



# Newsletter Económico Mensual

## Marzo 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

# Comentario del mes

Los datos macro globales siguen siendo compatibles con nuestro escenario de progresiva reflación en la economía mundial. Por un lado, continúan los síntomas de aceleración económica en una gran mayoría de países y de recuperación cada vez más palpable del comercio global. Por otro lado, los avances en la absorción de capacidad ociosa que se vienen produciendo en muchos países están ayudando a que el mejor comportamiento económico se traduzca también una cierta aceleración de precios y salarios a nivel global.

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 todavía tienen un significativo camino que recorrer. Es más, cuanto más tarden en subir, más riesgos de recalentamiento habrá, más subirá probablemente la inflación 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 (y de los tipos a largo plazo) 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.

Cuando se analiza la situación país a país, y pese a que indudablemente existen riesgos, las perspectivas para 2017 confirman su sesgo favorable. En EEUU, los fundamentos del consumo privado son sólidos; la estabilización del sector energético continuará ayudando a la inversión empresarial; el margen de expansión del sector inmobiliario es todavía muy importante; y, además, todo hace indicar que en el conjunto del ejercicio los inventarios van a dejar de ser un lastre significativo al crecimiento económico (como ha sido el caso durante 2016). Así las cosas, y sin meter a Trump en la ecuación, lo razonable debería ser esperar crecimiento algo por encima del 2% que, en un contexto de casi nula capacidad ociosa, son más que suficientes para crear moderadas presiones alcistas adicionales tanto en salarios como en precios.

El Área euro, pese a que continúan los ruidos políticos, dio muestras de aceleración en el último trimestre de 2016 y los indicadores que vamos

conociendo en los primeros meses del presente ejercicio son compatibles con un repunte adicional de la actividad, hasta tasas de crecimiento muy por encima del potencial. Es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe un grado apreciable de capacidad ociosa, pero ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y tampoco es infinita: el paro se sitúa ya en el 9,6%, ha bajado casi un punto en el último año y está básicamente a un punto de alcanzar el promedio histórico vigente antes de la crisis.

Así las cosas, el escenario más probable también para Europa es el de un aumento progresivo de la inflación subyacente, que podría ser aún más notable en el caso de Alemania por encontrarse la primera economía de la Eurozona en una situación de absoluto pleno empleo (el output gap, de hecho, es ligeramente positivo en estos momentos).

**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.**

La construcción lo está haciendo bien y las exportaciones se están beneficiando de la debilidad del yen y de la mejora del entorno internacional. Al mismo tiempo, la inversión empresarial repuntó en el último trimestre del año pasado y los indicadores de pedidos de maquinaria y de confianza empresarial (junto con el repunte de beneficios empresariales) auguran un comportamiento relativamente favorable de esta variable en los próximos trimestres. Incluso el consumo privado, que está viéndose perjudicado por la falta de dinamismo de los salarios, está dando mejores señales en el período reciente.

**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.

**Y el resto de economías emergentes, con algunas excepciones, también se encuentra en relativa buena forma, en un contexto en que muchas de ellas se están beneficiando de la recuperación en el precio de las materias primas.**

**¿Significa todo esto que no existen riesgos? Por supuesto que no:** 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; la (poco probable) imposición del Border Adjustment Tax en EEUU podría derivar en guerra comercial...

**Pero lo que sí significa, en nuestra opinión, es que los tipos a largo plazo continúan sin reflejar el escenario macro más probable y que, por tanto, el margen de subida de los mismos en los próximos 12 meses continúa siendo muy significativo.**



# Estados Unidos

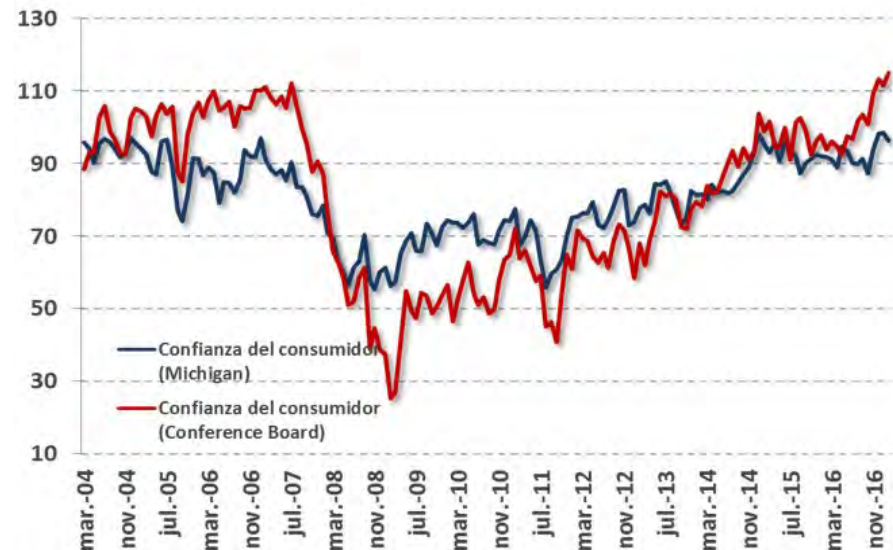
## La economía americana presenta buenas perspectivas

Pese a que los indicadores de actividad real todavía no apuntan a una aceleración de la actividad, los índices de sentimiento continúan mejorando fuertemente y permiten mantener un sesgo optimista de cara al comportamiento de la economía americana durante los próximos trimestres.

Hay buenas razones para pensar que el consumo privado puede tener un buen comportamiento el resto del año: esta variable, que está dando ya señales positivas, se seguirá viendo favorecida por el relativamente rápido crecimiento de la renta disponible, por la buena evolución del mercado de trabajo y por la relativamente positiva situación en términos de balance de la que hoy disfrutan las economías domésticas americanas.

El sector energético se está beneficiando de la estabilización del precio del crudo y esto está contribuyendo ya a un comportamiento algo mejor de la inversión empresarial (la evolución de la inversión durante el último trimestre de 2016 fue positiva y los datos recientes de pedidos de bienes de capital también han sido favorables). Más allá de la mejora en el sector energético, la inversión empresarial debería verse favorecida en los próximos trimestres por un factor adicional: con una economía en práctico pleno empleo y con presiones salariales en aumento, el crecimiento tenderá de forma natural a volverse más intensivo en capital (algo que, por cierto, contribuirá a un comportamiento más dinámico de la productividad, como de hecho ya ha empezado a verse durante la segunda mitad de 2016).

Confianza de los consumidores rebota fuertemente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El sector inmobiliario está dando cada vez mejores señales y, además, su margen de expansión adicional es todavía significativo (bajo stock de viviendas vacías; favorable tasa de formación de hogares...). Esto, por supuesto, es un factor positivo para la sostenibilidad del actual ciclo de crecimiento en EEUU.

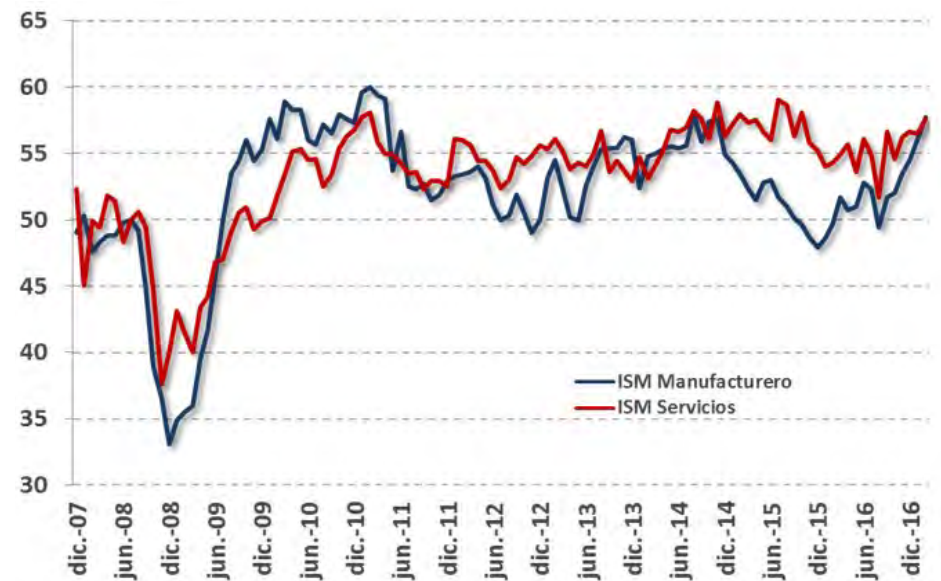
Los datos recientes parecen confirmar que el ajuste de inventarios que ha venido produciéndose en la economía americana durante varios trimestres puede haber llegado a su fin. Si esto se confirma, se eliminará uno de los factores que ha venido sesgando a la baja el crecimiento americano durante varios trimestres de 2016.

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 nuevo de crecer por encima del potencial (incluso aunque no entren en vigor los estímulos fiscales anunciados por Trump).

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

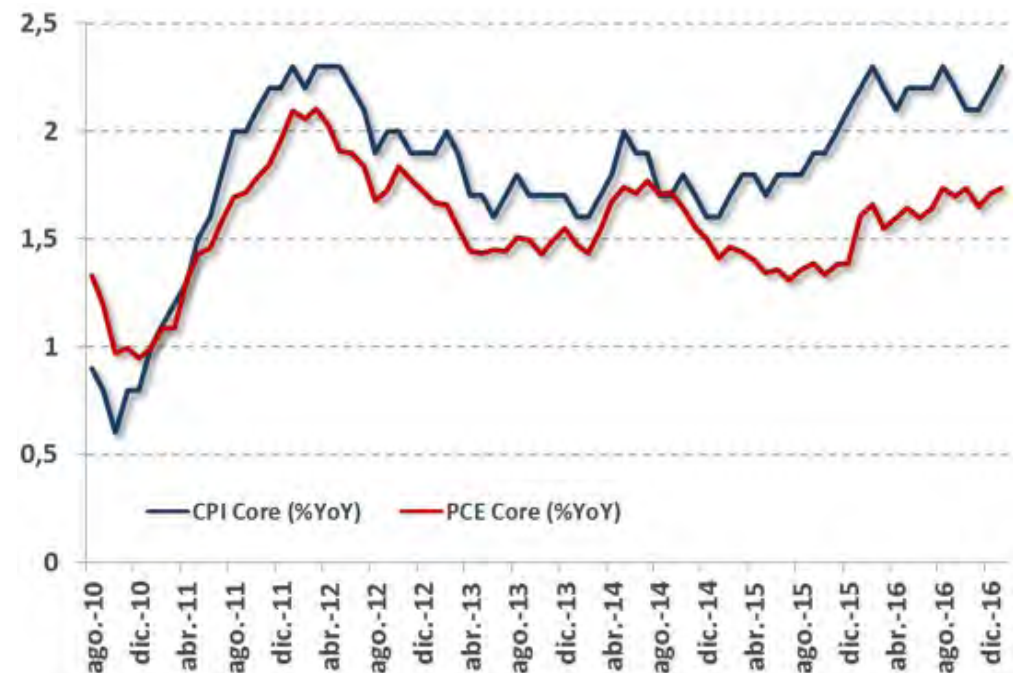
La inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2% de la FED y está además en trayectoria ascendente. En enero, el core CPI se situó en el +2,3% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,7%. Además, la recuperación del precio del crudo está permitiendo un repunte apreciable del IPC general [2,5% YoY en enero].

Por lo demás, en un escenario de crecimiento algo por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación suficientemente ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a continuar aumentando (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 lo que resta de ejercicio.

Aparte de todo lo dicho hasta aquí, hay que tener en cuenta 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, a pesar de ser negativas para el crecimiento a largo plazo, también tenderían a aumentar las tensiones de precios.

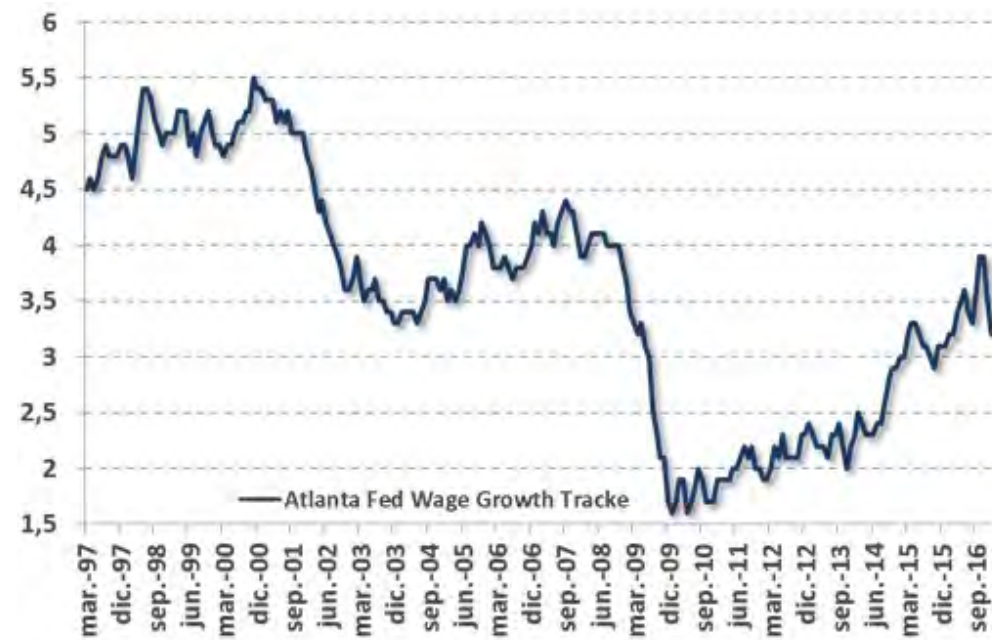
Inflación subyacente cercana al objetivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El riesgo principal para un escenario de reflación como el descrito hasta aquí sería una apreciación excesiva del dólar. Sin embargo, no otorgamos mucha probabilidad a un fortalecimiento significativo de la divisa estadounidense desde los niveles actuales, ya próximos a la paridad. Primero, porque tiene poca justificación fundamental. Segundo, porque la Fed seguirá siendo prudente. Y, tercero, porque el propio Trump y su equipo ya han empezado a quejarse de la fortaleza del dólar.

Salarios llevan acelerando ya bastante tiempo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# La Fed prefiere ser prudente, al menos de momento

Al menos por el momento, y de forma acertada, la Fed prefiere seguir pecando de prudente. Todavía hay mucha incertidumbre sobre cuáles van a ser las políticas de Trump y también es cierto 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.

Però la paciencia de la autoridad monetaria americana no será infinita. Primero, porque es evidente que la disposición de la Fed a quedarse un poco detrás de la curva aumenta la probabilidad de overshooting de la inflación. Segundo, porque (como ya se ha indicado) las políticas de Trump son potencialmente muy inflacionistas. Así las cosas, y con los datos macro saliendo bien en general, lo más probable es que la próxima subida pueda tener lugar este mismo mes de marzo.

Dado nuestro escenario de reflación progresiva en la economía americana y con riesgos más bien al alza en materia de precios, 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 (unida a una mejora de los animal spirits que ya se está empezando a ver) ponga presión al alza en el denominado  $r^*$  (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 economía europea da muestras de aceleración adicional en el Q1

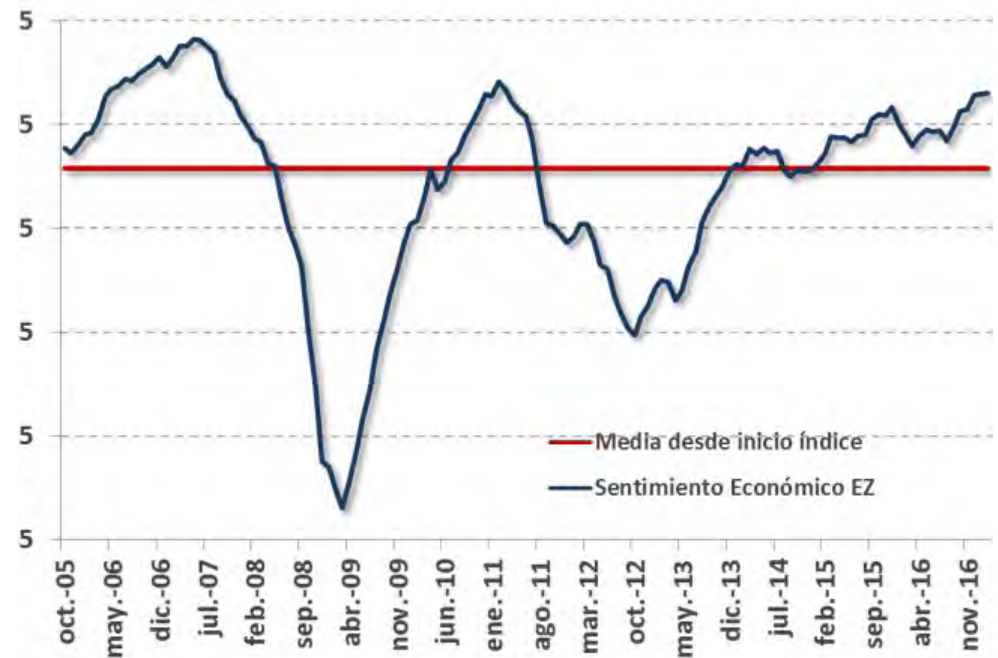
Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación europea siguen siendo significativos (euro depreciado desde un punto de vista fundamental; bajísimos tipos de interés; políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento; crudo todavía barato; sistema financiero con más ganas de dar crédito; fuertes ajustes de competitividad en países de la periferia...).

De hecho, la Eurozona consiguió un crecimiento notable en el último trimestre de 2016 y los datos más recientes (índices de confianza; PMIs; exportaciones; crecimiento del crédito...) apuntan a una aceleración adicional en el comienzo del presente ejercicio. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro alcanzando niveles del 9,6%.

El caso de Alemania es especialmente reseñable: el país logró crecer en 2016 al 1,8%, cifra que supera ampliamente el potencial de la economía; además, el comienzo de 2017 ha sido muy positivo, con datos macro que apuntan a una aceleración adicional de la actividad. Y todo esto en un contexto de mercado de trabajo en pleno empleo, con la tasa de paro en mínimos y las vacantes de puestos de trabajo creadas por las empresas en máximos.

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 generan incertidumbre, creemos que una victoria de Le Pen es muy poco probable y que, por tanto, el escenario político interno no supondrá un obstáculo insalvable para la recuperación de la economía francesa.

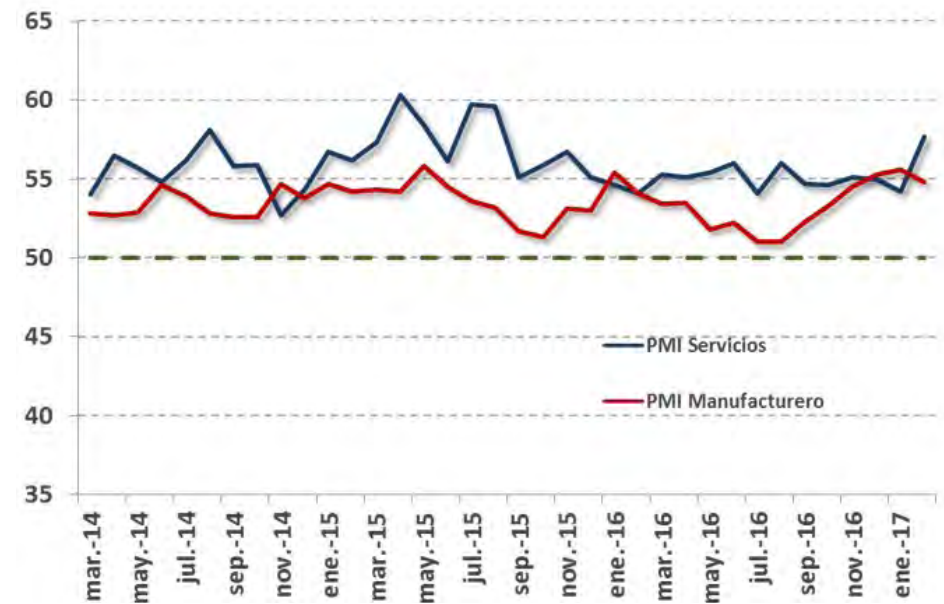
Pese a que la demanda interna continúa débil, incluso en Italia la situación parece estar mejorando: los indicadores de confianza y los PMIs están repuntando de forma más o menos apreciable y la producción industrial y las exportaciones también vienen sorprendiendo al alza gracias a la debilidad del euro. Al mismo tiempo es positivo que la situación política esté algo más estabilizada y que ahora mismo el escenario central parezca ser que no habrá elecciones anticipadas este año.

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. Y, en tercer lugar, porque las pérdidas que sufran los países comunitarios por el lado comercial como consecuencia del Brexit pueden verse compensadas (al menos en parte) por la atracción de nuevas inversiones procedentes de empresas (en especial del sector financiero) que quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose del acceso al mercado común.

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 inflación subyacente debería repuntar de forma progresiva a lo largo de 2017

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 a que este proceso ya está en marcha). Es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe un grado apreciable de capacidad ociosa, pero ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y tampoco es infinita: el paro, como se ha indicado, se sitúa ya en el 9,6%, ha bajado casi un punto en el último año y está básicamente a un punto de alcanzar el promedio histórico vigente antes de la crisis.

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).

En la reunión de marzo, el BCE reconoció una mejora del escenario macro para la Eurozona y señaló también que los riesgos ya no están sesgados a la baja. Como consecuencia de ello, y todavía de forma muy cuidadosa, el BCE se dio algún margen de flexibilidad para ir ajustando el forward guidance en los próximos meses, siempre que la inflación subyacente comience a repuntar y que los salarios muestren también un mejor comportamiento a medida que se sigan reduciendo los niveles de capacidad ociosa. En concreto, de las palabras de Draghi se desprende que, si el escenario lo permite, el próximo cambio en el forward guidance podría ser eliminar la referencia a la posibilidad de bajar tipos de interés en el próximo futuro.

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

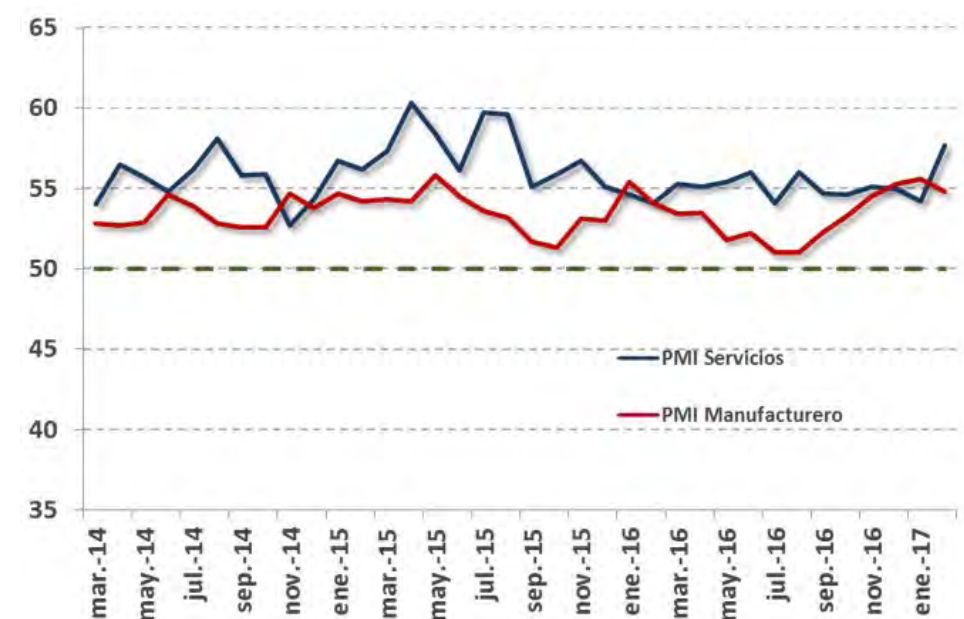
España continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de la debilidad del euro y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

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 ha obligado 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 cercanos al 3% durante 2017, incluso cuando se tienen en cuenta los efectos de una política fiscal algo contractiva durante el presente ejercicio.

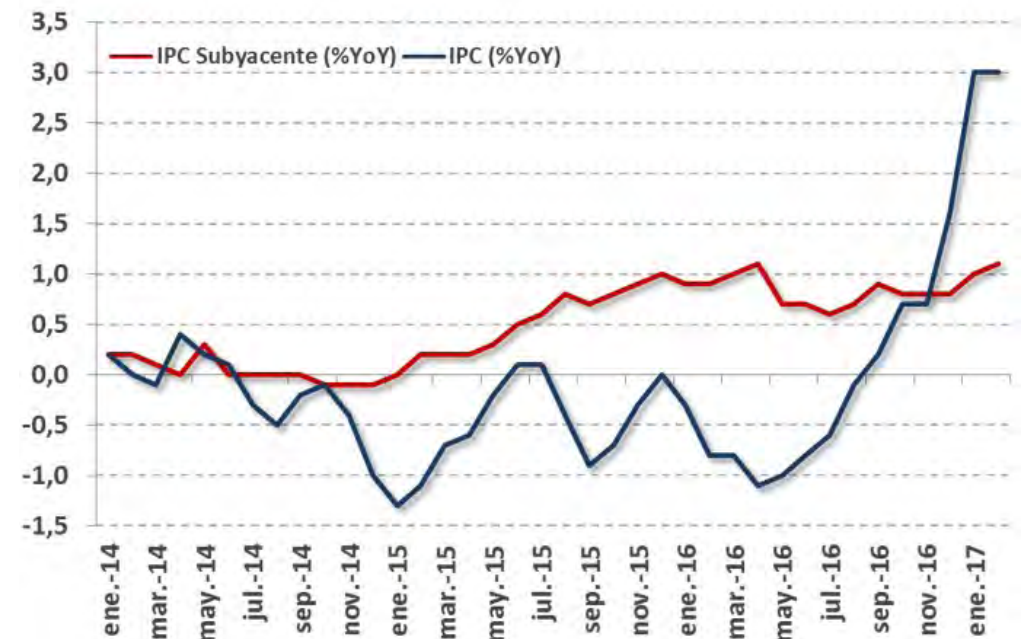
Una evolución como la comentada debería permitir una inflación subyacente suavemente al alza. De hecho, estos movimientos ya se están produciendo: la inflación general repuntó fuertemente en enero y febrero (3% YoY) y los precios subyacentes también vienen dando muestras de (moderada) aceleración: crecieron en enero un +1,1% YoY.

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...

De forma más inmediata, conviene que el país se tome en serio el cumplimiento de los objetivos de déficit durante 2017 ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE.

La inflación general tiende a aumentar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Reunido Unido

## Primeros signos de desaceleración tras el Brexit

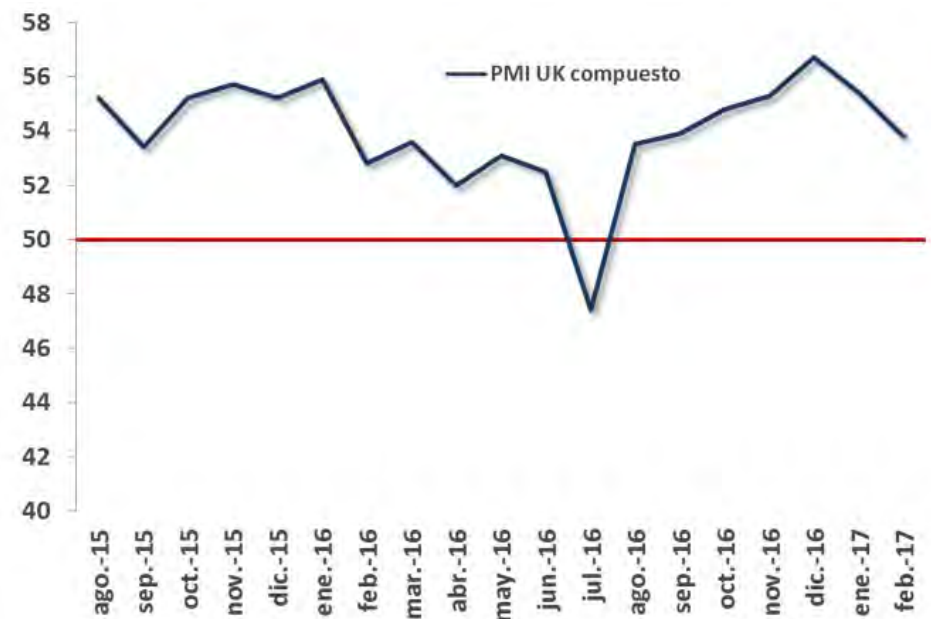
Aunque el comportamiento de la economía británica tras el Brexit ha venido siendo mejor de lo esperado, la información más reciente empieza a plantear algunas dudas. En efecto, y si bien es cierto que el sector manufacturero y las exportaciones continúan beneficiándose de la debilidad de la libra, los últimos datos de ventas minoristas y de confianza de los consumidores han mostrado lo que pueden ser los primeros indicios de debilidad en el consumo privado (en un contexto de elevada incertidumbre sobre el futuro de la economía británica y en que el aumento de la inflación asociado a la debilidad de la libra y al aumento del precio del crudo está empezando a tener un impacto negativo sobre el poder adquisitivo de las familias británicas).

De cara a los próximos trimestres, y dado el elevado grado de incertidumbre que caracteriza la situación actual en el Reino Unido, lo más probable es que tanto consumo como inversión presenten un comportamiento sólo moderado

(de hecho, la inversión ya viene mostrando un comportamiento mediocre en los últimos meses).

Desde un punto de vista de medio y largo plazo, la eventual salida de la UE plantea además retos muy significativos para el Reino Unido. Pese a la intención anunciada por May de apostar por un RU abierto al comercio mundial y por un acuerdo de libre comercio muy ambicioso con la UE, lo cierto es que el crecimiento potencial del país puede verse negativamente afectado por el abandono del mercado único europeo. Un buen ejemplo en este sentido es la posibilidad de que Londres pierda un poco de su atractivo como centro financiero internacional (varios bancos están anunciando ya su intención de mover parte de su actividad a otros países europeos para preservar el pasaporte comunitario). También es posible que el país pierda parte de su capacidad de seguir siendo uno de los destinos más atractivos para la inmigración cualificada global.

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 haya conseguido crecer a tasas positivas (y superiores a su

potencial) durante 4 trimestres consecutivos. La construcción lo está haciendo bien y las exportaciones se están beneficiando de la debilidad del yen y de la mejora del entorno internacional. Al mismo tiempo, la inversión empresarial repuntó en el último trimestre del año pasado y los indicadores de pedidos de maquinaria y de confianza empresarial (junto con el repunte de beneficios empresariales) auguran un comportamiento relativamente favorable de esta variable en los próximos trimestres. Incluso el consumo privado, que está viéndose perjudicado por la falta de dinamismo de los salarios, está dando mejores señales en el período reciente.

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 más que su 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% 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

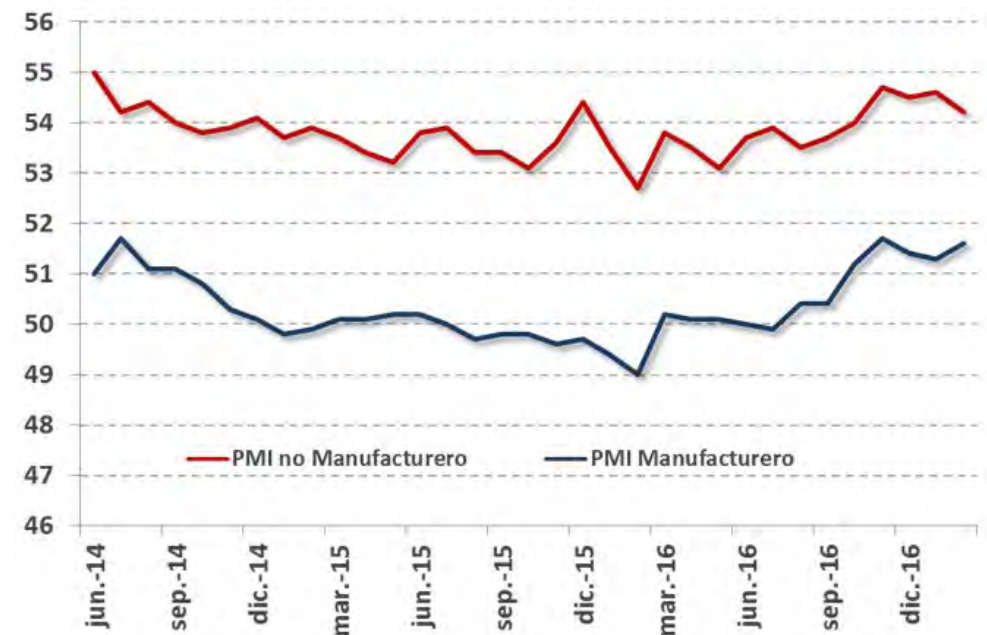
## China da señales de estabilización dentro de su proceso de desaceleración estructural

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.

Frente a los análisis muchas veces catastrofistas que se oyen sobre la economía china, los datos macro más recientes resultan tranquilizadores desde dos puntos de vista.

En primer lugar, porque la actividad viene sorprendiendo al alza (también en el sector manufacturero) 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; el consumo privado siguió ganando protagonismo frente a la inversión y las exportaciones; y, además, el crecimiento en manufacturas se basa cada vez más en los segmentos de mayor contenido tecnológico. 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 total del crédito se está moderando; y, 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 datos macro mejor de lo esperado y el moderado repunte en el IPC permiten al banco central reducir el grado de acomodación monetaria. Esta circunstancia, como se comentará más adelante, está ayudando a reducir las presiones depreciatorias sobre el yuan.

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 desapalancamiento ordenado de la economía. También viene adoptando medidas para reforzar la supervisión del sistema financiero, para evitar que el shadow banking se aproveche indebidamente de la posibilidad de hacer arbitraje regulatorio y para permitir un peso mayor de los recursos propios en la financiación empresarial (a través, por ejemplo, de swaps de deuda por equity). Los primeros resultados de esta nueva estrategia 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 política monetaria se vuelve menos acomodaticia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Las autoridades chinas, gracias a las medidas de control de capital, están consiguiendo mantener bajo control 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, y la ya mencionada reducción en el grado de acomodación monetaria, también están ayudando en este sentido.

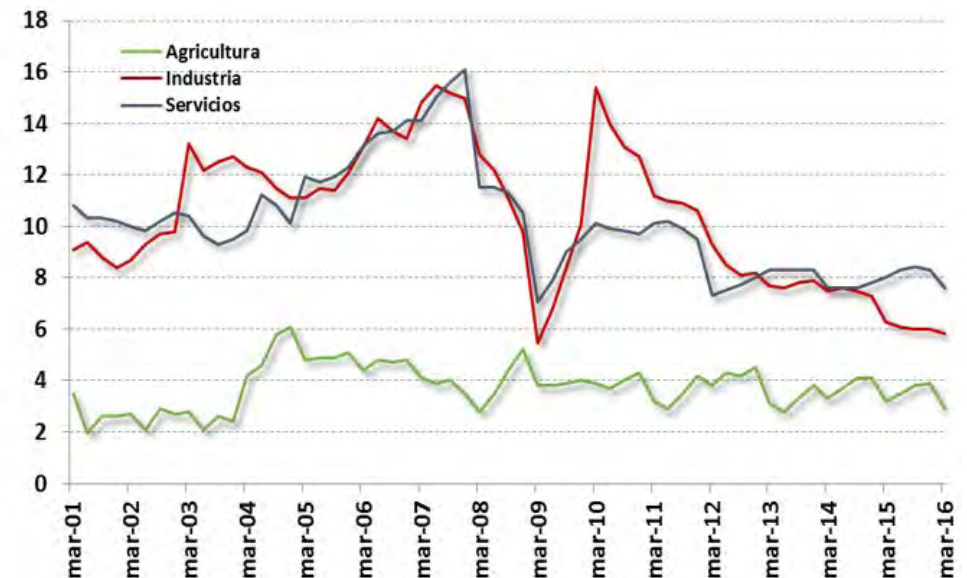
Desde una perspectiva fundamental, resulta difícil argumentar que China necesita devaluar agresivamente su divisa: por un lado, el superávit comercial del país continúa siendo relativamente elevado (con síntomas incluso de mejora en el período reciente, gracias a los signos de recuperación de la economía global); por otro, 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

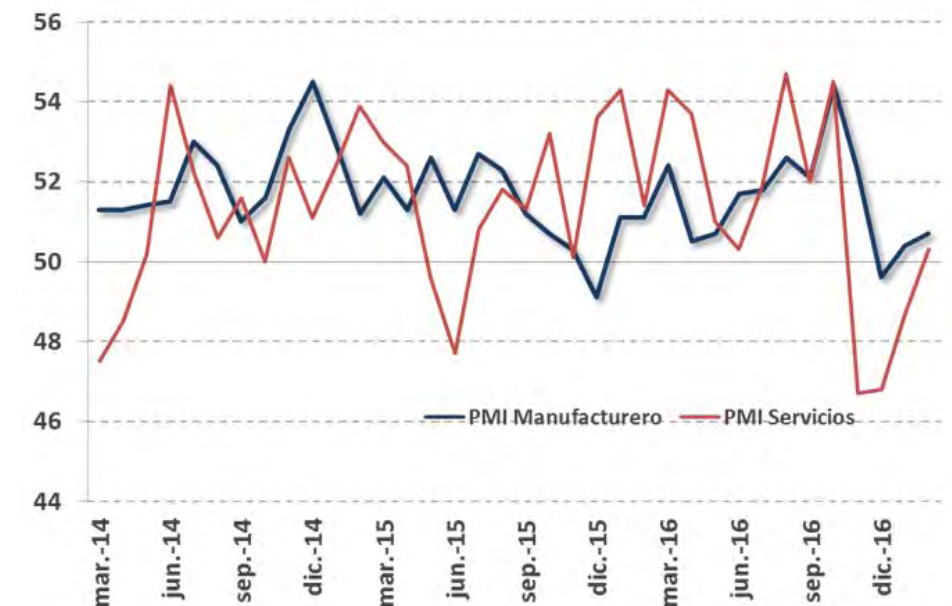
El impacto de la denominada desmonetización, aunque evidentemente negativo a corto plazo, parece estar disipándose rápidamente. Es cierto que el proceso ha generado incertidumbre y que muchos pagos (especialmente en áreas rurales y en la economía informal) se han visto seriamente dificultados. Sin embargo, 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; sector agrícola que se beneficia de una buena temporada de lluvias;

inversiones en infraestructuras dinámicas; exportaciones razonablemente positivas... 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 en algunos sectores.

El presupuesto público 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 expansiva de la política fiscal servirá para ayudar a compensar los efectos a corto plazo de la desmonetización. Al mismo tiempo, el presupuesto es lo suficientemente prudente como para no poner en riesgo la credibilidad del gobierno en materia de estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo (hay que recordar que los niveles de déficit y deuda son relativamente elevados en India).

PMI Manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

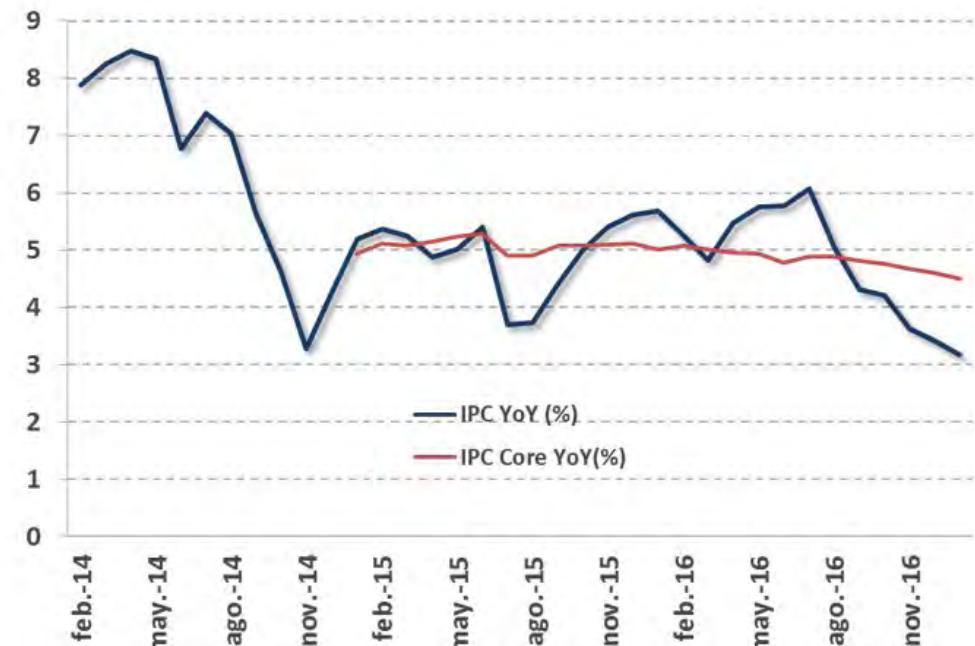
El banco central apuesta por la prudencia: decide mantener los tipos de interés constantes en su reunión de febrero y cambia el sesgo de la política monetaria a neutral desde acomodaticio. Hay que tener en cuenta que la inflación subyacente sigue relativamente alta; que las expectativas de inflación continúan siendo elevadas; que la recuperación del precio de las materias primas pondrá presión alcista sobre los precios en los próximos meses; y que, como se señaló antes, la desmonetización se ha traducido en un aumento de la liquidez en el sistema bancario y podría tener además sesgar al alza los precios agrícolas en la segunda mitad de año (la disrupción de pagos ha sido particularmente nociva para el sector primario, como ya se ha indicado). Por lo demás, y volviendo a lo que se decía más arriba, las perspectivas de crecimiento de la India son de hecho relativamente positivas y en este sentido hay pocas razones para defender una política monetaria acomodaticia.

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, pueden destacarse tres como especialmente importantes: continuidad en la limpieza de balances bancarios y en el desapalancamiento ordenado de los sectores corporativos más endeudados; mejora de la eficiencia del sistema impositivo, para permitir ingresos suficientes con los que financiar la inversión en infraestructuras y el gasto social (una mayor credibilidad fiscal ayudaría también a reducir la inversión obligatoria por parte del sector financiero en deuda pública, con efectos positivos sobre la capacidad de los bancos de proveer de crédito a la economía privada); y reformas en el mercado de trabajo, en el agrícola y en el mercado del suelo, ésta última para favorecer que la inversión en infraestructuras pueda tener lugar con menos obstáculos.

La inflación subyacente no ha seguido a la general



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

# Países Emergentes - Brasil

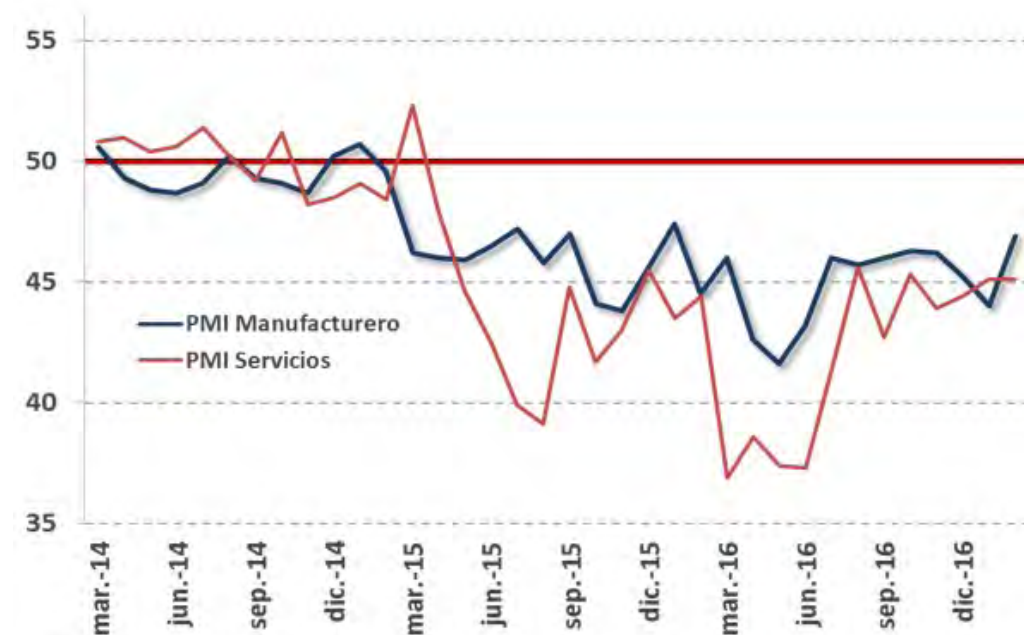
## Problemas estructurales pero con un gobierno cada vez más consciente de los mismos

Junto a los elevados niveles de corrupción, uno de los problemas estructurales que tiene Brasil desde es que el nivel de tipos reales de interés compatible con la estabilidad macroeconómica del país ha venido siendo muy elevado. Esto se debe probablemente a una mezcla de factores: credibilidad no perfecta del banco central; elevado grado de indiciación de la economía; líneas subvencionadas de crédito por parte de bancos públicos que han afectado al modo en que la política monetaria se trasmite a la economía real; falta de eficiencia en el funcionamiento de los mercados; falta de credibilidad en el diseño de la política fiscal...

La buena noticia es que las autoridades parecen cada vez más conscientes de la necesidad de cambiar el rumbo para mejorar la capacidad de crecimiento del país y reducir los costes de financiación de la economía. En el lado fiscal, una vez lograda la aprobación de

la regla de gasto, el gobierno está promoviendo la reforma del sistema de pensiones y está presionando también para que los estados tomen medidas para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de sus finanzas públicas. Junto con esto, se están promoviendo también reformas de carácter “microeconómico”: 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 actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Además, y aunque a corto plazo la actividad se sigue viendo restringida por el elevado endeudamiento de familias y empresas y por la necesidad de controlar el déficit público, el escenario central para el presente ejercicio es de un crecimiento ligeramente positivo, con un sector exterior que se beneficia de la debilidad del real y de la recuperación del precio de las materias primas y con unos indicadores de sentimiento que vienen mostrando una tímida recuperación.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Problemas estructurales pero con un gobierno cada vez más consciente de los mismos

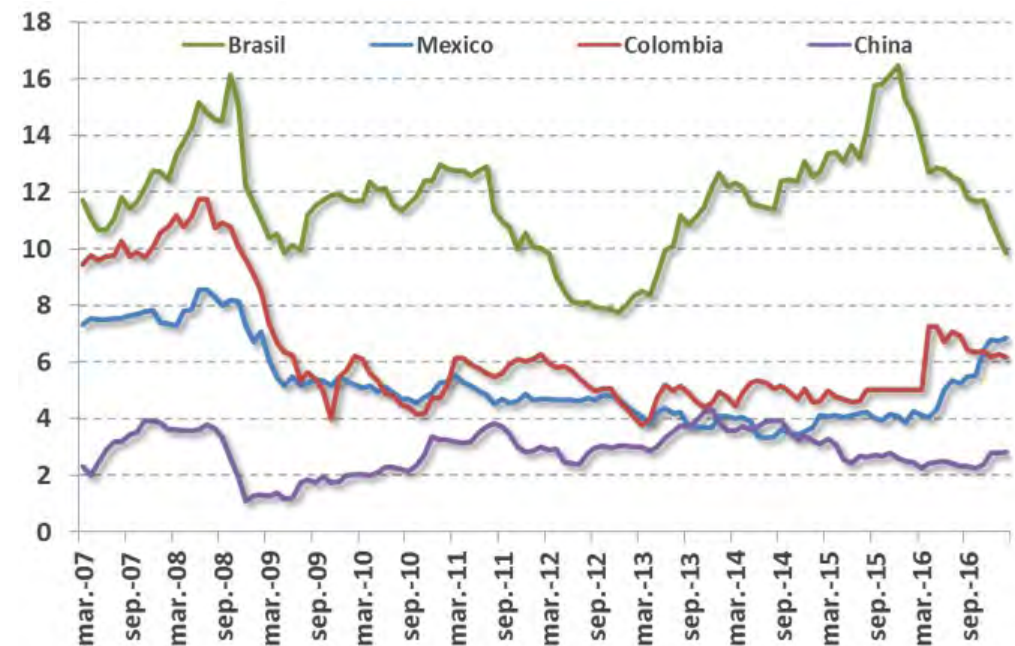
La moderación de precios, unida a la mejora de las expectativas de inflación y a los altos niveles de capacidad ociosa, está permitiendo a la autoridad monetaria aumentar el ritmo de reducción de tipos de interés: los tipos volvieron a reducirse en 75pb en febrero y no es imposible que lo hagan 100 pb en la próxima reunión.

En línea con lo comentado más arriba, es importante que las autoridades continúen redoblando esfuerzos encaminados a reducir los tipos de interés reales que la economía necesita para garantizar la estabilidad macroeconómica.

En el lado fiscal, esto implicará trazar una senda creíble de mejora del saldo primario que incluya también medidas adicionales de control presupuestario por parte de los estados.

En cuanto a reformas, será preciso continuar dando pasos para mejorar la eficiencia de los mercados de productos y factores, para reducir el grado de indiciación de la economía y para acabar de una vez por todas con las líneas de financiación privilegiada que han venido siendo una constante en el país durante demasiados años. Si se consiguen progresos adicionales en todas estas materias, es posible concebir la generación de un ciclo virtuoso en la economía brasileña, que permita al banco central reducir de un modo agresivo los tipos de interés, con efectos potencialmente muy positivos sobre el crecimiento y la generación de empleo. Es muy significativo que en su última reunión el banco central se refiriera explícitamente a la conveniencia de que las autoridades progresen en todas las medidas indicadas para permitir una reducción significativa de los tipos de interés “estructurales” que soporta la economía.

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



# Países Emergentes - Rusia

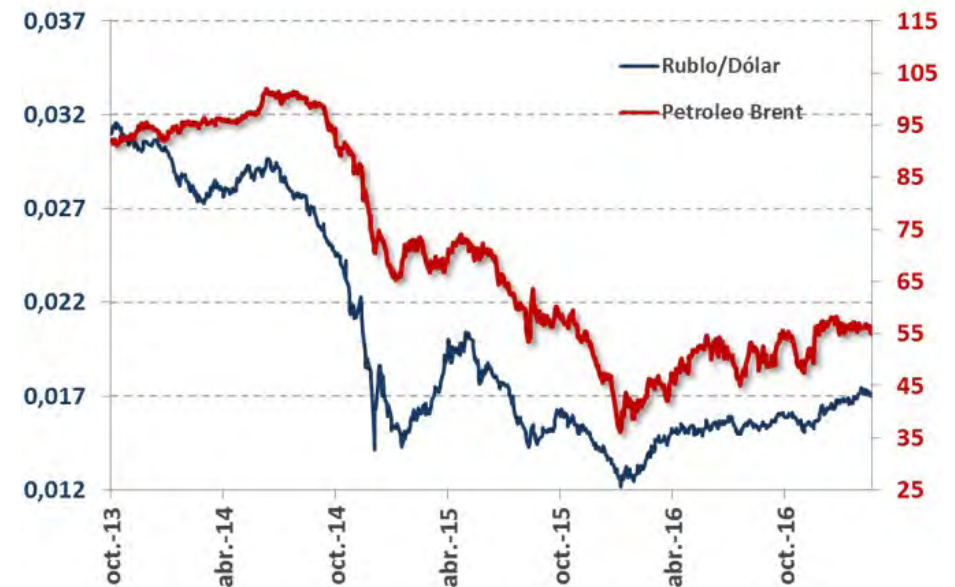
## La victoria de Trump y la estabilización del crudo, favorables para Rusia

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 (con leves mejoras incluso en el consumo privado, que se había venido mostrando muy débil); 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 ha contribuido a una moderación significativa de la inflación y a un relativo fortalecimiento del rublo. En todo caso, 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 decisión del gobierno de comprar divisas para aumentar las reservas podría tener algún impacto inflacionista por la vía de debilitar el rublo.

Rusia se enfrenta a retos significativos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

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

Mirando hacia adelante, y aparte de 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 (situación que en todo caso se antoja complicada, teniendo en cuenta los problemas en Ucrania y las acusaciones de espionaje informático que está recibiendo el país). Además, sería fundamental que el gobierno llevara a cabo reformas tendentes a mejorar el clima inversor, a aumentar el crecimiento potencial y a reducir tanto la dependencia del crudo como la excesiva presencia del sector público en la economía. También sería positivo que el banco central prosiguiera con su labor de limpieza de los balances del sector financiero, proceso éste en todo caso que se encuentra relativamente avanzado.

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

#### Síguenos en:

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

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

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

