



Newsletter Económico Mensual

Junio 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton

Audit · Tax · Legal · Advisory



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: las medidas de política fiscal de Trump se siguen retrasando; los últimos datos de inflación tanto en EEUU como en el Área euro han resultado más bien decepcionantes; los salarios no terminan de repuntar con claridad; el precio del crudo está volviendo a caer...

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.

En EEUU, los últimos datos conocidos apuntan a una significativa aceleración de la actividad en el segundo trimestre del año: si se cumplen las previsiones del modelo de previsión de PIB de la FED de Atlanta para el Q2, el crecimiento anualizado promedio de la economía americana durante los últimos 12 meses se acercaría al 2,7%, muy por encima del crecimiento potencial de la economía estadounidense.

Y las perspectivas para el resto del año son claramente positivas: 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 tiene mucho margen de expansión adicional; la estabilización del dólar y la mejora del entorno internacional deberían ayudar a que el sector exterior no restara mucho al crecimiento...

Así las cosas, con un crecimiento que previsiblemente se situará por encima del potencial y con un output gap prácticamente nulo (el paro está ya en el 4,3%, claramente por debajo de la estimación de pleno empleo de la FED), lo razonable es esperar presiones adicionales al alza en precios subyacentes y salarios en los próximos meses. En este sentido, conviene además señalar que una parte no pequeña de la ligera caída de la inflación subyacente americana durante los últimos 3 meses se debe a factores temporales que nada dicen sobre cuál debería ser la evolución previsible de la inflación en el futuro (el ejemplo más claro de esto es quizás lo que ha sucedido con los paquetes de telefonía y datos: varias empresas han hecho ilimitado el acceso a datos sin subir precios y esa circunstancia se ha traducido, por ajustes de calidad que se usan para construir los datos de inflación, en una bajada muy significativa de los precios de esos paquetes).

Teniendo en cuenta la buena situación en la que se encuentra la economía americana, el hecho de que Trump vaya o no a hacer una política fiscal expansiva debería ser tratado como un riesgo al alza para el crecimiento y (sobre todo) para la inflación y no como un elemento necesario para que la inflación en EEUU pueda aumentar en el futuro.

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 sigue siendo fuerte y las perspectivas para los próximos trimestres son incluso de aceleración, 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 por debajo 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. Hay quien dice que la tasa de desempleo infravalora los niveles de capacidad ociosa en la Eurozona. Es muy posible que esto sea cierto pero, se tome la medida de capacidad ociosa que se tome, es difícil no ver el output gap de la Eurozona cerrándose en menos de 2 años.

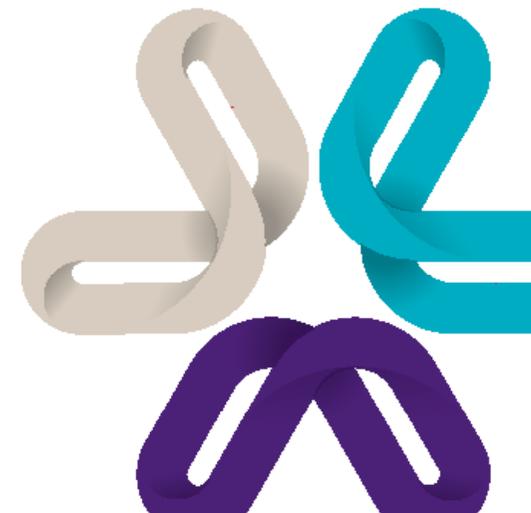
Así las cosas, también en Europa lo más probable es que asistamos a un progresivo repunte de la inflación subyacente en los próximos 12 meses.

La vuelta de la inflación que hemos visto en mayo se debe a que el dato de abril se había visto sesgado al alza por el cambio de fecha de la Semana Santa. En todo caso, lo importante es que las condiciones macro en Europa invitan a pensar que el mínimo de la inflación subyacente lo vimos en marzo y que, a partir de ahora, los precios deberían ir tendiendo progresivamente al alza.

A la vista de todo lo anterior, resulta difícil no tener la impresión de que la renta fija pública está en un estado de burbuja: a pesar de que cualquier proyección razonable de lo que puede ser la evolución de crecimiento y precios en los próximos 12 meses apunta a crecimientos nominales del PIB mundial claramente en ascenso, el mercado consigue aferrarse al hecho de que la inflación todavía no repunta claramente en el corto plazo para justificar tipos de interés históricamente muy bajos incluso en plazos de 30 años.

Por lo demás, 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, en particular, la FED no puede estar contenta con el hecho de que sus subidas de tipos no se esté traduciendo en un cierto endurecimiento de las condiciones financieras sino que, de hecho, esté sucediendo todo lo contrario.

Quizás tengan que ser los bancos centrales, empezando por la FED, los que deban sacar al mercado de su letargo adoptando en las próximas reuniones un tono algo más hawkish. Si eso no sucede, mucho nos tememos que el resultado final será un sobrecalentamiento de las economías, que acabará traducéndose en un claro overshooting de los objetivos de inflación.



Estados Unidos

La economía americana presenta buenas perspectivas

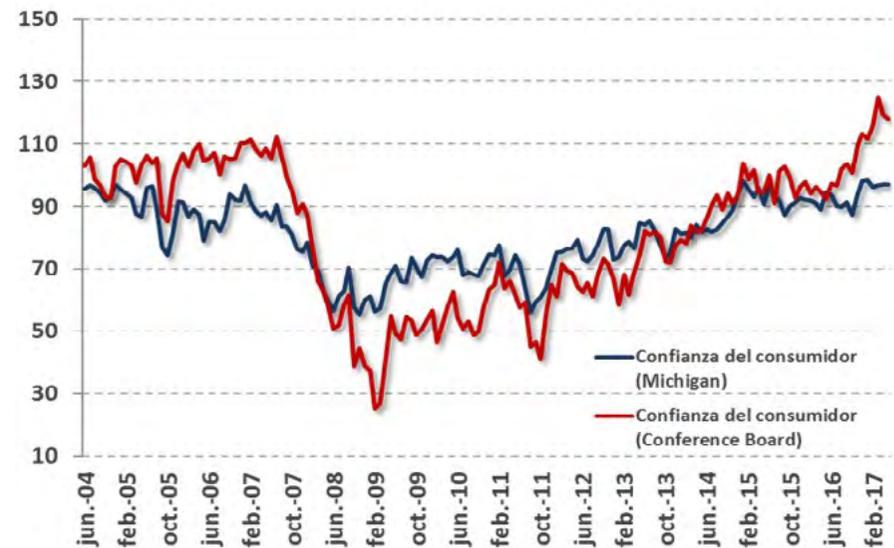
Pese a que el crecimiento durante el primer trimestre se ha visto sesgado a la baja por factores de carácter temporal, el mercado de trabajo permanece fuerte y los índices adelantados apuntan a un desempeño económico favorable durante el conjunto del ejercicio.

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 hoy 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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

El sector inmobiliario tiene un margen de expansión adicional todavía significativo (dado el bajo stock de viviendas se trata de un sector donde la demanda claramente excede a la oferta en estos momentos...).

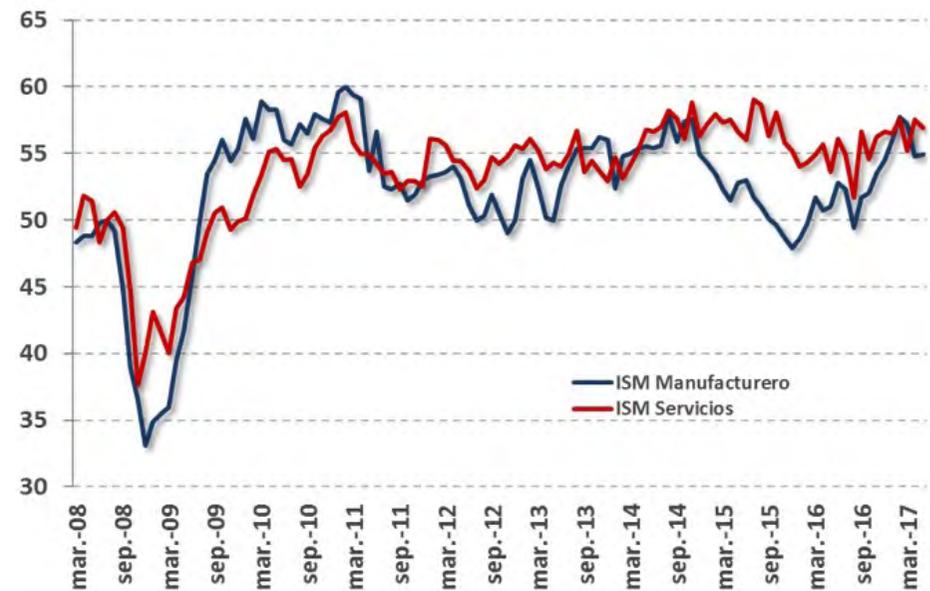
La estabilización del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento menos negativo del sector exterior americano.

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).

Cuando se observa la economía por el lado del empleo, las conclusiones son también positivas: pese a que el último dato fue algo peor de lo esperado, el mercado de trabajo americano continúa creando nuevos puestos de trabajo a tasas que todavía doblan la cuantía necesaria para absorber el crecimiento de la población activa. De hecho, la evolución había venido siendo tan positiva que lo lógico es que vayamos asistiendo a cifras progresivamente menores de creación de empleo en los próximos meses.

ISM manufacturero y de servicios



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

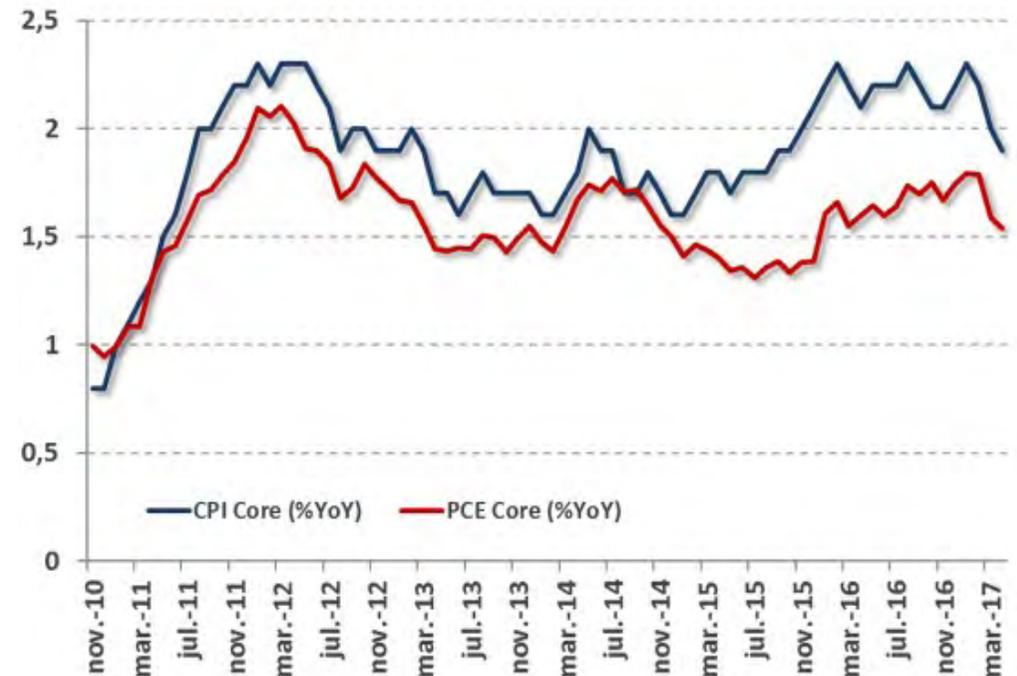
En un contexto de pleno empleo las presiones inflacionistas se irán haciendo más evidentes

La inflación subyacente ha cedido algunas décimas en el período más reciente pero esto se debe probablemente a factores temporales. En particular, una parte significativa de la desaceleración de los precios subyacentes se debe a ajustes de calidad en los precios de ciertos paquetes telefónicos.

Lo importante es que la inflación subyacente en EEUU se encuentra cercana al objetivo del 2%. En abril, el core CPI se situó en el +1,9% YoY mientras que el core PCE lo hizo en el +1,5%. Además, la recuperación del precio del crudo ha permitido que el IPC general se sitúe en el 2,2% YoY.

Es más, mirando hacia adelante 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.

Inflación subyacente cercana al objetivo

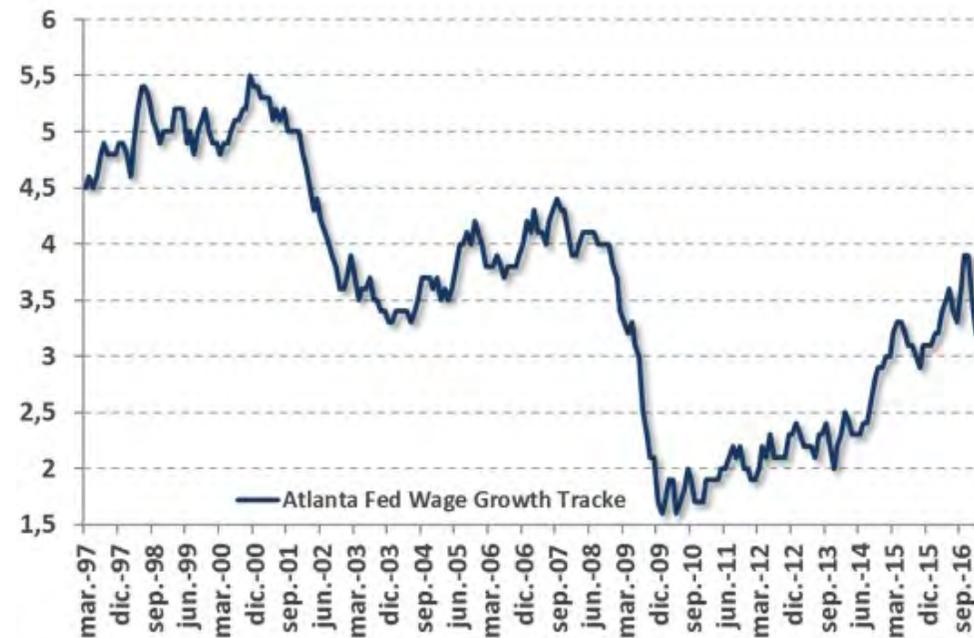


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

De manera compatible con lo anterior, y en un contexto de 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 3,5%).

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 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



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 últimas actas publicadas por la Fed dejan clara la intención de subir tipos en junio y de comenzar a reducir balance (de una forma muy pausada) antes de que acabe el ejercicio.

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.

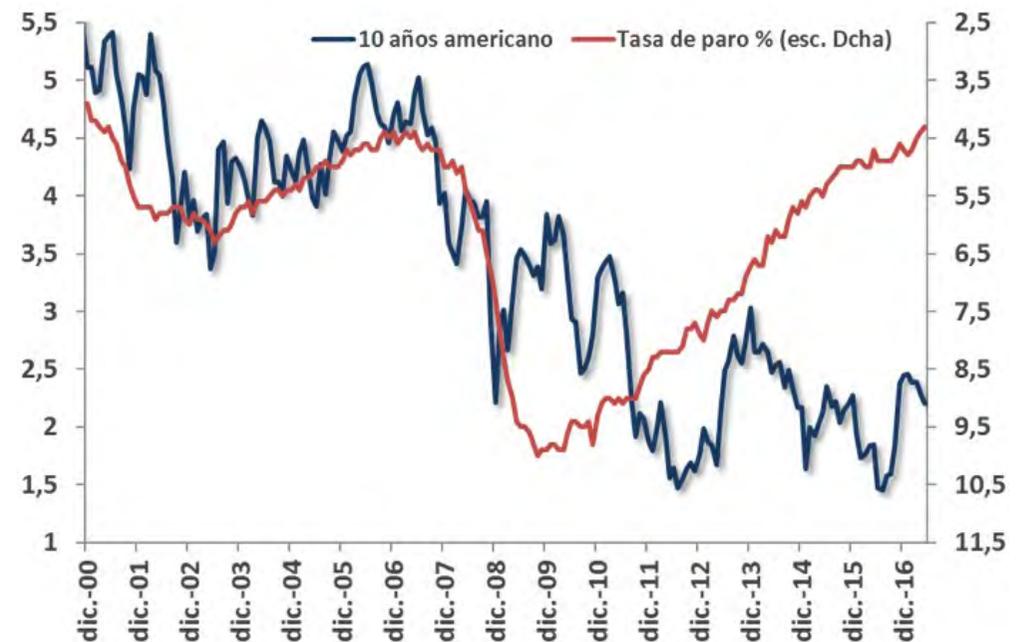
Son ya varios los miembros de la Fed que han mostrado su sorpresa ante esta situación: la Fed sube tipos para reducir el grado de acomodación monetaria y se encuentra con que ocurre exactamente lo contrario.

¿Cómo se resolverá esta paradoja?

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 subiendo tipos de forma algo más rápida de lo que descuenta el mercado y confirmando más pronto que tarde la fecha de inicio de la política de reducción de balance vía minoración paulatina de las reinversiones.

Así las cosas, y si nuestro escenario macro central se confirma, no descartamos un repunte significativo de las curvas de tipos en EEUU de aquí a final de ejercicio.

Los tipos a largo no reflejan progresos en inflación y paro



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Unión Europea

Después de un fuerte Q1, la economía europea da muestras de aceleración adicional

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. Además, todo indica que en el Q2 veremos una aceleración adicional. Por el lado del empleo, los progresos están siendo también notables, con la tasa de paro que se sitúa ya en el 9,3%.

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, clara mejoría en el mercado de trabajo... En general, todo apunta a una aceleración de la actividad en los próximos trimestres.

Niveles de confianza sólidos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

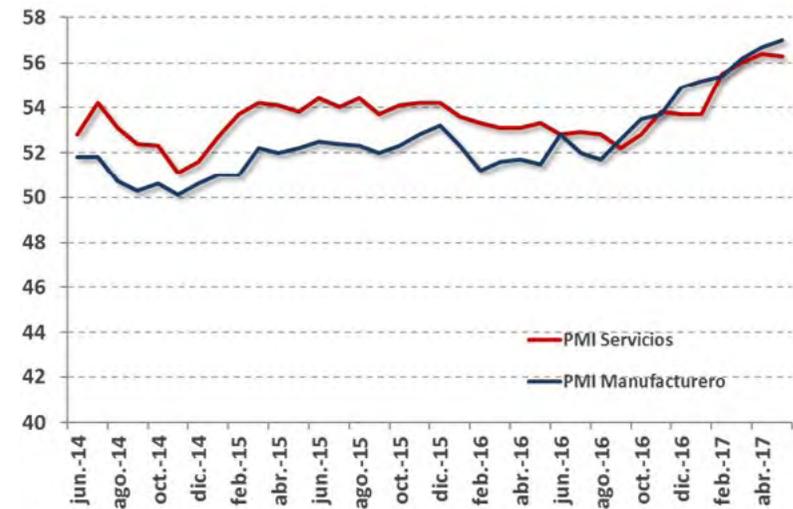
Incluso en Italia la situación parece estar mejorando: el crecimiento del PIB durante el primer trimestre sorprendió claramente al alza, mientras que los indicadores de confianza y los PMIs muestran valores positivos, compatibles con una cierta aceleración de la actividad en lo que queda de año. Esta mejora en la situación macro debería ayudar a mantener bajo control las incertidumbres de corte político, así como las relativas al sistema financiero italiano.

En contraste con este escenario macro relativamente positivo, y más allá de los riesgos políticos en Italia, En sentido negativo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

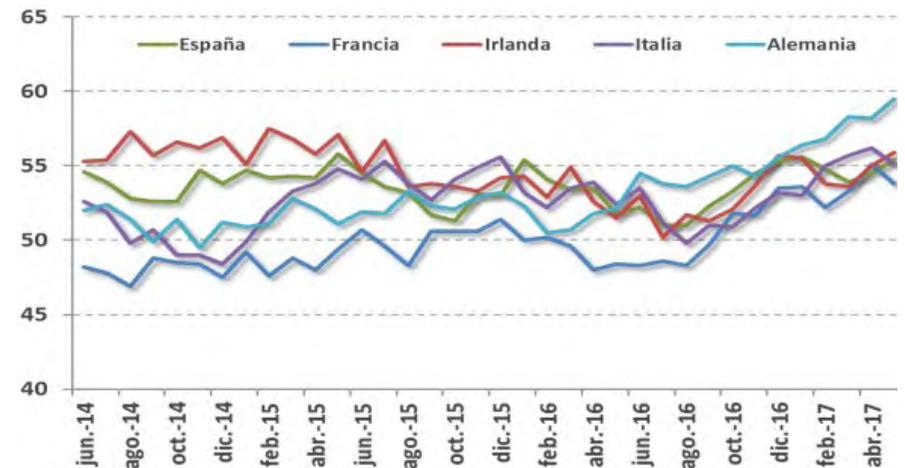
Creemos, sin embargo, que lo más probable es que las consecuencias de la salida del RU sobre las perspectivas de crecimiento en la Eurozona sean sólo moderadas.

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 quieren 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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

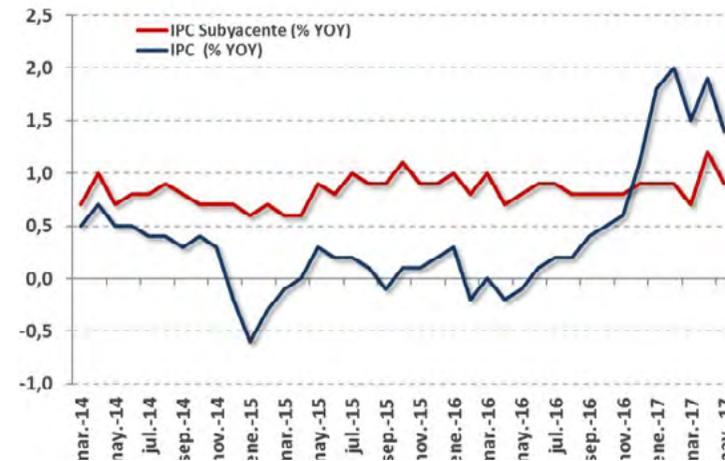
Un escenario macro como el descrito hasta aquí debería conducir a una **aceleración progresiva de los precios subyacentes en los próximos 12 meses** (el retroceso observado en mayo en la inflación subyacente se debió a que el dato de mes de abril se había visto inflado por el cambio de fecha de la Semana Santa).

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: la tasa de paro se está reduciendo rápidamente y esto implica que, a estas alturas del año que viene, el paro podría situarse por debajo del 8,5%, una tasa que se corresponde con la media de esta variable antes de la crisis y que podría ser por tanto una buena medida de lo que puede ser el pleno empleo en la Eurozona. Si en lugar de centrarnos en el empleo usamos medidas más amplias de capacidad ociosa en el mercado de trabajo, el cierre completo del output gap podría tener lugar como mucho en 1,5-2 años.

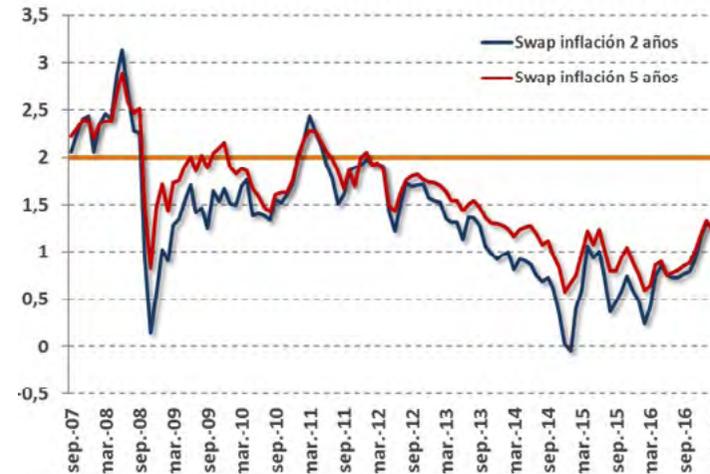
En el caso de Alemania el progreso en los precios subyacentes debería ser algo más rápido que en el conjunto del área. En primer lugar, porque las perspectivas de crecimiento del país son especialmente positivas. En segundo lugar, y más importante, porque este escenario positivo de crecimiento por encima del potencial se va a seguir produciendo en un contexto de paro muy reducido, con unos salarios que han dado muestra de cierta aceleración en el primer trimestre del año .

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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España

España sigue en cifras muy positivas

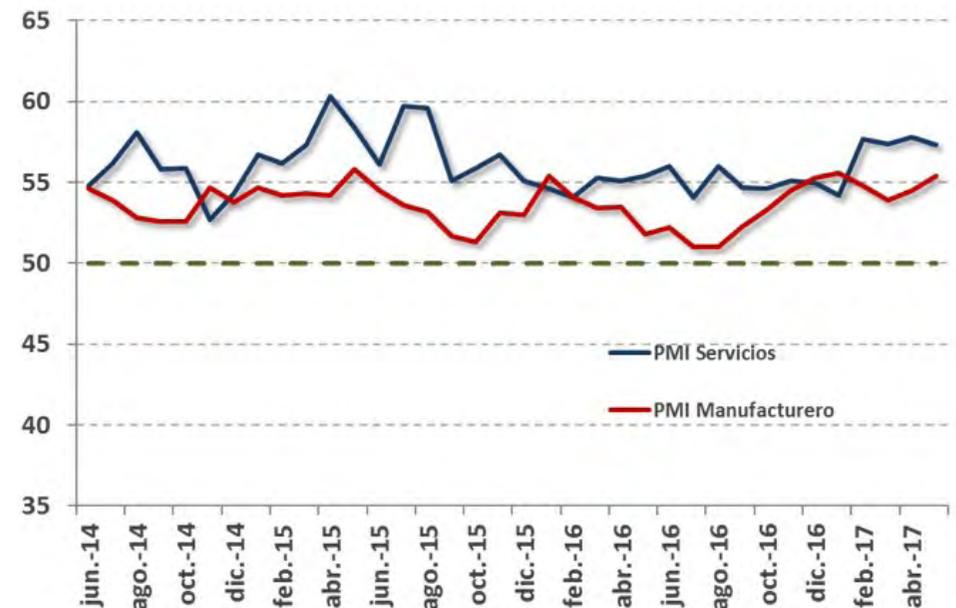
España continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de la debilidad del euro y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Los datos macro siguen siendo muy favorables, con un crecimiento que durante el primer trimestre volvió a situarse por encima del 3% anualizado y con signos de aceleración en el segundo trimestre: 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 por encima 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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

España no debe olvidar los retos a largo plazo

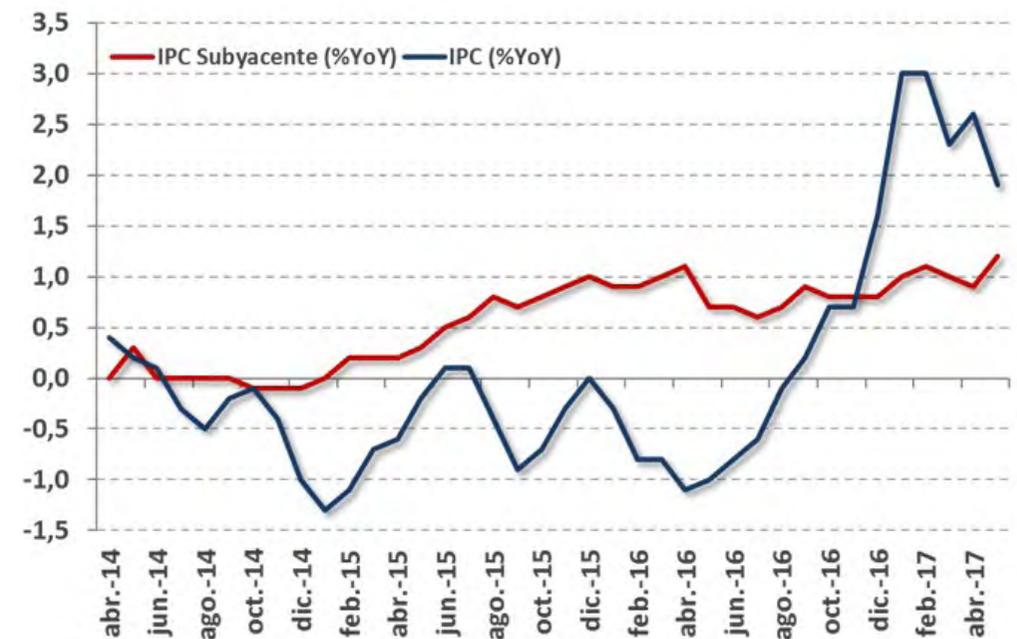
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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 después de que el gobierno haya conseguido sacar adelante los presupuestos, 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 subyacente tenderá a repuntar



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Reunido Unido

La economía continúa aguantando pero el Brexit tendrá efectos negativos a largo plazo

La economía británica, pese a ciertos signos de recuperación, lo continúa haciendo razonablemente bien:

el sector exterior se beneficia de la debilidad de la libra y de la mejora del entorno internacional; y el consumo privado aguanta, en un contexto en que la buena situación del mercado de trabajo parece compensar el efecto negativo de la inflación sobre la evolución de los salarios reales. Al mismo tiempo, es cierto que es difícil ser muy positivo en cuanto a la evolución previsible de la inversión corporativa, en la medida en que la incertidumbre asociada al Brexit debería seguir pesando sobre la evolución de esta variable.

La positiva situación de la economía británica, unida al aumento de inflación por la depreciación de la libra, restan margen de maniobra al BOE. En este sentido, no es ni mucho menos descartable que la autoridad monetaria británica (por muy prudente que quiera ser) se vea obligada a subir tipos de una forma algo más rápida de lo que ahora descuenta el mercado.

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 parte 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 y por lo que parece ser una política más dura contra la inmigración.

Los datos a corto plazo, mejor de lo esperado



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 en el entorno 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, en el período reciente se vienen produciendo dos noticias que invitan al optimismo. En primer lugar, que la economía está creciendo

muy por encima del potencial (de hecho, lleva 5 trimestres de crecimiento positivo y con signos eminentemente positivos en el período reciente en áreas como la producción industrial, el sector exterior, la inversión empresarial y, en menor medida, el consumo privado); en segundo lugar, que los salarios están creciendo moderadamente, en un contexto en que el output gap es prácticamente nulo (en relación con esto último, es muy posible que el aumento de salarios se haya visto sesgado a la baja durante los últimos años por un proceso significativo de incorporación de la mujer al mercado de trabajo; mirando hacia adelante, este proceso puede haberse completado y eso podría aumentar las presiones al alza sobre los salarios).

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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

La decidida política del BOJ aumenta las posibilidades de reflación

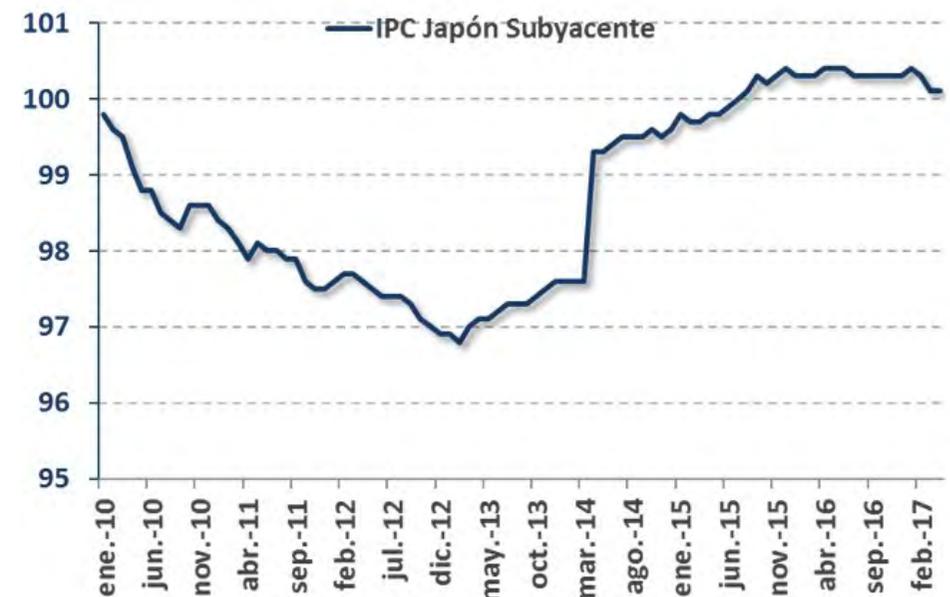
Pese a que el objetivo del 2% de inflación está todavía lejos, un mercado de trabajo en pleno empleo (tasa de paro del 2,8%; ratio jobs/applicants de 1,48) y un crecimiento por encima del potencial deberían acabar favoreciendo un mejor comportamiento de salarios y, con ello, un repunte progresivo de 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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

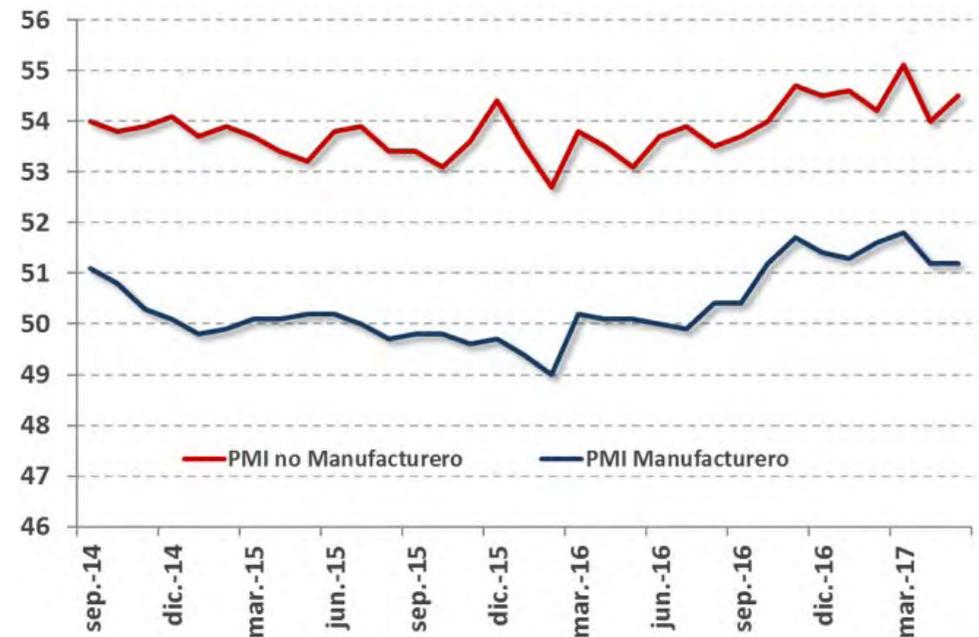
Países Emergentes - China

El gobierno trata de equilibrar el apoyo a la economía con el control de los riesgos financieros

Gracias a la fortaleza que la economía viene mostrando desde la segunda mitad del año pasado, el gobierno ha venido 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 ha promovido en los últimos meses 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. **Así las cosas, es lógico que en el período más reciente se haya observado una ligera desaceleración de la actividad.**

Los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son bajos y todo apunta a que el gobierno va a seguir siendo capaz de cumplir sus metas de crecimiento para el conjunto del ejercicio. Por un lado, la confianza del consumidor chino está en máximos de varios años y esto hace muy difícil que se pueda producir un deterioro significativo de esta variable en los próximos meses (los PMIs de mayo han salido además mejor de lo esperado, apuntando también a un buen desempeño económico). Por otro lado, durante el mes de mayo las autoridades han dado señales de que no quieren seguir endureciendo adicionalmente las condiciones monetarias y que buscarán un equilibrio entre el control de los riesgos financieros y su objetivo de lograr tasas de crecimiento económico relativamente elevadas. Así las cosas, creemos que la rebaja de rating de Moody's no es algo preocupante, teniendo en cuenta que sigue claramente en grado de inversión y con perspectiva estable.

Los PMIs apuntan a una moderada desaceleración



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

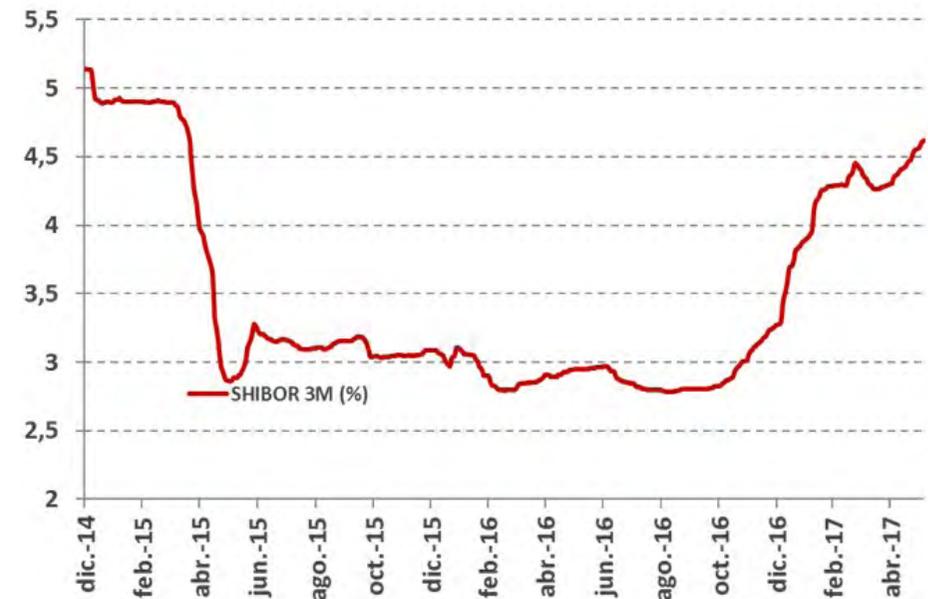
Unas condiciones financieras menos laxas reducen la presión sobre el yuan

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

A nivel 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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

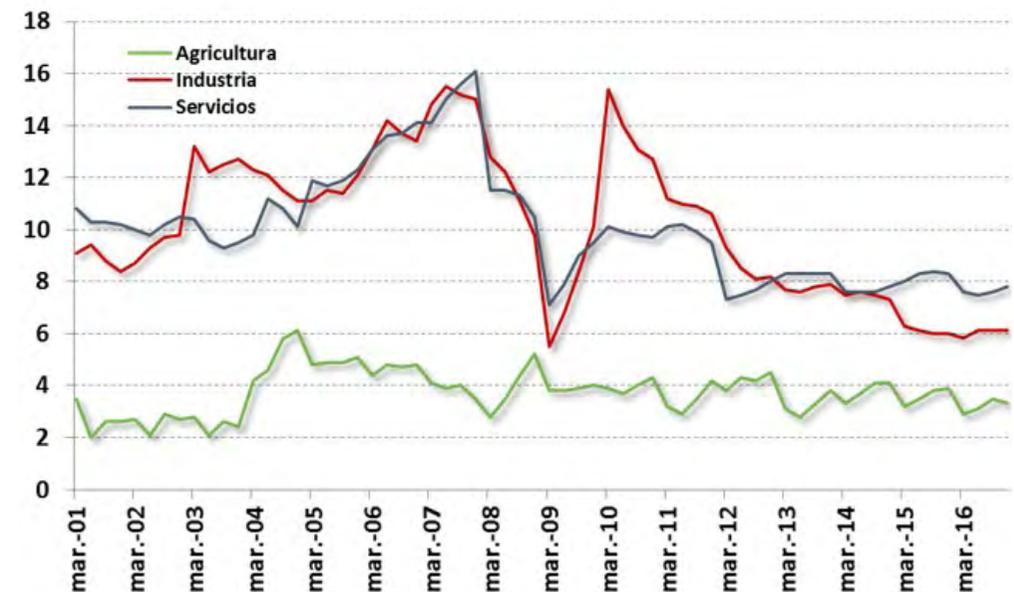
Más allá de la situación cíclica el país avanza en su cambio de modelo de crecimiento

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 of Statistics of China y elaboración propia

Países Emergentes - India

La economía india muestra señales mayoritariamente positivas

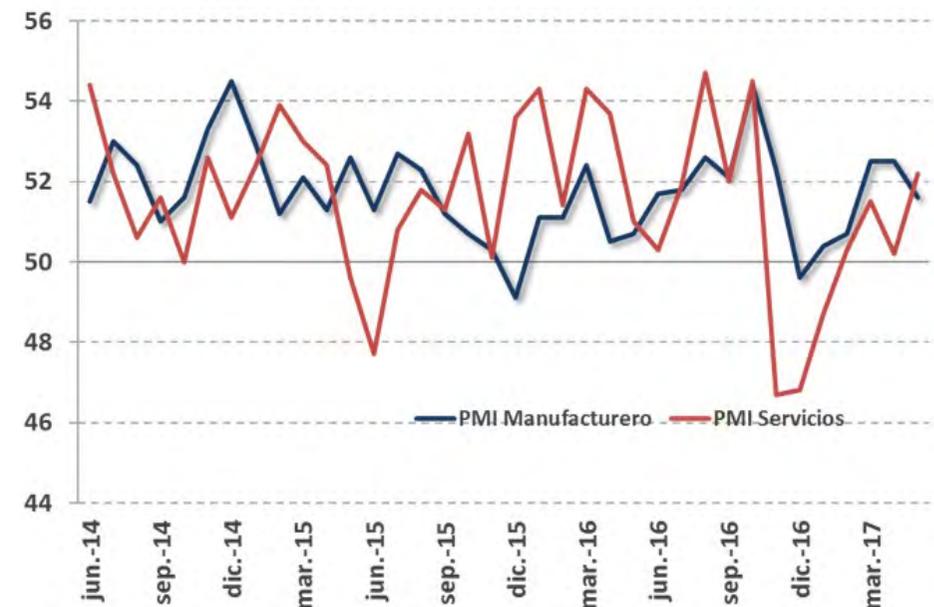
Una vez superada la incertidumbre asociada al llamado proceso de desmonetización, el país parece en disposición de mostrar una cierta tendencia a la aceleración durante los próximos trimestres, con crecimientos que en el presente ejercicio podrían rondar el 7,5% el consumo privado mantiene su fortaleza; el sector agrícola se beneficia de una buena temporada de lluvias; las inversiones en infraestructuras continúan siendo dinámicas; el sector exterior también manda mejores señales... 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 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 público, sobre todo a nivel de estados, son relativamente elevados en India).

Pese a la fuerte caída de la inflación general, el banco central mantiene una actitud muy prudente. Para entender la posición del RBI, hay que tener en cuenta que la inflación subyacente, aunque también viene cayendo, sigue relativamente alta; que las expectativas de inflación continúan siendo elevadas; y que la recuperación del precio de las materias primas pondrá una cierta presión alcista sobre la inflación en los próximos meses. Por lo demás, las ya citadas buenas perspectivas de crecimiento (unidas a lo ya señalado respecto de la política fiscal) hacen innecesaria una política monetaria acomodaticia.

Los efectos de la desmonetización, sólo temporales



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

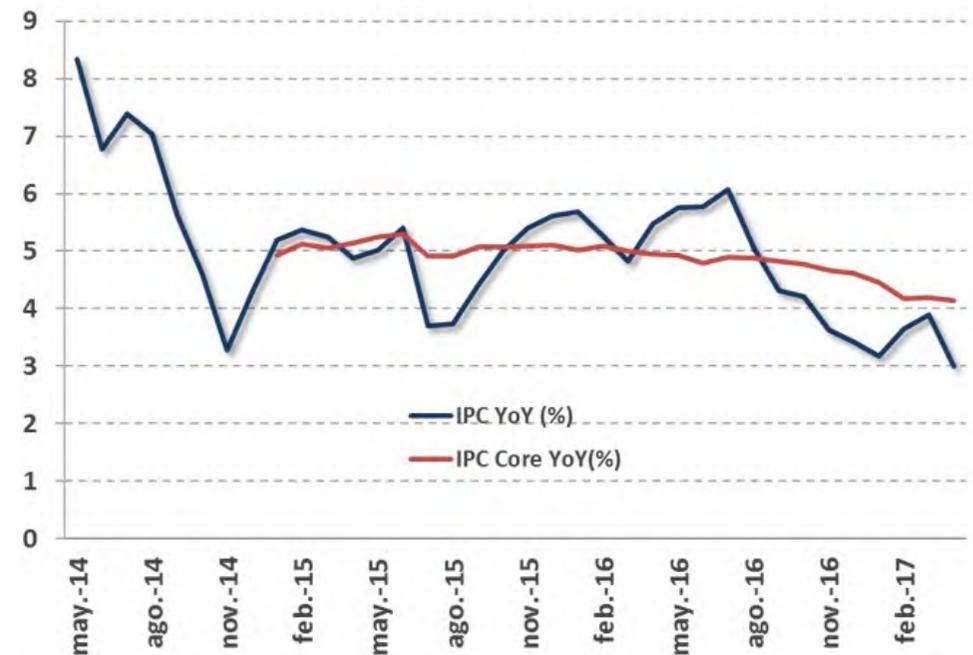
El gobierno sigue progresando en el campo de las reformas estructurales

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 está empezando a generar resultados esperanzadores.

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. Con la idea de también de mejorar el flujo de financiación hacia la inversión privada, los pasos que se vienen dando para desarrollar el mercado de bonos corporativos también debe de ser bienvenido.

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



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

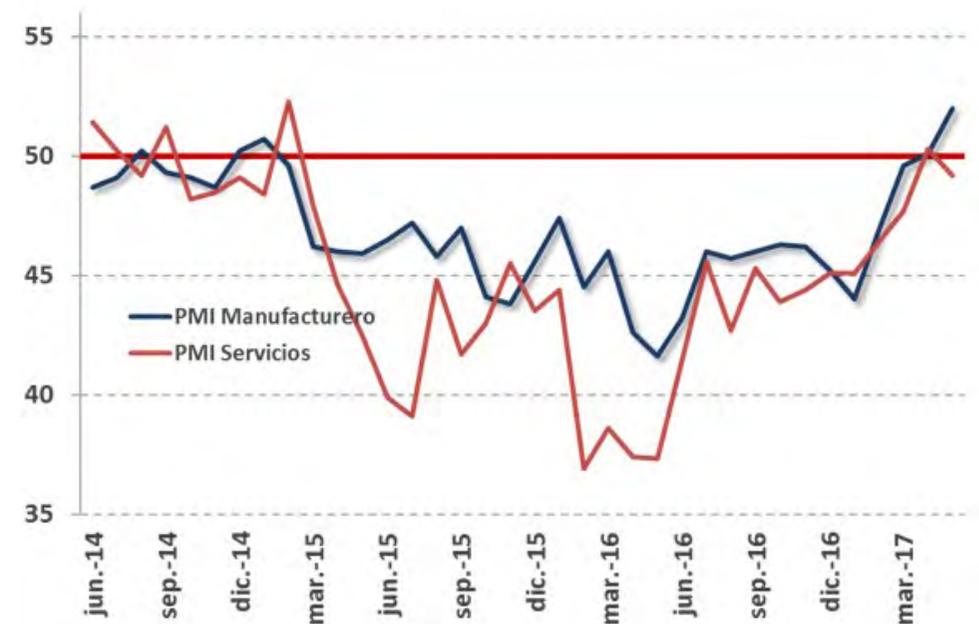
Países Emergentes - Brasil

La corrupción vuelve a ganar protagonismo y pone en riesgo los esfuerzos de reforma

Los nuevos escándalos en torno al presidente Temer ponen en riesgo los esfuerzos que venía haciendo el gobierno para reforzar la credibilidad fiscal del país y permitir así una reducción estructural de los altos costes de financiación que la economía brasileña ha tenido que soportar de forma estructural.

En nuestra opinión, la mejor noticia para Brasil sería probablemente una salida de Temer del gobierno, porque eso en teoría facilitaría la continuidad del proceso de reformas. En todo caso, parece que Temer está logrando mantener un apoyo suficiente en el parlamento para las reformas. Si esto se confirma, los efectos de esta nueva onda de incertidumbre política en Brasil podrían acabar siendo sólo moderados.

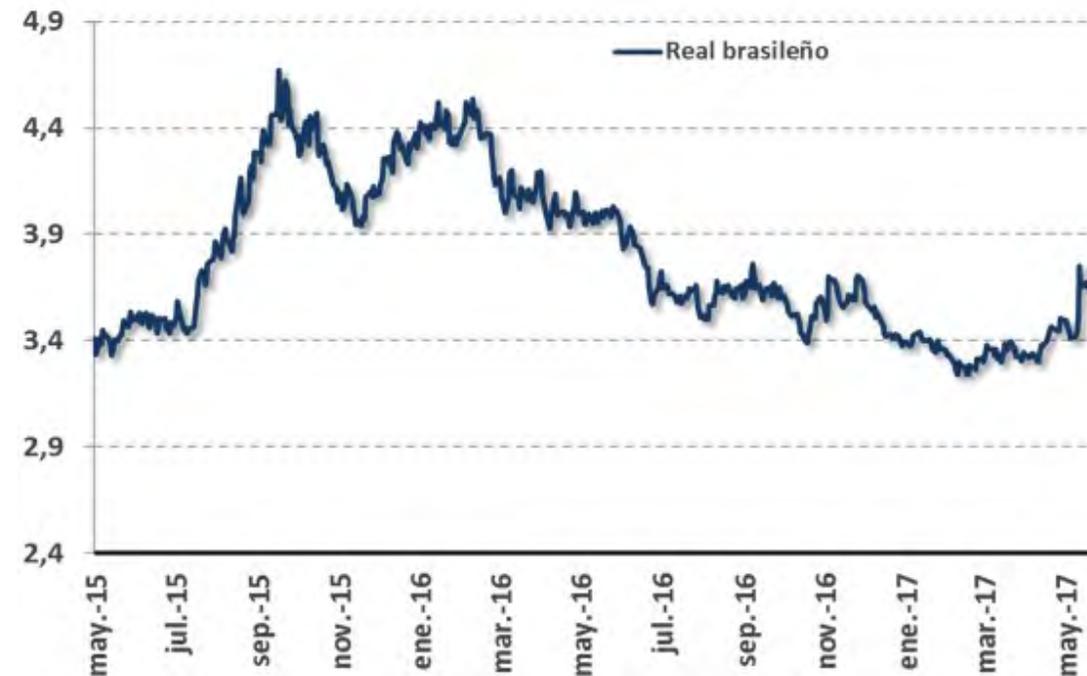
La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Con o sin Temer es fundamental que las autoridades sigan poniendo el énfasis en la adopción de medidas que busquen 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, es importante aprobar la reforma del sistema de pensiones y garantizar el objetivo de superávit primario para 2020. Junto con esto, se debe continuar avanzando en el campo de las reformas de carácter “microeconómico”, tendentes a mejorar la eficiencia con la que opera 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...

El real sigue apoyando al sector exterior



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

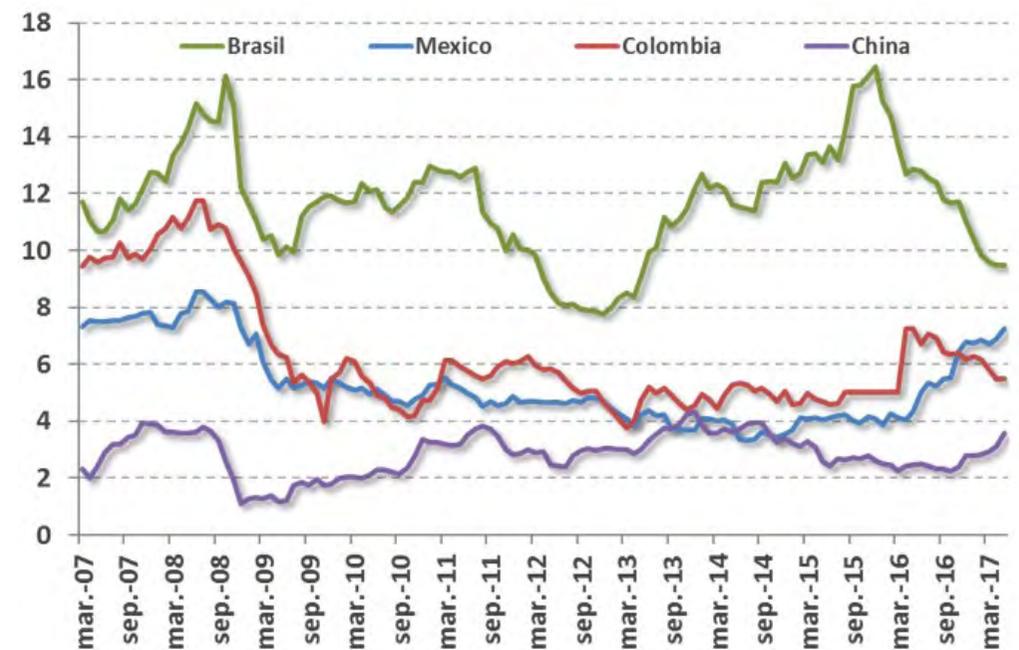
La clave para el país es reducir de forma sostenible los costes de financiación

Si la política económica 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 el banco central venga refiriéndose en el período reciente 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.

De hecho, el banco central ya viene aprovechando los signos de debilidad económica y de moderación de precios para reducir los tipos de interés de una forma relativamente rápida. Y los primeros efectos de esta orientación menos restrictiva de la política monetaria estarían empezándose ya a ver: el paro cayó en abril por primera vez en 2 años y la economía ha logrado tasas mensuales positivas de expansión económica en el período más reciente.

Pero la clave para consolidar la recuperación es saber hasta cuándo los podrá seguir bajando en el futuro: en la línea con lo apuntado antes, cuanto más avance el país en términos de credibilidad fiscal y reformas, menor será el tipo de interés de equilibrio y menores serán también los costes de financiación que los agentes económicos brasileños tendrán que soportar en el futuro.

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque persisten los retos, la situación parece estar mejorando claramente

Rusia 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.

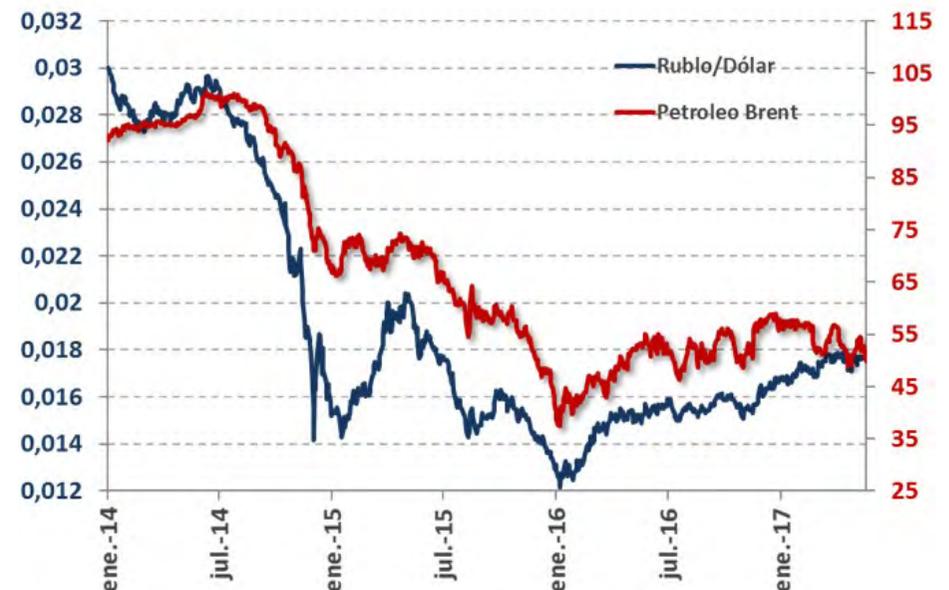
Sin embargo, el panorama para el país ha venido mejorando de forma apreciable en los últimos meses:

Los datos macro son compatibles con una continuidad en la senda de crecimiento iniciada en el último trimestre de 2016 (con un consumo privado que por fin da muestras de cierta mejora, con buenas señales en lo que a la producción industrial se refiere y, en general, con el PIB expandiéndose ya a tasas en el entorno del potencial); 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 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 y 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 (el tipo de intervención todavía seguiría alrededor de 250pb por encima de su nivel neutral y la apreciación del rublo en el período reciente tenderá a reducir adicionalmente las presiones inflacionistas).

El precio del crudo da un respiro a Rusia



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

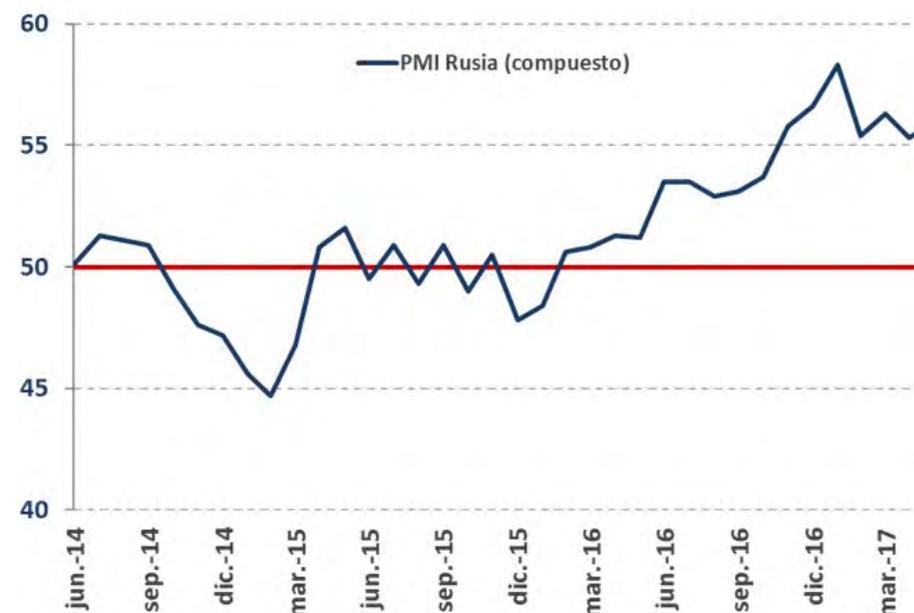
Al mismo tiempo, sin embargo, parece que la estrategia preferida por el banco central es bajar los tipos de forma progresiva, para permitir que los tipos reales se mantengan moderadamente elevados durante todavía un cierto tiempo y contribuyan de esa forma a una mejora adicional en el anclaje de las expectativas de inflación.

Después de que el déficit público acabara 2016 por encima de lo previsto, las perspectivas para el presente ejercicio son bastante más 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 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.

