

Newsletter Económico Mensual

Mayo 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton





Comentario del mes

Una buena parte del mercado continúa obsesionada en buscar noticias negativas que ayuden a justificar el bajo nivel de tipos a largo todavía imperante. Los ejemplos están en la mente de todos: que si las medidas de política fiscal de Trump se retrasan; que si el crecimiento en el primer trimestre en EEUU ha sido decepcionante; que si el precio del crudo está volviendo a caer u eso reducirá presiones al alza sobre la inflación general; que si los riesgos geopolíticos no acaban de disiparse del todo...

Sin embargo, es cada vez más evidente para todo el que quiera verlo que la economía global está dando buenas señales y que eso está contribuyendo a reducir los niveles de capacidad ociosa en un buen número de países. La consecuencia de lo anterior, en unos sitios antes y en otros un poco después, no puede ser otra que una progresiva aceleración de precios y salarios.

La desaceleración de EEUU durante el primer trimestre se debe a factores temporales. En particular, y más allá de los conocidos problemas de estacionalidad residual (residual seasonality), el consumo privado se ha visto sesgado a la baja por las temperaturas relativamente altas en enero y febrero (que reducen el gasto energético de las familias); por los retrasos en las devoluciones de impuestos que normalmente tienen lugar antes de lo que ha sido el caso este año; y por una cierta pausa en las ventas de coches tras los excelentes resultados de diciembre.

Todo apunta, de hecho, a una significativa aceleración de la economía americana en los próximos trimestres: los fundamentos del consumo privado son muy sólidos (mercado de trabajo fuerte; buena situación de balance; crecimiento robusto de la renta disponible; elevados niveles de confianza); la inversión privada está dando muestras de renovada firmeza: el sector inmobiliario

también da señales cada vez más positivas; la estabilización del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento menos negativo del sector exterior... Además, y esto es mucho más importante que las medidas de corte fiscal, la política comercial de Trump está siendo (al menos de momento) mucho menos proteccionista de lo que se temía.

Con un crecimiento que previsiblemente se situará por encima del potencial y con un output gap prácticamente nulo, lo razonable (sea cual sea la política fiscal de Trump) es esperar presiones adicionales al alza en precios subyacentes y salarios en los próximos meses.

En la Eurozona la situación macro es cada vez más sólida, en un contexto además en que el populismo parece entrar en fase de retroceso. El crecimiento durante el primer trimestre se ha vuelto a situar muy por encima del potencial, la creación de empleo sique siendo fuerte y las perspectivas

para los próximos trimestres son también positivas, gracias en parte a los significativos vientos de cola que continúan favoreciendo a nuestro continente.

Aunque en el Área euro existen todavía niveles apreciables de capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo rápidamente y no es infinita. Basta con que el paro se reduzca al mismo ritmo que en el último año para que el desempleo alcance en la primera mitad de 2018 tasas en el entorno del 8,5%. Esta tasa, pese a ser elevada en comparación con la americana, se corresponde con la media del desempleo en el área en el período previo a la crisis y es por tanto una estimación razonable de lo que podría ser el nivel de paro de equilibrio de nuestro continente.

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

Grant Thor

Aunque el salto al alza de la inflación subyacente en abril se debe en parte al cambio de fecha de la Semana Santa (siendo por tanto posible que en mayo veamos una cierta vuelta), creemos que el mínimo de la inflación subyacente en Europa lo vimos en marzo y que de aquí a final de año los precios subyacentes mostrarán la tendencia al alza que el BCE está esperando.

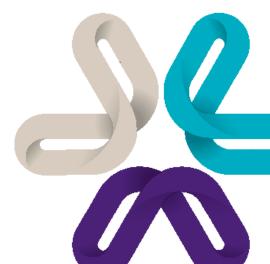
Además de olvidarse de los fundamentos macro, quienes defienden un escenario de tipos a largo permanentemente bajos dejan de lado también el cada vez más evidente cambio de tono de los principales bancos centrales. Y, sobre todo, parecen no querer ver cuáles pueden ser los próximos pasos de las autoridades monetarias del mundo desarrollado en los próximos meses.

En EEUU, la FED no esconde su sorpresa ante el hecho de que sus subidas de tipos no estén contribuyendo a endurecer, siquiera moderadamente, las condiciones financieras. De hecho, tras subir 2 veces tipos de interés, la Reserva Federal se encuentra con la paradoja de que las condiciones financieras son ahora más acomodaticias que en diciembre pasado. Así las cosas, creemos que la FED se va a ver obligada a reaccionar, bien subiendo tipos más rápidamente lo que espera el mercado o bien empezando a reducir su balance antes de que acabe el año.

Por lo demás, no es ni mucho menos imposible que en la reunión de junio veamos algún ajuste en el forward quidance del BCE. Por supuesto, no estamos hablando de subidas inminentes de tipos pero sí de un cambio de actitud que puede ayudar a crear una situación incómoda a quien ahora esté largo de bonos alemanes a largo plazo (¿Es razonable que la rentabilidad del bono alemán a 30 años se sitúe por debajo de donde está hoy la inflación subyacente y en niveles además que son poco más de la mitad del objetivo de inflación del BCE?).

Más allá del mundo desarrollado, la situación en las economías emergentes también parece relativamente calmada: China está aprovechando la buena situación macro para tomar más medidas tendentes a controlar los riesgos financieros y los relacionados con el sector inmobiliario; India parece haber dejado atrás de forma rápida la incertidumbre creada por su proceso de desmonetización; Rusia y Brasil están ya en crecimientos positivos; el sudeste asiático en general parece en buena forma; la situación en México está demostrando ser menos negativa de lo que se temía...

Teniendo en cuenta todo lo anterior, con la macro bien asentada y con los bancos centrales en retirada (por muy lenta y progresiva que sea ésta), no nos sorprendería en absoluto que tipos a largo se muevan al alza de forma significativa durante los próximos meses.





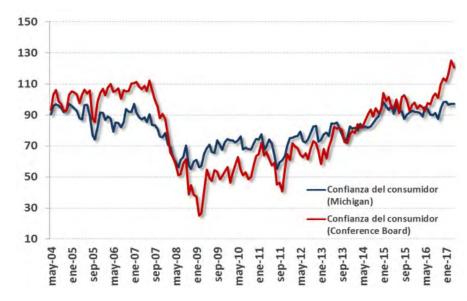
La economía americana presenta buenas perspectivas

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.

Las perspectivas para el consumo privado en el conjunto de 2017 son positivas. En primer lugar, porque la debilidad observada en el comienzo de 2017 se debió a factores temporales: temperaturas relativamente altas en febrero (que reducen el gasto energético de las familias); retrasos en las devoluciones de impuestos que normalmente tienen lugar antes de lo que ha sido el caso este año; 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 hou robustos: buena situación de balance de las familias; mercado de trabajo fuerte; crecimiento relativamente favorable de la renta disponible; niveles muy elevados de confianza...

La inversión empresarial está dando muestras claras de repunte. Por un lado, porque el sector energético se está beneficiando de la estabilización del precio del crudo. Por otro lado, porque a medida que avanza la recuperación las empresas ya no pueden atender a la demanda simplemente tirando de capacidad ociosa. Por lo demás, y dejando por un momento el puro corto plazo, hay que tener en cuenta que esta recuperación de la inversión es una buena noticia también para la evolución futura de una variable tan importante como es la productividad (de hecho, es muy positivo que durante los últimos 12 meses la productividad haya venido dando muestras de un cierto repunte).

Confianza de los consumidores en niveles elevados



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...).

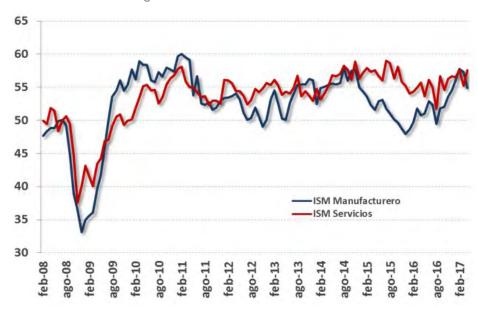
La estabilización del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento menos negativo del sector exterior americano.

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.





Fuente: Bloomberg y elaboración propia

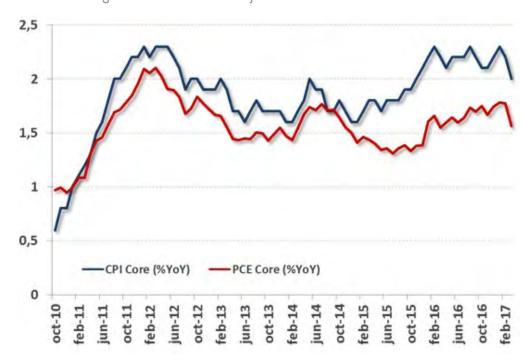
En un contexto de pleno empleo las políticas de Trump pueden ser claramente inflacionistas

La inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2% de la FED. En marzo, el core CPI se situó en el +2% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,6%. Además, la recuperación del precio del crudo ha permitido un repunte apreciable del IPC general (2,4% YoY).

Y las perspectivas para los precios subyacentes son claramente positivas: en un escenario de crecimiento algo por encima del potencial, con niveles bajos de capacidad ociosa y con expectativas de inflación suficientemente ancladas, lo razonable es pensar que la inflación subyacente tenderá a continuar aumentando (suavemente) en los próximos trimestres.

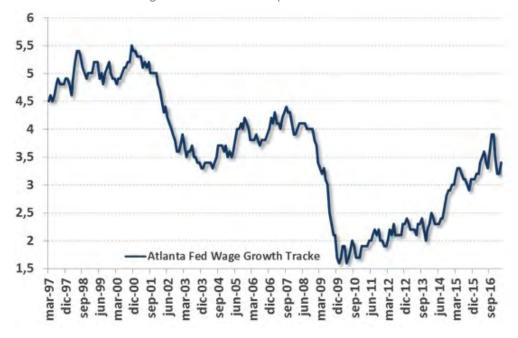
De manera compatible con lo anterior, y en un contexto cada vez más próximo al pleno empleo, los salarios también deberían continuar acelerando progresivamente en lo que resta de ejercicio, continuando un proceso que de hecho ya se ha iniciado hace tiempo y que está ganando tracción en los últimos meses (el crecimiento anualizado de salarios en los últimos tres meses se ha situado en el 3,3%).

Inflación subyacente cercana al objetivo



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

Salarios acelerando ya desde hace tiempo





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 a lo largo los próximos meses.

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

Son ya varios los miembros de la Fed que han mostrado su sorpresa ante esta situación: la Fed sube tipos para reducir el grado de acomodación monetaria y se encuentra con que ocurre exactamente lo contrario.

Parece evidente que, si la macro sigue acompañando, a la Fed no le quedará más remedio que responder a lo que es una situación crecientemente absurda bien

¿Cómo se resolverá esta paradoja?

subiendo tipos más rápidamente de lo que descuenta el mercado o bien comenzando a reducir balance antes de que acabe el ejercicio.

Si, como nosotros esperamos, la Fed anuncia un cambio en su política de reinversión de cupones y vencimientos en los próximos meses, esto podría reducir presión a la baja sobre los tipos a largo plazo y dar lugar a un apuntamiento apreciable en las curvas de tipos. Los tipos a largo no reflejan progresos en inflación y paro





Unión Europea

Pese a los ruidos, la economía europea da muestras de aceleración adicional en el Q1

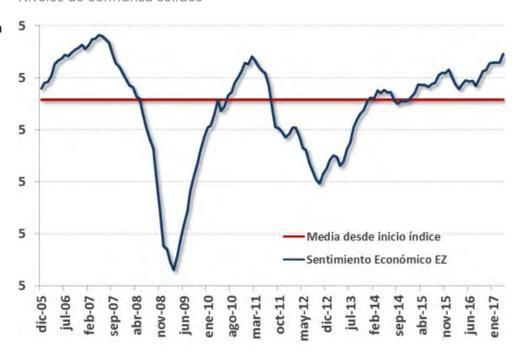
Los vientos de cola que han venido apoyando la recuperación europea siguen siendo significativos (euro depreciado desde un punto de vista fundamental; bajísimos tipos de interés; políticas fiscales menos desfavorables al crecimiento: crudo todavía barato: sistema financiero con más ganas de dar crédito;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

Así las cosas, y pese a los ruidos geopolíticos, la economía de la Eurozona lleva 2 trimestres consecutivos creciendo a tasas anualizadas en el entorno del 2%. muy por encima del potencial de nuestro continente. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro que se sitúa ya en el 9,5%.

El caso de Alemania es especialmente reseñable, con un comienzo de 2017 muy positivo y con buenas perspectivas también para el conjunto del año: IFO en máximos de varios años, confianza de los consumidores también muy sólida; PMIs fuertes, producción industrial y sector de la construcción al alza, exportaciones que se benefician de la mejora del entorno global, desempleo en mínimos históricos...

Francia se va a beneficiar de un escenario político mucho más despejado a partir de ahora, en un contexto en que las cifras macro continúan mejorando: PMIs fuertes, indicadores de sentimiento en niveles relativamente sólidos, síntomas de recuperación de la inversión... En general, todo apunta a una cierta aceleración de la actividad en los próximos trimestres.

Niveles de confignza sólidos





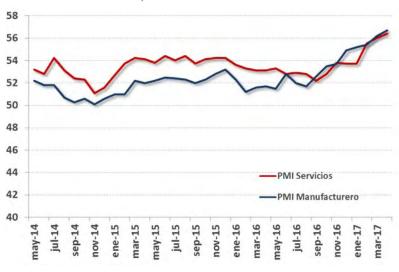
Incluso en Italia la situación parece estar mejorando, con los indicadores de confianza y los PMIs repuntando de forma apreciable. También es positivo que, al menos de momento, la situación política parezca estar algo más estabilizada (a día de hoy no parece que vaya a haber elecciones anticipadas este año).

En sentido negativo, y una vez que el escenario electoral en diversos países se va despejando, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

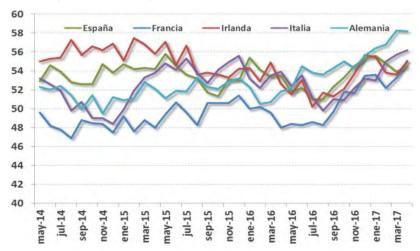
Creemos, sin embargo, que lo más probable es que las consecuencias de la salida del RU sobre las perspectivas de crecimiento en la Eurozona sean sólo moderadas. En primer lugar, porque en el corto plazo se ha logrado evitar un escenario general de pérdida de confianza que sí podría haber llegado a ser muy problemático.

En segundo lugar, porque la respuesta de unidad dada por los líderes comunitarios también reduce la probabilidad de que el caso británico vaya a animar a otros países a emprender el mismo camino. Y, en tercer lugar, porque las pérdidas que sufran los países comunitarios por el lado comercial como consecuencia del Brexit pueden verse compensadas (al menos en parte) por la atracción de nuevas inversiones procedentes de empresas (en especial del sector financiero) que quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose de un acceso privilegiado al mercado único.

Los PMI continúan repuntando



La recuperación europea, cada vez más extendida





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

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, y aunque en parte explicado por el cambio de fecha de la Semana Santa, el hecho de que la inflación subyacente repuntara en abril hasta el 1,2% es significativo y podría marcar (después de una cierta pausa en mayo) un cambio de tendencia en el comportamiento de esta variable en lo que resta de ejercicio.

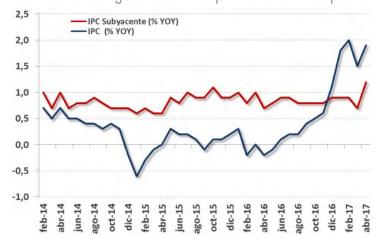
Conviene tener en cuenta que, aunque es cierto que en el conjunto del Área euro todavía existe un grado apreciable de capacidad ociosa, ésta se viene reduciendo de forma cada vez más rápida y no es infinita: el desempleo en el área podría alcanzar tasas en el entorno del 8,5% a estas alturas del año que viene (para poner esto en perspectiva basta decir que esa tasa del 8,5% se corresponde con el promedio de esta variable en el período antes de la crisis y que, por tanto, es una

estimación razonablemente válida de lo que puede ser la tasa de empleo de equilibrio en nuestro continente).

En el caso de Alemania el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área. En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas. En segundo lugar, y más importante, porque este escenario positivo de crecimiento por encima del potencial se va a seguir produciendo en un contexto de paro muy reducido (el output gap es de hecho positivo).

Como reflejo de todo lo anterior el BCE en su reunión de abril reconoció la mejora del escenario del escenario macro y señaló que los riesgos, aunque todavía sesgados a la baja, están próximos a equilibrarse. En el marco de un entorno global más favorable y con la inflación subyacente previsiblemente dando alguna señal positiva, vemos posible que el BCE decida ajustar su forward guidance en junio.

La inflación subyacente da las primeras señales positivas



Las expectativas de inflación vienen mejorando







España sigue en cifras muy positivas

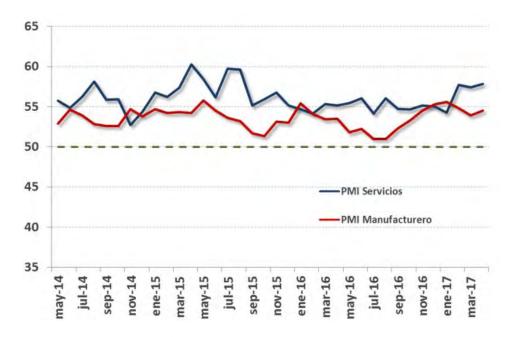
España continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de la debilidad del euro y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Los datos macro siguen siendo muy favorables, con un crecimiento que durante el primer trimestre volvió a situarse por encima del 3% anualizado: los datos de confianza están en niveles elevados: el empleo sigue extraordinariamente fuerte; la producción industrial y las exportaciones vienen también dando sorpresas positivas; los PMI de nuevo al alza: la demanda de crédito se sigue fortaleciendo... Además, el turismo goza de muy buena salud, en parte gracias a las tensiones geopolíticas que afectan a algunos destinos competidores. Las perspectivas para el sector inmobiliario, por su parte, son también claramente positivas.

Mirando hacia adelante, creemos que lo más probable es que la dinámica favorable se mantenga, de forma que la expansión de la actividad en el conjunto del ejercicio pueda situarse de nuevo en el entorno del 3%.

Un ritmo de expansión como el comentado, muy por encima del potencial de la economía española, dará lugar a reducciones significativas de los todavía elevados niveles de capacidad ociosa existentes en nuestro país.

PMI manufacturero y de servicios





España no debe olvidar los retos a largo plazo

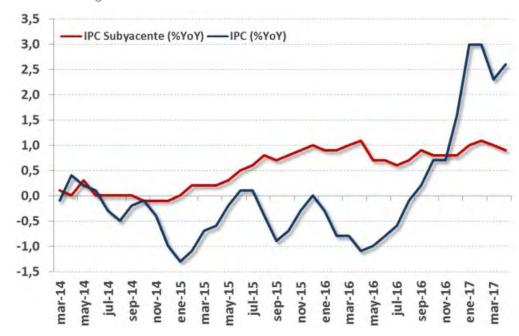
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

Dentro de este panorama cíclico claramente favorable para nuestro país, uno de los riesgos que corremos es olvidar los importantes retos a largo plazo que nuestra economía tiene todavía por delante. Continúa siendo necesario arbitrar medidas que permitan aumentar nuestro bajo crecimiento potencial (promoción del capital humano; impulso a la innovación tecnológica; aumento de competencia en ciertos sectores...); mantener bajo control nuestra alta deuda externa neta; y mitigar el aumento probablemente excesivo que se ha producido en materia de desigualdad.

En lo que a la política fiscal se refiere, y ante lo que puede ser un escenario de progresiva normalización de la política monetaria por parte del BCE, conviene que el país se tome en serio el cumplimiento de los objetivos de déficit durante 2017 y 2018.

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

La inflación general tiende a aumentar





Reunido Unido

Aunque la situación sigue siendo positiva, el consumo podría estar dando síntomas de fatiga

Aunque el comportamiento de la economía británica continúa siendo relativamente positivo, lo cierto es que empiezan a aparecer algunos síntomas de fatiga. Después de haberse mantenido fuerte durante los últimos meses, el consumo privado parece debilitarse como consecuencia de la subida de la inflación y de la propia incertidumbre asociada al Brexit (habrá que estar atentos a si las elecciones convocadas por May son percibidas por los hogares británicos como un motivo de preocupación adicional o no). Por otro lado, y también como consecuencia de la incertidumbre, la inversión continúa presentando un comportamiento muy moderado.

También hay que tener en cuenta que el aumento de la inflación, asociado 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 todo caso, y más allá de la situación a corto plazo, 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







Japón

La economía japonesa consigue crecer muy por encima del potencial

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

En primer lugar, porque la calidad de las estadísticas no es demasiado buena (de hecho, el gobierno ha puesto en marcha un plan de mejora de las mismas). En segundo lugar, y más importante, porque los análisis que se hacen sobre el país suelen confundir de manera sistemática los factores cíclicos con los estructurales. En efecto, es importante entender que Japón es un país que, por estar perdiendo población y no tener casi inmigración, tiene un potencial de crecimiento muy bajo (probablemente 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 perspectivas incluso de aceleración para los primeros tres meses del presente ejercicio: el consumo privado repunta de forma significativa; el sector exterior y se beneficia 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); el mercado de trabajo sigue fuerte...

Corroborando lo anterior, el BOJ señaló en su reunión de finales de abril que la economía japonesa se encuentra en su mejor momento de los últimos 9 años. Para el conjunto de 2017, de hecho, el crecimiento podría situarse en el entorno del 1,5%.

Fundamentos para repuntes de precios y salarios



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 (tasa de paro del 2,8% y jobs/applicants ratio de 1,45) y un crecimiento previsiblemente muy por encima del potencial 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 permanecen débiles.

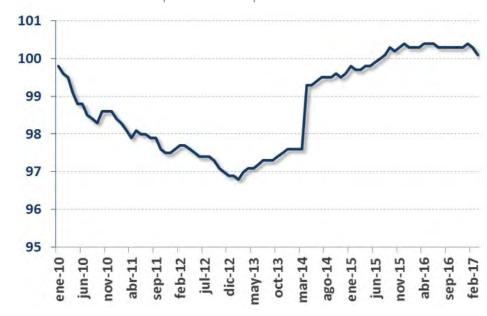
El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un overshooting más o menos duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

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

Además de la inflación, el principal reto de Japón a medio plazo es aumentar su crecimiento potencial.

Para lograrlo sería esencial que el país abogue por una política más decidida de reformas estructurales, tendente en particular a favorecer la inmigración y a reducir la dualidad en el mercado de trabajo. También se deben tomar medidas adicionales para promover la inversión extranjera directa en el país, como medio para impulsar la productividad.

La inflación debería repuntar en los próximos meses





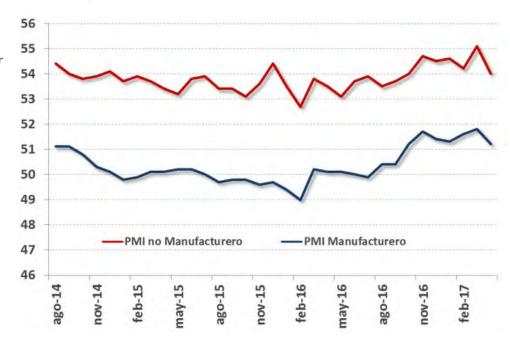
Países Emergentes - China

El gobierno aumenta el énfasis en las medidas de control de los riesgos financieros

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 pública 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.

Ante la fortaleza de los datos macro durante los últimos trimestres, el gobierno está poniendo el acento cada vez más en medidas tendentes a controlar los riesgos financieros. 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 promoviendo un cierto tensionamiento de la liquidez en el mercado monetario, con el objetivo de reducir los incentivos a realizar compras de activos financieros demasiado apalancadas y con demasiada transformación de plazos. Por lo demás, las autoridades continúan adoptando medidas restrictivas para controlar la formación de burbujas en el mercado inmobiliario.

Los PMIs apuntan a una moderada desaceleración





La actividad podría desacelerar moderadamente en los próximos trimestres

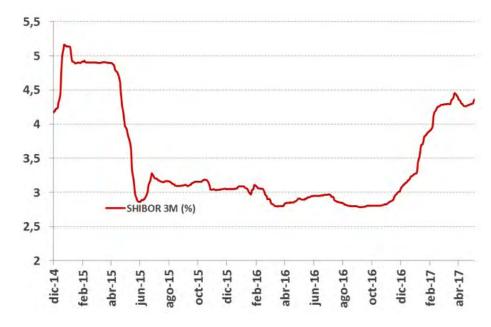
En este contexto, es posible que observemos una cierta desaceleración de la actividad en los próximos trimestres. En todo caso, los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son bajos u todo apunta a que el gobierno va a seguir siendo capaz de cumplir sus metas de crecimiento para el conjunto del ejercicio.

Uno de los efectos colaterales positivos de unas condiciones financieras menos laxas es una reducción de las presiones depreciatorias sobre el yuan y una cierta contención de las salidas de capital.

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.

Desde una perspectiva de medio plazo, es tranquilizador saber que el país cuenta con la capacidad de balance necesaria como para permitir que el proceso de reconocimiento de morosidad bancaria tenga lugar de un modo progresivo (evitándose de ese modo escenarios de credit crunch). Pese al rápido crecimiento de la deuda bruta en los últimos años, no se puede perder de vista que China es un país acreedor neto respecto del resto del mundo y que esto le otorga márgenes de actuación muy significativos. Además, las medidas tendentes a facilitar la venta y la titulización de activos problemáticos parece estar dando frutos a la hora de ayudar a la banca a reducir su exposición a los mismos.

La política monetaria se vuelve menos acomodaticia



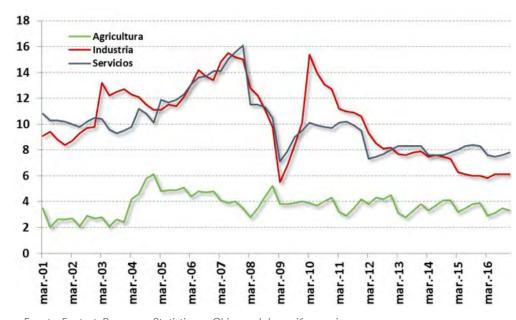


Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso; por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más protagonistas en el conjunto de la actividad económica china.

Dicho todo lo anterior, y aunque China se encuentra en buena posición para enfrentar los importantes retos que tiene ante sí, conviene que las autoridades no bajen la guardia. Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para moderar el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada (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 os Statistics os China y elaboración propia





Países Emergentes - India

La economía india muestra señales mayoritariamente positivas

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... 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.

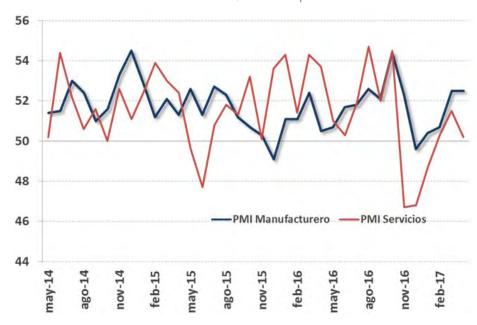
En general, y una vez superada la incertidumbre asociada al llamado proceso de desmonetización, el país parece en disposición de mostrar una cierta tendencia a la aceleración durante los próximos trimestres.

El presupuesto público para el presente ejercicio fiscal es moderadamente expansivo, pues 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).

Pese a la caída de la inflación general, el banco central mantiene una actitud muy prudente y de hecho ha ido teniendo que tomar medidas para retirar parte del exceso de liquidez creado por el proceso de desmonetización. Para entender la posición del RBI, que no hace descartable que se puedan subir los tipos en la segunda parte del año, hay que tener en cuenta que la inflación subyacente sique relativamente alta; que las expectativas de inflación continúan siendo elevadas; y que la recuperación del precio de las materias primas pondrá presión alcista sobre la inflación en los próximos meses. Por lo demás, las ya citadas buenas perspectivas de crecimiento hacen innecesaria una política monetaria acomodaticia.

Los efectos de la desmonetización, sólo temporales



Grant Thornton An instinct for growth

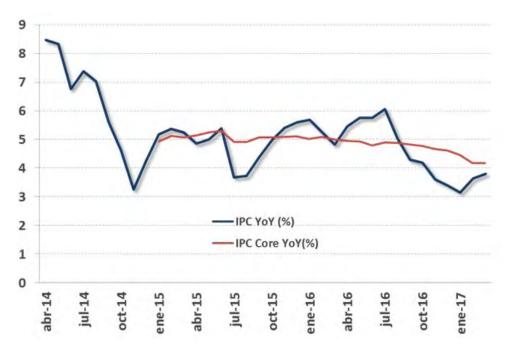
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

En el campo de las reformas estructurales, y más allá de la previsible entrada en vigor del denominado General Sales Tax (GST) en julio, el hecho de que el gobierno central esté fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) está sirviendo para generar un impulso reformista que puede acabar teniendo efectos muy positivos.

También es positivo que el gobierno haya decidido otorgar al RBI mayor capacidad para poder forzar a los bancos a resolver sus préstamos fallidos de una forma más rápida y eficiente.

Aparte de lo anterior, sería deseable que se pudieran hacer progresos en áreas como las siguientes: 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, más persistente que la general





Países Emergentes - Brasil

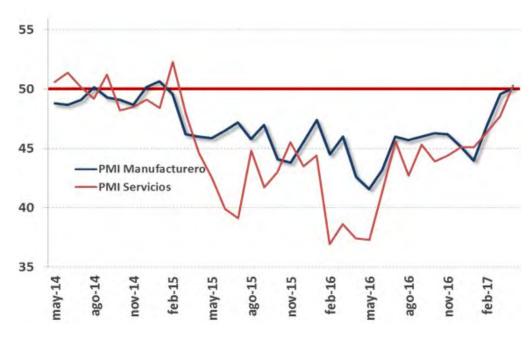
Pese a los bajísimos niveles de popularidad los esfuerzos de reforma del gobierno son positivos

Junto a los elevados niveles de corrupción (que afectan al propio presidente, Temer), el principal problema estructural de Brasil es que el nivel de tipos de interés reales compatible con la estabilidad macroeconómica del país ha venido siendo muy elevado. Esto se debe a una mezcla de factores: 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; credibilidad no perfecta del banco central...

La buena noticia es que las autoridades son conscientes de la necesidad de centrar los esfuerzos en mejorar la capacidad de crecimiento del país y aumentar la credibilidad en el diseño de política económica.

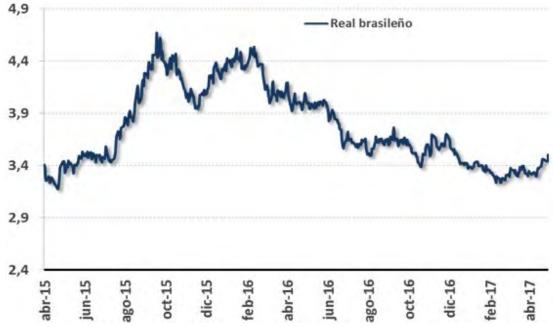
En el lado fiscal, una vez lograda la aprobación de la regla de gasto, el gobierno está promoviendo la reforma del sistema de pensiones. Junto con esto, se están promoviendo también reformas de carácter "microeconómico" para promover la eficiencia de la economía: reducir las cargas administrativas; mejorar 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



Pese a que la elevada deuda pública y privada supone un lastre para la demanda interna, la información macro parece mejorar levemente en el período reciente: el sector exterior se sigue beneficiando de la debilidad del real; los PMIs han escalado por encima de 50; los índices de sentimiento se han recuperado algo desde los peores momentos de la crisis; el empleo comienza a dar alguna señal positiva... Dicho lo anterior, y aunque es muy posible que el país logre un crecimiento moderadamente positivo este año, hay que tener en cuenta que los datos de crecimiento del primer trimestre se van a ver sesgados al alza por una producción agrícola excepcionalmente positiva.

El real sigue apoyando al sector exterior



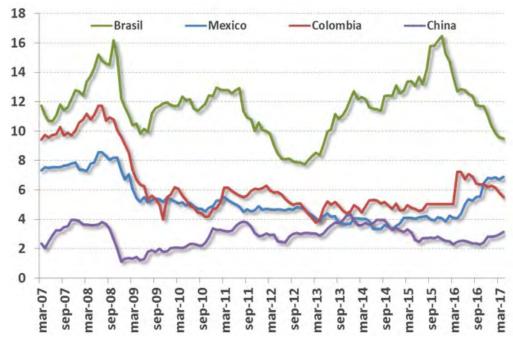
La clave para el país es reducir de forma sostenible los costes de financiación

También es positivo que el país esté siendo capaz de lograr avances notables en la recomposición de su modelo de crecimiento: por el lado de la demanda, el consumo privado sigue ganando peso; por el lado de la oferta, el sector servicios y las industrias de mayor contenido tecnológico son cada vez más protagonistas en el conjunto de la actividad económica china.

Dicho todo lo anterior, y aunque China se encuentra en buena posición para enfrentar los importantes retos que tiene ante sí, conviene que las autoridades no bajen la guardia. Es preciso que sigan trabajando para reducir los excesos de capacidad en la industria tradicional; para moderar el apalancamiento corporativo; para evitar la formación de burbujas en el sector inmobiliario; para permitir un campo de actuación más equitativo que beneficie a la iniciativa privada fen 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.

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 bajo en términos históricos; y las sanciones económicas siguen impactando negativamente sobre la actividad. Desde una perspectiva más estructural, la excesiva dependencia de las materias primas lastra el crecimiento potencial del país.

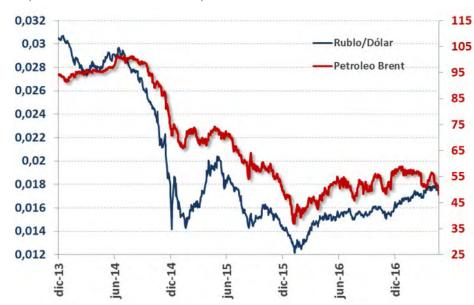
Sin embargo, el panorama para el país ha venido mejorando de forma apreciable en los últimos meses:

Los datos macro son compatibles con una continuidad en la senda de crecimiento positivo iniciada en el último trimestre de 2016: la presidencia 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 y las atrocidades en Siria restan mucho margen de maniobra en este sentido); además, la más que previsible extensión del acuerdo

de congelación de producción de crudo entre países OPEP y no OPEP debería ayudar a estabilizar el precio del crudo.

El banco central ha ganado mucha credibilidad en los últimos tiempos u eso le permite aprovechar la bajada de precios y de expectativas de inflación para volver a reducir los tipos de interés en abril, en este caso en 50pb. 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





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 40 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.

