

# Newsletter Económico Mensual Febrero 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



# Comentario del mes

Hay signos crecientes de que la economía global está ganando dinamismo en el período reciente, 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, la inflación subyacente se encuentra ya cerca del objetivo de la Fed y los salarios vienen dando muestras (todavía moderadas) de aceleración.

Así las cosas, vemos pocas razones para pensar (como algunos afirman) que los tipos a largo plazo de la deuda pública tienen ya poco recorrido al alza: si con los tipos ahora vigentes la economía americana ha conseguido crecer casi un punto por encima del potencial durante la segunda mitad de 2016 y está logrando además generar empleo a tasas que más que duplican las necesarias para absorber el crecimiento de la población activa, ¿no es razonable pensar que los

tipos a largo plazo deben continuar moviéndose al alza si se quiere evitar un escenario de sobrecalentamiento económico e inflaciones claramente por encima del objetivo del 2%? Nosotros creemos que sí y por eso pensamos que los tipos a largo todavía tienen un significativo camino que recorrer. Es más, cuanto más tardan en subir, más riesgos de recalentamiento habrá y, por tanto, más tendrán que subir los tipos en el futuro.

Si a lo anterior añadimos los planes políticos de Trump los riesgos al alza de la inflación no hacen sino aumentar: hacer políticas fiscales expansivas en una situación de práctico pleno empleo es inflacionista porque supone aumentar la demanda por encima de lo que puede aumentar la oferta; y llevar a cabo políticas proteccionistas y anti-inmigración también es inflacionista porque supone restringir la oferta en un momento en que ésta ya empieza a verse superada por la demanda.

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 también a tasas muy superiores a su potencial y los últimos datos apuntan a un muy buen comienzo de 2017.

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 +2% en los primeros meses de 2017.



**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 (cosa que nosotros no veríamos justificado por fundamentales) tendería a moderar las presiones inflacionistas en EEUU pero a aumentarlas en el Área euro.

**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 a la cierta mejora de los indicadores de confianza.

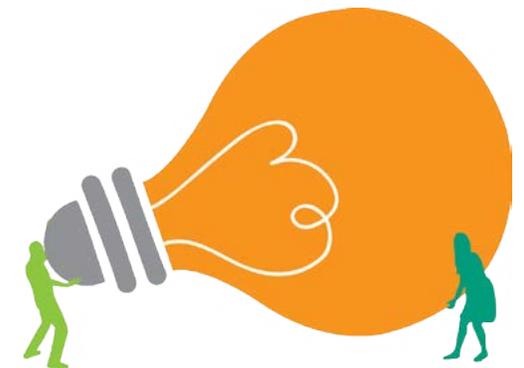
**Pese a enfrentarse a retos importantes, la información macro más reciente en China continúa siendo mejor de lo esperado (lo que permite al banco central ir hacia una política monetaria más neutral, que además contribuye a reducir la presión sobre el yuan).** Frente a los que daban casi por hecho que 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 un 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.** Como se apuntaba antes, 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 seguir pecando de una complacencia excesiva).



# Estados Unidos

## Ya antes de Trump la economía americana estaba dando señales positivas

Tras una primera mitad de 2016 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 segundo semestre del ejercicio pasado se situó por encima del 2,5% anualizado.

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.

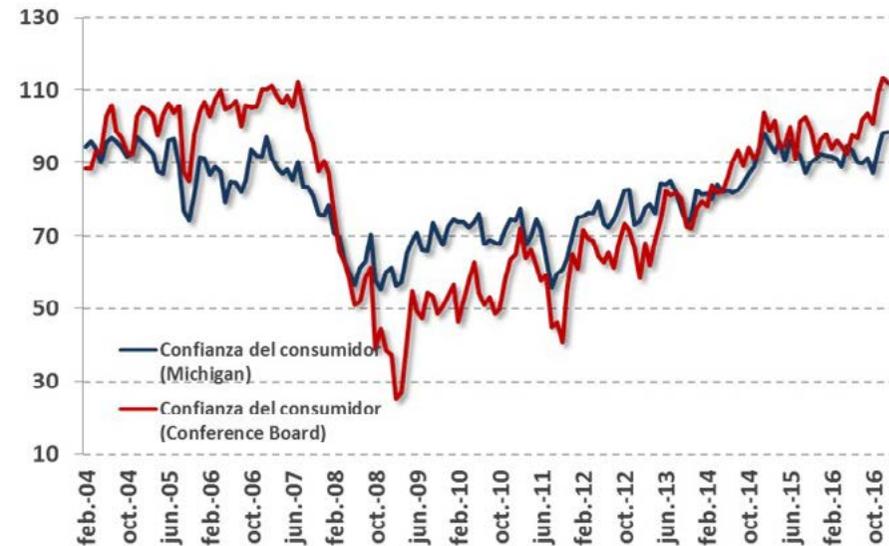
El sector energético se está beneficiando de la estabilización del precio del crudo y está contribuyendo

a un mejor comportamiento de la inversión empresarial (la evolución de la inversión durante el último trimestre de 2016 fue positiva y los datos más recientes de pedidos de bienes de capital también han sido favorables).

El margen de expansión adicional del sector inmobiliario 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.

Por otro lado, y si nos creemos las promesas electorales de Trump, la política fiscal va a volverse expansiva, algo que tendrá efectos positivos sobre la actividad (y, quizás más importantes, sobre la inflación).

Confianza de los consumidores rebota fuertemente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**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 (algo que, de hecho, ya ha empezado a verse en la segunda mitad de 2016).

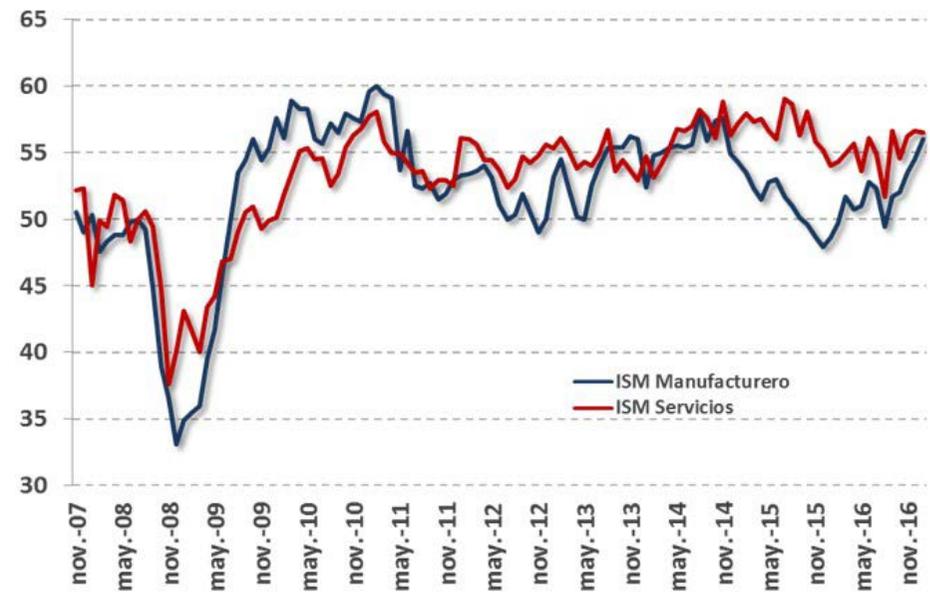
**Al mismo tiempo, los datos recientes parecen confirmar que el ajuste de inventarios que ha venido produciéndose en la economía americana durante varios trimestres puede haber llegado a su fin.**

**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, esperamos que durante 2017 EEUU sea capaz de crecer por encima del potencial incluso sin la entrada en vigor de estímulos fiscales como los anunciados por Trump.** Si éstos llegaran a producirse, introducirían riesgos al alza en el crecimiento y, sobre todo, en la inflación.

**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

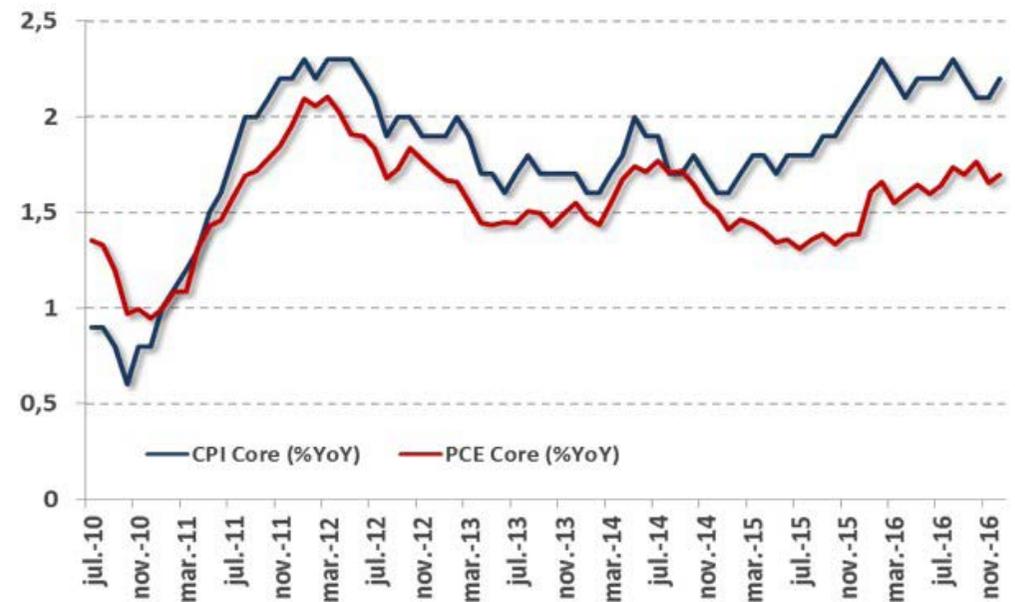
La inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2% de la FED. En diciembre, el core CPI se situó en el +2,2% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,7%. Además, la recuperación del precio del crudo está permitiendo un repunte apreciable de la inflación general, que continuará 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 acelerando progresivamente en los próximos meses.

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. 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.

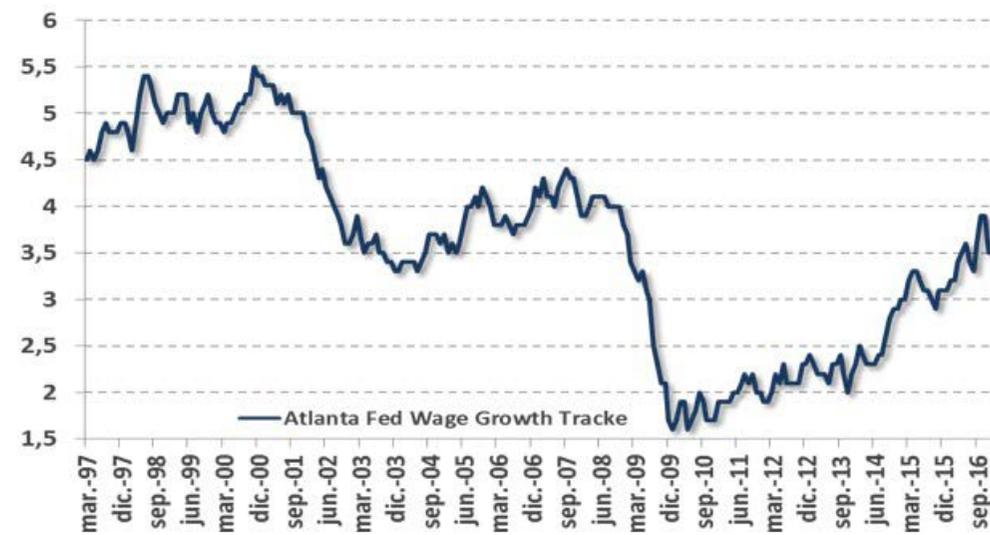
Inflación subyacente cercana al objetivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

**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. Por lo demás, el propio Trump ha empezado ya a quejarse de lo que él ve como una excesiva fortaleza del dólar.

Salarios llevan acelerando ya bastante tiempo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La Fed prefiere ser prudente, al menos de momento

En su reunión de febrero la Fed decidió mantener los tipos de interés, si bien reconoció de forma más clara que en otras ocasiones que el curso de la economía americana es positivo y que se continúan haciendo progresos en sus objetivos de inflación y empleo.

La Fed prefiere pecar de prudente, teniendo en cuenta que todavía hay mucha incertidumbre sobre cuáles van a ser las políticas de Trump y sabiendo también que, tras varios años de inflación por debajo del 2%, permitir una inflación por encima de esa tasa durante un cierto período de tiempo no es ni mucho menos una catástrofe.

La disposición de la Fed a quedarse un poco detrás de la curva aumenta la probabilidad de un cierto overshooting de la inflación y debería favorecer un cierto apuntamiento adicional de las curvas de tipos. La posibilidad de asistir a políticas fiscales expansivas en un contexto de pleno empleo también actúa en la misma dirección.

Sea como fuere, la paciencia de la Fed no será infinita, y más aún si Trump hace aunque sea sólo una pequeña parte de lo que dice que va a hacer: en un contexto de pleno empleo y con la posibilidad de políticas fiscales procíclicas el riesgo de que en algún momento la economía americana se sobrecaliente (y necesite por tanto tipos reales más elevados) es cada vez menos remoto.

Por lo demás, creemos que el mercado continúa siendo muy complaciente sobre cuál puede ser el nivel de llegada del Fed Funds rate a medio plazo y, por tanto, sobre cuánto pueden subir todavía los tipos a largo plazo en la curva americana. Aparte de que un eventual sobrecalentamiento de la economía americana obligaría a la Fed a forzar una subida de los tipos reales por encima de su nivel neutral, tampoco puede obviarse la posibilidad de que una eventual aceleración de la productividad ponga presión al alza en el denominador  $r^*$  (tipo real neutral).

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...).

De hecho, la Eurozona consiguió un crecimiento notable en el último trimestre de 2016 y los datos más recientes apuntan a una continuidad de este buen desempeño económico durante los próximos trimestres. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro alcanzando niveles del 9,6% en diciembre.

El caso de Alemania es especialmente reseñable: el país logró crecer en 2016 al 1,9%, cifra que supera ampliamente el potencial de la economía y en nivel de paro está en mínimos. Además, las perspectivas para 2017 también son positivas, a tenor de los apreciables repuntes que se vienen observando en los indicadores más recientes y sabiendo también que el sector exterior está dando señales cada vez más positivas.

Francia también está mostrando cifras relativamente favorables en el período reciente: el crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado mostró signos de aceleración y se vienen produciendo además sorpresas positivas en los últimos PMIs, en los indicadores de confianza y en los datos de empleo.

Niveles de confianza sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Aunque es evidente que las elecciones pueden generar incertidumbre, creemos que una victoria de Le Pen es muy poco probable y que, por tanto, el escenario político interno no supondrá un obstáculo para la recuperación de la economía francesa.

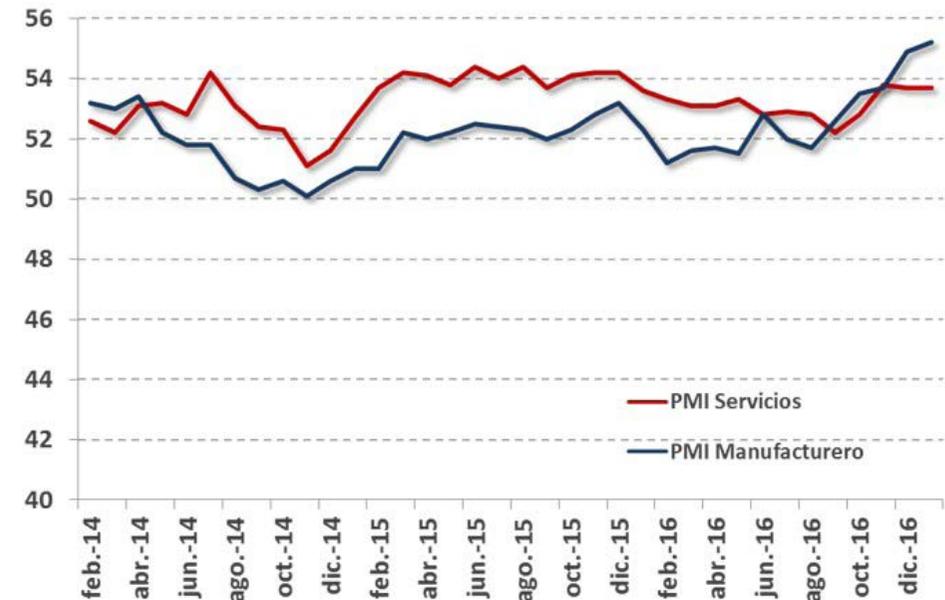
**Incluso en Italia la situación parece estar mejorando también,** con los indicadores de confianza y los PMIs dando repuntando de forma más o menos apreciable en las últimas semanas y con la producción industrial también sorprendiendo al alza. Al mismo tiempo es también positivo que el referéndum no 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). Y, si el euro sigue débil como hasta ahora, el repunte podría ser aún mayor. A su vez, la estabilización del precio del crudo está dando lugar a un aumento notable de la inflación general, de forma que esta variable alcanzará tasas interanuales en el entorno del 2% en la primera parte de 2017.

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 crecimiento se va a seguir produciendo en un contexto de paro

muy reducido (el output gap es de hecho positivo) y de sólida creación de empleo, lo cual debería contribuir a un comportamiento progresivamente más dinámico de precios y salarios.

Pese a que en su última reunión Draghi reconoció una mejora en el escenario, el BCE continúa dando el mensaje de que quiere mantener una política monetaria muy acomodaticia hasta garantizar una trayectoria ascendente para la inflación subyacente. En todo caso, si nuestro escenario de subida progresiva de la inflación subyacente se materializa (y siempre que los riesgos geopolíticos se mantengan bajo control), creemos que el BCE se podría plantearse algún tipo de tapering del programa de compras en la segunda parte del presente ejercicio, a tiempo para que Merkel tenga un problema menos de cara a las elecciones alemanas. Otra posibilidad sería acometer subidas en la tasa de depósito, como forma de mantener las compras de deuda y dar tiempo a los países periféricos para que mejoren el estado de sus cuentas públicas.

Mejoran un poco las expectativas de inflación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# España

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

España 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.

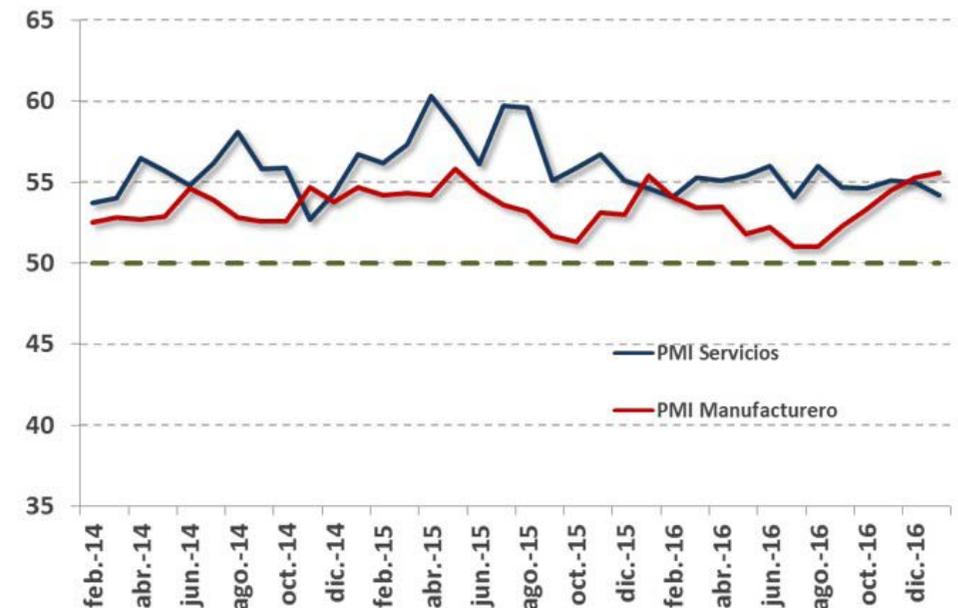
Así las cosas, los datos macro en España continúan siendo muy favorables, con la economía dando incluso muestras de ligera aceleración en los últimos meses: los datos de confianza han vuelto a repuntar; el empleo sigue muy fuerte; la producción industrial y las exportaciones vienen también dando sorpresas positivas; los PMI de nuevo al alza... Además, el turismo goza de muy buena salud, en parte gracias a las tensiones geopolíticas que afectan a algunos destinos competidores.

Y 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

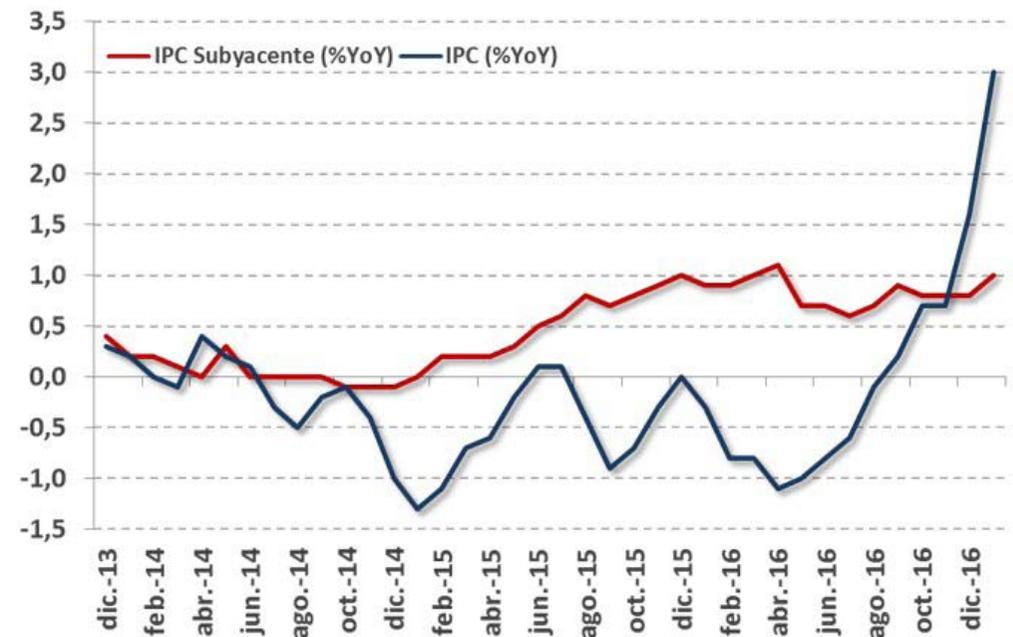
Sea como fuere, y siempre que las incertidumbres se mantengan bajo control, el escenario central sigue siendo compatible con crecimientos entre el 2,5% y el 3% durante 2017, incluso cuando se tienen en cuenta los efectos de una política fiscal algo contractiva durante el presente ejercicio.

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

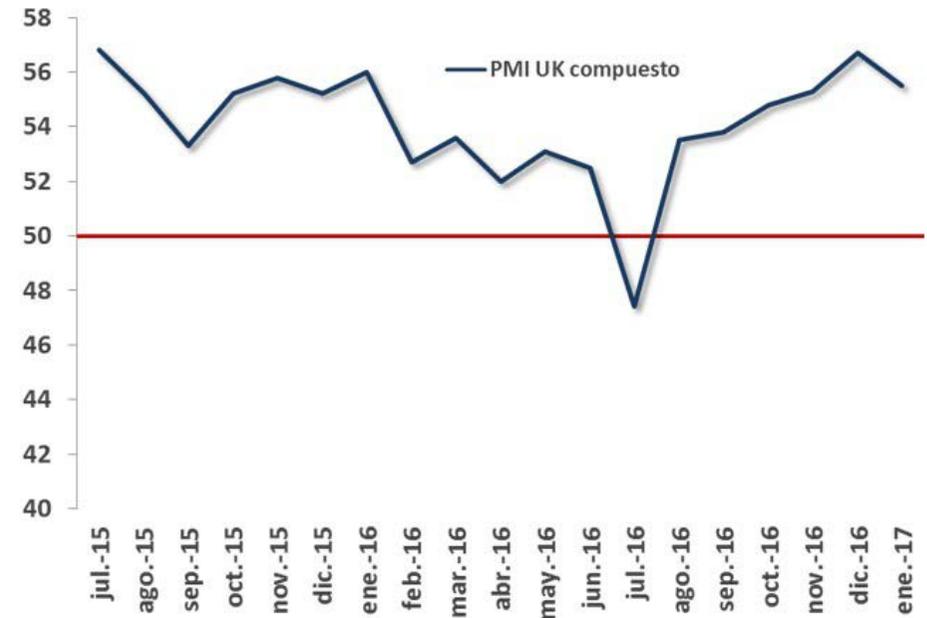
## La economía británica consigue mantener su ritmo de expansión tras el Brexit

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.**

La construcción lo está haciendo bien y tanto las exportaciones como la producción industrial se están beneficiando de la debilidad del yen. Al mismo tiempo, y 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. Por lo demás, las perspectivas para la inversión empresarial son relativamente esperanzadoras.

**Es previsible que la política fiscal continúe expansiva y eso (unido a unas condiciones financieras muy laxas) aumenta la probabilidad de que la economía pueda seguir creciendo por encima del potencial en los próximos trimestres.**

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La decidida política del BOJ aumenta las posibilidades de reflación

Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía lejos un mercado de trabajo en pleno empleo y un crecimiento previsiblemente superior al potencial (tasa de paro del 3,1% y jobs/applicants ratio de 1,43) deberían 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, aunque parece que han dejado de caer, permanecen débiles.

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%.

Más allá de la política fiscal expansiva, 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 de cara a las negociaciones salariales de este año.

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 (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

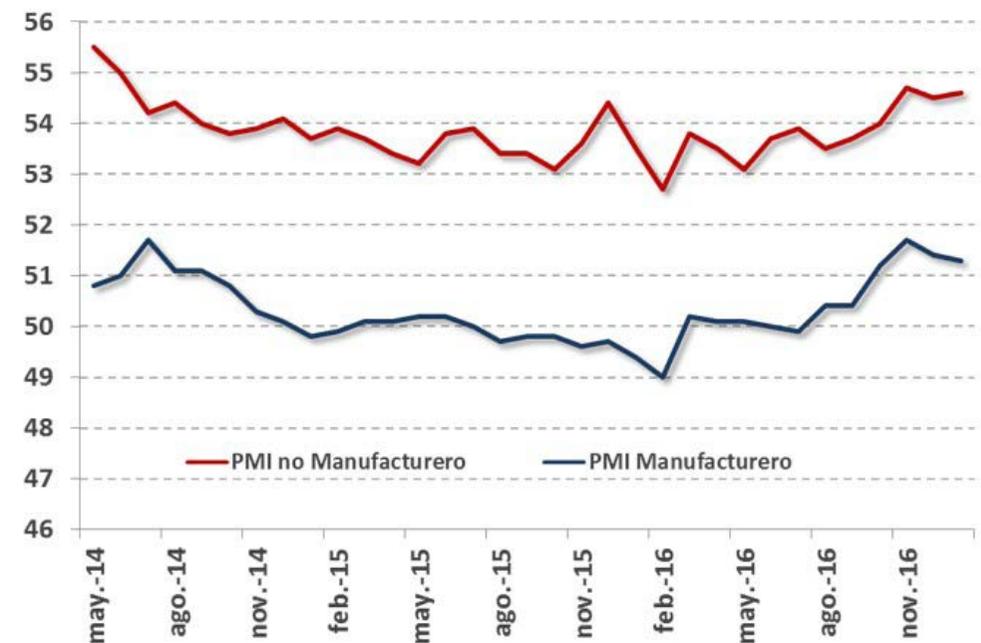
## China da señales de estabilización dentro de su proceso de desaceleración estructural

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 claro 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 datos macro más recientes resultan tranquilizadores desde dos puntos de vista.**

En primer lugar, porque la actividad viene sorprendiendo al alza y esto aleja el riesgo de desaceleración abrupta. En segundo lugar, porque muestran que China está siendo capaz de avanzar en su proceso de transformación estructural: durante 2016, el sector servicios explicó más del 58% del crecimiento, más de 5 puntos más que el año anterior. Al mismo tiempo, el consumo privado siguió ganando protagonismo frente a la inversión y las exportaciones. Por poner un pero, y como riesgo a seguir monitorizando, el crecimiento de la deuda corporativa sigue siendo relativamente elevado. Aún así, incluso aquí las noticias son algo esperanzadoras: el crecimiento del crédito, aunque todavía dinámico, parece dar alguna muestra de moderación; y dentro del mismo parece ganar protagonismo el crédito a familias, menos endeudadas que las empresas; además, la recuperación del precio de las materias primas está permitiendo una mejora de la situación de balance de las empresas de la industria tradicional, que es donde se concentran los mayores problemas de exceso de deuda.

PMIs dando muestras de repunte



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# El escenario de aterrizaje suave sigue siendo el más probable

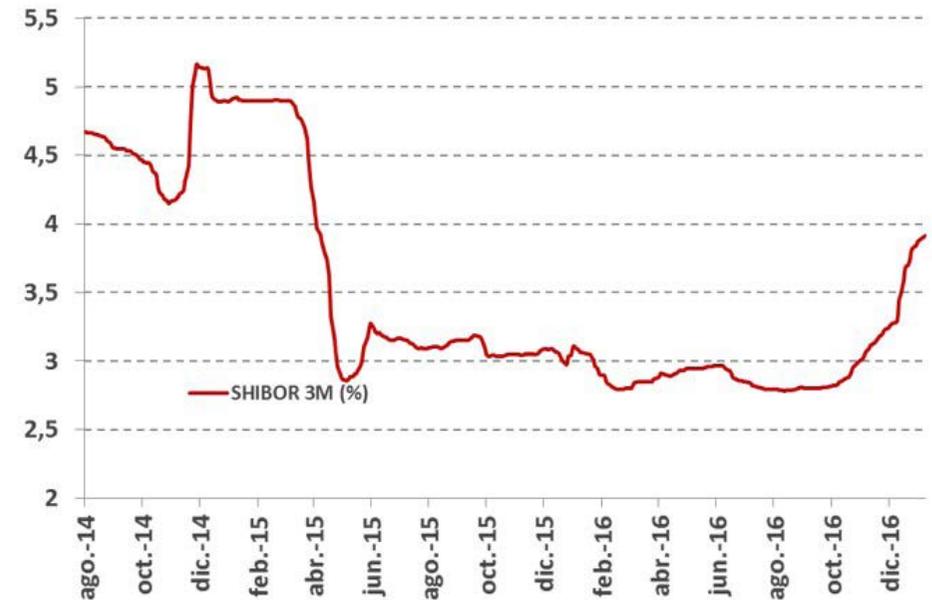
Los temores de que China está consiguiendo mantener la actividad sólo a base de estímulos y que el país está abocado a una desaceleración abrupta por la imposibilidad de mantener esos estímulos en el tiempo son exagerados. Primero, porque el gigante asiático tiene margen de maniobra suficiente como para 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.

**A pesar de que el crecimiento del crédito sigue siendo dinámico, el gobierno está dando importancia creciente al objetivo de lograr un despalancamiento ordenado de la economía.** También viene adoptando medidas para permitir un peso mayor de los recursos propios en la financiación empresarial (a través, por ejemplo, de swaps de deuda por equity).

La política monetaria se vuelve menos acomodaticia



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.

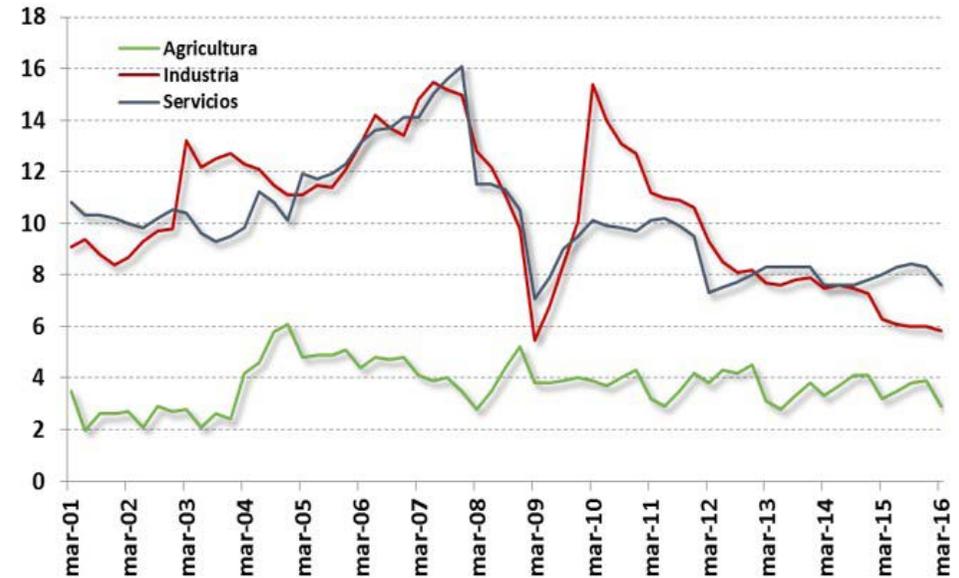
**Las autoridades chinas, gracias a las medidas de control de capital, están consiguiendo mantener bajo control tanto la cotización del yuan como las salidas de capital, incluso en un escenario en que la victoria de Trump ha introducido incertidumbre sobre el futuro de las relaciones entre China y EEUU. El buen comportamiento de la macro en China durante los últimos meses también está ayudando en este sentido.**

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

**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 alcanzando en los últimos años en materia de investigación y desarrollo y de promoción del capital humano deben continuar.

**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

## El impacto negativo de la desmonetización, probablemente sólo en el corto plazo

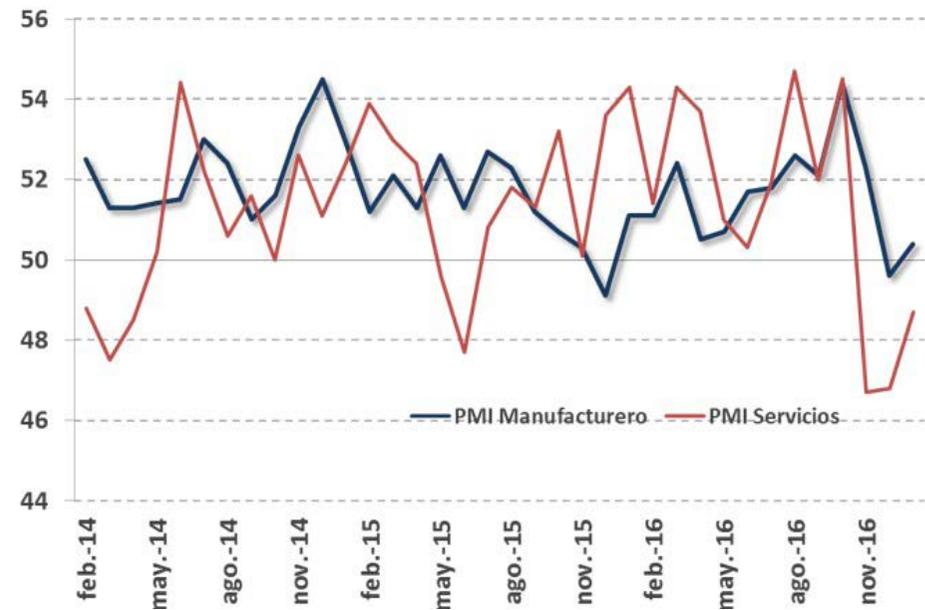
**El impacto de la denominada desmonetización, aunque evidentemente negativo, tenderá a disiparse rápidamente.** Es cierto que el proceso ha generado incertidumbre y que muchos pagos (especialmente en áreas rurales y en la economía informal) se han visto seriamente dificultados. Sin embargo, también es verdad que la desmonetización ha dado lugar a un importante aumento de los depósitos bancarios, algo que está contribuyendo ya a unas condiciones crediticias más laxas. 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.

**Con luces y sombras, la economía india parece en relativa buena forma:** consumo privado fuerte; inversiones en infraestructuras dinámicas; producción industrial y exportaciones sorprendiendo recientemente al alza... En sentido negativo, la inversión privada sigue débil, en un contexto de todavía baja

utilización de la capacidad productiva y de relativamente alto endeudamiento empresarial.

**Los datos de ejecución presupuestaria habían venido siendo pobres a lo largo del ejercicio fiscal. Sin embargo, la información más reciente muestra unos ingresos públicos mayores de lo previsto,** ayudados quizás por los primeros efectos de la desmonetización en términos de reducción de la economía informal. Con este margen de actuación en mente, el presupuesto presentado para el próximo ejercicio contempla aumentos en gasto social e inversión en infraestructuras y reducciones de impuestos para familias de bajos ingresos y PYMEs. Esta orientación ligeramente más expansiva de la política fiscal servirá para ayudar a compensar los efectos a corto plazo de la desmonetización. Al mismo tiempo, es lo suficientemente prudente como para no poner en riesgo la credibilidad del compromiso del gobierno con la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo.

PMI Manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Aunque persisten los retos, el gobierno sigue dando pasos en la dirección correcta

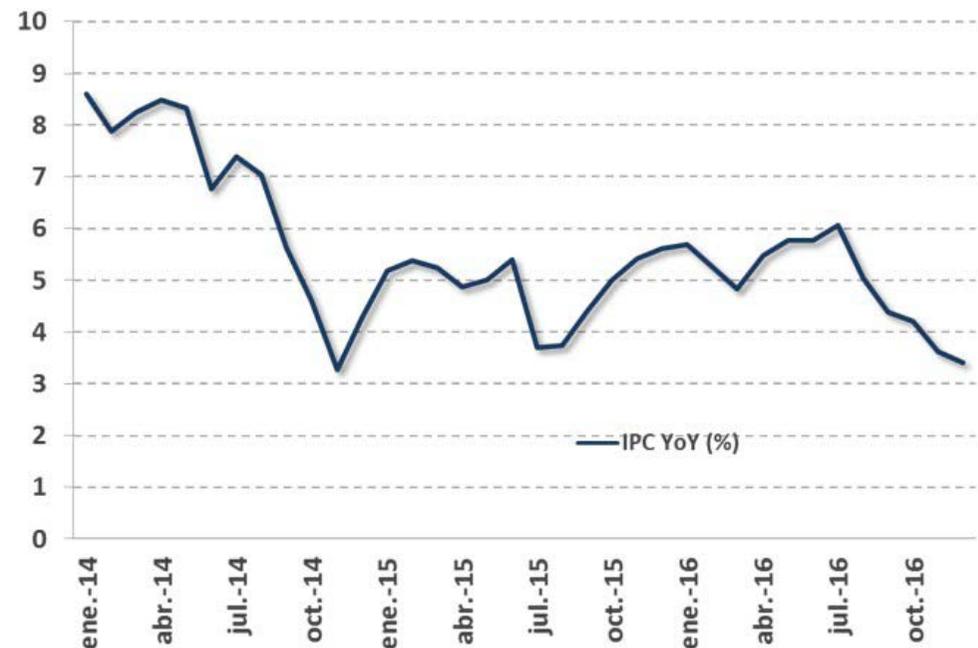
Gracias a la moderación de la inflación, el banco central cuenta con un cierto margen (moderado) para poder reducir los tipos de interés en los próximos meses. En todo caso, creemos que el RBI seguirá optando por la prudencia, tratando de mantener la credibilidad ganada por Rajan y sabiendo también que la inflación en India tiene un grado relativamente alto de persistencia (la inflación subyacente sigue de hecho relativamente alta y también hay que tener en cuenta que la recuperación del precio del crudo pondrá presión alcista sobre los precios en los próximos meses). 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 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. En sentido contrario, todo indica a que la cuantía prevista en presupuestos para recapitalización de bancos continúa siendo insuficiente.

La inflación tiende a moderar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Países Emergentes - Brasil

## Aunque todavía de forma débil, los signos de contención del deterioro aumentan

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, lo que reduce mucho 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). Para complicar más las cosas, el nivel de corrupción en el país es poco menos que estratosférico (aunque hay que admitir que el sistema judicial parece estar trabajando bien).

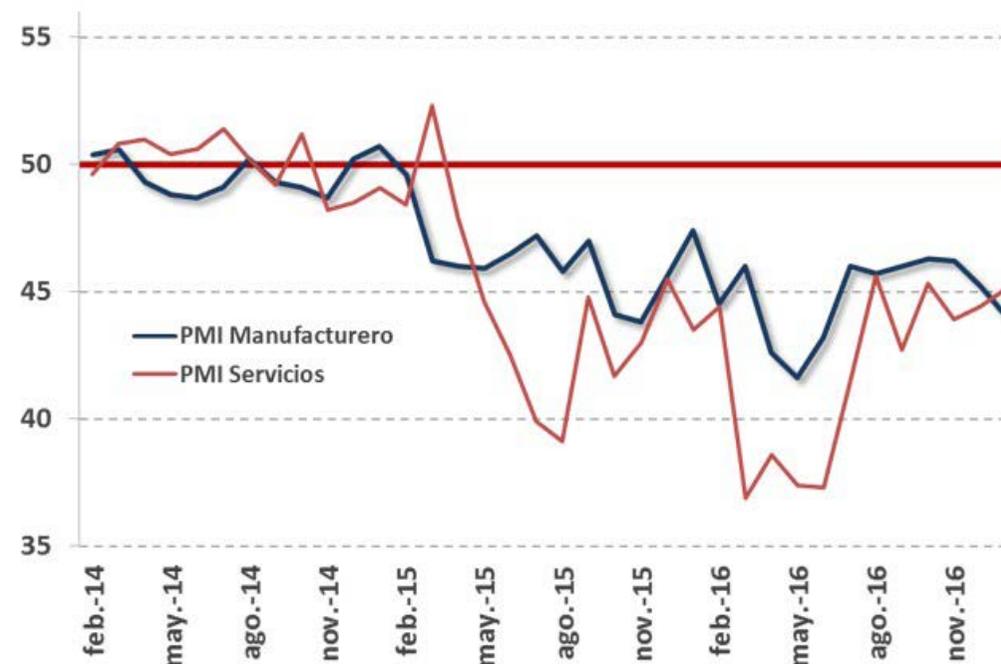
**En todo caso, los signos de contención del deterioro están aumentando en el período reciente.** Los últimos datos de consumo, aunque todavía débiles, han sorprendido al alza. También han mejorado un poco los indicadores de confianza empresarial y de los

consumidores. Además, el sector exterior sigue comportándose bien, gracias a la debilidad del real y, de forma incipiente todavía, a la estabilización del precio de las materias primas. Así las cosas, la actividad se expandió ligeramente en la última parte de 2016.

**Pese a 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.

**La progresiva moderación de precios y la mejora de las expectativas de inflación permitieron a la autoridad monetaria reducir 75pb los tipos en enero y señalar que ése puede ser el ritmo de bajadas en el futuro** (en comparación con las reducciones de 25pb que se habían realizado hasta la fecha).

La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

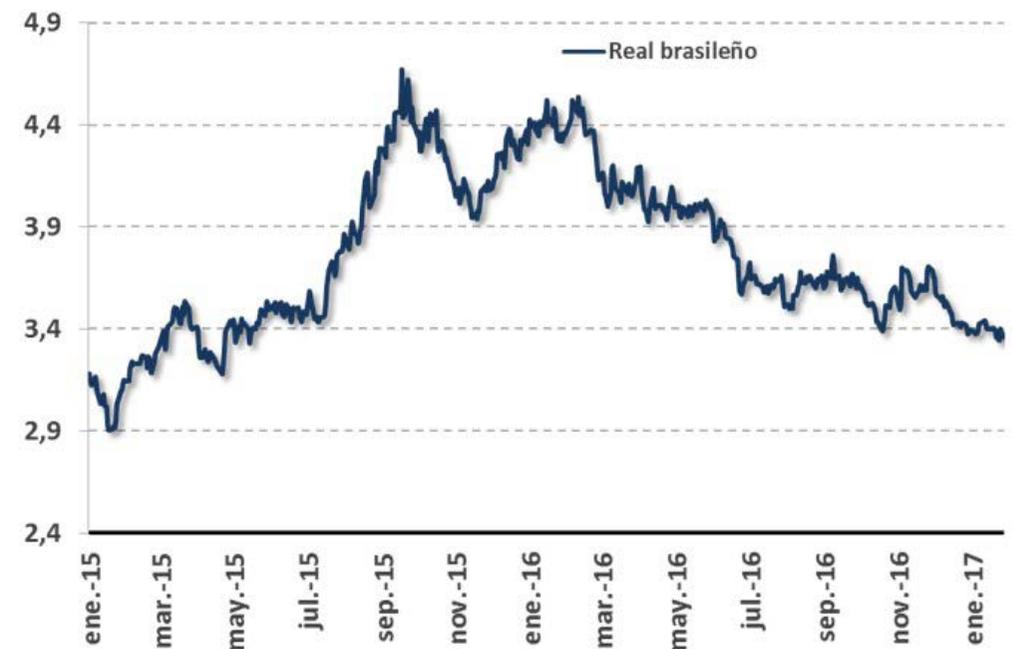
Después de lograr la aprobación definitiva en el Senado de la regla fiscal que supone congelar el gasto público en términos reales durante un largo período de tiempo, el gobierno decidió condicionar la renegociación de la deuda de los Estados a la aprobación de medidas de consolidación presupuestaria por parte de éstos. En todo caso, todavía está por ver que las medidas de consolidación presupuestaria que aprueben los Estados vayan a ser suficientes para estabilizar sus cuentas públicas (se ha logrado un acuerdo con el Estado de Río que podría servir de modelo para otros pero que ciertamente es un poco optimista en cuanto a la evolución prevista de los ingresos).

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 seguir reduciendo los tipos de interés y lo pueda hacer 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

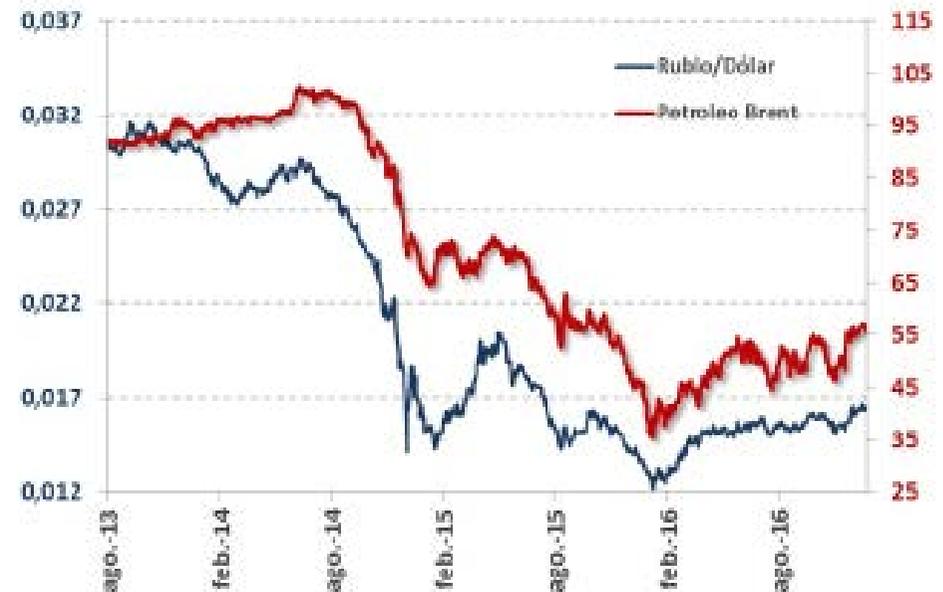
## La victoria de Trump y la estabilización del crudo, favorables para Rusia

**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 (aunque también es cierto que el consumo sigue relativamente débil y esto limita la fortaleza de la recuperación); 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.

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 y a un relativo fortalecimiento del rublo. En su reunión de febrero, la autoridad monetaria volvió a optar por la prudencia: decidió mantener constantes los tipos de interés, reiteró el objetivo de inflación del 4% para este año y señaló que se había reducido un poco la probabilidad de llevar a cabo reducciones de tipos en la primera mitad del presente ejercicio. La razón de esta menor disposición a bajar tipos se explica porque el banco central cree que la intención del gobierno de comprar divisas para aumentar las reservas podría tener algún impacto inflacionista. Sin duda, un ejemplo más de la preocupación que tiene la autoridad monetaria por preservar su credibilidad.

Rusia se enfrenta a retos significativos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

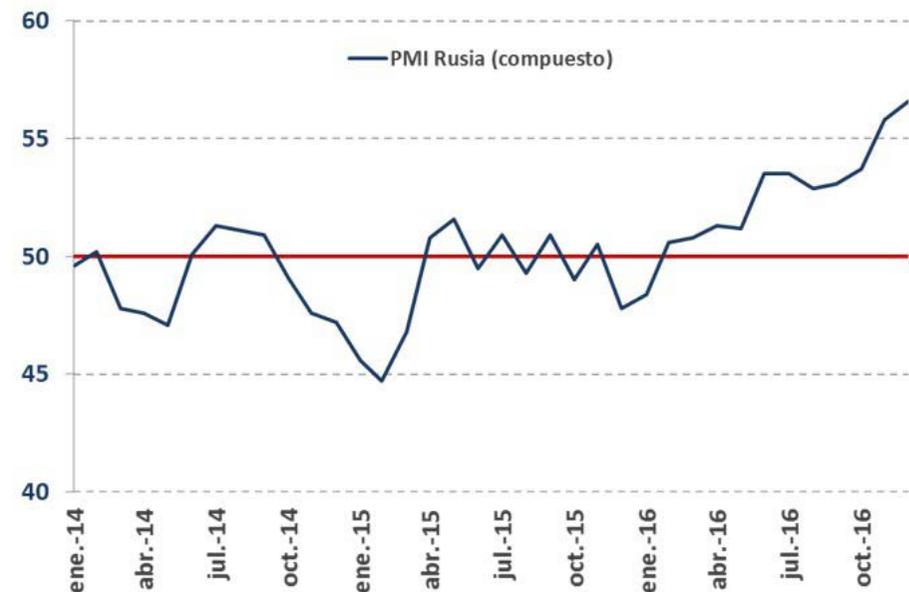
En todo caso, y siempre que se confirme el progreso en precios y expectativas de inflación (éstas últimas siguen elevadas pese a su reciente mejoría), creemos que es muy posible que el banco central opte por bajar los tipos en algún momento del presente ejercicio.

**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 cierta mejora



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](mailto:alvaro.sanmartin@es.gt.com)

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