfecta para la valoración de la práctica totalidad los activos. El mayor crecimiento mundial se traduce en un mejor comportamiento de los resultados empresariales.

Y, además, la renta fija se ve favorecida por la moderada inflación y por lo que se ha venido percibiendo como una actitud extremadamente prudente por parte de los bancos centrales.

Sin embargo, esta especie de escenario de cuento de hadas (que se traduce en valoraciones “ambiciosas” y niveles de volatilidad en mínimos históricos) es claramente insostenible. A medida que la capacidad ociosa de la economía global continúa reduciéndose, es inevitable que las presiones de salarios y precios vayan en aumento. Esto, a su vez, hará necesaria una progresiva reacción por parte de los bancos centrales, en forma de subida gradual de tipos de interés (nominales y reales) y de reducción, también pausada, de los tamaños de sus respectivos balances.

En EEUU, y tras lograr un crecimiento del 3% anualizado en el segundo trimestre, todo apunta a un desempeño económico sólido durante los próximos trimestres:

los fundamentos del consumo privado siguen siendo fuertes; la inversión corporativa continúa dando buenas señales; el sector inmobiliario tiene un margen importante de expansión adicional; el sector exterior debería beneficiarse de un dólar más débil...

La tasa de paro americana se sitúa ya por debajo de la de equilibrio y lo más probable es que en los próximos meses veamos mejoras adicionales en el mercado de trabajo americano. La consecuencia de lo anterior será una aceleración progresiva de los salarios, que tenderá también a traducirse en presiones progresivas de precios (demostrando, de esa forma, que la caída de la inflación subyacente que hemos visto durante los primeros meses de este año se ha debido a factores fundamentalmente temporales). Además, la debilidad reciente del dólar tenderá a generar presiones adicionales de precios.

Con los riesgos políticos en franca retirada, los datos macro en la Eurozona continúan siendo espectaculares: el crecimiento prácticamente dobla el potencial, la expansión beneficia a prácticamente todos los países y asistimos a buenas noticias tanto por el lado de la demanda interna como de las exportaciones.

Aunque en el Área euro existen todavía niveles apreciables de capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo rápidamente y no es infinita. Basta con que el paro se reduzca al mismo ritmo que en el último año para que el desempleo alcance a estas alturas del año que viene tasas en el entorno del 8%. Esta tasa, pese a ser elevada en comparación con la americana, está por debajo de la media del desempleo en el área en el período previo a la crisis y es por tanto una estimación razonable de lo que podría ser el nivel de paro de equilibrio de nuestro continente.

Hay quien dice que la tasa de desempleo infravalora los niveles de capacidad ociosa en la Eurozona. Es muy posible que esto sea cierto pero, se tome la medida de capacidad ociosa que se tome, es difícil no ver el output gap de la Eurozona cerrándose en alrededor de año y medio (sabiendo, además, que ya hay países como Alemania que están con output gaps positivos).

Así las cosas, también en Europa lo más probable es que asistamos a un progresivo repunte de la inflación subyacente en los próximos 12 meses.

De hecho, los precios subyacentes se han comportado bien desde marzo, lo que puede ser un prelude de lo que puede ser la evolución de esta variable en lo que queda de año y durante 2018.

A la vista de todo lo anterior, resulta difícil no tener la impresión de que la renta fija pública está en un estado de burbuja: cualquier proyección razonable de lo que puede ser la evolución de crecimiento y precios en los próximos 12 meses apunta a crecimientos nominales del PIB mundial claramente en ascenso, algo que todavía no se ha reflejado en un movimiento significativo al alza de los tipos de interés a largo plazo.

¿Cuál puede ser el detonante que genere una corrección seria en el mercado de deuda pública?

Responder a esta pregunta es siempre difícil. En todo caso, y pensando en los próximos 6-12 meses, se nos ocurren dos posibilidades, que no son en absoluto excluyentes. Por un lado, es muy posible que los datos de crecimientos de precios y salarios ganen tracción en los próximos meses y esto lleve al mercado a reconsiderar el escenario de tipos de interés.

Por otro lado, también es probable que en el corto plazo los bancos centrales den pasos adicionales para normalizar las políticas monetarias y eso ayude a sacar al mercado de su actual complacencia. En concreto, creemos que la Fed comenzará a reducir su balance en septiembre, mientras que el BCE comenzará a debatir de manera inmediata cómo reducirá su programa de compra de deuda a partir de enero del año que viene.

Nuestro escenario central continúa siendo uno de reflación moderada de la economía mundial, con los bancos centrales normalizando de forma progresiva sus políticas monetarias. En todo caso, si el mercado siguiera empeñado en aplanar las curvas y las autoridades monetarias se pasaran de prudentes, un overshooting más o menos significativo de los objetivos de inflación se volvería cada vez más probable. Si éste fuera el caso, los tipos a largo podrían tardar un poco más en repuntar pero lo harían con más fuerza de lo que ahora nosotros mismos estamos descontando.



Estados Unidos

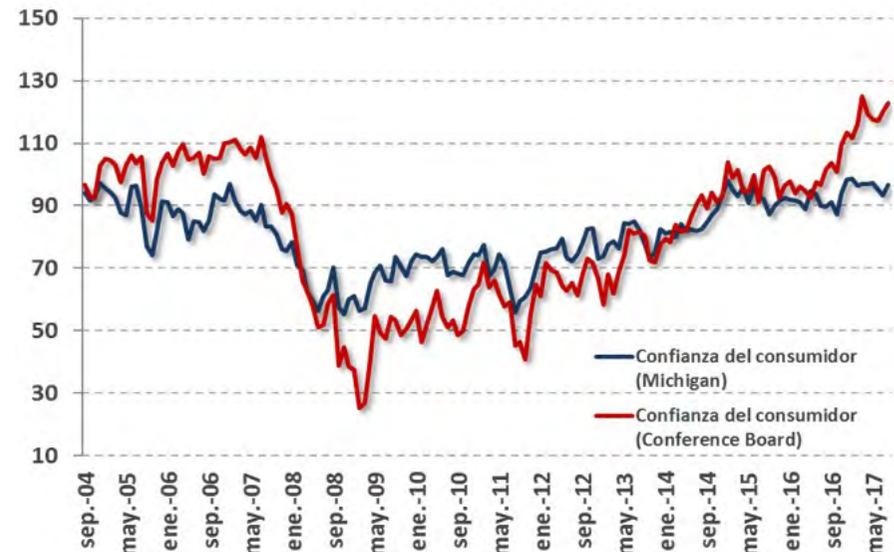
Pese a los ruidos de corte político la economía americana presenta buenas perspectivas

Estados Unidos consiguió crecer un 3% 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 del huracán Harvey en el Q3 sea escaso y dé lugar de hecho a un cierto impulso de la actividad, también pequeño, en el último trimestre del año.

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, las empresas ya no pueden atender a 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...).

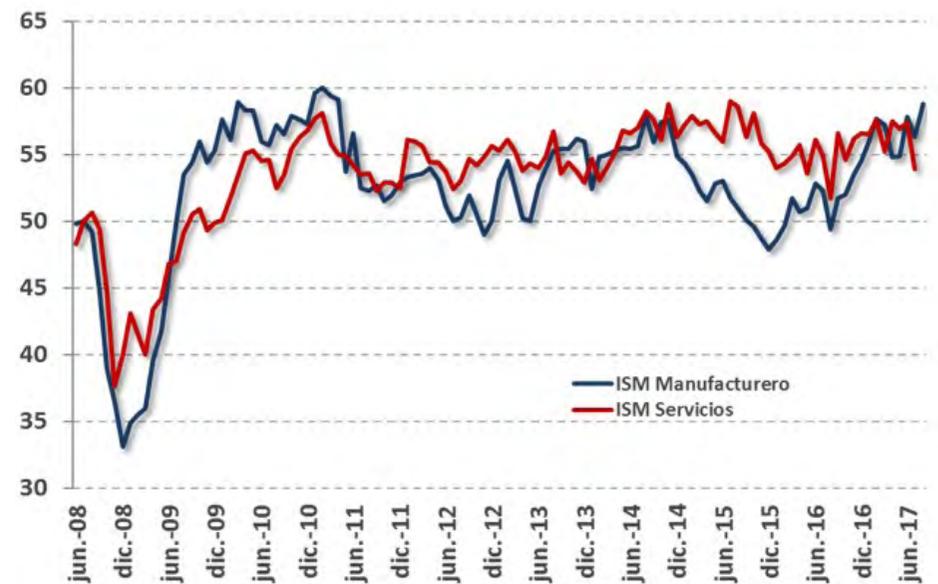
La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento algo más favorable del sector exterior americano.

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 aunque no entren en vigor 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

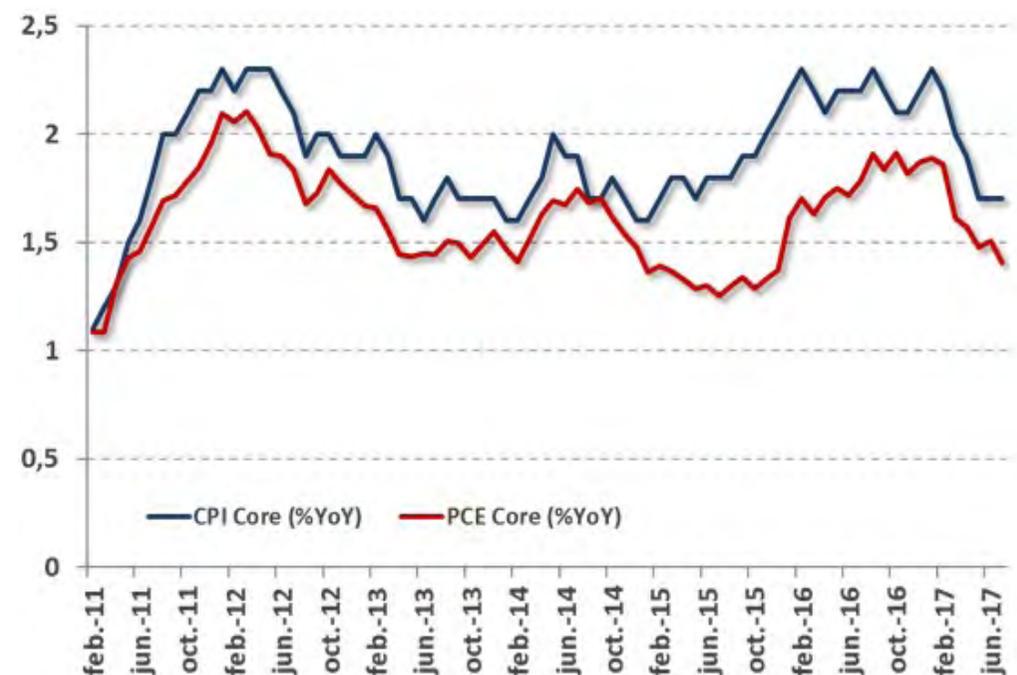
La inflación subyacente ha cedido algunas décimas en los últimos meses y esto ha servido para que muchos sigan apostando por un escenario de inflación permanentemente baja en EEUU.

Sin embargo, lo más probable (como ha indicado la propia FED) es que nos encontremos ante un bache temporal que dé lugar a repuntes de precios en los próximos meses. En efecto, mirando hacia adelante 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.

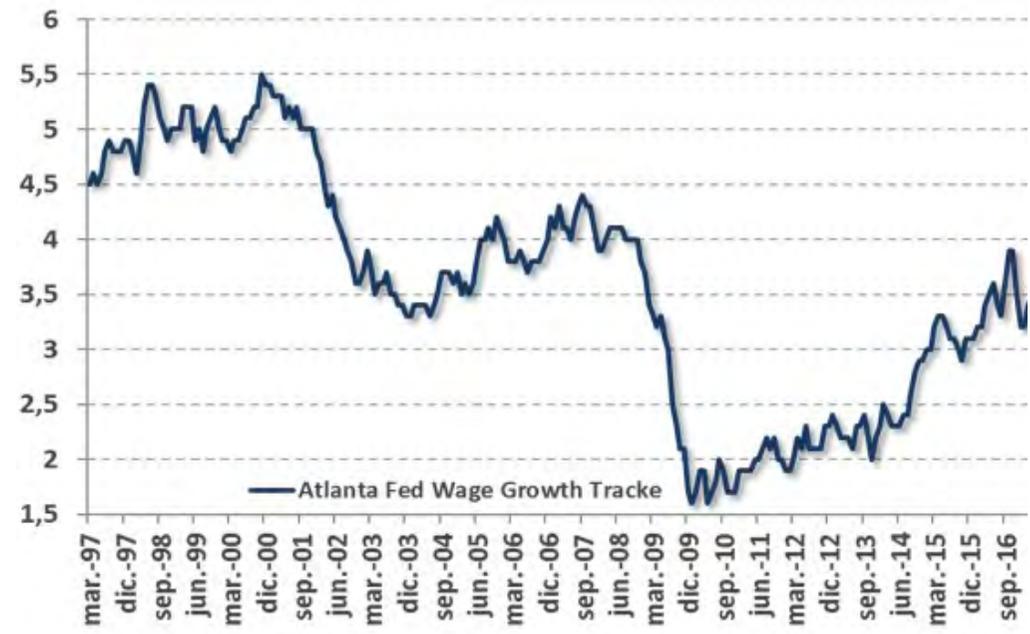
Inflación subyacente cae por factores temporales



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Aparte de todo lo dicho hasta aquí, hay que tener en cuenta que una política fiscal expansiva como la que pretende hacer *Trump*, con un *output gap* nulo, tiene el potencial de ser bastante inflacionista. 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 podría comenzar a reducir balance antes de que acabe el año

Dada la buena situación de la economía y los progresos en desempleo, la Fed ha prácticamente preanunciado su intención de comenzar a reducir balance a partir de septiembre.

El mercado, sin embargo, sigue sin hacer caso: gracias a la bajada de los tipos a largo plazo, a la subida de la renta variable, al estrechamiento de los spreads de crédito y a la debilidad del dólar, las condiciones financieras en EEUU son hoy más laxas que en diciembre pasado.

Son ya varios los miembros de la Fed que han mostrado su sorpresa ante esta situación: la Fed sube tipos para reducir el grado de acomodación monetaria y se encuentra con que ocurre exactamente lo contrario. Es verdad que la inflación en los últimos meses ha sorprendido ligeramente a la baja pero, como la propia Fed ha dicho, esto se debe a factores temporales que tenderán a disiparse en los próximos meses.

Además, y como ya se ha señalado más arriba, la depreciación del dólar también juega a favor de un repunte de los precios subyacentes en EEUU durante los próximos meses.

¿Cómo se resolverá esta paradoja entre una Fed que quiere ir reduciendo el grado de acomodación monetaria y un mercado que se empeña en remar en la dirección contraria? Parece evidente que, si la macro sigue acompañando y los precios (como parece lo más probable) retoman su senda alcista, a la Fed no le quedará más remedio que responder a lo que es una situación crecientemente absurda no sólo reduciendo su balance a partir de septiembre sino también subiendo tipos de forma algo más rápida de lo que descuenta el mercado.

Así las cosas, y si nuestro escenario macro central se confirma, no descartamos un repunte significativo de las curvas de tipos en EEUU de aquí a final de ejercicio.

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 desapalancamiento en el sector privado; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia; el euro sigue sin ser un obstáculo pese a su reciente apreciación...).

Así las cosas, y con los ruidos políticos en retirada, la economía de la Eurozona lleva 2 trimestres consecutivos creciendo a tasas anualizadas superiores al 2%, muy por encima del potencial de nuestro continente. Además, todo indica que en el Q2 veremos una aceleración adicional. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro que se sitúa ya en el 9,1%.

El caso de Alemania es especialmente reseñable, con un comienzo de 2017 muy positivo y con buenas perspectivas también para el conjunto del año: IFO en máximos de varios años, 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, aunque habrá que estar atentos a si Macron logra o no sacar adelante su ambiciosa reforma laboral.

Los niveles de confianza vuelven a repuntar



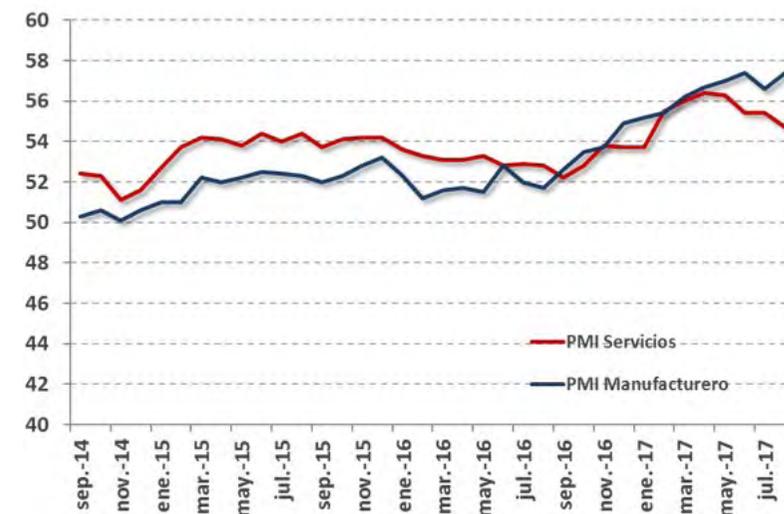
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Incluso en Italia la situación parece estar mejorando: el crecimiento del PIB durante el primer trimestre sorprendió claramente al alza, mientras que los indicadores de confianza y los PMIs muestran valores positivos, compatibles con una cierta aceleración de la actividad en lo que queda de año. Esta mejora en la situación macro debería ayudar a mantener bajo control las incertidumbres de corte político (en un contexto en que un adelanto electoral no parece un escenario probable), así como las relativas al sistema financiero italiano.

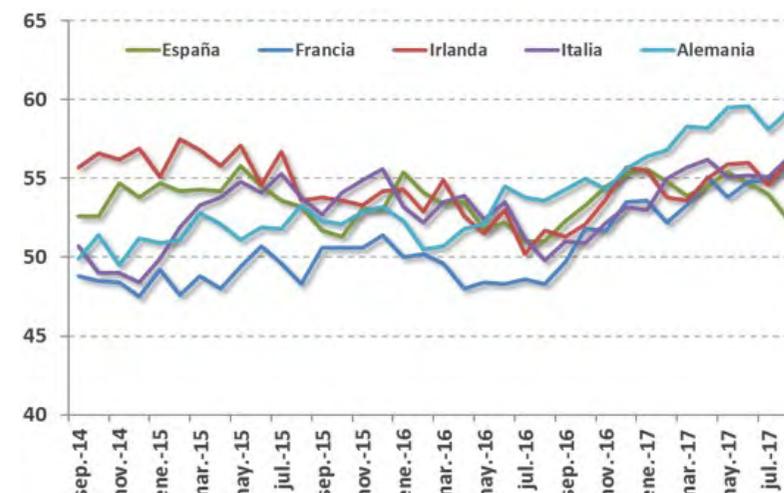
En contraste con este escenario macro positivo, y más allá de los riesgos políticos en Italia, En sentido negativo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

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 en el corto plazo se ha logrado evitar un escenario general de pérdida de confianza que sí podría haber llegado a ser muy problemático. En segundo lugar, porque la respuesta de unidad dada por los líderes comunitarios también reduce la probabilidad de que el caso británico vaya a animar a otros países a emprender el mismo camino. Y, en tercer lugar, porque 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, cada vez más extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

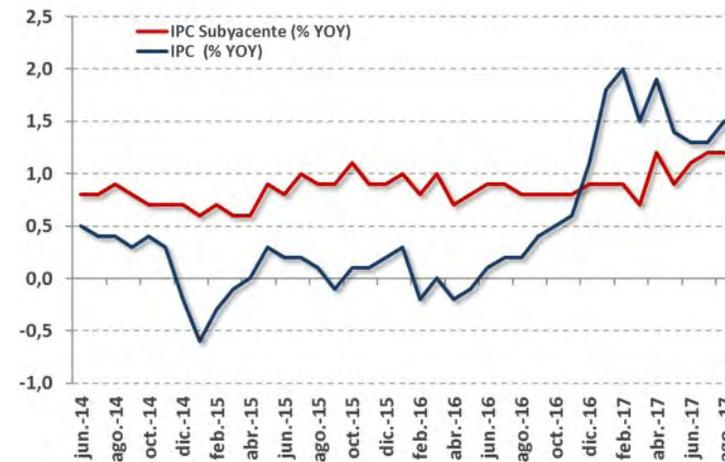
Con el permiso del euro, la inflación subyacente debería seguir repuntando

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.

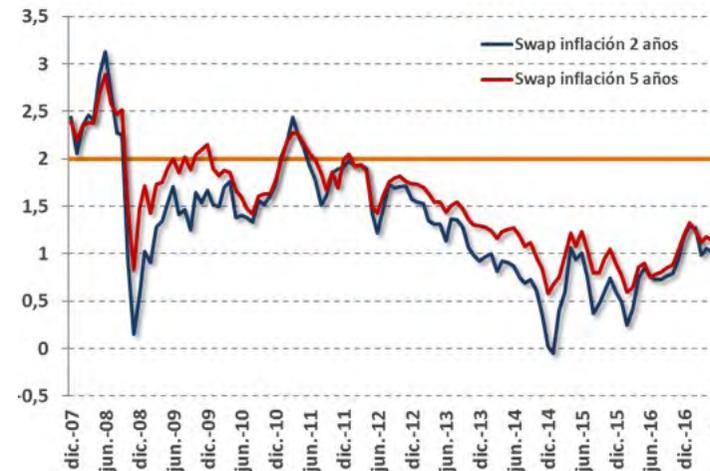
En el caso de Alemania el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área. En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas. En segundo lugar, y más importante, porque este escenario favorable de crecimiento por encima 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 que en otoño discutirá el futuro de su programa de deuda pública. Creemos que lo mejor que podría hacer el BCE es anunciar un tapering progresivo del programa de compras a partir de enero de 2018, quizás siendo ambiguo sobre la duración de ese proceso y acompañando este movimiento con declaraciones que ayuden a evitar una apreciación excesiva del euro.

La inflación subyacente empieza a dar señales positivas



Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

España sigue en cifras muy positivas

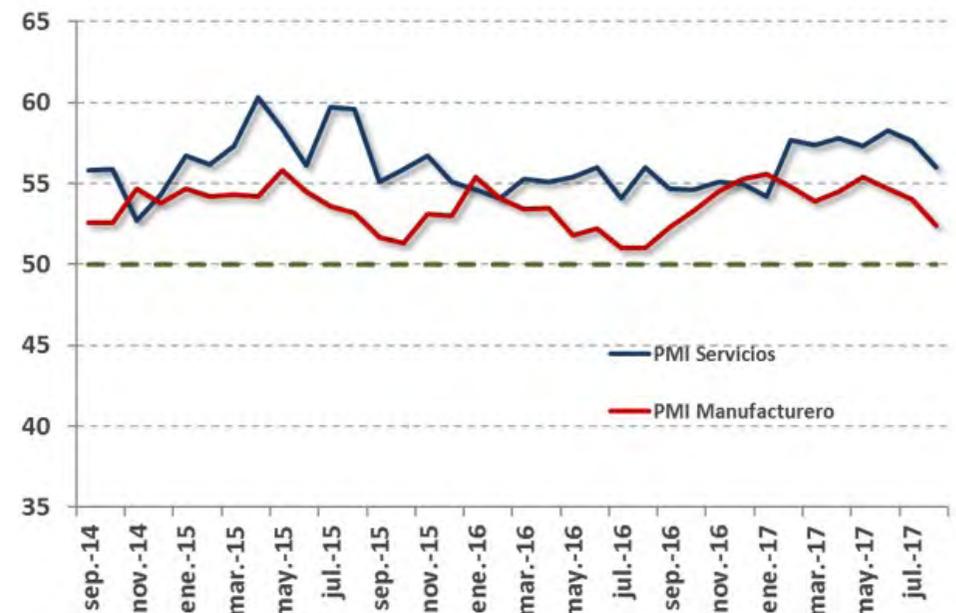
España continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de un euro todavía algo débil y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Así las cosas, los datos macro siguen siendo muy favorables, con un crecimiento que podría situarse en el entorno del 4% anualizado en el segundo trimestre: los datos de confianza están en niveles elevados; la producción industrial, el sector servicios y las exportaciones vienen también dando sorpresas positivas; los PMI de nuevo al alza; la demanda de crédito se sigue fortaleciendo; y el turismo goza de muy buena salud (no siendo probable que se vea excesivamente afectado por el atentado en Barcelona). Por lo demás, las perspectivas para el sector inmobiliario, por su parte, son también claramente positivas.

Mirando hacia adelante, 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 significativas de los todavía elevados niveles de capacidad ociosa existentes en nuestro país.

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España no debe olvidar los retos a largo plazo

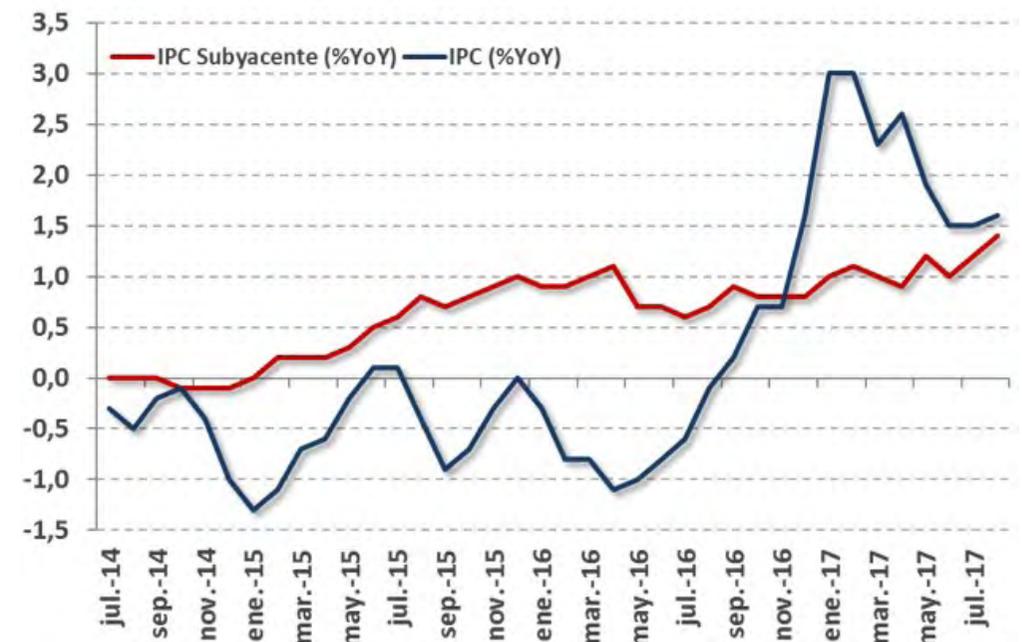
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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 durante 2017 y 2018.

Por lo demás, y aunque desde el punto de vista político la situación parece estabilizada después de que el gobierno haya conseguido sacar adelante los presupuestos, la aparición de sorpresas negativas en este ámbito no puede descartarse. En primer lugar, porque es posible que la “cuestión catalana” siga creando ruido a lo largo de 2017. En segundo lugar, porque el goteo de casos de corrupción sigue siendo muy reseñable.

La inflación subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reunido Unido

La pérdida de poder político de los tories podría ayudar a evitar un Brexit duro

La pérdida de poder político por parte de los tories tras las elecciones aumenta la probabilidad de un Brexit blando (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, 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; deterioro de una de las fuentes tradicionales de crecimiento británico, como ha venido siendo la capacidad del país de ejercer como foco de atracción de la emigración cualificada global...

En cuanto a la macro a corto plazo, al situación puede calificarse de mixta. En el lado negativo, es probable que la inversión empresarial tienda a verse perjudicada por la falta de claridad sobre el futuro.

En sentido positivo, la debilidad de la libra está ayudando al sector exterior y a las manufacturas británicas, en un contexto además en que el sector inmobiliario parece mantenerse relativamente sólido. ¿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 próximo al pleno empleo, lo razonable es esperar un comportamiento algo más dinámico de los salarios en los próximos trimestres, lo que debería a su vez ayudar a evitar una desaceleración excesiva del consumo (los datos más recientes, de hecho, apuntan a un mercado de trabajo que sigue fuerte y en el que se empieza a apreciar una cierta recuperación de los salarios).

Por lo demás, el aumento de la inflación y el hecho de que la economía esté aguantando mejor de lo esperado están provocando un cambio de tono en el BOE, lo que podría dar lugar a algún movimiento 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 0,5% 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 5 trimestres consecutivos de crecimiento positivo y superior al potencial (el crecimiento durante el segundo trimestre fue de hecho excepcionalmente fuerte). En segundo lugar, los datos más recientes siguen mostrando dinamismo (mejora en índices de confianza; comportamiento positivo de producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito...). En tercer lugar, los salarios están empezando a mostrar algunas 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.)

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



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, y tras meses de deterioro, las expectativas de inflación también parecen mejorar un poco en el período más reciente.

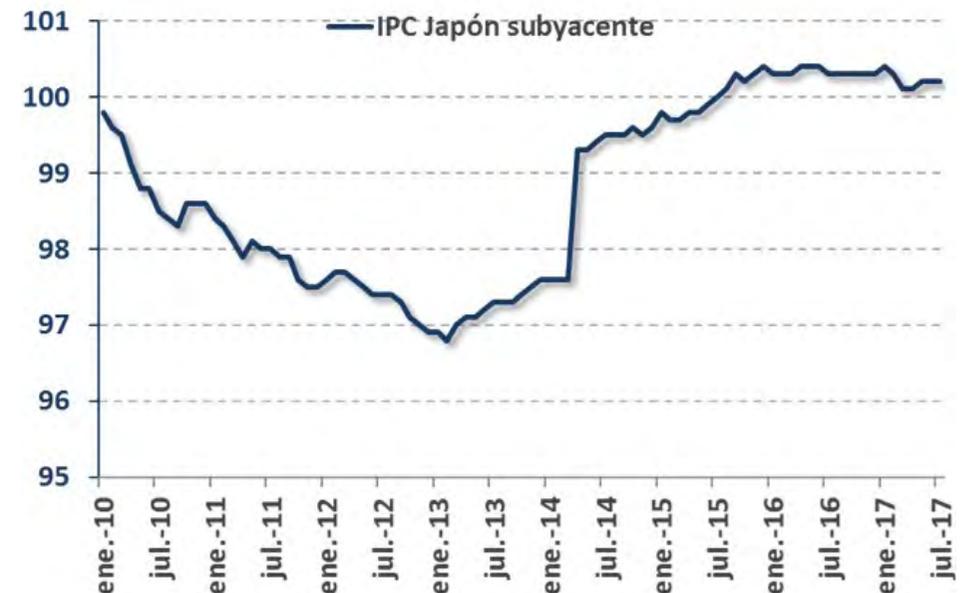
El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un overshooting más o menos duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

El gobierno está intentando contribuir directamente al aumento de la inflación por la vía de introducir incentivos fiscales para las empresas que sean más activas a la hora de aumentar el salario de sus empleados. Junto con esto, el presidente Abe está ejerciendo una presión creciente sobre el sector empresarial para que aumente salarios de forma más decidida.

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.

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 (dando más poder al PBOC); para evitar que el shadow banking se aproveche indebidamente de la posibilidad de hacer arbitraje regulatorio; para contener la expansión del sector residencial; 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 demasiado apalancadas y con demasiada transformación de plazos.

Así las cosas, y pese a que los datos de agosto han vuelto a salir mayoritariamente positivos, es lógico pensar que a lo largo de lo que queda de año se pueda producir una cierta desaceleración de la actividad.

Los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son en todo caso bajos. Por un lado, porque los datos macro siguen siendo en general favorables, especialmente por la parte de consumo, de mercado de trabajo y de exportaciones. Por otro lado, porque las autoridades continúan dando señales de que buscarán un equilibrio entre el control de los riesgos financieros y su objetivo de lograr tasas de crecimiento económico relativamente elevadas (la ausencia de presiones inflacionistas relevantes facilita también la labor del PBOC). En este mismo sentido, también hay que tener en cuenta que 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

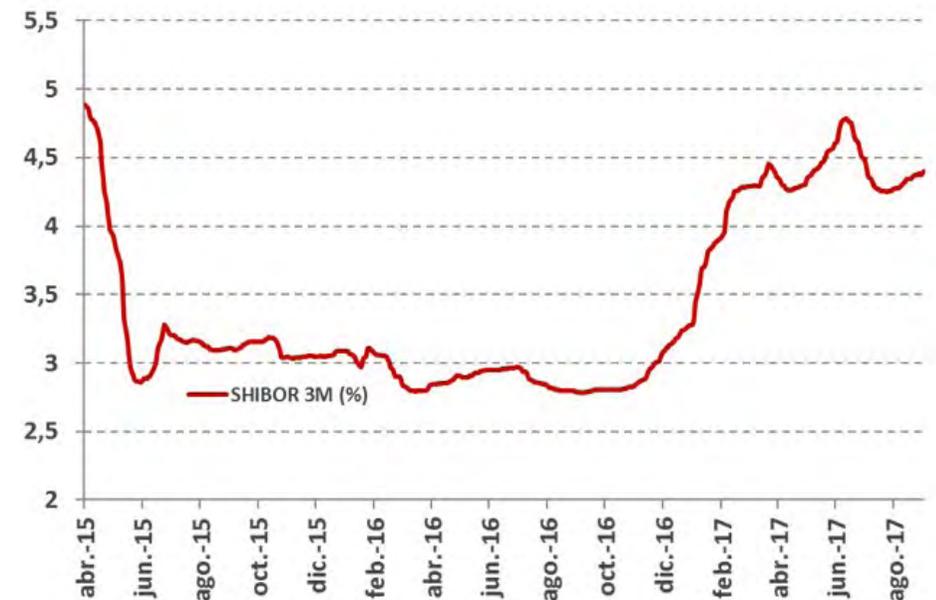
Se reducen las presiones sobre el yuan y las salidas de capital

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. Al mismo tiempo, la integración progresiva de las acciones chinas en los índices MSCI y la conexión del mercado de bonos chino con Hong Kong son noticias positivas que pueden facilitar la entrada de capitales en el país.

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 de forma especialmente significativa y de hecho vienen repuntando 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

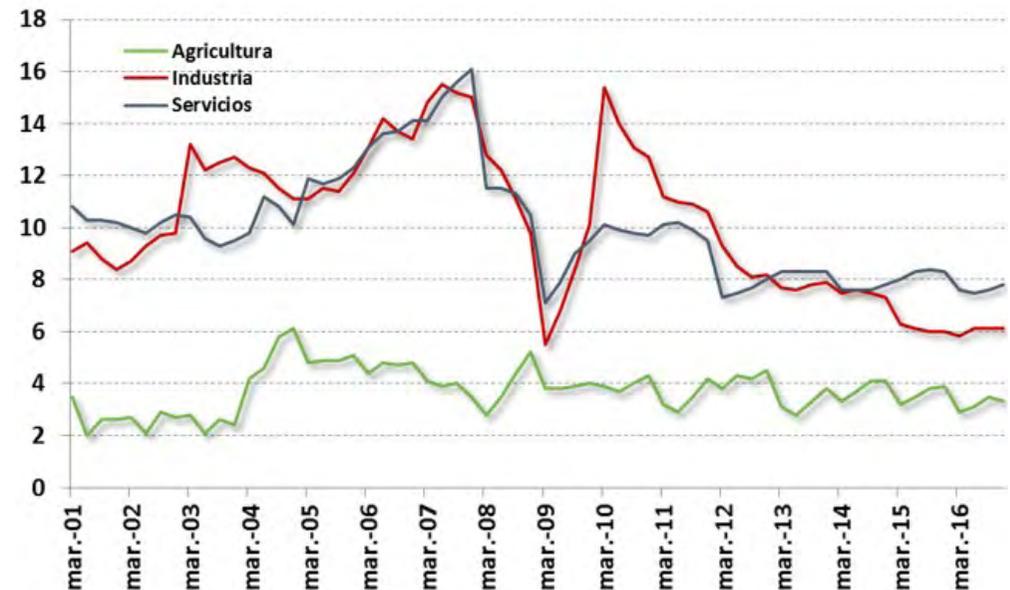
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

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. 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 las incertidumbres a corto plazo, la economía

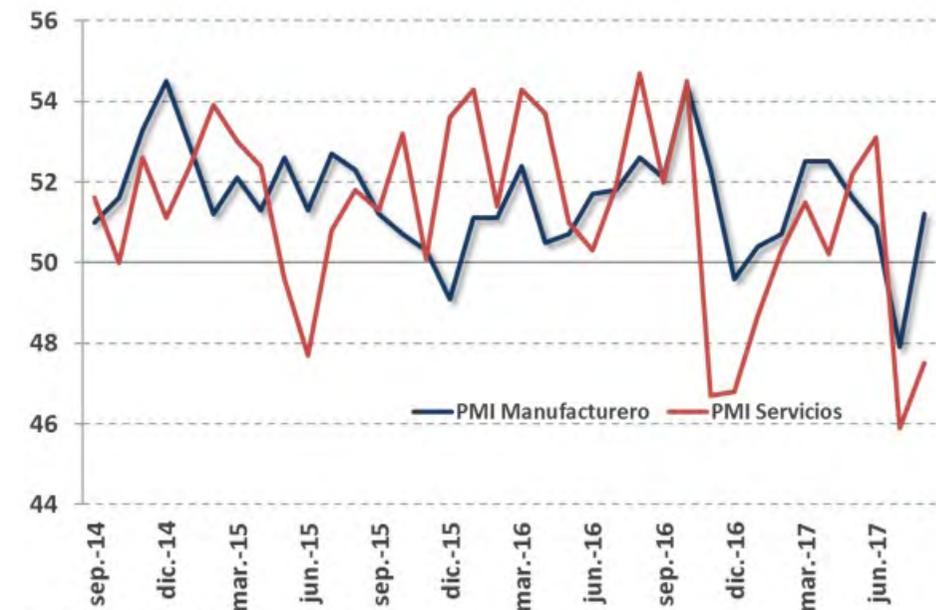
Pese a las incertidumbres creadas en los últimos meses por el proceso de desmonetización y la introducción del GST (reformas que en todo caso deben ser bienvenidas desde un punto de vista de largo plazo), las perspectivas que ofrece la economía india son relativamente positivas: el consumo privado goza 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 da mejores señales



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

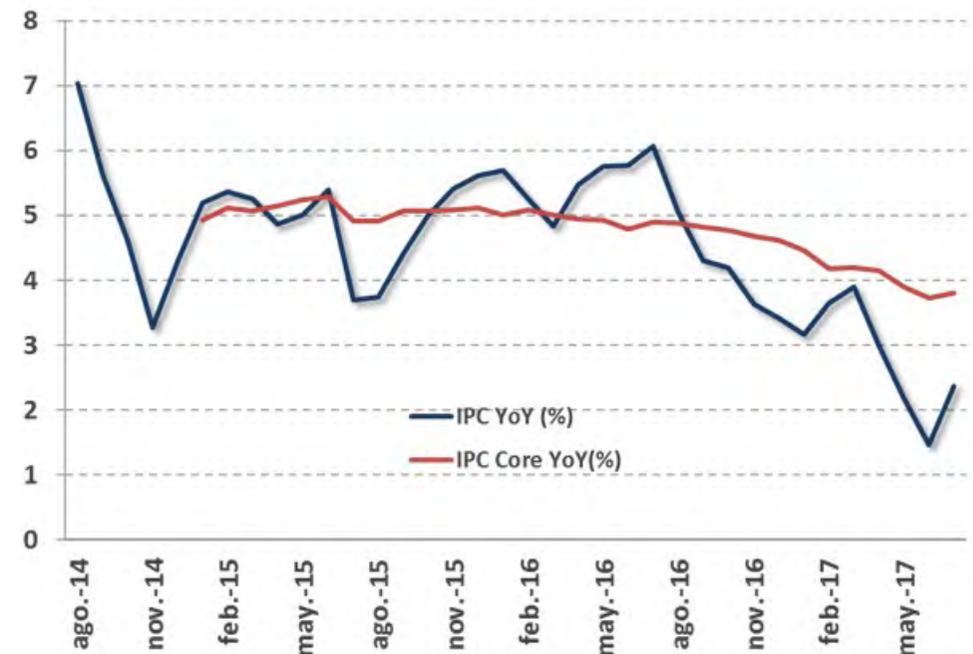
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

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

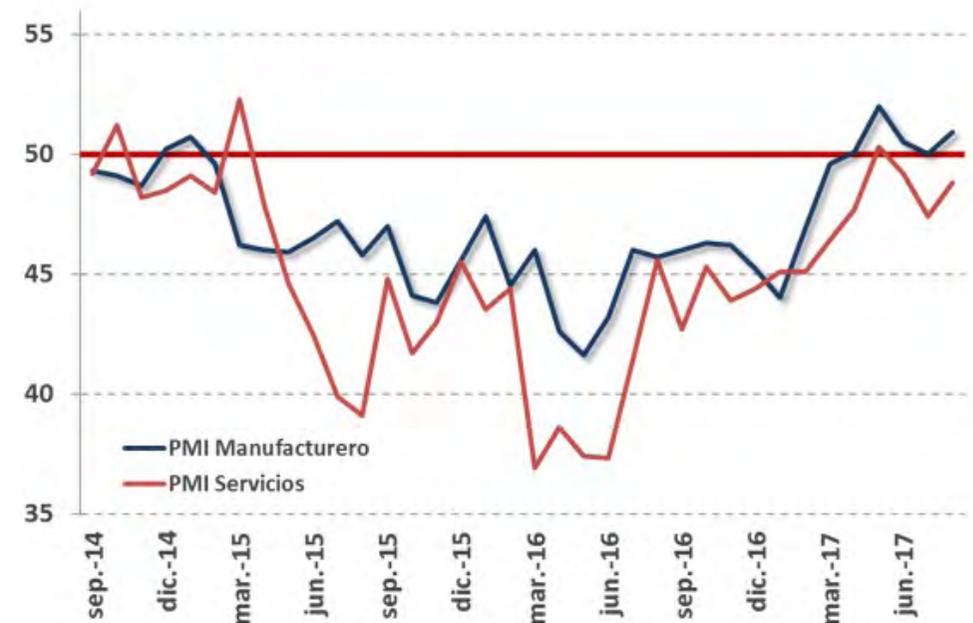
Países Emergentes - Brasil

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

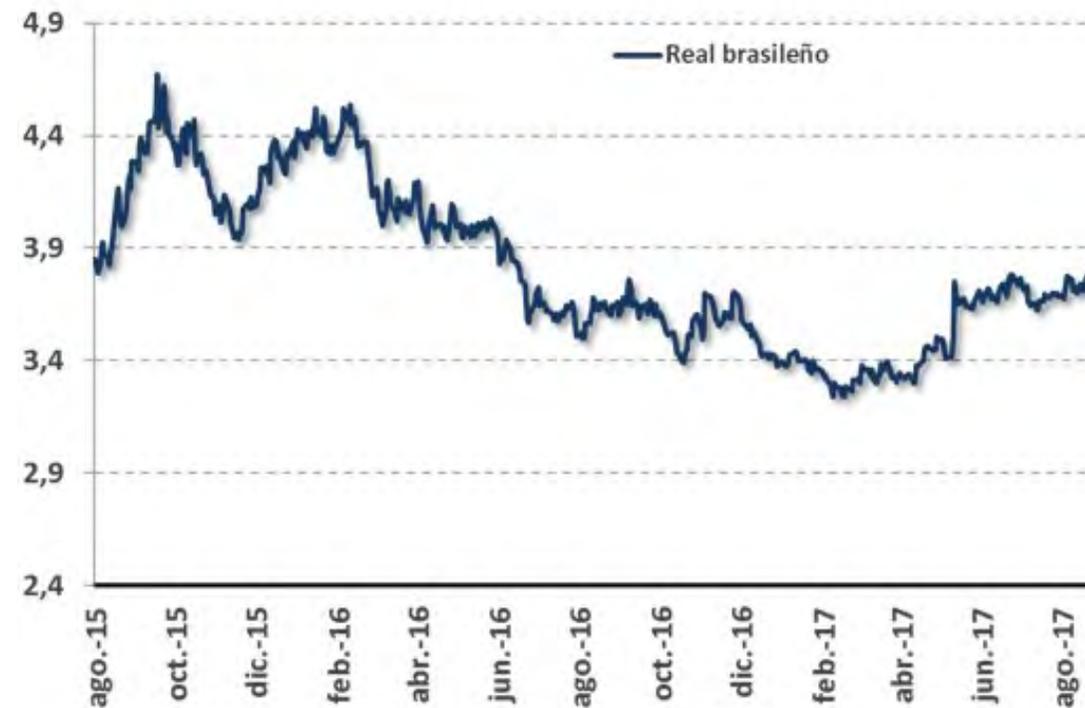


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 sacar adelante, aunque sea en una versión suavizada, la reforma de pensiones. En sentido más negativo, el mal comportamiento de los ingresos públicos ha obligado al gobierno a aumentar la previsión de déficit público (aún así, tampoco aquí el gobierno se ha quedado quieto y ha venido adoptando algunas medidas de consolidación presupuestaria y e venta de activos para mantener el deterioro del déficit bajo control).

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

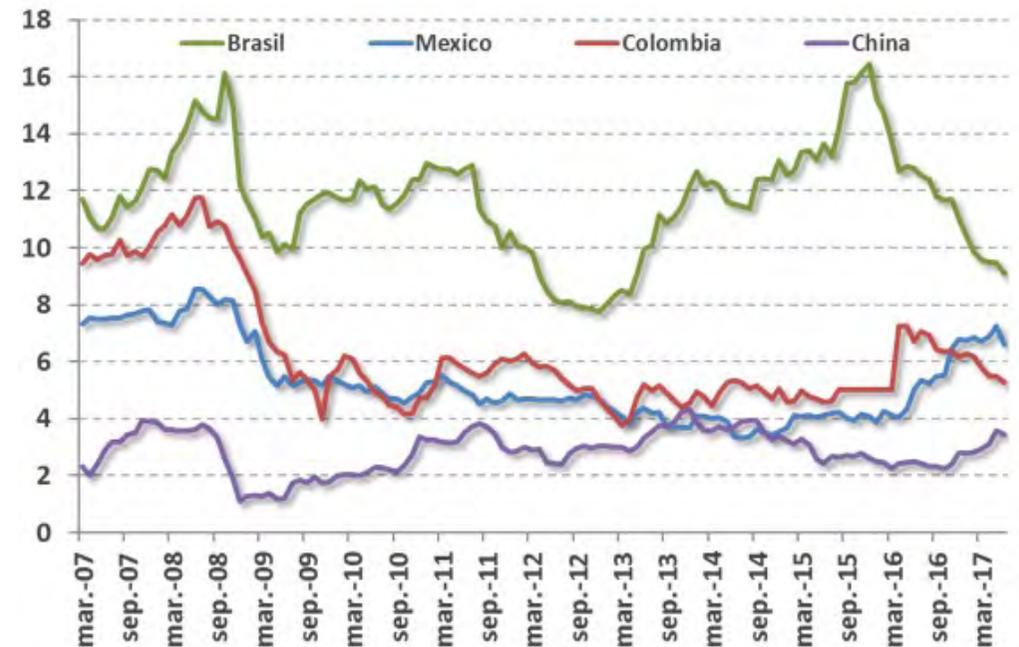
La clave para el país es reducir de forma sostenible los costes de financiación

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). En sentido contrario, y como indicó el propio banco central viene señalando, cuanto más dure la actual incertidumbre política menor será el margen de caída de los tipos de interés a medio plazo.

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.

Y los primeros efectos de esta orientación menos restrictiva de la política monetaria ya están empezándose a ver: el mercado de trabajo viene mostrando algún síntoma de recuperación, los últimos datos de ventas minoristas y de producción industrial han sorprendido al alza y los índices de sentimiento económico también vienen mejorando. En general, la economía está siendo capaz de lograr tasas positivas de expansión económica en el período reciente y parece en disposición de prolongar este comportamiento en lo que queda de año.

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

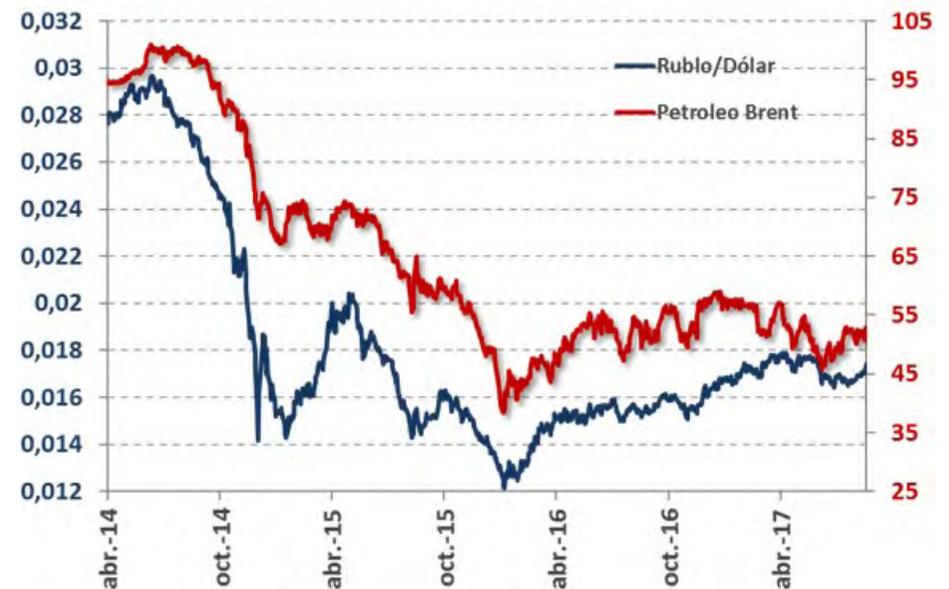
significativos: el precio de su principal producto, que es el crudo, continúa bajo en términos históricos; las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad; y la reestructuración del sector bancario, como se ha visto en el pasado mes con el rescate de una importante entidad financiera por parte 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, los signos más recientes son de aceleración, con un crecimiento en el Q2 significativamente superior a lo que se había venido previendo y con buenas perspectivas también para

el Q3: el consumo privado comienza a beneficiarse de la recuperación de los salarios reales y de la caída del paro; la producción industrial viene sorprendiendo al alza; y la inversión también parece estar ganando pulso.

El banco central ha ganado mucha credibilidad en los últimos dos años a base de mantener los tipos de interés reales relativamente elevados (las rebajas de tipos de los últimos meses no han hecho sino acompañar las importantes caídas observadas en la inflación). Mirando hacia adelante, creemos que la autoridad monetaria seguirá reduciendo los tipos de interés, permitiendo incluso una progresiva reducción de los tipos reales a medida en que se vaya produciendo una mejora adicional en las expectativas de inflación.

El precio del crudo da un respiro a Rusia



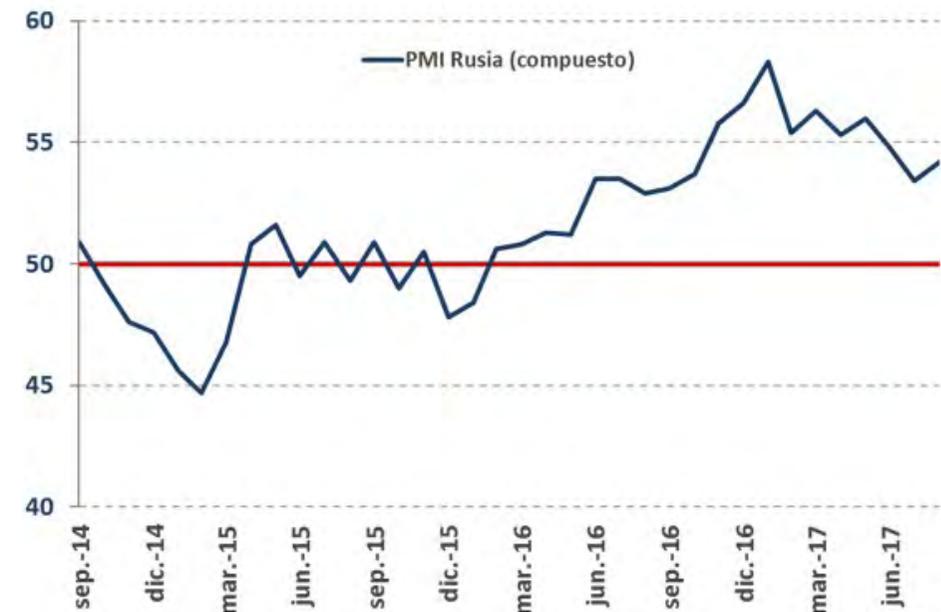
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Después de que el déficit público acabara 2016 por encima de lo previsto, las perspectivas para el presente ejercicio son bastante más favorables. También es positivo que el gobierno parezca dispuesto a cumplir su compromiso de equilibrar el presupuesto en 2020.

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 con los compromisos mencionados en términos de control presupuestario, 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.

