

Newsletter Económico Mensual Enero 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Comentario del mes

La economía global está ganando dinamismo y las perspectivas para 2017 son razonablemente favorables, en un contexto también de cierta recuperación en las cifras de comercio internacional. Después de años en que la demanda global se ha visto restringida por los procesos de despalancamiento vividos en muchos países, los avances que se han producido en los balances de familias y empresas podrían significar un comportamiento algo más dinámico tanto del consumo como de la inversión en los próximos trimestres.

Los avances que se han logrado en la absorción de la capacidad ociosa a nivel global, aunque se trata de un proceso todavía no completado del todo, ayudarán a que este mejor comportamiento de la economía mundial se traduzca también una cierta aceleración de precios y salarios a nivel global.

Al mismo tiempo, la estabilización de los precios del crudo y de muchas otras materias primas supondrá un impulso adicional al comportamiento de la inflación en los próximos meses.

Lo señalado hasta aquí es especialmente cierto en EEUU: la economía crece por encima del potencial en un contexto de pleno empleo, la inflación subyacente se encuentra ya cerca del objetivo de la Fed y los salarios vienen dando muestras cada vez más evidentes de aceleración.

Así las cosas, la intención de Trump de llevar a cabo una política fiscal expansiva puede derivar en presiones inflacionistas superiores a lo que ahora mismo se está descontando. Si lo anterior se acompaña de políticas proteccionistas y anti-inmigración (esperemos que no, porque sería algo negativo tanto para el crecimiento potencial americano como para el buen desempeño de la economía global), la subida de precios puede ser aún mayor.

En la Eurozona, y aunque aquí hay todavía niveles de capacidad ociosa significativos, la situación macro es también significativamente mejor de lo que podría parecer a primera vista: nuestro continente está logrando crecer a tasas superiores a su potencial y las perspectivas para el trimestre en curso son de hecho de una clara aceleración de la actividad.

Así las cosas, el escenario más probable también para Europa es el de un aumento progresivo de la inflación subyacente que se verá además acompañado (gracias al crudo) por un repunte más agresivo de la inflación general. En efecto, ésta última podría superar tasas interanuales del +1,5% en los primeros meses de 2017.

Más allá de otro tipo de consideraciones, y por sacar algo positivo, la victoria de Trump puede ayudar a dejar atrás el manido debate sobre el secular stagnation. En efecto, Trump ha prometido hacer básicamente tres cosas: política fiscal expansiva; proteccionismo comercial; y mayor control de la inmigración. Y, si esos tres tipos de “políticas” tienen algo en común, es que son inflacionistas (y quizás incluso significativamente inflacionistas, en un contexto en que la economía americana está en pleno empleo).



El acuerdo de la OPEC supondrá un cierto impulso al precio del crudo y eso va a suponer una presión inflacionista añadida en los próximos meses. En efecto, después de un período de 2 años en que el crudo ha sesgado a la baja los precios vamos a entrar ahora en un período en que va a suceder exactamente lo contrario.

Así las cosas, no serían de extrañar inflaciones por encima del 2,5% en EEUU a comienzos de 2017, sobre todo si el dólar evita apreciarse en exceso. En el área euro también se verá un repunte apreciable de la inflación general, hasta tasas interanuales probablemente en el entorno del 1,5% en la primera mitad del próximo ejercicio.

Se trata, obviamente, de un escenario muy negativo para la renta fija de duraciones largas. En nuestra opinión, este mercado estaba dando muestras de burbuja en el último año y la victoria de Trump, paradójicamente, podría actuar de catalizador para una corrección que podría llegar a ser muy significativa.

Existe el riesgo de que, igual que los tipos a largo exageraron (en nuestra opinión) el movimiento a la baja, ahora lo hagan al alza. Esto sería lógicamente negativo para la economía global, pero no tiene por qué ocurrir. En primer lugar, porque si los tipos nominales suben en línea con la inflación, esto no significa un aumento de los tipos reales (que son los que más influyen en la actividad económica). En segundo lugar, porque a medida en que a nivel global se está produciendo una reducción significativa de la capacidad ociosa, una subida de tipos reales no sólo no sería problemática sino que ayudaría a evitar presiones inflacionistas excesivas en el futuro.

Nuestro escenario central sigue siendo uno de subida apreciable pero sin overshooting de los tipos a largo plazo, de forma que éstos puedan reflejar que el mundo no estaba tan mal en términos de crecimiento e inflación como los mercados de renta fija estaban descontando. En todo caso, es obvio que si los tipos a largo repuntaran de forma muy abrupta

en los próximos meses esto no sería algo especialmente preocupante para el fondo, dado que mantenemos lo esencial de nuestra estrategia de duración negativa.

Una cuestión interesante a observar en los próximos meses es la cotización del euro respecto del dólar. En efecto, una apreciación excesiva de éste último respecto de la divisa comunitaria tendería a moderar las presiones inflacionistas en EEUU pero a aumentarlas en el Área euro. De hecho, niveles próximos a la paridad como los actuales ya suponen un empujón significativo para los precios en nuestro continente.

La mejora del clima económico global se extiende también a Japón, que en los últimos trimestres está consiguiendo crecer a tasas claramente por encima del potencial. El sector de la construcción lo está haciendo bien y tanto las exportaciones como la producción industrial se están beneficiando de la debilidad del yen.

Además, las perspectivas para la inversión empresarial son relativamente esperanzadoras. Por su parte, y aunque todavía débil, el consumo privado debería repuntar en los próximos meses gracias al mejor comportamiento de la renta disponible y al repunte de los indicadores de confianza.



Pese a enfrentarse a retos importantes, la información macro más reciente en China continúa siendo mejor de lo esperado. Frente a los que daban casi por hecho que China estaba abocada a sufrir una desaceleración abrupta, creemos que el escenario más probable para China continúa siendo el de un aterrizaje suave en el que el gigante asiático va permitiendo un viraje progresivo de la actividad desde la industria tradicional y las exportaciones hacia el consumo, el sector servicios y los segmentos industriales de mayor valor añadido. Se trata sin duda de un proceso que no es fácil y, precisamente por ello, es muy posible que tengamos sustos en el camino; pero, al mismo tiempo, tampoco puede olvidarse que el país tiene una gran capacidad de balance (por ser acreedor neto respecto del resto del mundo) y posee por tanto márgenes de maniobra suficientes como para poder promover una reducción progresiva de los excesos de capacidad y de deuda en ciertos sectores y un reconocimiento también progresivo (y que evite escenarios de credit crunch) de la morosidad del sector financiero.

Así las cosas, nuestro escenario central para la economía global continúa estando caracterizado por tasas de crecimiento moderadas pero superiores al potencial y por un repunte progresivo de precios y salarios. Ni que decir tiene que se trata de un escenario que debería venir acompañado de un repunte todavía significativo en los tipos a largo plazo de las principales economías del planeta.

Estaremos en todo caso atentos a los riesgos que todavía existen y que podrían complicar un escenario como el comentado: China podría tener un tropezón en algún momento; las negociaciones sobre el Brexit y los procesos electorales en Europa podrían generar volatilidad (aunque nosotros pensamos que los escenarios más negativos de los que se está llegando a hablar son muy poco probables); el dólar podría apreciarse en exceso y crear tensiones en los mercados emergentes; las

políticas económicas de Trump podrían acabar demostrándose contraproducentes y exigir una respuesta más agresiva de lo esperado por parte de la Fed... Se trata sin duda de riesgos que conviene no subestimar. Al mismo tiempo, sin embargo, creemos que se acabarán demostrando manejables, entre otras cosas porque el mercado ya los está en parte descontando (salvo, quizás, el relativo a las políticas de Trump, respecto de las cuales el mercado parece estar pecando de una complacencia excesiva).



Estados Unidos

Ya antes de Trump la economía americana estaba dando señales positivas

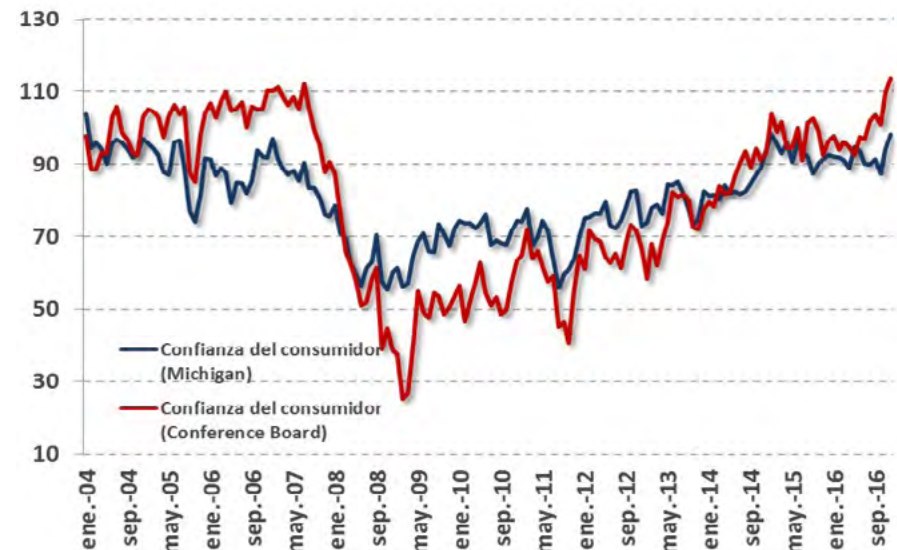
Tras una primera mitad del año en la que la actividad se vio sesgada a la baja por factores no permanentes (caída de inventarios; fuerte ajuste en el sector energético; reducción del gasto público...), el crecimiento en el Q3 repuntó de forma apreciable hasta tasas anualizadas del 3,5%.

Mirando hacia adelante, el consumo privado se seguirá viendo favorecido por el relativamente rápido crecimiento de la renta disponible, la fortaleza del mercado de trabajo y la mejora de los índices de sentimiento. A esta evolución también contribuirá el hecho de que la situación de balance de las economías domésticas americanas ha mejorado de un modo sustancial en los últimos años.

Si nos creemos las promesas electorales de Trump, la política fiscal está a punto de volverse claramente expansiva, algo que tendrá efectos positivos sobre la actividad (y, quizás más importantes, sobre la inflación).

Además, el sector inmobiliario está dando señales cada vez más positivas y su margen de expansión adicional es todavía significativo (el bajo stock de viviendas vacías y la favorable tasa de formación de hogares apuntan a un desempeño positivo del sector en los próximos trimestres). Esto, por supuesto, es un factor positivo para la sostenibilidad del actual ciclo de crecimiento de la economía estadounidense.

Confianza de los consumidores



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Por otro lado, la estabilización del precio del crudo es una buena noticia para el sector energético y este hecho se está traduciendo ya en un comportamiento menos negativo de la inversión empresarial.

A un comportamiento más positivo de la inversión corporativa en los próximos trimestres contribuirán dos factores adicionales: la mejora progresiva del sentimiento económico y el hecho de que, por estar EEUU en una situación próxima al pleno empleo, lo natural es que el crecimiento vaya volviéndose más intensivo en capital y, por tanto, más necesitado de inversión. Esta circunstancia, unida a un crecimiento posiblemente menos sesgado hacia servicios (gracias, entre otras cosas, al mejor comportamiento relativo del sector energético), debería permitir también un comportamiento más favorable de la productividad.

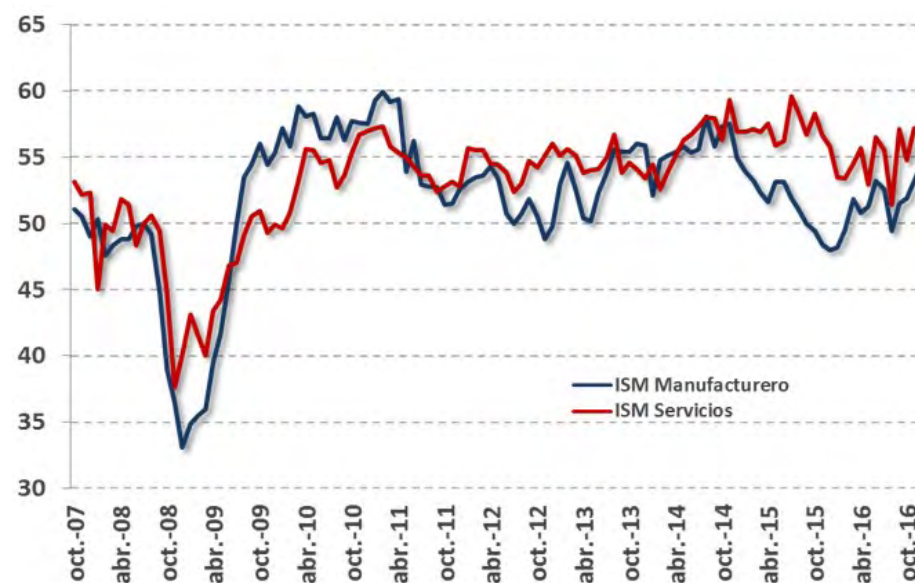
Al mismo tiempo, los datos recientes parecen confirmar que el ajuste de inventarios que ha venido produciéndose en la economía americana durante varios trimestres puede haber llegado a su fin.

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 es relativamente baja.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el crecimiento podría situarse en el entorno del 2,5% anualizado en el cuarto trimestre. De cara año que viene, esperamos también cifras favorables, por encima del crecimiento potencial de la economía americana.

En este escenario la economía seguirá siendo capaz de crear empleo, aunque posiblemente lo haga a ritmos inferiores a lo que ha sido la norma durante los últimos dos años. Esto, por supuesto, no es algo negativo sino que, al contrario, es reflejo de que el mercado de trabajo se encuentra próximo al pleno empleo.

ISM manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

En un contexto de pleno empleo las políticas de Trump pueden ser claramente inflacionistas

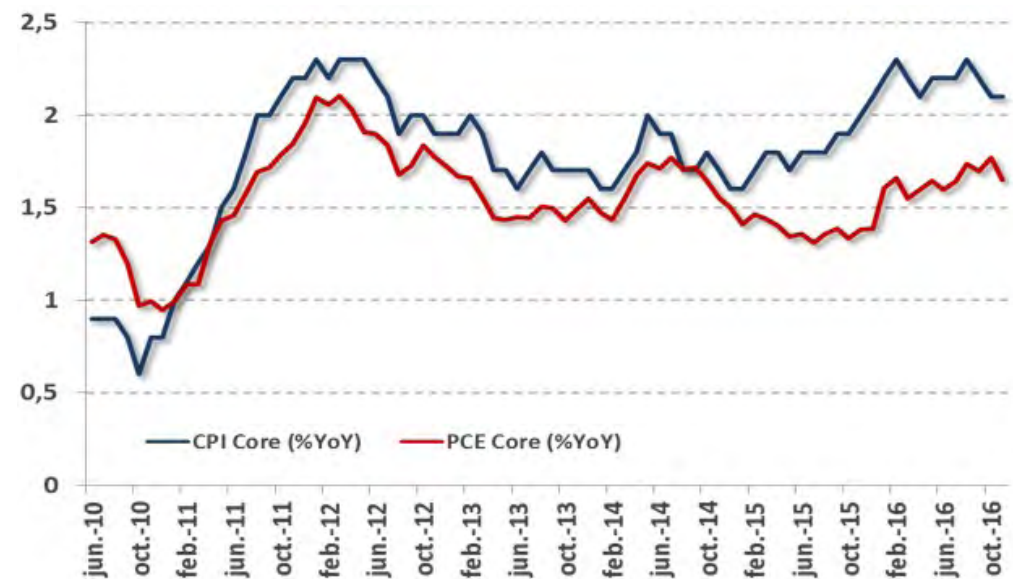
La inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2% de la FED. En noviembre, el core CPI se situó en el +2,1% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,6%. Además, la recuperación del precio del crudo está permitiendo un repunte apreciable de la inflación general, que continuará en los próximos meses.

Por lo demás, en un escenario de crecimiento algo por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación razonablemente ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a aumentar (suavemente) en los próximos trimestres.

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto cada vez más próximo al pleno empleo, los salarios también deberían continuar una tendencia a la aceleración que lleva haciéndose más evidente en el período reciente (el salario mediano, menos afectado por efectos composición, crece ya a tasas del 3,9%).

Aparte de todo lo dicho hasta aquí, deberíamos recordar que una política fiscal expansiva como la que pretende hacer Trump, en un contexto en que la economía americana está ya en pleno empleo, tiene el potencial de ser muy inflacionista.

Inflación subyacente cercana al objetivo

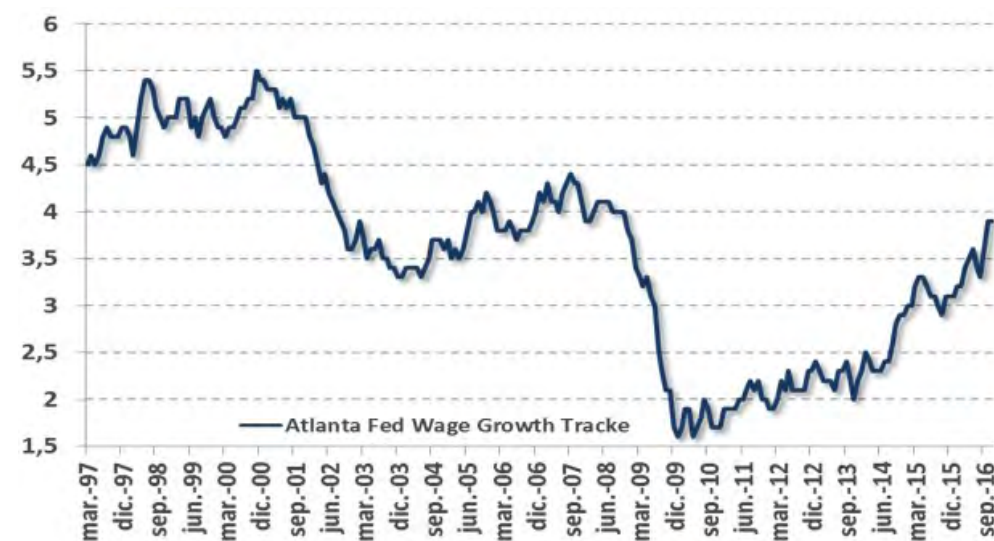


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Las políticas proteccionistas y de mayor control de la inmigración, aunque menos probables y desde luego más negativas para el crecimiento a largo plazo, también tenderían a aumentar las tensiones de precios.

El riesgo principal para un escenario de reflación como el descrito hasta aquí sería una apreciación excesiva del dólar. En todo caso, creemos que la Fed será lo suficientemente prudente como para evitar un escenario como el comentado, que además tiene poca justificación por fundamentales.

Salarios cada vez más dinámicos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed quiere ser prudente pero una política fiscal procíclica reduce márgenes de maniobra

Con la inflación subyacente ya cerca del objetivo y con el crecimiento claramente por encima del potencial en la segunda parte de 2016, la Fed decidió subir los tipos en su reunión de diciembre.

Por lo demás, ante la continuidad de la recuperación y los progresos en materia de inflación, el banco central decidió también modificar ligeramente al alza el ritmo de subida de tipos durante los próximos 2 años. Por el momento, en un contexto en que las condiciones financieras continúan siendo muy laxas (ayudadas por el fuerte comportamiento de la bolsa y el bajo nivel de spreads de deuda corporativa), la Fed parece poco preocupada de momento por la fortaleza del dólar. En todo caso, si esta apreciación continuara durante demasiado tiempo podría ser un factor que acabara influyendo en el ritmo de normalización de los tipos.

El nivel de llegada del Fed Funds rate puede situarse en el entorno del 3% (o incluso por encima de esa tasa). En primer lugar, porque es muy posible que el crecimiento de la productividad se vuelva más dinámico en un futuro próximo, lo que tendría un efecto positivo sobre el crecimiento potencial y el r^* (tipo real de equilibrio). En segundo lugar, porque es probable que la mejora del sentimiento económico y las políticas fiscales expansivas que pretende hacer Trump también tengan un efecto positivo sobre los tipos nominales de equilibrio en el medio plazo.

Los tipos a largo no reflejan progresos en inflación y paro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Unión Europea

Pese a los ruidos, la recuperación da señales positivas para la última parte del año

Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación europea siguen siendo significativos (euro débil; bajísimos tipos de interés; políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento; crudo todavía barato; sistema financiero con más ganas de dar crédito...).

Los datos más recientes apuntan de hecho a una aceleración más o menos significativa de la actividad durante el último trimestre del presente ejercicio. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro habiendo roto la barrera psicológica del 10% en octubre, para alcanzar niveles del 9,8%.

El caso de Alemania es especialmente reseñable: el país está logrando crecer a lo largo del año a tasas por encima del potencial

y además lo está haciendo en un contexto de paro muy reducido (el output gap es de hecho positivo) y de sólida creación de empleo. Pero es que, además, los últimos indicadores económicos han sido en general muy positivos y permiten anticipar una aceleración significativa del PIB en el último trimestre del año.

Francia también está mostrando cifras relativamente favorables en el período reciente: se han producido sorpresas positivas en los PMIs, en los indicadores de confianza, en los datos de empleo y también en el gasto de consumo. Además, el hecho de que el gobierno fuera capaz hace unos meses de sacar adelante una reforma relativamente ambiciosa del mercado de trabajo es una señal esperanzadora a medio plazo.

Niveles de confianza sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Incluso en Italia la situación parece estar mejorando también, con los indicadores de confianza y los PMIs dando repuntando de forma más o menos apreciable en las últimas semanas. Al mismo tiempo es también positivo que el referéndum no haya creado una volatilidad excesiva y que el nuevo gobierno (absolutamente continuista, por otro lado) esté dando pasos para solucionar los problemas de Monte dei Paschi y del sector bancario italiano en general.

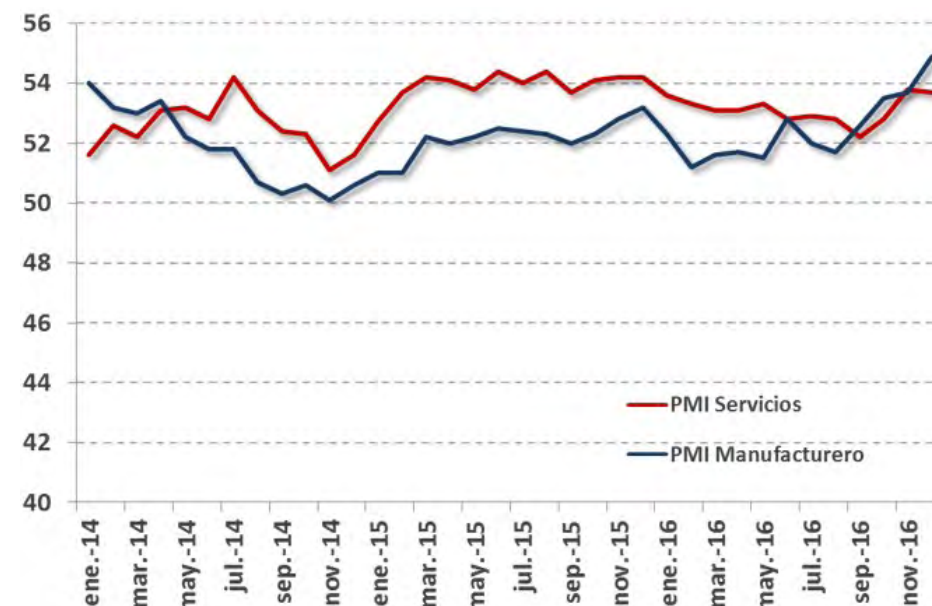
Como factor de riesgo general para el conjunto del área, es indudable que el Brexit supone un elemento de incertidumbre que, si se maneja mal, tiene la capacidad de generar efectos negativos no despreciables.

Creemos, sin embargo, que lo más probable es que las consecuencias del Brexit 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. En este sentido, y para refrendar lo anterior, sería muy importante que durante los próximos meses los líderes europeos consigan consensuar una agenda de acción común que centre los esfuerzos en el crecimiento económico y que dé una solución adecuada a la crisis de refugiados.

Por lo demás, y aunque seguro que crearán volatilidad, no creemos que las elecciones que se van a celebrar en varios países a lo largo de 2017 vayan a generar efectos tan disruptivos como algunos analistas parecen estar descontando.

Los PMI continúan repuntando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La estabilización del crudo y la política del BCE alejan el riesgo de deflación

A pesar de que la inflación subyacente no da todavía muestras claras de repunte, un escenario macro como el descrito hasta aquí debería conducir a una aceleración progresiva de los precios subyacentes en los próximos 12 meses (de hecho, el repunte que se viene observando en los componentes de precios de los PMIs apuntaría en esta dirección). Si el euro sigue tan débil como hasta ahora, el repunte podría ser aún mayor.

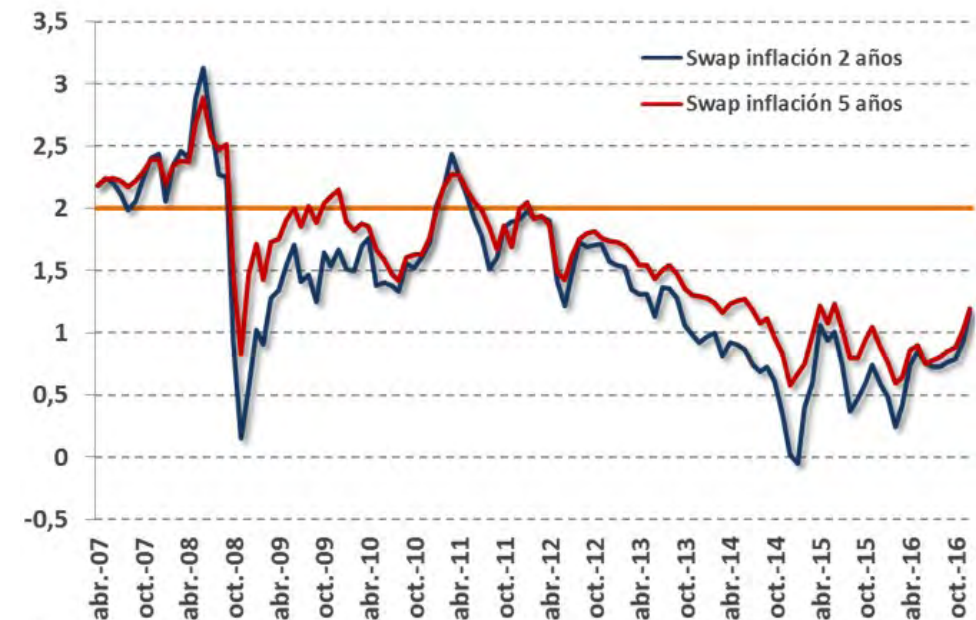
A su vez, la estabilización del precio del crudo debería seguir dando lugar a un aumento de la inflación general. Nuestro escenario central es compatible con un repunte de la inflación general hasta tasas cercanas al 1,5% (o incluso superiores) en los primeros meses de 2017.

En el caso de Alemania, el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido: la inflación subyacente se sitúa ya por encima del +1%; además, el bajo nivel de paro

debería presionar (suavemente) al alza a los salarios y a los precios en los próximos meses. Una política fiscal algo más expansiva de lo que ha sido la norma en los últimos años también debería remar en la misma dirección.

Pese a estas buenas noticias, el BCE quiere mantener una política monetaria muy acomodaticia todo el tiempo que sea necesario, hasta garantizar una trayectoria ascendente para la inflación subyacente. Así las cosas, en su reunión de diciembre la autoridad monetaria europea decidió extender el QE hasta diciembre de 2017, aunque reduciendo el ritmo de compras mensuales a 60.000 millones de euros. Al mismo tiempo, ajustó el programa para poder comprar bonos con rentabilidades por debajo de la tasa de depósito y con vencimientos hasta como mínimo 1 año (vs 2 antes). Estos dos ajustes permitirán aumentar las compras en los plazos cortos, algo que debería contribuir a un apuntamiento adicional de las curvas de tipos.

El BCE lucha por anclar las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



España

España sigue en cifras positivas pero debe lidiar con los retos a largo

La situación macro en España continúa siendo favorable, con buenas perspectivas para el último trimestre del año.

La actividad continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de la debilidad del euro y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

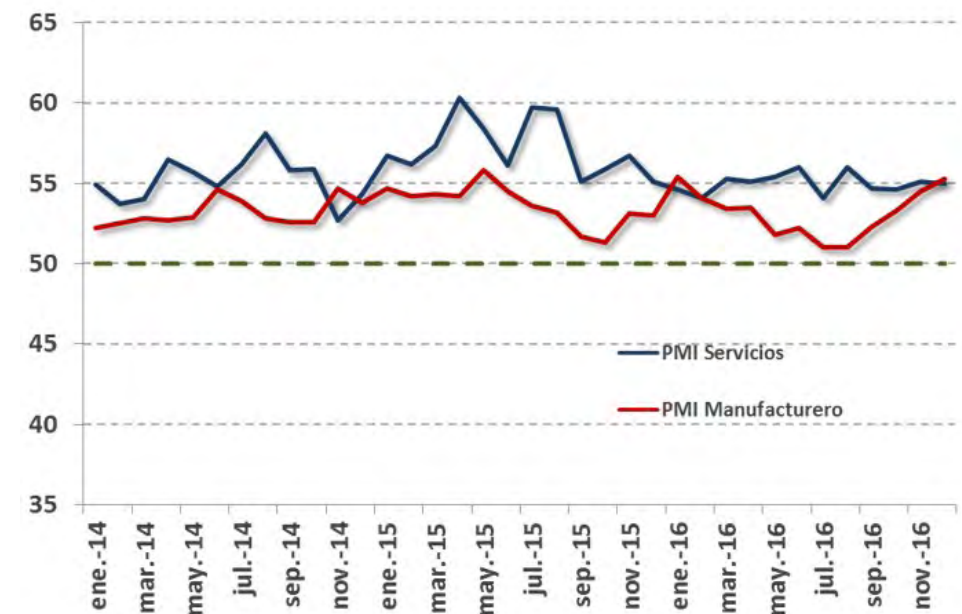
Además, el turismo goza de muy buena salud, en parte gracias a las tensiones geopolíticas que afectan a algunos destinos competidores. Por su parte, las perspectivas para el sector inmobiliario son también bastante positivas.

Desde el punto de vista político, la situación parece estabilizada.

En todo caso, no es ni mucho menos imposible que la “cuestión catalana” siga creando ruido a lo largo de 2017.

Mirando hacia adelante, alguno de los vientos de cola que nos han favorecido se van a volver algo menos intensos. En particular, el cumplimiento de las reglas fiscales comunitarias está obligando a aprobar ajustes presupuestarios, algo que supondrá un cierto lastre para la actividad (aunque sólo moderado, porque la Unión Europea no nos está exigiendo un ajuste fiscal excesivamente intenso).

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

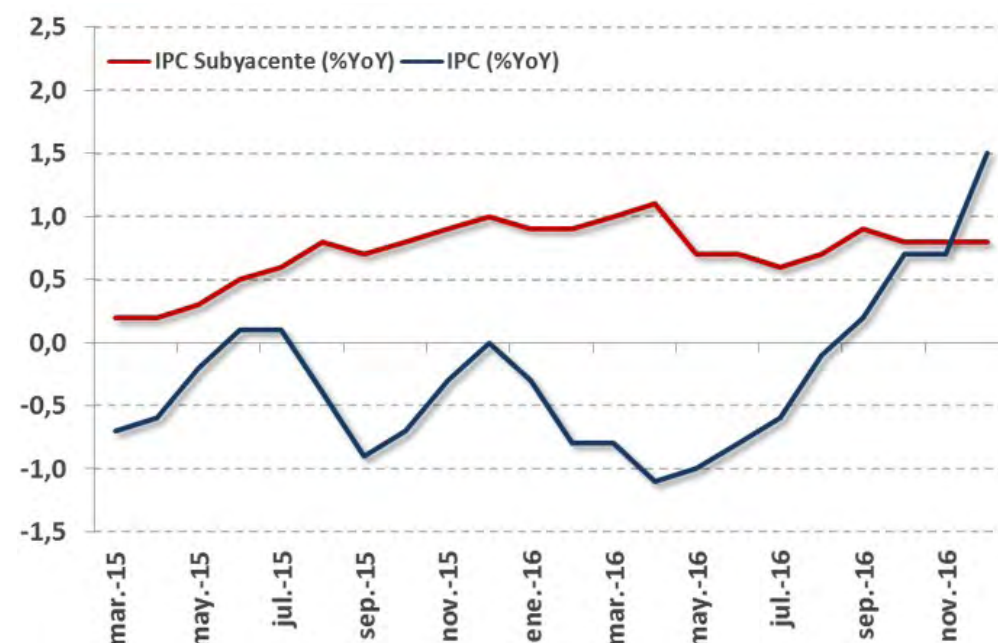
Sea como fuere, y siempre que las incertidumbres se mantengan bajo control, el escenario central sigue siendo compatible con crecimientos algo superiores al 3% en el conjunto de 2016 y de alrededor del 2,5% para 2017.

Una evolución como la comentada debería permitir una **inflación subyacente suavemente al alza**, con una inflación general que también irá en aumento a medida que continúe agotándose el efecto base del crudo (este aumento de la inflación general ya está de hecho produciéndose: el IPC cerró 2016 creciendo a tasas interanuales del 1,5%).

Los signos tentativos de **aceleración salarial que comienzan a observarse en el período reciente también deberían tender a consolidarse**, aunque sea de un modo muy progresivo, en los próximos trimestres.

Desde una perspectiva de medio plazo uno de los riesgos que corre España es olvidar los importantes retos a largo plazo que el país 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; mitigar el aumento probablemente excesivo que se ha producido en materia de desigualdad...

La inflación general tiende a aumentar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reunido Unido

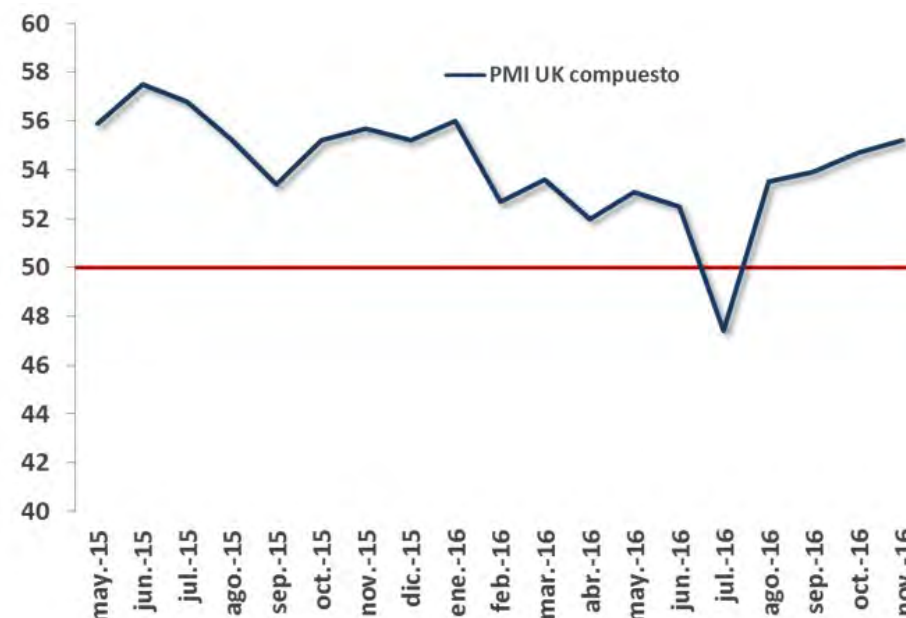
La economía británica consigue mantener su ritmo de expansión tras el Brexit

En el corto plazo, la economía del Reino Unido tras el Brexit se está comportando mucho mejor de lo que se temía. El consumo se está mostrando sólido; los sectores exterior y manufacturero se benefician de la debilidad de la libra; y, además, el gobierno ha anunciado una política fiscal moderadamente expansiva para el año que viene. En sentido negativo, es difícil ser optimista con la inversión empresarial en un contexto tan incierto como el actual.

Los problemas de RU, sin duda relevantes, son más de largo plazo. El crecimiento potencial del país puede verse seriamente afectado por el abandono del mercado único europeo.

Esta combinación (un Reino Unido con mejores noticias de lo esperado a corto plazo pero posiblemente con problemas en el largo) no es ni mucho menos la peor de todas las posibles para la Eurozona. Si a corto plazo la economía británica se mantiene, como parece, en rangos razonables, los efectos inmediatos del Brexit sobre el crecimiento en el área euro (salvo por lo que respecta a la depreciación de la libra) no tendrían por qué ser excesivos. Por lo demás, las consecuencias negativas del Brexit sobre el crecimiento a largo plazo en el Reino Unido provienen de que el país se volverá menos atractivo para la inversión extranjera y para la prestación de servicios financieros. Sin embargo, esto podría llegar a ser positivo para la Eurozona porque lo lógico es pensar que parte de esa inversión y parte también de esos servicios financieros que se hacían hasta ahora en el RU tenderán a moverse a países del área.

Los datos a corto plazo, mejor de lo esperado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Japón

Japón está consiguiendo crecer por encima del potencial en el período reciente

Seguir a la economía japonesa en el corto plazo 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 por debajo 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, es buena noticia que Japón esté consiguiendo crecer a tasas claramente por encima del potencial en el período reciente.

Aunque todavía débil, el consumo privado debería repuntar en los próximos meses gracias al aumento de la renta disponible y a la mejora de los indicadores de confianza. La construcción lo está haciendo bien y tanto las exportaciones como la producción industrial se están beneficiando de la debilidad del yen. Por lo demás, las perspectivas para la inversión empresarial son relativamente esperanzadoras.

Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía lejos (el IPC excluyendo energía y alimentos frescos subió un +0,2% en noviembre) **un mercado de trabajo en pleno empleo** (tasa de paro del 3,1% y jobs/applicants ratio de 1,41) **debería acabar favoreciendo un mejor comportamiento de salarios y, con ello, un repunte progresivo de la inflación.** En el lado negativo, hay que admitir que las expectativas de precios permanecen débiles.

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La decidida política del BOJ aumenta las posibilidades de reflación

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%.

Aunque la recuperación de la bolsa japonesa y la caída del yen suponen buenas noticias, el BOJ parece decidido a reforzar su credibilidad inflacionista. Para corroborarlo, y en un contexto de repunte de tipos tras la victoria electoral de Trump, el banco central anunció en diciembre un ligero aumento en el ritmo de compra de bonos. Creemos que es una señal más de que la autoridad monetaria está decidida a hacer todo lo que sea necesario para reavivar la inflación.

La política fiscal continuará siendo (moderadamente) expansiva y eso contribuirá a que la economía pueda crecer por encima del potencial en los

próximos trimestres, favoreciendo así un comportamiento algo más dinámico de precios y salarios. Con este mismo objetivo, el gobierno ha introducido en el período reciente incentivos fiscales para las empresas que sean más activas a la hora de aumentar el salario de sus empleados.

Más allá de la inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial. Para lograrlo, y 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; en relación con esto último, la decisión de eliminar la distorsión impositiva que limitaba el atractivo para la mujer con cargas familiares de acceder de un modo pleno al mercado de trabajo es un paso en la dirección correcta).

Los precios ex energía y alimentos no señalan deflación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - China

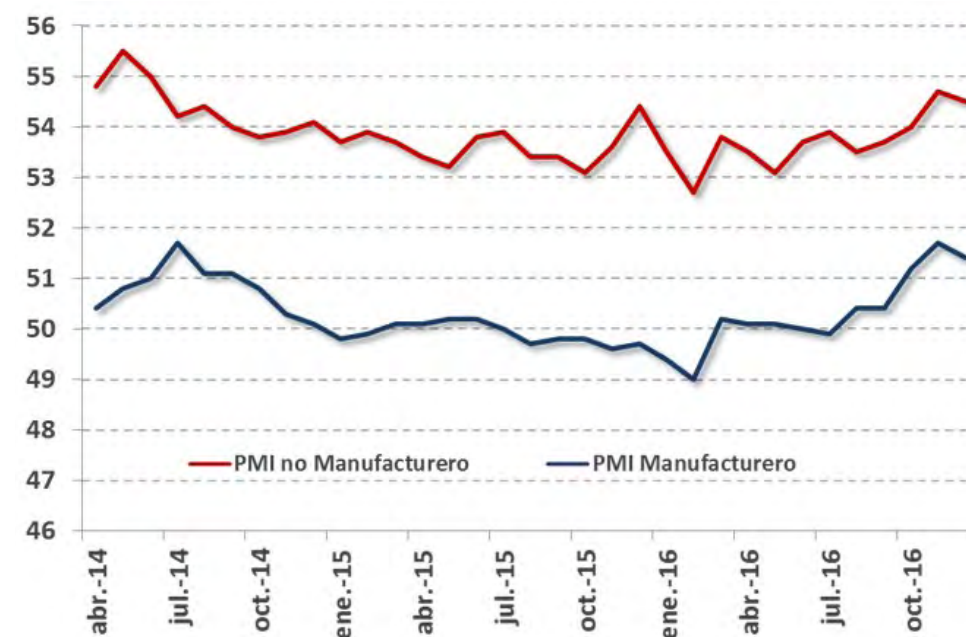
China da señales de estabilización dentro de su proceso de desaceleración estructural

La transición hacia un nuevo modelo de crecimiento y la corrección de los excesos de oferta en varios segmentos de la industria implican que China sigue y seguirá inmersa en un proceso de desaceleración estructural. Es evidente que China necesita continuar reduciendo el peso de la inversión y de las exportaciones en el crecimiento a la vez que promueve un mayor protagonismo del consumo privado. Por el lado de la oferta, el excesivo peso de la industria tradicional y de las empresas públicas en el PIB debe continuar corrigiéndose, de forma que sean el sector servicios y las manufacturas de mayor contenido tecnológico basadas en la iniciativa privada las que tomen el relevo. Al mismo tiempo, es evidente también que China debe moderar el crecimiento de la deuda corporativa y favorecer una financiación empresarial más equilibrada y con más peso de los recursos propios.

Los últimos datos siguen sin embargo sin apuntar a una desaceleración abrupta.

Al contrario, la información macro reciente continúa sorprendiendo al alza. El sector servicios, el consumo privado y la inversión pública se mantienen firmes. El sector exterior, por su parte, se está beneficiando de la relativa debilidad del yuan. Además, la recuperación del sector inmobiliario ha sido muy notable y de hecho ha obligado a las autoridades a aprobar nuevas medidas de control, también en ciudades de segundo nivel. Al mismo tiempo, la industria tradicional se está viendo favorecida por la recuperación del precio de las materias primas y el consiguiente repunte de los precios de producción. Y, como elemento positivo adicional, parece estar produciéndose también en los últimos meses una cierta recuperación en el sentimiento de las PYMEs y en la inversión de empresas no públicas, gracias en parte a que el gobierno viene ampliando el campo de actuación de la iniciativa privada y viene trabajando también para lograr un trato más equitativo en comparación con el que reciben las empresas públicas.

PMIs dando muestras de repunte



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

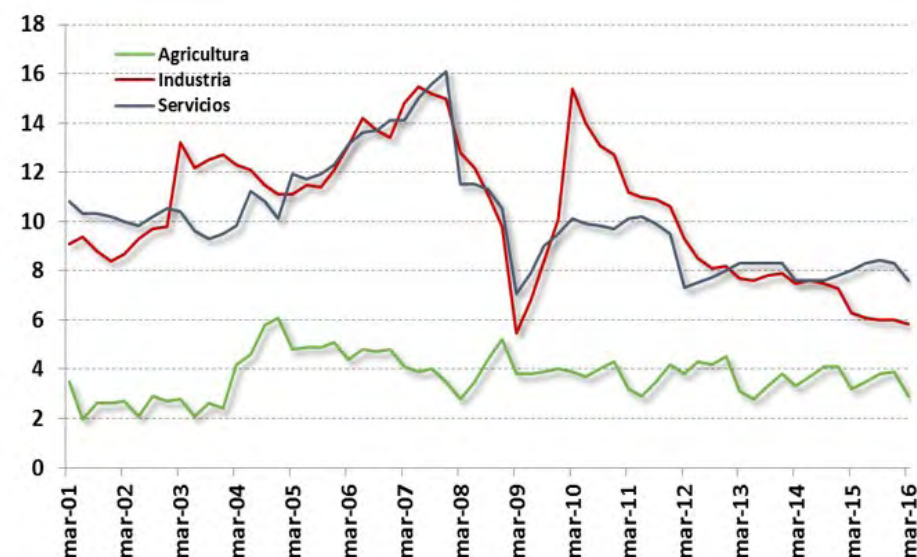
El escenario de aterrizaje suave sigue siendo el más probable

Los temores de que China está consiguiendo mantener la actividad sólo a base de estímulos y que el país está abocado a una desaceleración abrupta por la imposibilidad de mantener esos estímulos en el tiempo son exagerados. Primero, porque el gigante asiático tiene margen de maniobra suficiente como para mantener una política fiscal expansiva todavía durante bastante tiempo. Segundo, porque esos estímulos no serán necesarios de un modo indefinido: a medida que se siga avanzando en la corrección del exceso de capacidad en ciertos segmentos de la industria, la presión a la baja sobre la actividad se reducirá y eso permitirá una orientación más neutral de la política económica (de hecho, la política monetaria ya se está volviendo menos acomodaticia dadas las sorpresas positivas que viene dando la macro en el período reciente).

China cuenta con la capacidad de balance necesaria como para permitir que el proceso de reconocimiento de morosidad bancaria tenga lugar de un modo progresivo: un escenario de credit crunch es altamente improbable. Conviene recordar que, pese al rápido crecimiento de la deuda bruta en los últimos años, 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 sus primeros frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos.

El gobierno está dando importancia creciente al objetivo de lograr un desapalancamiento ordenado de la economía. También viene adoptando diferentes medidas para permitir un peso mayor de los recursos propios en la financiación empresarial.

Recomposición del modelo de crecimiento



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los primeros resultados podrían estar de hecho produciéndose ya: ganan peso en la financiación agregada tanto la deuda de las familias (algo positivo, por contar éstas, en comparación con las empresas, con una situación de balance mucho más saneada) como la financiación vía capital de las empresas.

La apreciación del dólar tras la victoria de Trump ha supuesto presiones depreciatorias adicionales para el yuan y un cierto aumento en las salidas de capital. En todo caso, la situación no es ni mucho menos alarmante. Por un lado, porque el yuan se está manteniendo estable respecto de su cesta de divisas (una cesta en la que, por cierto, el dólar pesa cada vez menos). Por otro, porque el gobierno está teniendo éxito con sus medidas para evitar salidas fraudulentas de capital. Además, el buen comportamiento de la economía china durante los últimos meses está permitiendo una política monetaria más neutral, algo que también debería contribuir a la estabilidad de la divisa.

Desde una perspectiva fundamental, resulta difícil argumentar que China necesita devaluar agresivamente su divisa: el superávit comercial del país continúa siendo elevado y sus exportaciones no están perdiendo cuota de mercado.

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 y para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada. Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, los importantes logros que se vienen logrando en los últimos años en materia de investigación y desarrollo y de promoción del capital humano deben continuar. Resulta positivo que en el período reciente las autoridades hayan reiterado su compromiso de avanzar en todos estos objetivos.

A la vista de todo lo dicho hasta aquí, y sin olvidar los riesgos que sin duda existen, creemos que el escenario más probable para China sigue siendo el de desaceleración progresiva y no el de aterrizaje brusco.

Condiciones monetarias laxas, pero menos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - India

Pese al impacto negativo a corto, la retirada de ciertos billetes es una buena medida

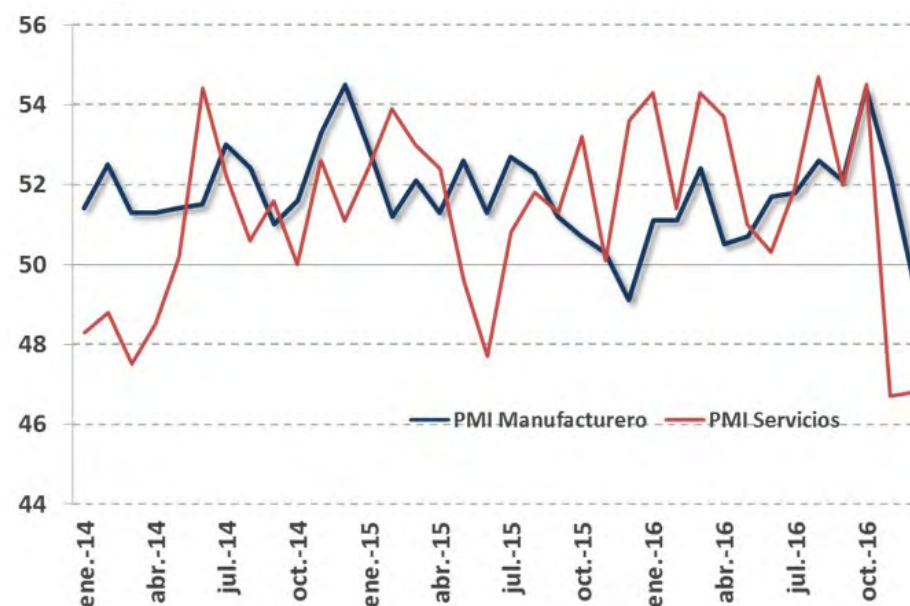
En el mes que precedió a la decisión del gobierno de retirar de la circulación billetes de alta denominación los datos macro estaban adoptando un sesgo moderadamente positivo: consumo privado fuerte; inversiones en infraestructuras dinámicas... En sentido negativo, la inversión privada seguía débil, en un contexto de todavía baja utilización de la capacidad productiva y relativamente alto endeudamiento empresarial (en todo caso, incluso aquí había esperanzas de que los esfuerzos que venía haciendo el gobierno por mejorar el clima de negocios deberían acabar dando sus frutos en algún momento).

Es posible que la denominada desmonetización esté impactando negativamente sobre la actividad en el corto plazo. Es evidente que se ha generado incertidumbre y que algunos pagos (especialmente en áreas rurales) pueden estar viéndose dificultados. Sin embargo, también es cierto que

se está produciendo un importante aumento de los depósitos bancarios, algo que podría contribuir a unas condiciones crediticias más laxas a pesar de las medidas del banco central para controlar el exceso de liquidez. En todo caso, y más allá de los efectos a corto, lo importante es que se trata de una medida que ayudará a luchar contra la economía sumergida y que debe de considerarse positiva en el medio plazo.

Los datos de ejecución presupuestaria habían venido siendo pobres pero, sin embargo, la información más reciente está proporcionando alguna sorpresa positiva. Esto reduce el riesgo de incumplimiento del déficit público. Además, el afloramiento de rentas ocultas derivado de la retirada de circulación de billetes de alta denominación puede dar lugar en los próximos meses a un aumento de los ingresos públicos, lo cual podría permitir al gobierno hacer alguna actuación en materia de política social.

PMI Manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Pese al impacto negativo a corto, la retirada de ciertos billetes es una buena medida

Gracias a la moderación de la inflación, el banco central cuenta con los grados de libertad suficiente para poder reducir los tipos de interés en los próximos meses. En todo caso, creemos que el RBI optará por la prudencia, tratando de mantener la credibilidad ganada por Rajan y sabiendo también que la inflación en India tiene un grado relativamente alto de persistencia. En política fiscal, sería importante que el gobierno siga mostrándose prudente (la deuda pública del país es relativamente elevada y se hace necesario garantizar una trayectoria sostenible para la misma).

En el campo de las reformas estructurales, y más allá de la aprobación del denominado General Sales Tax (GST), 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 puede acabar teniendo efectos muy positivos.

En la parte de tareas pendientes, sería importante avanzar en la reforma del suelo, para permitir que la inversión en infraestructuras tenga lugar con menos obstáculos. Y también es esencial que, tras la salida de Rajan, el RBI continúe con los esfuerzos de limpieza de balances en los bancos públicos indios (aunque sea de una manera pragmática), en un contexto en que el endeudamiento corporativo sigue siendo alto. En este sentido, el reciente nombramiento de un académico experto en regulación financiera como uno de los subgobernadores del RBI es sin duda una buena noticia.

La inflación tiende a moderar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Brasil

Aunque el deterioro se contiene, la debilidad sigue siendo la nota dominante

Después de dos años de fuerte contracción económica Brasil se enfrenta todavía a importantes dificultades, muchas de ellas de carácter estructural: la deuda de familias y empresas es elevada, lo que limita las posibilidades de recuperación de la demanda interna; el déficit público también es alto y esto lógicamente reduce de manera muy significativa el margen de política fiscal para impulsar la actividad. Al mismo tiempo, la alta morosidad en los bancos públicos es un factor de preocupación adicional (que en todo caso se ve mitigado por lo que parece ser una situación claramente mejor en el caso del segmento privado del sistema bancario). Por lo demás los ruidos políticos persisten, con nuevos escándalos de corrupción casi cada día.

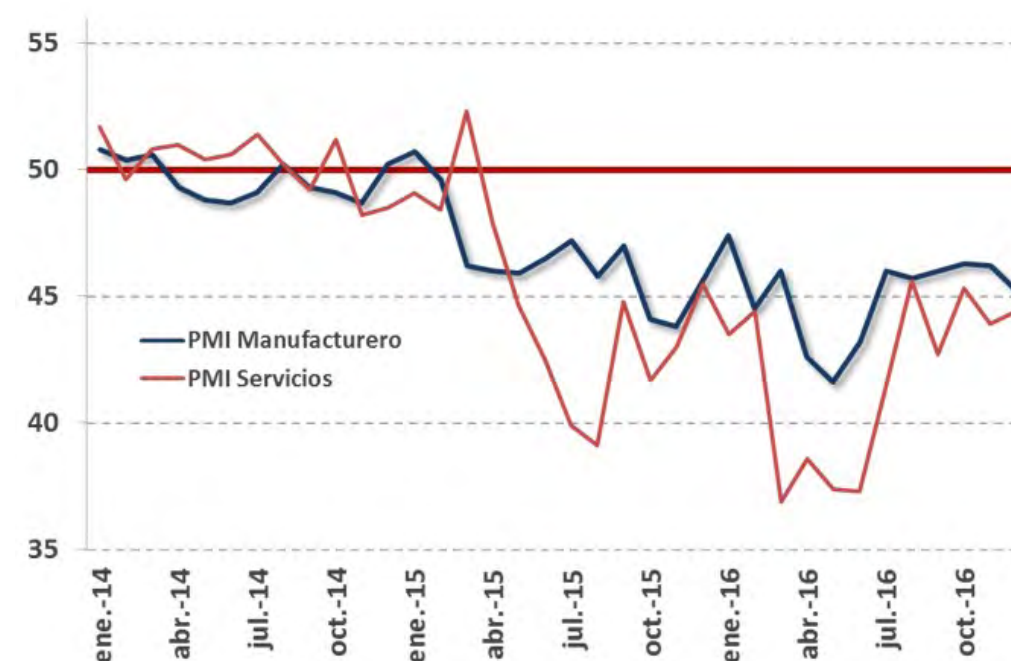
Aunque hay síntomas de contención del deterioro, la economía continúa dando muestras de debilidad en el período más reciente. Sólo el sector exterior da buenas noticias de una forma consistente, gracias a la debilidad

del real y, de forma incipiente todavía, gracias también a la estabilización del precio de las materias primas.

Así las cosas, y a pesar de la mala situación presupuestaria, el gobierno está intentando impulsar la actividad por la vía de favorecer la inversión privada en infraestructuras, reducir las cargas administrativas, mejorar la regulación financiera y la relativa al mercado de trabajo, aliviar las cargas fiscales de las empresas con pérdidas, facilitar las reestructuraciones de deuda y mejorar las condiciones de crédito para empresas y particulares.

También es positivo que la progresiva moderación de precios esté creando margen para que el banco central pueda seguir bajando los tipos de interés. En su reunión de noviembre, el banco central bajó los tipos de interés 25pb y señaló futuras bajadas, gracias a la citada moderación de precios y a las mejoras que se vienen produciendo en lo que a expectativas de inflación se refiere.

La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El gobierno intenta ganar credibilidad fiscal y permitir una política monetaria más expansiva

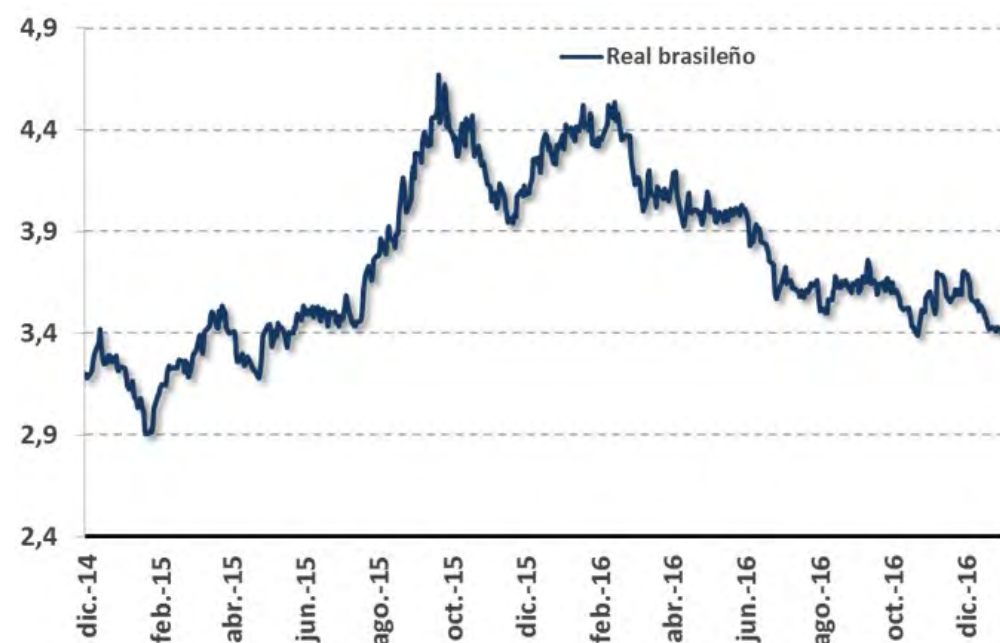
Después de lograr la aprobación definitiva en el Senado de la regla fiscal que supone congelar el gasto público en términos reales durante un largo período de tiempo, el gobierno ha decidido condicionar la renegociación de la deuda de los Estados a la aprobación de medidas de consolidación presupuestaria por parte de éstos. Así las cosas, el gobierno sigue dando muestras de que continúa trabajando por mejorar la credibilidad de las cuentas públicas brasileñas.

También debe acogerse favorablemente el hecho de que el gobierno esté intentando sacar adelante la reforma del sistema de pensiones. Esta reforma incluye, entre otras cosas, fijar la edad mínima de jubilación en los 65 años y aumentar las contribuciones a la seguridad social por parte de los funcionarios. Aunque la tramitación parlamentaria de esta reforma será enormemente difícil, se trata de una cuestión fundamental para mejorar la sostenibilidad de las cuentas públicas brasileñas.

A medio plazo, y una vez que el país vuelva a una senda del crecimiento sostenible, será preciso hacer esfuerzos adicionales que garanticen que el país alcanza un nivel suficiente de superávit primario.

Mirando hacia adelante, es importante que el gobierno se mantenga firme en su compromiso con la estabilidad de las cuentas públicas para permitir que el banco central pueda reducir los tipos de interés de una manera suficientemente agresiva. Los efectos positivos de esta “coordinación constructiva” entre política monetaria y fiscal serían importantes. Por un lado, la economía brasileña se vería beneficiada de forma evidente por una política monetaria más laxa. Por otro, unos menores tipos de interés contribuirían a aliviar la elevada carga financiera que actualmente soportan las débiles cuentas públicas brasileñas (y también las que afectan a familias y empresas).

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

La victoria de Trump y la estabilización del crudo, favorables para Rusia

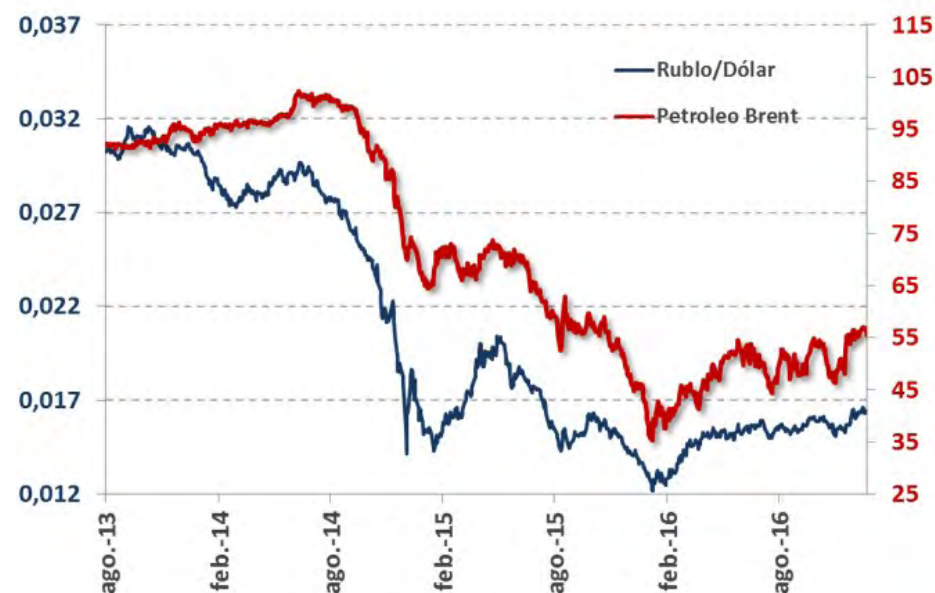
La economía rusa se enfrenta a retos significativos: el precio de su principal producto, que es el crudo, continúa relativamente bajo en términos históricos; y las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad. Además, la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial de la economía rusa.

Sin embargo, el panorama para el país está mejorando de forma evidente en los últimos meses: Los datos macro recientes están siendo mayoritariamente positivos (el PIB alcanzará tasas positivas de crecimiento en el Q4 y los PMIs manufacturero y de servicios han repuntado de forma significativa en el período reciente); la victoria de Trump puede hacer que EEUU tenga una visión más conciliadora con el país; y el acuerdo sobre reducción de la oferta de crudo entre países miembros y no miembros de la OPEP puede permitir un desahogo importante para la economía rusa.

Por lo demás, y aunque los problemas en términos de morosidad son todavía importantes, la estabilización de la economía y los esfuerzos de reestructuración del sector por parte del banco central han permitido una apreciable mejora en la situación del sistema bancario.

El banco central ha venido siendo muy responsable en la conducción de la política monetaria y eso está contribuyendo a una moderación significativa de la inflación. Gracias a esa ganancia de credibilidad, que ha pasado por mantener tipos reales relativamente elevados durante un período considerable de tiempo, la autoridad monetaria tiene ahora margen para reducir los tipos de interés. Así las cosas, y siempre que se confirme el progreso en precios y expectativas de inflación (éstas siguen algo elevadas pese a su reciente mejoría), el banco central señaló en su última reunión de 2016 que espera poder reducir los tipos de interés durante la primera mitad del presente ejercicio.

Rusia se enfrenta a retos significativos

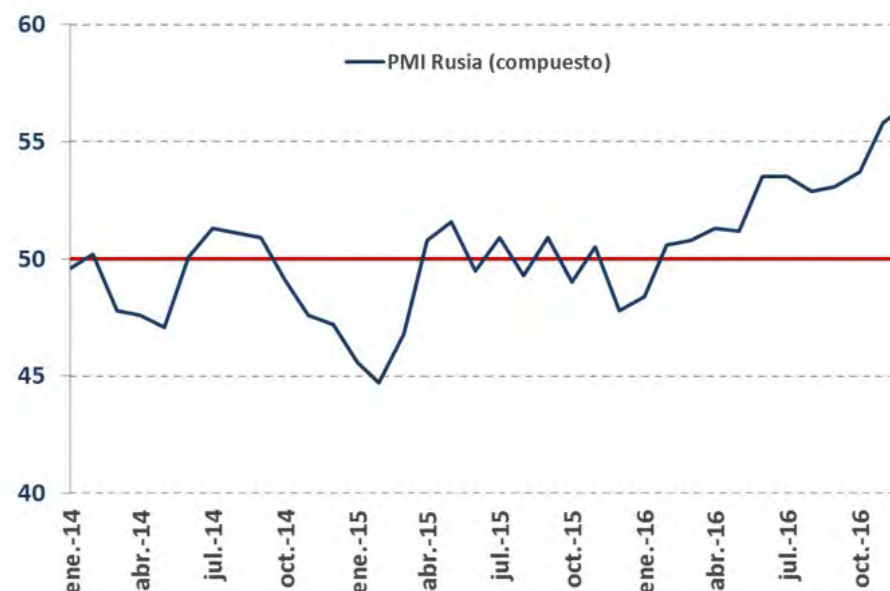


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El déficit público en 2016 va a estar claramente por encima de lo inicialmente previsto. Pero el plan del gobierno de reducir ese déficit un punto cada año a partir de 2017 y equilibrar las cuentas públicas en 2020 debe ser bien recibido. 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 preservar 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 (en este sentido, es indudable que la victoria de Trump ha supuesto una noticia positiva para Rusia). 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.

La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Contacto
Álvaro Sanmartín
Chief Economist de Grant Thornton
y fundador de Alinea Global
T. 91 576 39 99
e-mail: alvaro.sanmartin@es.gt.com

Síguenos en:
www.GrantThornton.es
<http://Blog.GrantThornton.es>
[@GrantThorntonSP](https://twitter.com/GrantThorntonSP)

**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 700 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