



Newsletter Económico Mensual

Abril 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton

Audit · Tax · Legal · Advisory



Comentario del mes

Durante los dos últimos meses una parte del mercado financiero intenta poner en duda la sostenibilidad del proceso de reflación global y, por tanto, del movimiento al alza en los tipos a largo plazo. Los argumentos para justificar esta posición son básicamente los siguientes: Trump no ha conseguido sacar adelante la reforma sanitaria y eso retrasará las medidas de impulso económico que, según muchos, eran la causa fundamental para justificar el denominado reflation trade; el primer trimestre en EEUU va a volver a ser relativamente débil en términos de crecimiento, con un consumo privado que estaría mostrando síntomas de agotamiento y con una producción industrial también decepcionante; la falta de pulso de la inflación subyacente en el Área euro es una muestra de que el BCE todavía va a seguir manteniendo el pie en el acelerador por un largo período de tiempo; el precio del petróleo parece no tener mucho margen de subida adicional y eso restará impulso a la inflación general en los próximos meses...

En nuestra opinión, sin embargo, existen razones sólidas para pensar que más bien nos encontramos en un momento de pausa y que los tipos a largo plazo tienen ante sí un recorrido al alza todavía significativo (de al menos 100 puntos básicos en un período de 6-12 meses). Veamos por qué:

La debilidad del consumo americano en el primer trimestre se debe sobre todo a factores temporales: la caída de gasto energético por temperaturas anormalmente altas en febrero y la cierta pausa en la venta de coches tras las cifras espectaculares que se alcanzaron el pasado diciembre. De hecho, todos los fundamentos que tradicionalmente han explicado el comportamiento del consumo privado en EEUU apuntan a una continuidad en los próximos trimestres del buen comportamiento de esta variable durante la segunda mitad de 2016, donde alcanzó tasas de crecimiento superiores al 3%.

Los datos aparentemente decepcionantes en producción industrial tampoco son un preludio de debilidad: se ha producido, como en el caso del consumo, por el menor gasto energético. De hecho, la producción manufacturera (que se ve menos afectada por factores climáticos y es por tanto mejor señal cíclica) viene mostrando una clara recuperación en los últimos meses.

Por tanto, la aparente asimetría entre datos de confianza sólidos y datos de actividad real relativamente débiles no es del todo cierta. De hecho el principal dato de actividad real que existe (y que se mide mucho mejor que el PIB), que es la creación de empleo, ha sido muy fuerte en los últimos meses.

El sector inmobiliario americano está dando señales de creciente fortaleza y, dado el bajo nivel de inventarios de viviendas vacías, tiene todavía mucho margen de expansión adicional.

La inversión corporativa también está dando mejores señales, en un contexto en que (a diferencia de lo ocurrido en los últimos 2 años) el sector energético ya no ejerce una influencia negativa sobre esta variable.

Visto todo lo anterior, y sin necesidad de las políticas expansivas de Trump, el escenario más probable para la economía americana es el de un crecimiento ligeramente por encima del potencial, en un contexto en que el país ya se encuentra en práctico pleno empleo. Este escenario, a su vez, es compatible con una trayectoria moderadamente alcista tanto en salarios como en precios subyacentes (aunque en ocasiones los movimientos de la inflación general asociados al precio del crudo hacen perder la perspectiva lo cierto es que cuando uno observa lo que ha pasado en EEUU en los últimos dos años se ve claramente que esta tendencia moderada al alza en salarios y precios subyacentes ya lleva estando vigente durante bastante tiempo).

En nuestra opinión, por tanto, la mejor forma de entender el efecto de las posibles políticas expansivas de Trump no es considerarlas la base del escenario de reflación en EEUU sino pensar en ellas más bien como un riesgo al alza para ese escenario.

En efecto, una economía en pleno empleo y que ya crece por encima del potencial no necesita políticas fiscales expansivas pues lo que tenderá a suceder es que éstas se traducirán en subidas excesivas de la inflación. Y, por supuesto, tampoco necesita políticas proteccionistas ni anti-inmigración, porque ambas suponen retirar oferta en un contexto en que la demanda ya está metiendo presión y la consecuencia de ello volverían a ser más tensiones de precios.

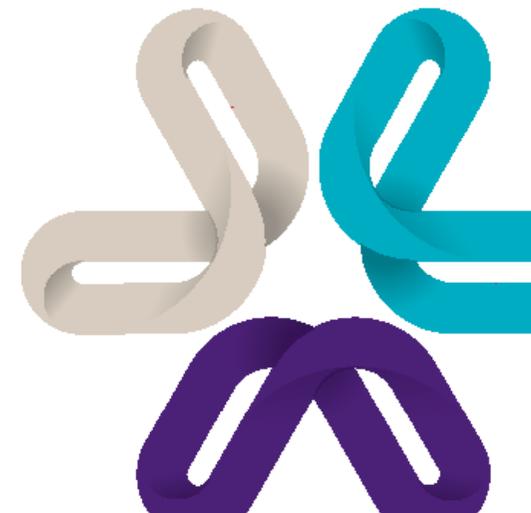
Los análisis que se suelen escuchar sobre el Área euro también son discutibles. Básicamente se puede resumir en: como todavía la inflación subyacente no repunta el mercado interpreta que tampoco lo hará en el futuro y que eso resta margen de subida a unos tipos a largo plazo que están en niveles ridículamente bajos.

Creemos que proyectar a largo plazo lo que ha sido el comportamiento de la inflación subyacente en los últimos 12 meses tiene poca justificación. Es evidente que el hecho de que en la Eurozona exista todavía capacidad ociosa ha supuesto un lastre para el comportamiento de los precios subyacentes. Pero, para tratar de anticipar cuál va a ser el comportamiento de éstos últimos a medio plazo, lo importante es precisamente tratar de entender cuál va a ser la evolución de la capacidad ociosa en los próximos 12-18 meses. Y cuando uno hace esto las conclusiones que se extraen son bastante interesantes.

El paro de la Eurozona en febrero fue del 9,5%, sólo un punto por encima del desempleo promedio del área antes de la crisis financiera internacional. ¿Qué quiere decir esto? Pues que, teniendo en cuenta que el Área euro fue capaz de reducir el paro en alrededor de un punto porcentual en los últimos 12 meses, simplemente manteniendo el ritmo de creación de empleo de los últimos 12 meses, podría alcanzar su nivel de

paro de equilibrio en la primera mitad de 2018 (y eso sin tener en cuenta que los síntomas de aceleración que viene mostrando Europa en el período reciente hacen factible una reducción del paro aún más rápida). Así las cosas, creemos que quienes proyectan tipos bajos durante mucho tiempo para el Área euro olvidan que los precios subyacentes tienden a acelerar en economías que, como la de la Eurozona, crecen muy por encima de su potencial, reducen a buen ritmo sus niveles de capacidad ociosa y que, además y a diferencia de Japón, han conseguido evitar un desanclaje excesivo de las expectativas de inflación.

A modo de resumen, y volviendo otra vez al principio, creemos que hay razones para pensar que los tipos a largo plazo pueden retomar pronto su senda alcista, en un contexto en que los datos macro americanos deberían ir confirmando el buen desempeño de esta economía, en que los resultados de las elecciones francesas deberían confirmar el repliegue del populismo y en el que, también, la inflación subyacente europea debería repuntar ya en el mes de abril (aunque sólo sea por el efecto base del cambio de fecha de la celebración de la Semana Santa).



Estados Unidos

La economía americana presenta buenas perspectivas

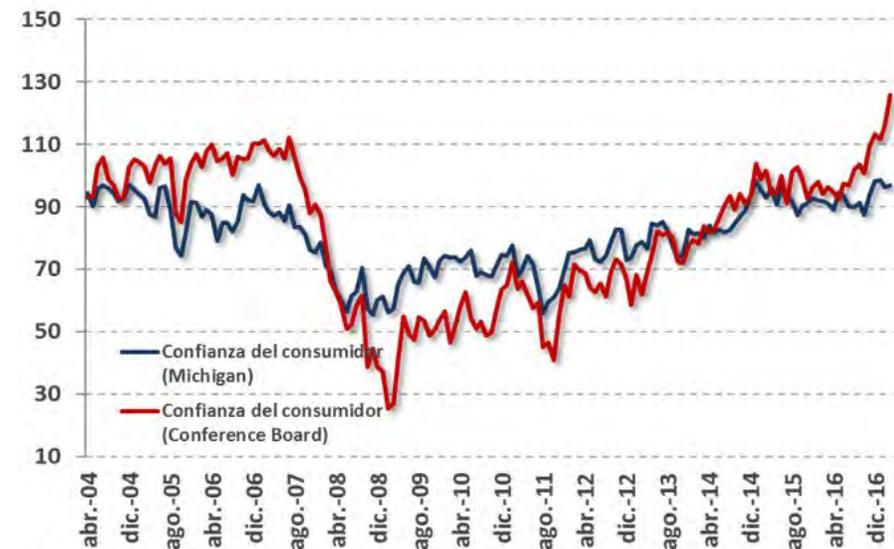
Pese a que el crecimiento durante el primer trimestre se ha visto sesgado a la baja por factores de carácter temporal, el mercado de trabajo permanece fuerte y los índices adelantados apuntan a un desempeño económico favorable durante el conjunto del ejercicio.

El consumo privado (principal componente del PIB) ha mostrado un comportamiento moderado durante el primer trimestre del año. Sin embargo, las perspectivas para el conjunto del ejercicio son mucho más positivas. En primer lugar, porque la aparente debilidad en el comienzo de 2017 se debe a factores temporales como las relativamente altas temperaturas (que reducen el gasto energético de las familias) y una cierta pausa en las ventas de coches, tras los excelentes resultados de diciembre.

En segundo lugar, porque los fundamentos que tradicionalmente han explicado el comportamiento del consumo son actualmente robustos: buena situación de balance de las familias; mercado de trabajo fuerte; crecimiento relativamente favorable de la renta disponible; niveles muy elevados de confianza...

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 duraderos también han sido favorables). Mirando hacia adelante, 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,

Confianza de los consumidores rebota fuertemente



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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).

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.

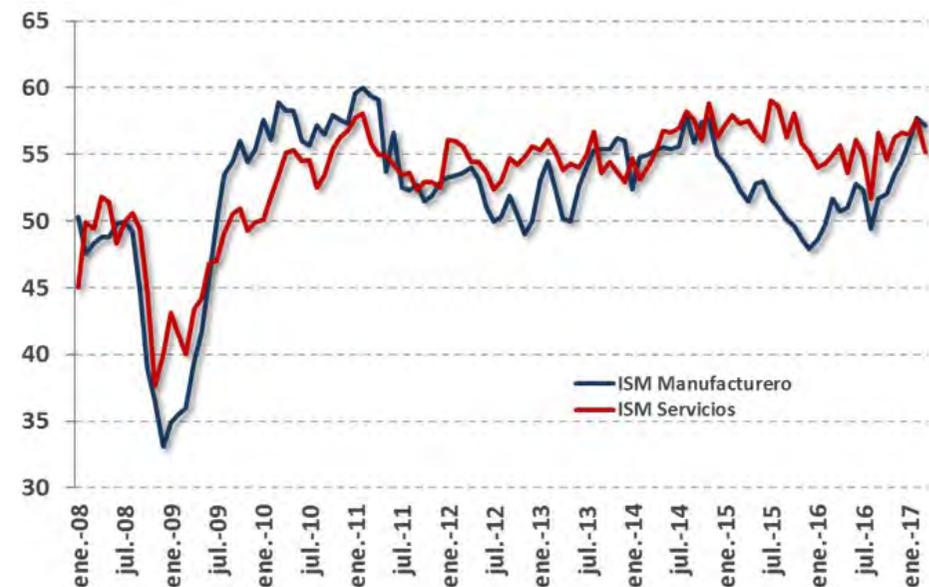
La estabilización del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento menos negativo del sector exterior americano.

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

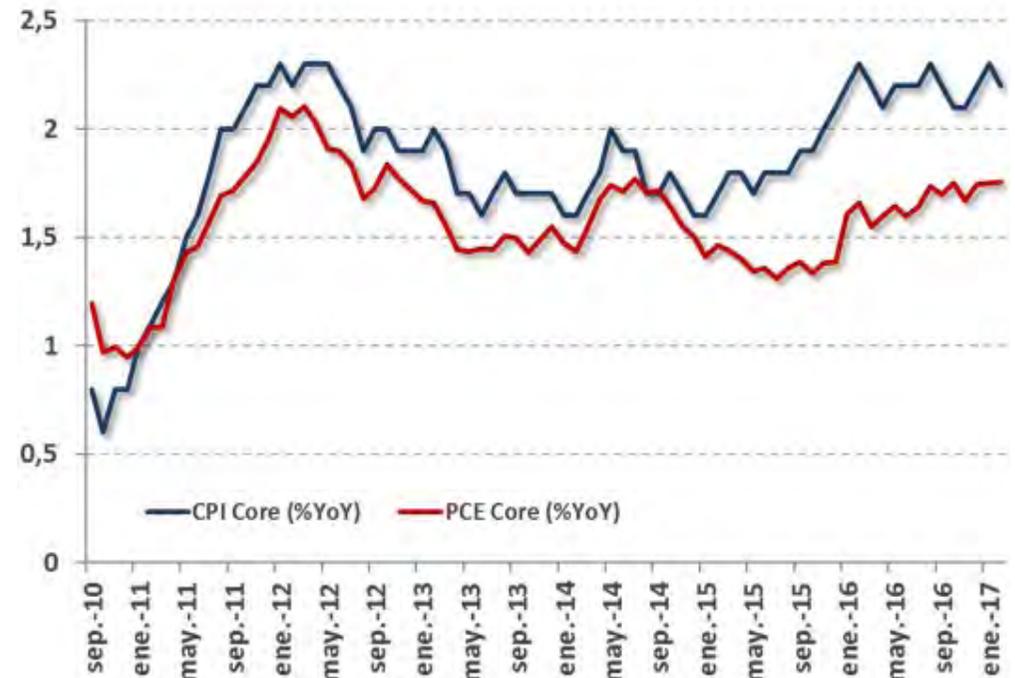
En un contexto de pleno empleo las políticas de Trump pueden ser claramente inflacionistas

La inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2% de la FED y está además en trayectoria ascendente. En febrero, el core CPI se situó en el +2,2% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,8%. Además, la recuperación del precio del crudo está permitiendo un repunte apreciable del IPC general (2,7% YoY).

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, continuando un proceso que de hecho ya se ha iniciado hace un cierto tiempo.

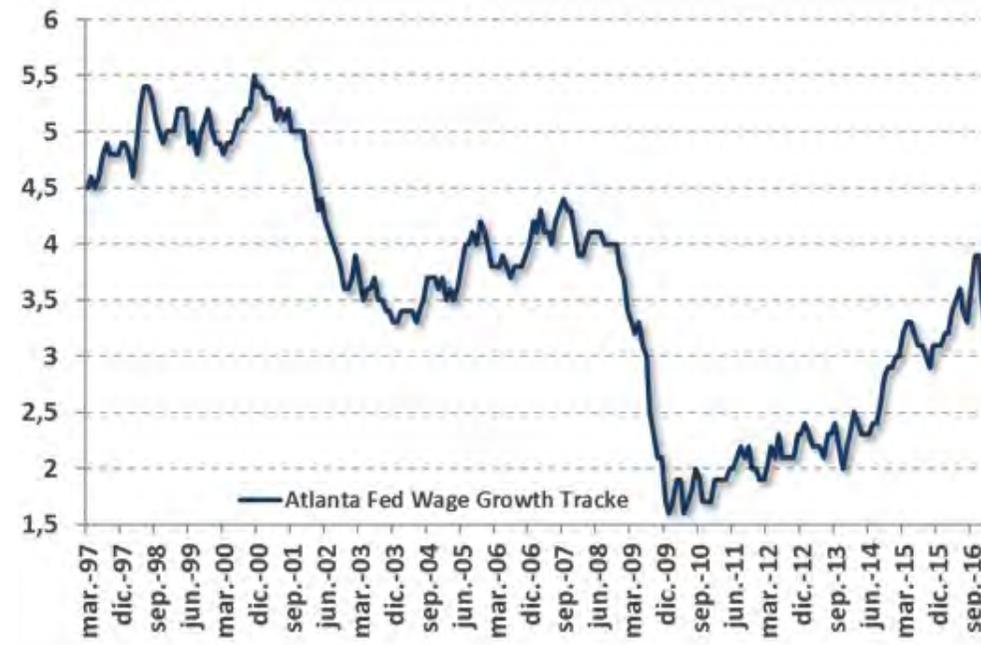
Inflación subyacente cercana al objetivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Aparte de todo lo dicho hasta aquí, hay que tener en cuenta que una política fiscal expansiva como la que pretende hacer Trump, en un contexto en que la economía americana está ya en pleno empleo, tiene el potencial de ser bastante inflacionista. Las políticas proteccionistas y de mayor control de la inmigración, a pesar de ser negativas para el crecimiento a largo plazo, también tenderían a aumentar las tensiones de precios.

Salarios llevan acelerando ya bastante tiempo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La Fed podría comenzar a reducir balance antes de que acabe el año

Dada la buena situación de la economía y los progresos en desempleo e inflación, la Fed mantiene sus planes de llevar a cabo subidas graduales de tipos en los próximos meses. En todo caso, la actitud de la Reserva Federal puede seguir calificándose como prudente: continúa previendo sólo tres subidas en el conjunto de 2017 y sólo otras tres en 2018. En 2019 el Fed funds rate se elevaría 3%. Según la Fed, esta trayectoria en los tipos de interés permitirá mantener un tono acomodaticio en su política monetaria durante todavía un cierto período de tiempo (hay que recordar en este sentido que la reserva federal considera que, a día de hoy, el tipo neutral se sitúa alrededor del 2% y que tenderá al 3% en los próximos 2 años; cuando uno compara estas cifras con la trayectoria de tipos anunciada por la Fed, se ve que ésta permanece un poco por debajo de lo que sería una política monetaria puramente neutral).

¿Qué puede concluirse de esta actitud? Que la Fed quiere maximizar la probabilidad de que la Fed alcance de forma sostenible el objetivo del 2%, aunque eso implique quedarse un poco detrás de la curva y permitir que durante un cierto tiempo la inflación supere el mencionado nivel del 2% (en este sentido, la Fed viene insistiendo en que ese objetivo es simétrico y no es en absoluto un límite máximo).

Al mismo tiempo, la Fed es consciente de que ha cumplido sus objetivos y que, por tanto, quedarse demasiado detrás de la curva podría acabar generando riesgos de sobrecalentamiento. Quizás por ello las actas de marzo dejaron claro que una mayoría de miembros del FOMC estaría de acuerdo con empezar a reducir balance ya en este ejercicio. Esto debería quitar presión a la baja a los tipos a largo plazo y contribuir a un apuntamiento de las curvas.

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, y aunque el Brexit y los procesos electorales en varios países generan incertidumbre, la economía de la Eurozona vuelve a dar señales de aceleración en el primer trimestre de 2017: índices de confianza sólidos; PMIs en máximos de varios años (y con una fortaleza que se extiende cada vez a un mayor número de países); índice Eurocoin de actividad también señalando aceleración; exportaciones repuntando; crecimiento del crédito... 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 (IFO en máximos de 6 años, PMIs fuertes, desempleo en mínimos históricos...) que apuntan a una aceleración adicional de la actividad.

Francia también está mostrando cifras relativamente favorables en el período reciente: la actividad económica parece estar acelerando ligeramente, con unos PMIs fuertes, con unos indicadores de sentimiento en niveles relativamente sólidos y con un mercado de trabajo con claros síntomas de mejoría.

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.

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. También es positivo que la situación política esté algo más estabilizada (a día de hoy no parece que vaya a haber elecciones anticipadas este año).

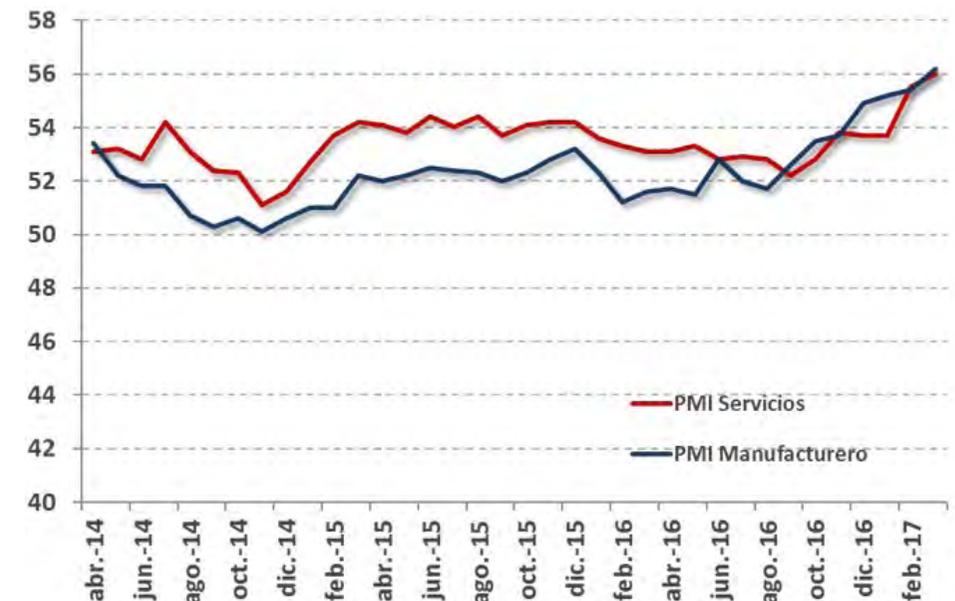
En sentido negativo, la activación del artículo 50 por parte del RU nos recuerda que el Brexit seguirá creando ruido durante todavía mucho tiempo.

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

En primer lugar, porque en el corto plazo se ha logrado evitar un escenario general de pérdida de confianza que sí podría haber llegado a ser muy problemático. En segundo lugar, porque la respuesta de unidad dada por los líderes comunitarios también reduce la probabilidad de que el caso británico vaya a animar a otros países a emprender el mismo camino. Y, en tercer lugar, porque las pérdidas que sufran los países comunitarios por el lado comercial como consecuencia del Brexit pueden verse compensadas (al menos en parte) por la atracción de nuevas inversiones procedentes de empresas (en especial del sector financiero) que quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose de un acceso privilegiado al mercado único.

En cuanto a las elecciones que todavía quedan por delante este año, vemos poco probable que los resultados vayan a ser disruptivos (ni en Francia ni, mucho menos, en Alemania).

Los PMI continúan repuntando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

La inflación subyacente cayó en marzo por el cambio de fecha en la celebración de la Semana Santa. Sin embargo, y mirando hacia adelante, un escenario macro como el descrito hasta aquí debería conducir a una aceleración progresiva de los precios subyacentes en los próximos 12 meses (el repunte que se viene observando en los componentes de precios de los PMIs es un buen indicio en este sentido). 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 9,5%, 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 por encima del potencial se va a seguir produciendo en un contexto de paro muy reducido (el output gap es de hecho positivo), lo que debería provocar una aceleración progresiva de los salarios.

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, a medida que la progresiva reducción de la capacidad ociosa se vaya traduciendo en un cierto repunte de salarios y de inflación subyacente. En concreto, de las palabras de Draghi se desprende que, si el escenario lo permite, el próximo cambio en el forward guidance (quizás en junio, una vez que hayan pasado las elecciones francesas) podría ser eliminar la referencia a la posibilidad de bajar tipos de interés en el próximo futuro.

Las expectativas de inflación vienen mejorando



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

España sigue en cifras muy positivas

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

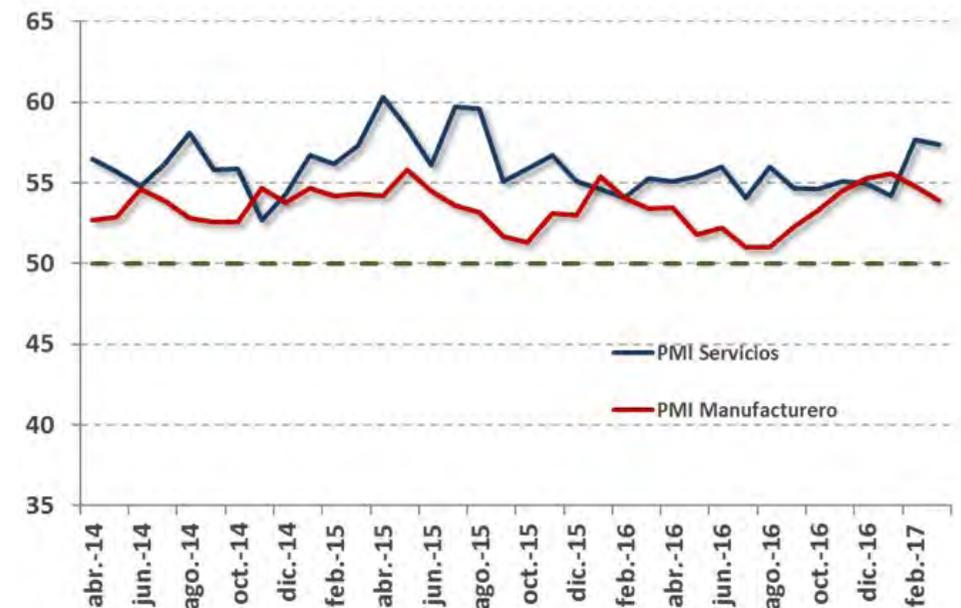
Los datos macro continúan siendo muy favorables, con la economía dando incluso muestras de ligera aceleración en los últimos meses: los datos de confianza están en niveles elevados; el empleo sigue muy fuerte; la producción industrial y las exportaciones vienen también dando sorpresas positivas; los 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.

Así las cosas, el crecimiento del PIB durante el primer trimestre podría volver a situarse por encima del 3% anualizado.

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).

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.

PMI manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España no debe olvidar los retos a largo plazo

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.

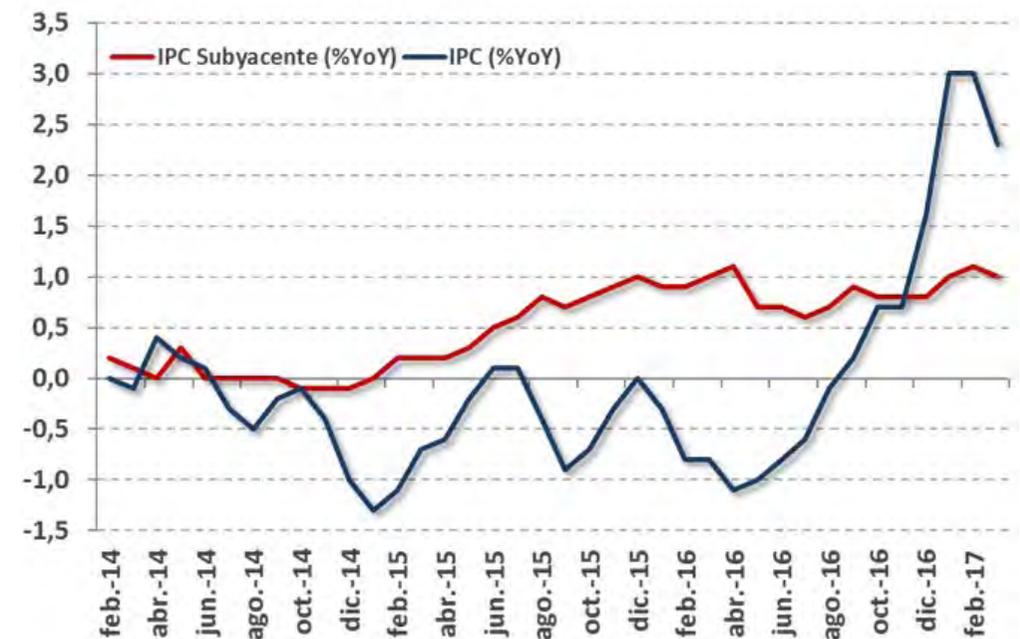
Una evolución como la comentada debería permitir una inflación subyacente suavemente al alza. De hecho, estos movimientos ya se están produciendo: la inflación general repuntó fuertemente en enero y febrero (3% YoY) y los precios subyacentes también vienen dando muestras de [moderada] aceleración: crecieron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

El escenario macro para España también es compatible con una muy progresiva aceleración de los salarios.

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; y 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

El comportamiento de la economía sigue siendo relativamente positivo

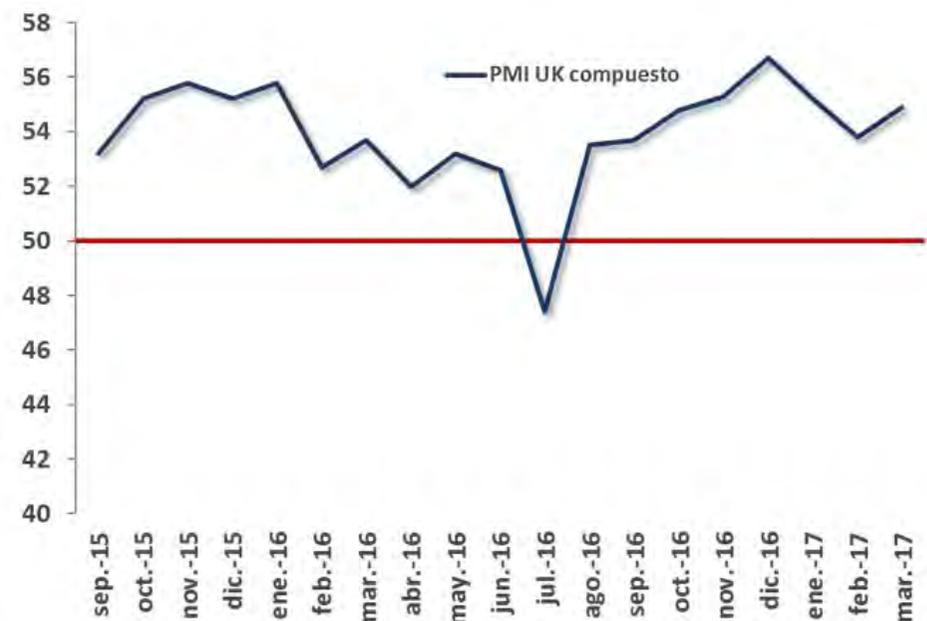
Con sorpresas al alza y a la baja, el comportamiento de la economía continúa siendo relativamente positivo: el sector exterior se beneficia de la debilidad de la libra y el consumo privado muestra también un grado significativo de fortaleza.

En un sentido menos optimista, y como consecuencia del elevado grado de incertidumbre que caracteriza la situación actual en el Reino Unido, la inversión continúa presentando un comportamiento muy moderado.

También hay que tener en cuenta que la subida de la inflación, asociada a la debilidad de la libra y a la situación de práctico pleno empleo en que se encuentra la economía, restará margen de maniobra al BOE en los próximos trimestres (en su última reunión, de hecho, uno de sus miembros votó a favor de subir los tipos de interés).

En todo caso, los retos principales que hoy tiene planteados la economía británica son más de medio y largo plazo. 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 la capacidad del país de seguir siendo un destino atractivo para la inmigración cualificada global quede afectada por su decisión de abandonar el proyecto europeo.

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 el comportamiento a corto plazo de la economía japonesa no es una labor especialmente cómoda.

En primer lugar, porque la calidad de las estadísticas no es demasiado buena (de hecho, el gobierno ha puesto en marcha un plan de mejora de las mismas). En segundo lugar, y más importante, porque los análisis que se hacen sobre el país suelen confundir de manera sistemática los factores cíclicos con los estructurales. En efecto, es importante entender que Japón es un país que, por estar perdiendo población y no tener casi inmigración, tiene un potencial de crecimiento muy bajo (probablemente 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, con buenas perspectivas también para los primeros tres meses del presente ejercicio: las exportaciones y la industria se benefician de la debilidad del yen y de la mejora del entorno internacional; la inversión empresarial está dando muestras de un cierto repunte (con el Tankan mostrando aumentos en la tasa de utilización de la capacidad productiva, lo que apuntaría a un buen comportamiento de la inversión en los próximos trimestres); y el consumo privado también parece mejorar progresivamente, en un contexto de sensible mejora de los índices de sentimiento.

Es previsible que la política fiscal continúe expansiva y eso (unido a unas condiciones monetarias 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 2,8% y jobs/applicants ratio de 1,43) deberían acabar favoreciendo un mejor comportamiento de salarios y, con ello, un repunte progresivo de la inflación (de hecho, los componentes de precios de los PMIs y del Tankan están mejorando y los precios de producción de servicios muestran también algún síntoma de repunte). 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%. Creemos que el BOJ esperará a que se confirme un cierto repunte de la inflación antes de modificar de nuevo su política monetaria.

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. También se deben tomar medidas adicionales para promover la inversión extranjera directa en el país, como medio para impulsar la productividad.

Los precios ex energía y alimentos no señalan deflación



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Países Emergentes - China

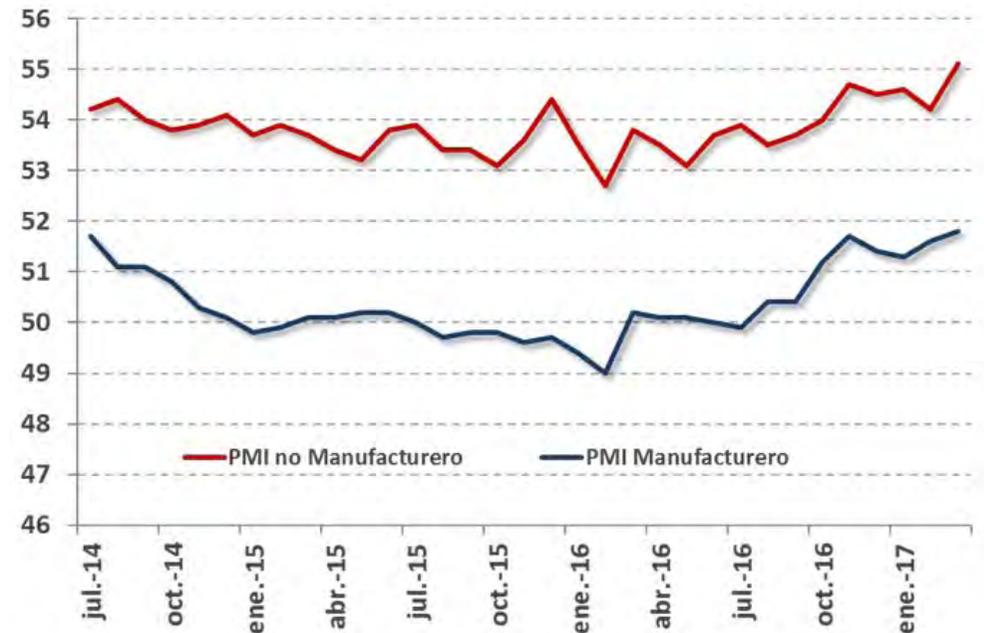
Los datos macro siguen siendo tranquilizadores

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 de corto plazo continúan siendo tranquilizadores.

En primer lugar, porque la actividad viene sorprendiendo al alza (PMIs en máximos de varios años, síntomas de recuperación en la inversión privada, mercado laboral robusto e índices de sentimiento en niveles sólidos), lo que aleja el riesgo de desaceleración abrupta a corto plazo. En segundo lugar, porque los datos muestran que China está siendo capaz de avanzar en su proceso de transformación estructural, con un sector servicios cada vez más protagonista, con un consumo privado robusto y con una industria que consigue elevar su nivel tecnológico. Dicho lo anterior, y como riesgo a seguir monitorizando, el crecimiento de la deuda corporativa continúa siendo elevado. Aún así, también aquí las noticias mejoran un poco: primero, porque el crecimiento total del crédito parece moderarse un tanto en el período reciente; segundo, porque 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 y sobrecapacidad.

Los PMIs apuntan a un desempeño macro positivo



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

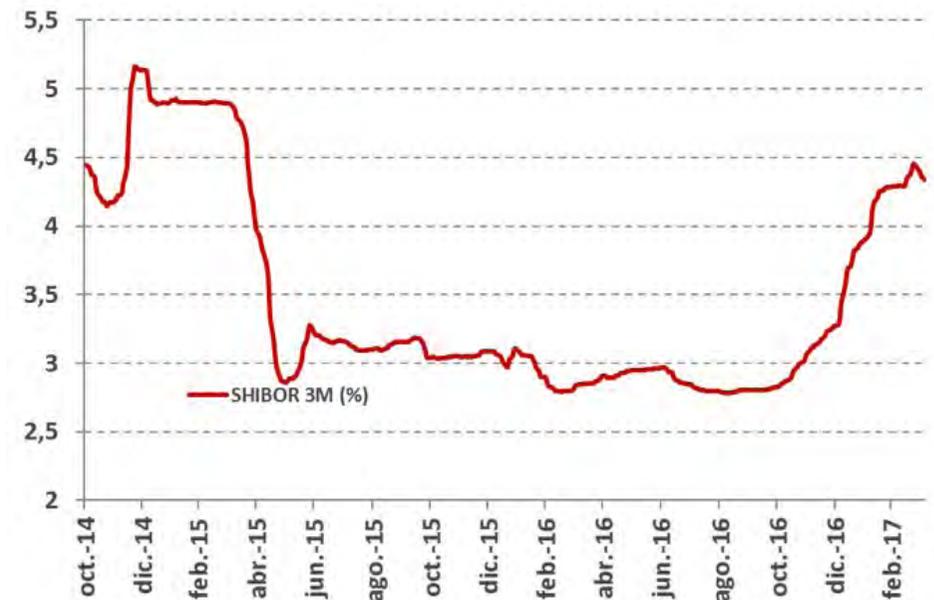
La mejora del escenario permite una política monetaria menos acomodaticia

Los datos macro mejor de lo esperado y el moderado repunte en el IPC permiten al banco central continuar reduciendo el grado de acomodación monetaria. Esta circunstancia 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. Así, por ejemplo, se vienen 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). Al mismo tiempo, el PBOC está permitiendo un cierto tensionamiento de la liquidez en el mercado monetario para reducir los incentivos a realizar compras de activos financieros muy apalancadas y con demasiada transformación de plazos. 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

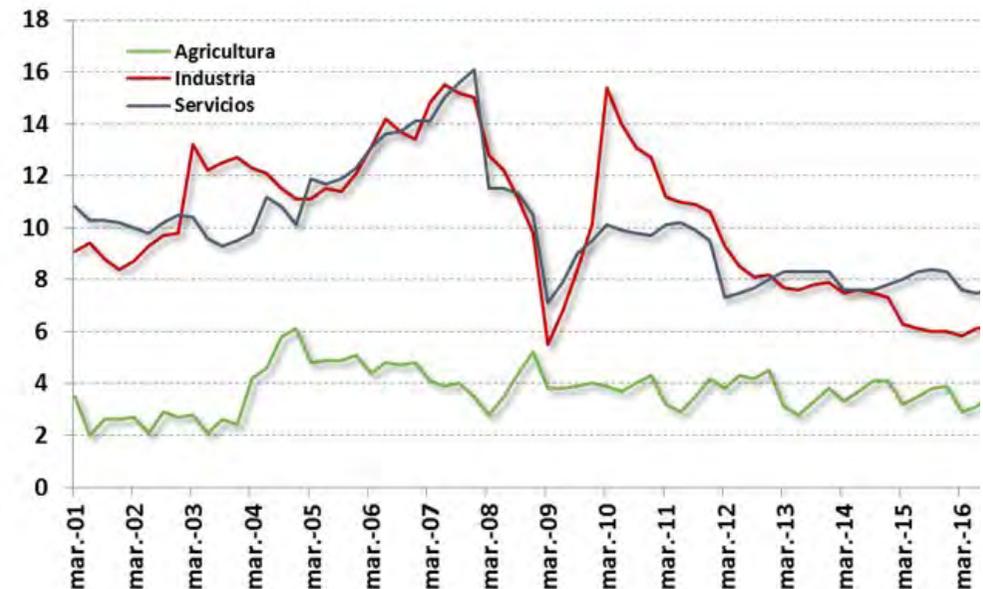
El escenario de aterrizaje suave continúa siendo el más probable

Las autoridades chinas, gracias a las medidas de control de capital, están consiguiendo mantener bajo control las salidas de capital. 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. Al mismo tiempo, los pasos que se vienen dando para desarrollar el mercado de bonos favorecen también los flujos de inversión en cartera hacia China.

Desde una perspectiva fundamental, resulta difícil argumentar que China necesita devaluar agresivamente su divisa: las exportaciones chinas no están perdiendo cuota de mercado a nivel global de forma especialmente significativa y de hecho vienen repuntando en el período reciente; además, estimaciones de tipo de cambio de equilibrio por parte de instituciones como el FMI no apuntan a sobrevaloración del yuan.

Dicho todo lo anterior, y aunque China se encuentra en buena posición para enfrentar los importantes retos que tiene ante sí, conviene que las autoridades no bajen la guardia. Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para moderar el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada (en relación con esto último, deben darse pasos también para liberalizar la entrada de inversión extranjera, algo que por cierto también podría ayudar a suavizar las relaciones con la nueva administración estadounidense); para controlar las inversiones excesivamente apalancadas en activos financieros, etc. Al mismo tiempo, y para evitar un deterioro excesivo del crecimiento potencial, los importantes logros que se vienen alcanzando en los últimos años en materia de investigación y desarrollo y de promoción del capital humano deben continuar.

Recomposición del modelo de crecimiento



Fuente: Factset, Bureau of Statistics of China y elaboración propia

Países Emergentes - India

El impacto negativo de la desmonetización se disipa rápidamente

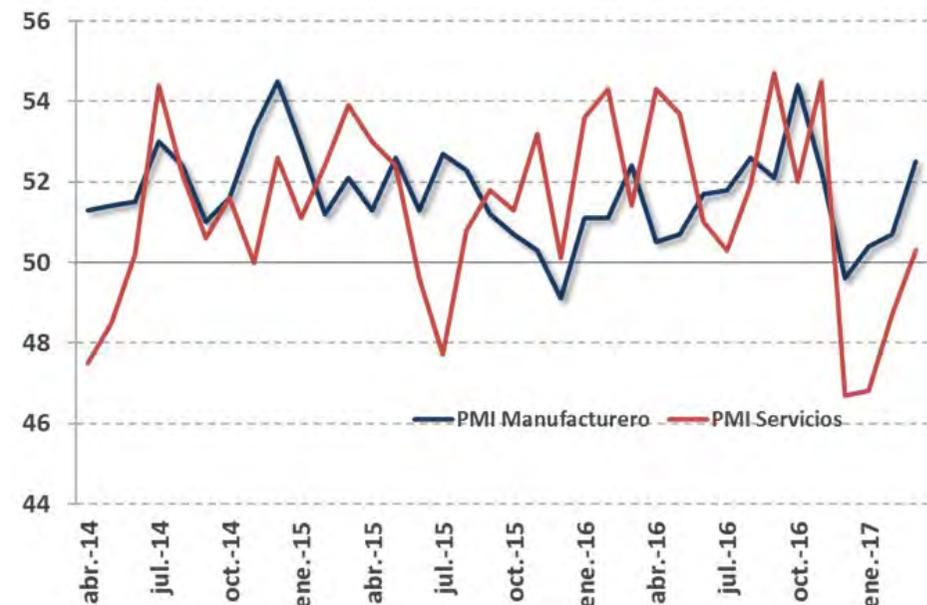
El impacto de la denominada desmonetización parece estar disipándose rápidamente. Es cierto que el proceso generó incertidumbre y que muchos pagos (especialmente en áreas rurales y en la economía informal) se vieron seriamente dificultados. Sin embargo, también es verdad que la desmonetización ha dado 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 buena forma: consumo privado fuerte; sector agrícola que se beneficia de una buena temporada de lluvias; inversiones en infraestructuras dinámicas; exportaciones razonablemente

positivas; sector manufacturero sorprendiendo al alza... En sentido negativo, la inversión privada sigue débil, en un contexto de baja utilización de la capacidad productiva y de alto endeudamiento en algunos sectores.

El presupuesto público para el próximo ejercicio es moderadamente expansivo (contempla aumentos en gasto social e inversión en infraestructuras y reducciones de impuestos para familias de bajos ingresos y PYMEs). Al mismo tiempo, y esto también es positivo, 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 públicos son relativamente elevados en India).

PMI Manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

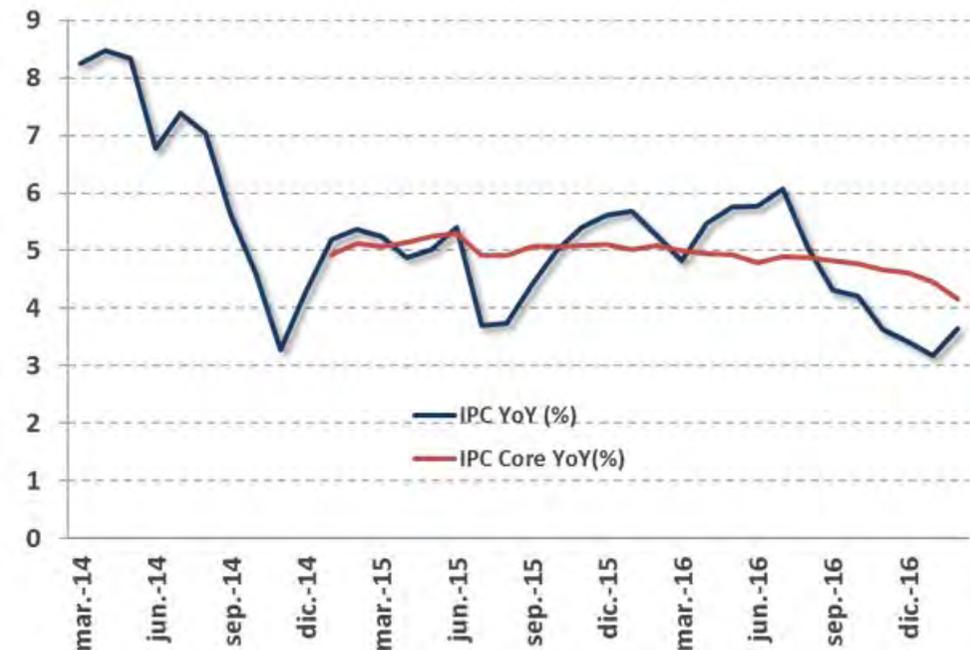
El respaldo electoral de Modi genera margen de maniobra para nuevas reformas

El banco central apuesta por la prudencia: decide mantener los tipos de interés constantes y mantiene como neutral el sesgo de la política monetaria. Hay que tener en cuenta que la inflación subyacente sigue relativamente alta (aunque algunas medidas alternativas sí están apuntando a la baja, elemento éste a seguir en los próximos meses); que las expectativas de inflación continúan siendo elevadas; que la recuperación del precio de las materias primas pondrá presión alcista en los próximos meses (con precios de alimentación también al alza); 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

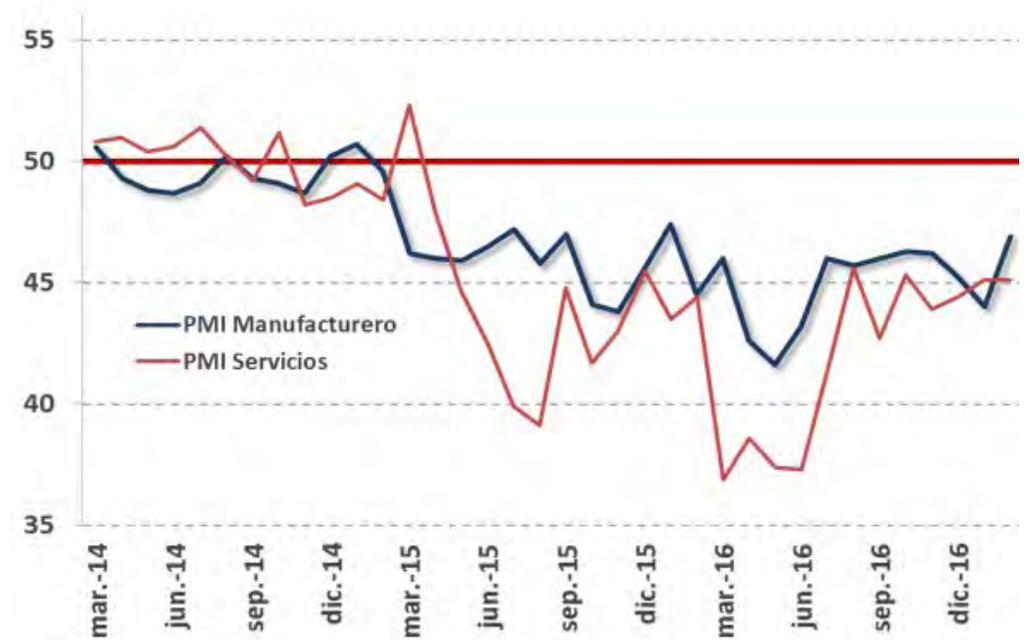
Países Emergentes - Brasil

Moody's reconoce los esfuerzos del gobierno y pasa a estable la perspectiva de la deuda

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

La buena noticia es que las autoridades son conscientes de la necesidad centrar los esfuerzos en mejorar la capacidad de crecimiento del país y aumentar la credibilidad en el diseño de política económica. En el lado fiscal, una vez lograda la aprobación de la regla de gasto, el gobierno está promoviendo la reforma del sistema de pensiones (los estados tienen un plazo de 6 meses para hacer su propia reforma pero si no la aprueban se les aplicará la que se apruebe a nivel federal). Junto con esto, se están promoviendo también reformas de carácter "microeconómico" para promover la eficiencia de la economía: reducir las cargas administrativas; mejorar la regulación financiera y la relativa al mercado de trabajo; simplificar el sistema impositivo; reducir la subvención implícita en los préstamos del BNDES...

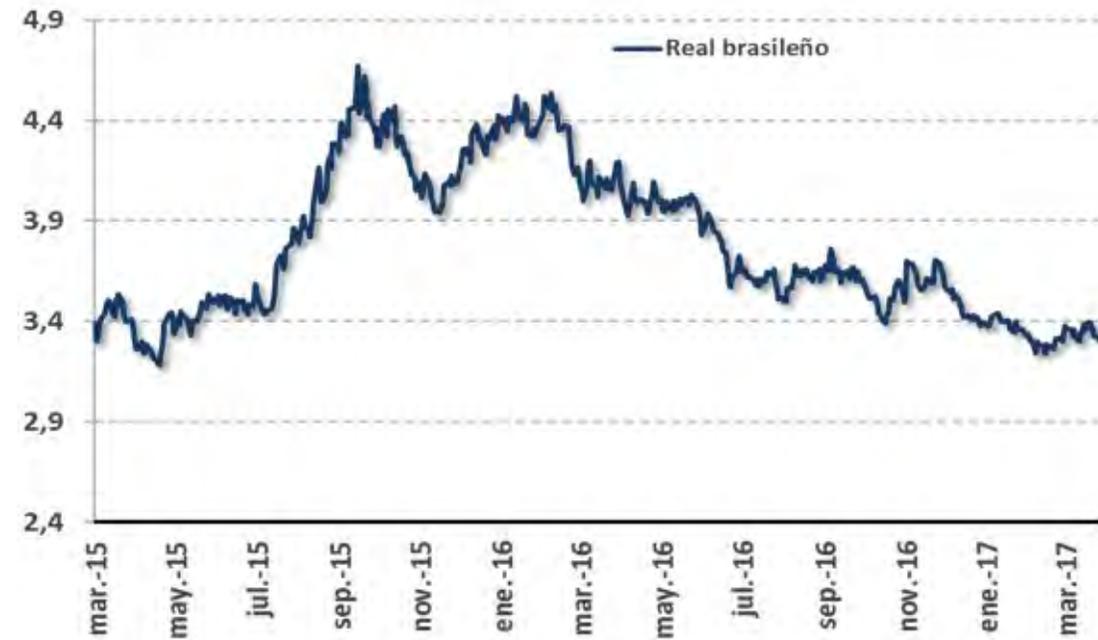
La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Los datos de actividad real continúan siendo débiles, en un contexto en que el alto endeudamiento corporativo y familiar supone un lastre para la demanda interna. Sin embargo, el país podría lograr un crecimiento económico positivo (aunque modesto) durante 2017: el sector industrial se beneficia de la debilidad del real y de la estabilización de las materias primas; los índices de sentimiento vuelven a mejorar; y el empleo comienza a dar alguna señal positiva.

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

La moderación de precios y expectativas de inflación están permitiendo al banco central aumentar el ritmo de reducción de tipos de interés: los tipos volvieron a reducirse en 75pb en febrero y la propia autoridad monetaria ha señalado que podría volverlos a reducir (quizás en 100pb) en su próxima reunión.

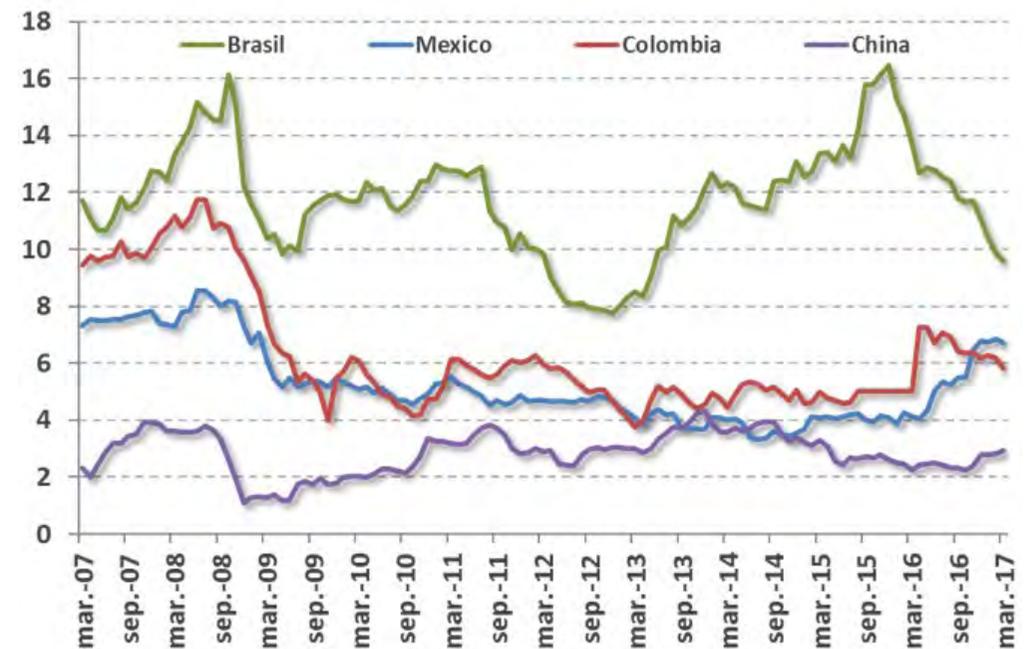
Para consolidar la recuperación, sería importante que el gobierno diera pasos adicionales en al menos dos frentes: En el lado fiscal, es preciso trazar una senda creíble de mejora del saldo primario que incluya también medidas adicionales de control presupuestario por parte de los estados. El hecho de que el gobierno haya adoptado medidas durante el mes de marzo para garantizar el cumplimiento del objetivo de saldo primario para 2017 es un buen signo de compromiso con la estabilidad de las cuentas públicas. En cuanto a reformas, será necesario continuar mejorando 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 el gobierno sigue en la senda correcta, 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.

El mayor riesgo a la baja en todo este escenario algo más constructivo es la baja popularidad del gobierno y el hecho de que hay investigaciones en curso de casos de corrupción que alcanzan al propio Temer.

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque persisten los retos, la situación parece estar mejorando

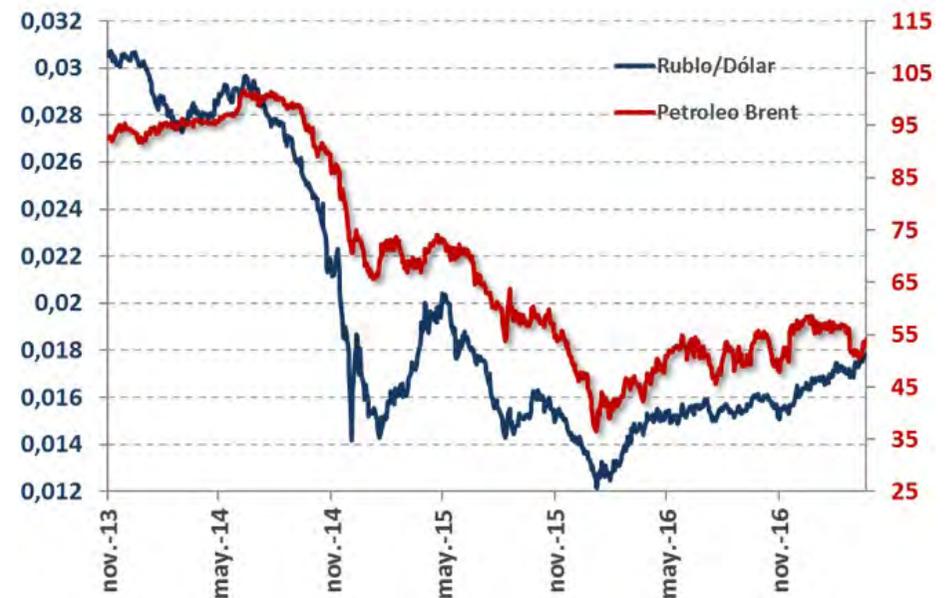
La economía rusa se enfrenta a retos significativos: el precio de su principal producto, que es el crudo, continúa relativamente bajo en términos históricos; y las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad. Además, la excesiva dependencia de las materias primas lastra el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

Sin embargo, el panorama para el país está mejorando en los últimos meses: Los datos macro más recientes, aunque algunos se han visto afectados por efectos calendario, son compatibles con una continuidad en la senda de crecimiento positivo iniciada en el último trimestre de 2016; la victoria de Trump puede hacer que EEUU tenga una visión más conciliadora con el país (aunque también es cierto que los escándalos en cuanto a la supuesta intervención rusa en las elecciones americanas restan mucho margen de maniobra en este sentido); además, el acuerdo sobre reducción de la oferta de crudo entre países miembros y no miembros

de la OPEP, y su posible extensión más allá de junio, está permitiendo un desahogo importante para la economía rusa.

El banco central ha ganado mucha credibilidad en los últimos tiempos y eso le permite aprovechar la bajada de precios y de expectativas de inflación para reducir los tipos de interés en su reunión de marzo. Creemos que la autoridad monetaria tiene margen para acometer nuevas rebajas en los próximos meses pero también pensamos que la política monetaria permanecerá prudente: los tipos reales se mantendrán moderadamente elevados para permitir una mejora adicional en el anclaje de las expectativas de inflación. Por otra parte, y aunque es cierto que el rublo viene mostrando fortaleza desde hace ya algún tiempo, una actuación excesivamente agresiva por parte del gobierno a la hora de intentar debilitar la divisa podría restar margen de actuación al banco central en el futuro.

El precio del crudo da un respiro a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

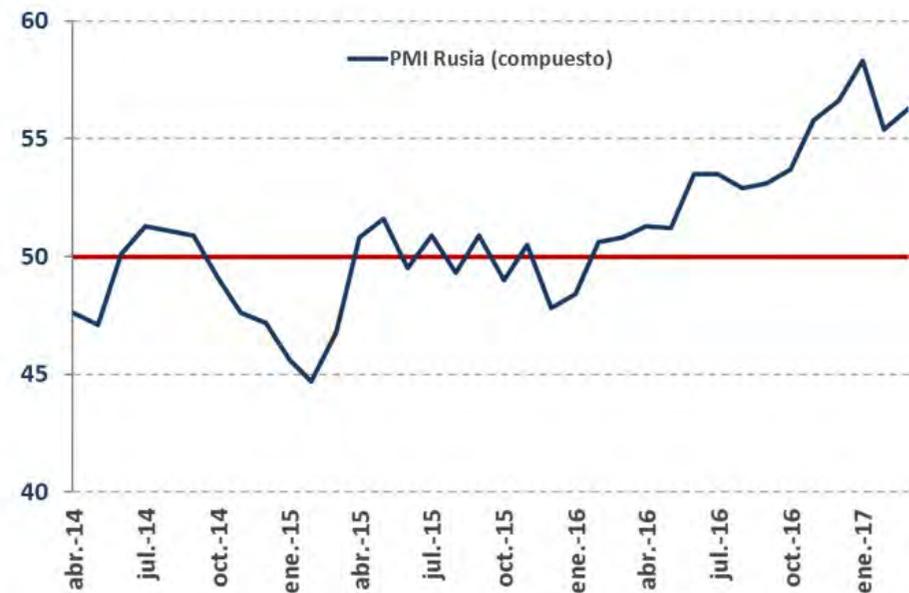
Después de que el déficit público acabara 2016 por encima de lo previsto, las perspectivas para el presente ejercicio son relativamente favorables. También es positivo que el gobierno parezca dispuesto a cumplir su compromiso de equilibrar las cuentas públicas en 2020.

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 cumplir con los compromisos mencionados en términos de control presupuestario, Rusia debería concentrar los esfuerzos en dos direcciones. A nivel geopolítico, sería importante conseguir una reducción de las tensiones con occidente, de forma que eso pudiera dar paso a una eventual suavización de las sanciones (situación que en todo caso se antoja complicada, teniendo en cuenta los problemas en Ucrania y las acusaciones de espionaje

informático que está recibiendo el país). Además, sería fundamental que el gobierno llevara a cabo reformas tendentes a mejorar el clima inversor, a aumentar el crecimiento potencial y a reducir tanto la dependencia del crudo como la excesiva presencia del sector público en la economía. También sería positivo que el banco central prosiguiera con su labor de limpieza de los balances del sector financiero, 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 9
Alvaro.Sanmartin@es.gt.com

Síguenos en:

www.GrantThornton.es

47.000 profesionales en más de 130 países y trabajamos con el 70% del Forbes Global 100

Grant Thornton es uno de los líderes mundiales de servicios profesionales.

En España somos un equipo de 900 profesionales en auditoría, consultoría y asesoramiento fiscal, legal y financiero

Ayudamos a las empresas a liberar su potencial de crecimiento, trabajamos en estrecha colaboración con el cliente. Aportamos especialistas con experiencia y visión empresarial que entienden y ayudan a hacer frente a los desafíos y retos de su negocio y a liberar su potencial de crecimiento.



Audit · Tax · Legal · Advisory

© Grant Thornton SLP. 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.

