



Newsletter Económico Mensual

Julio y agosto 2017

Servicios de Economics & Regulation de Grant Thornton



Audit · Tax · Legal · Advisory

Comentario del mes

Durante el período reciente, la conjunción de dos factores ha tendido a generar complacencia en los mercados financieros. Por un lado, incluso los más pesimistas han tenido que reconocer que la economía mundial no está ni mucho menos tan mal como se había venido diciendo. Por otro, la ausencia de presiones inflacionistas relevantes ha permitido que muchos sigan apostando por un escenario de tipos de interés permanentemente bajos.

Así las cosas, se diría que nos encontramos ante una situación poco menos que perfecta para la valoración de la práctica totalidad los activos. El mayor crecimiento mundial se traduce en un mejor comportamiento de los resultados empresariales. Y, además, la renta fija se ve favorecida por lo que se ha venido percibiendo como una actitud extremadamente prudente por parte de los bancos centrales.

Sin embargo, esta especie de escenario de cuento de hadas es claramente insostenible. A medida que la capacidad ociosa de la economía global continúa reduciéndose, es inevitable que las presiones de salarios y precios vayan en aumento. Esto, a su vez, hará necesaria una progresiva reacción por parte de los bancos centrales, en forma de subida gradual de tipos de interés y reducción, también pausada, de los tamaños de sus respectivos balances.

En EEUU, todo apunta a una significativa recuperación de la actividad en el segundo trimestre del año y a un crecimiento algo por encima del potencial en el conjunto de 2017: los fundamentos del consumo privado siguen siendo muy sólidos; la inversión corporativa sigue dando buenas señales; el sector inmobiliario tiene un margen importante de expansión adicional; el sector exterior debería beneficiarse de un dólar más débil...

La tasa de paro americana se sitúa ya por debajo de la de equilibrio y lo más probable es que en los próximos meses veamos mejoras adicionales en el mercado de trabajo americano. La consecuencia de lo anterior será una aceleración progresiva de los salarios, que tenderá también a traducirse en presiones progresivas de precios (demostrando, de esa forma, que la caída de la inflación subyacente que hemos visto durante los primeros meses de este año se ha debido a factores meramente temporales).

Con los riesgos geopolíticos en franca retirada, los datos macro en la Eurozona continúan siendo espectaculares: el crecimiento prácticamente dobla el potencial, la expansión beneficia a prácticamente todos los países y asistimos a buenas noticias tanto por el lado de la demanda interna como de las exportaciones.

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.

De hecho, y tras unos meses de idas y venidas, la inflación subyacente en junio se ha comportado bien, en lo que puede ser un preludio de lo que puede ser la evolución de esta variable en lo que queda de año.

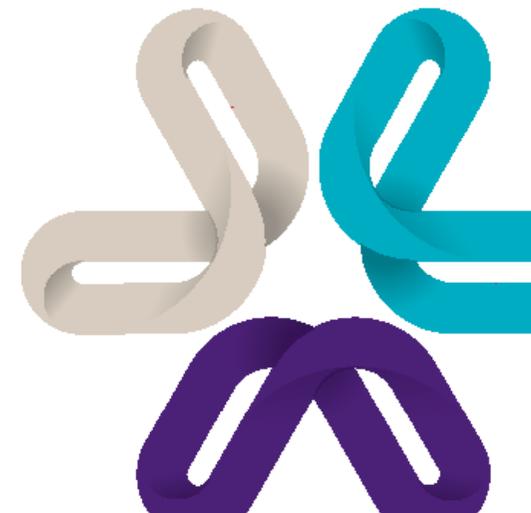
A la vista de todo lo anterior, resulta difícil no tener la impresión de que la renta fija pública está en un estado de burbuja:

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, algo que todavía no se ha reflejado en un movimiento significativo al alza de los tipos de interés a largo plazo.

¿Cuál puede ser el detonante que genere una corrección seria en el mercado de deuda pública?

Responder a esta pregunta es siempre difícil. En todo caso, y pensando en los próximos 6-12 meses, se nos ocurren dos posibilidades, que no son en absoluto excluyentes. Por un lado, es muy posible que los datos de crecimientos de precios y salarios ganen tracción en los próximos meses y esto lleve al mercado a reconsiderar el escenario de tipos de interés. Por otro lado, también es probable que a partir de ahora (como ya se ha empezado a ver en junio) los bancos centrales sigan dando mensajes cada vez más evidentes sobre la necesidad de normalizar las políticas monetarias.

Nuestro escenario central continúa siendo uno de reflación moderada de la economía mundial, con los bancos centrales normalizando de forma progresiva sus políticas monetarias. En todo caso, si el mercado siguiera empeñado en aplanar las curvas y las autoridades monetarias se pasaran de prudentes, un overshooting más o menos significativo de los objetivos de inflación se volvería cada vez más probable. Si éste fuera el caso, los tipos a largo podrían tardar un poco más en repuntar pero lo harían con más fuerza de lo que ahora nosotros mismos estamos descontando.



Estados Unidos

La economía americana presenta buenas perspectivas

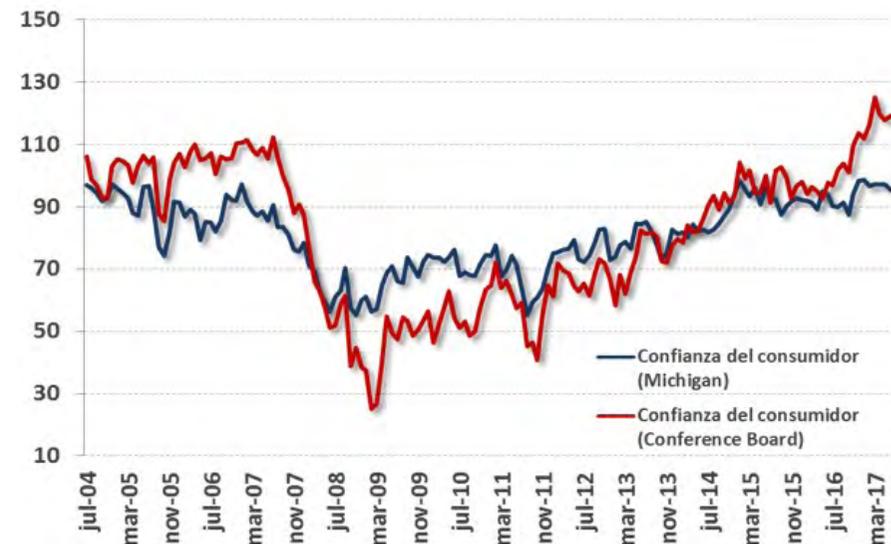
Pese a que el crecimiento durante el primer trimestre se ha visto sesgado a la baja por factores de carácter temporal, el mercado de trabajo permanece fuerte y los índices adelantados apuntan a un desempeño económico favorable durante el conjunto del ejercicio.

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...).

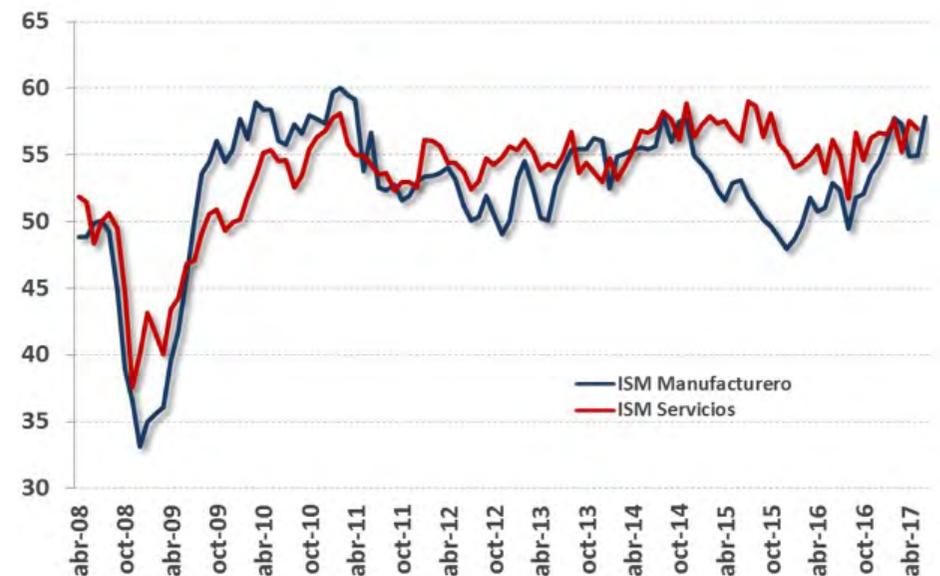
La depreciación del dólar y la mejora del entorno internacional están permitiendo un comportamiento menos negativo del sector exterior americano.

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

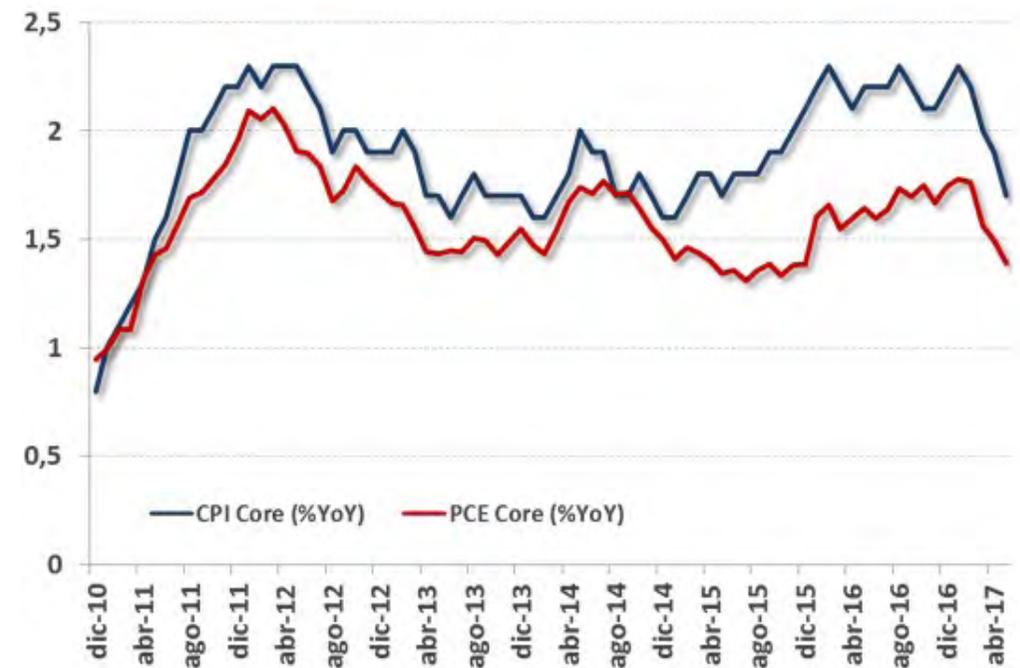
En un contexto de pleno empleo las presiones inflacionistas se irán haciendo más evidentes

La inflación subyacente ha cedido algunas décimas en los últimos meses y esto ha servido para que muchos sigan apostando por un escenario de inflación permanentemente baja en EEUU.

Sin embargo, lo más probable (como ha indicado la propia FED) es que nos encontremos ante un bache temporal que dé lugar a repuntes de precios en los próximos meses.

En efecto, 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 cae por factores temporales

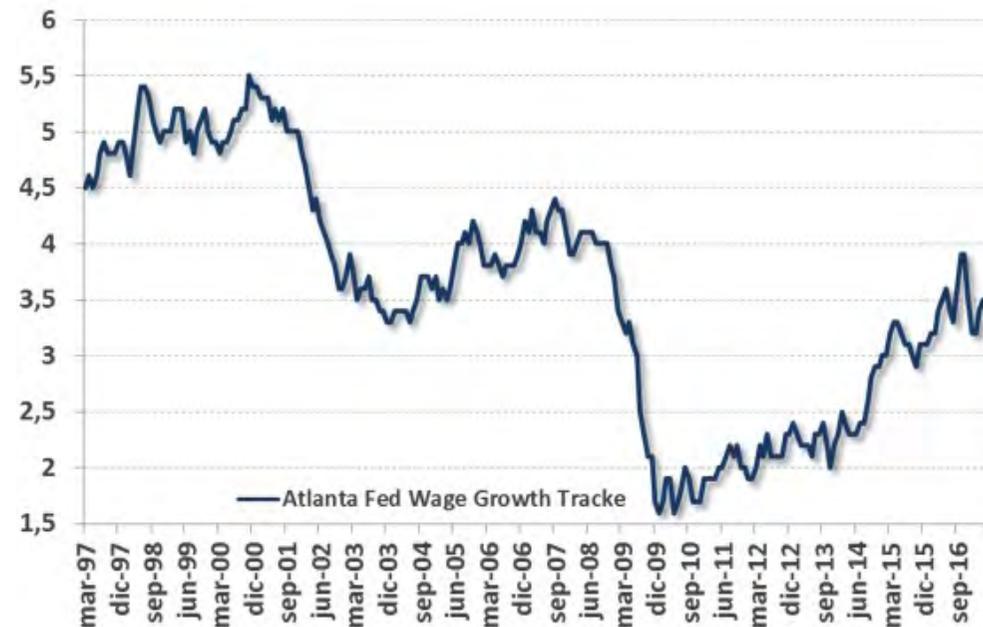


Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 3,4%).

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 Fed decidió subir los tipos otra vez en junio. Y anunció también su intención de comenzar a reducir balance 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 y los precios (como parece lo más probable) retoman su senda alcista, 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

(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; el euro sigue sin ser un obstáculo pese a su reciente apreciación; ...).

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.

Los niveles de confianza vuelven a repuntar



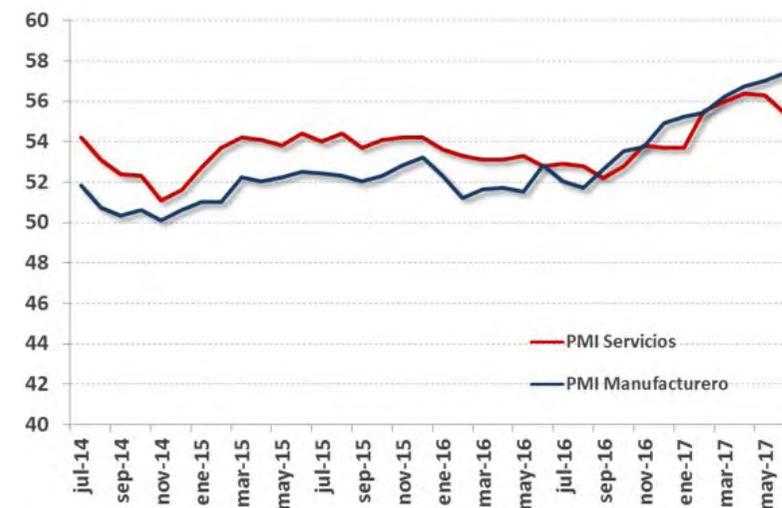
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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 (en un contexto en que un adelanto electoral no parece un escenario probable), así como las relativas al sistema financiero italiano.

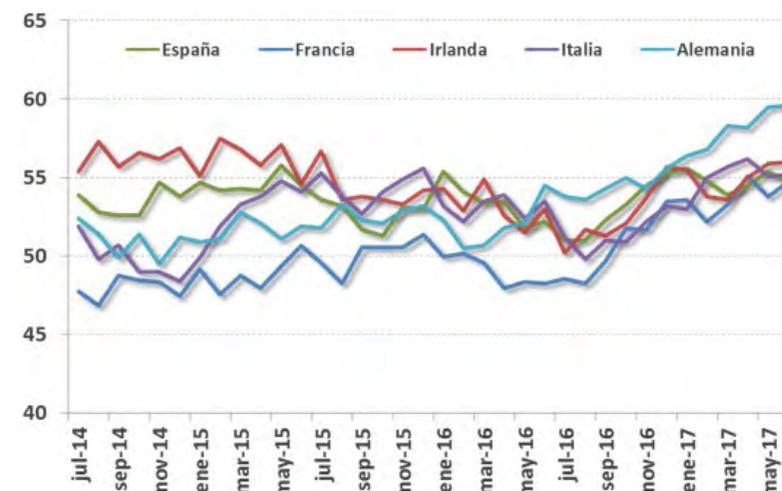
En contraste con este escenario macro positivo, y más allá de los riesgos políticos en Italia, En sentido negativo, es muy posible que el proceso de negociación del Brexit siga creando ruido de fondo durante todavía mucho tiempo.

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 quieran trasladarse a países del área para seguir beneficiándose de un acceso privilegiado al mercado único.

Los PMI en niveles más que saludables



La recuperación europea, cada vez más extendida



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

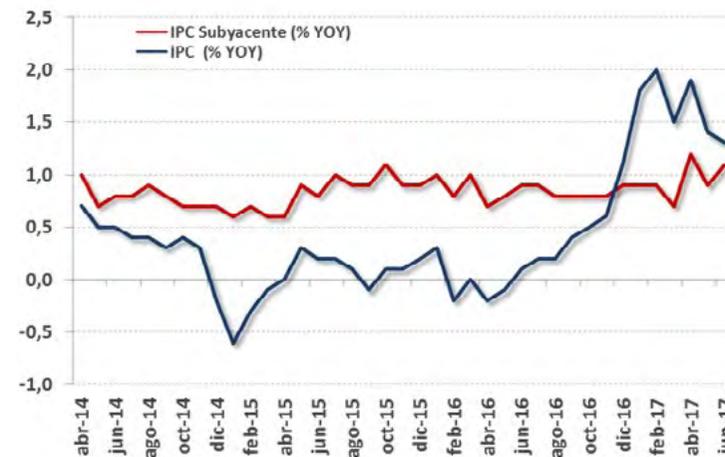
La inflación subyacente debería repuntar de forma progresiva en el resto del año

Un escenario macro como el descrito hasta aquí debería conducir a una aceleración progresiva de los precios subyacentes en los próximos 12 meses. 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 junio volvió a enfatizar la mejora del escenario macro y retiró el sesgo acomodaticio de su política monetaria, señalando que el balance de riesgos está equilibrado y eliminando la referencia a posibles bajadas de tipos. Si la macro sigue tan positiva como lo está actualmente, el siguiente paso podría ser en septiembre, cuando el BCE podría anunciar su estrategia de tapering a aplicar a partir de enero del año que viene.

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

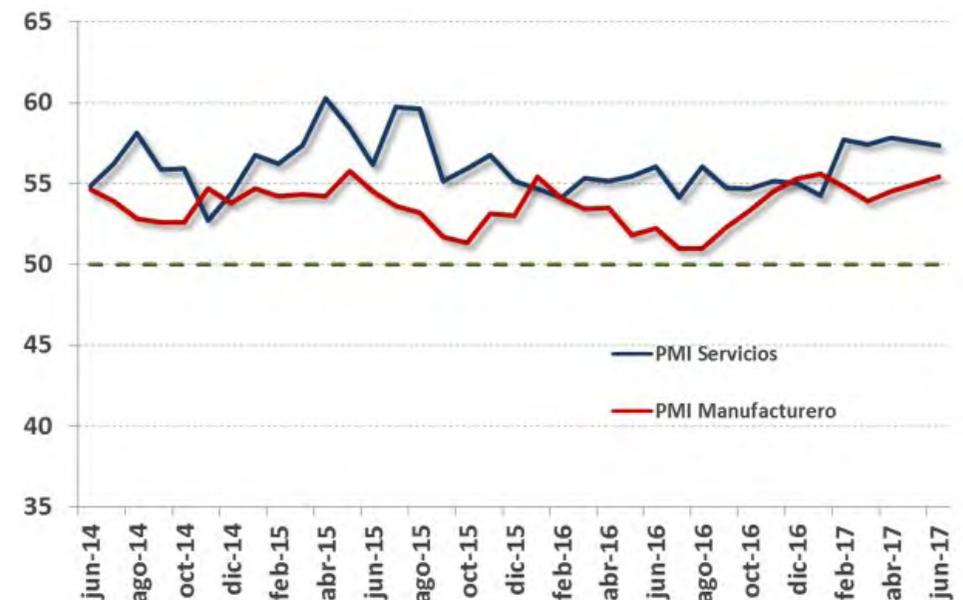
España continúa beneficiándose de los fuertes ajustes de competitividad de los últimos años, del todavía bajo precio del crudo, de la debilidad del euro y de los extraordinariamente reducidos tipos de interés.

Así las cosas, los datos macro siguen siendo muy favorables, con un crecimiento que podría situarse en el entorno del 4% anualizado en el segundo trimestre: los datos de confianza están en niveles elevados; el empleo sigue extraordinariamente fuerte; la producción industrial, el sector servicios 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

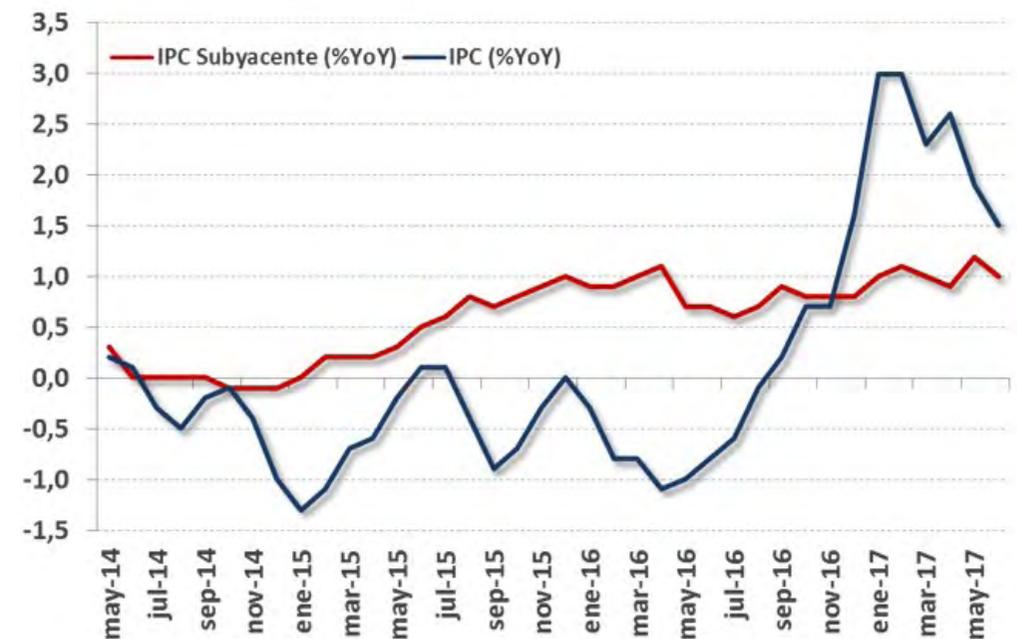
A su vez, esta relativamente rápida reducción de la capacidad ociosa debería ir permitiendo (de forma progresiva) una cierta aceleración tanto en precios subyacentes como en salarios.

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

Los resultados electorales crean incertidumbre pero podrían ayudar a evitar un Brexit duro

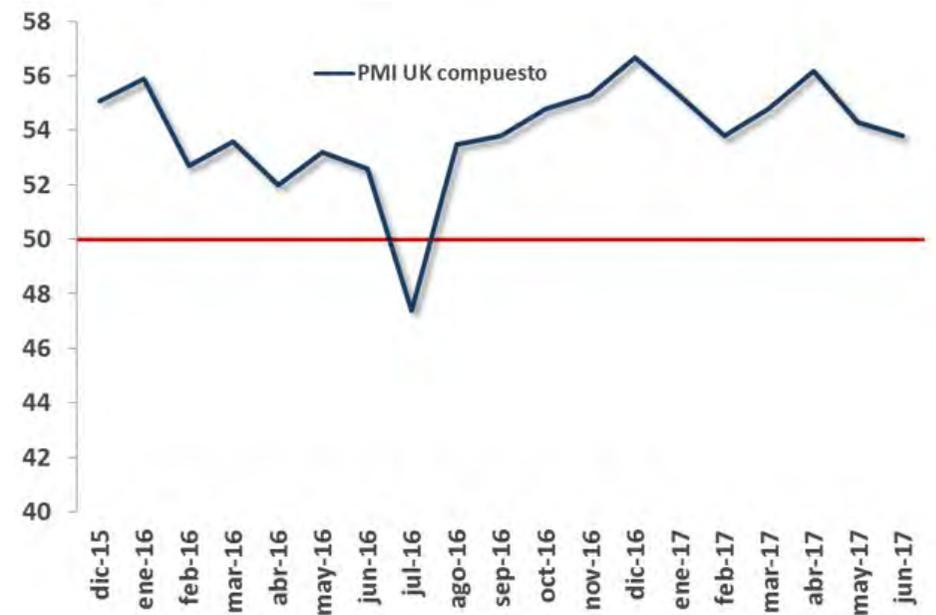
Pese a la incertidumbre generada, es posible que el resultado electoral acabe siendo positivo, en la medida en que aumenta la probabilidad de un Brexit blando. Da toda la impresión de que el RU se está dando cuenta de los importantes costes a largo plazo que el país tendría que soportar en un escenario de Brexit duro: acceso más difícil a uno de los principales mercados del mundo; potencial pérdida por parte de Londres de parte de su atractivo como centro financiero global; deterioro de una de las fuentes tradicionales de crecimiento británico, como ha venido siendo la capacidad del país de ejercer como foco de atracción de la emigración cualificada global...

En cuanto a la macro a corto plazo, al situación puede calificarse de mixta. En el lado negativo, es probable que la inversión empresarial tienda a verse perjudicada por la falta de claridad sobre el futuro.

En sentido positivo, la debilidad de la libra impulsa al sector exterior y a las manufacturas británicas, en un contexto además en que el sector inmobiliario parece mantenerse relativamente fuerte. ¿Y el consumo privado? Es evidente que también se ve afectado por la incertidumbre y por el aumento de la inflación importada. Pero, en un contexto próximo al pleno empleo, lo razonable es esperar un comportamiento algo más dinámico de los salarios en los próximos trimestres, lo que debería a su vez ayudar a evitar una desaceleración excesiva del consumo en los próximos 12 meses (los datos más recientes de crédito al consumo apuntarían de hecho en esta dirección).

Por lo demás, el aumento de la inflación y el hecho de que la economía esté aguantando mejor de lo esperado están provocando un cambio de tono en el BOE: la autoridad monetaria podría subir los tipos de interés en su reunión de agosto.

Los datos a corto plazo siguen siendo razonables



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 los últimos trimestres se vienen produciendo dos noticias que invitan al optimismo.

En primer lugar, que la economía ha logrado 5 trimestres consecutivos de crecimiento positivo y superior al potencial, con signos además de nueva aceleración en el período más reciente (mejora en índices de confianza; sorpresas al alza en producción industrial y exportaciones; aceleración del crédito...). En segundo lugar, que los salarios están empezando a mostrar algunas presiones al alza, en un contexto en que el output gap es ya positivo y en el que lo normal es que los importantes avances logrados en los últimos 2-3 años en lo que a incorporación de la mujer al mercado de trabajo se refiere deberían ir perdiendo algo de impulso.

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

Pese a que el objetivo del 2% de

La política del BOJ y las buenas señales de salarios aumentan 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 3,1%; ratio jobs/applicants de 1,49) y un crecimiento por encima del potencial deberían favorecer de forma cada vez más clara 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 servicios muestran también algún síntoma de repunte). Al mismo tiempo, y tras meses de deterioro, las expectativas de inflación también parecen mejorar un poco en el período más reciente.

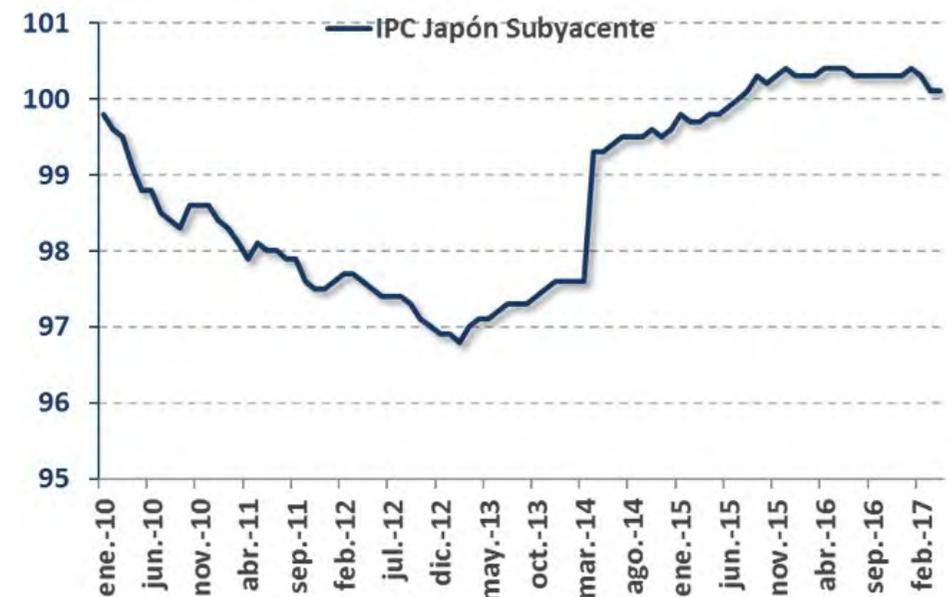
El BOJ sigue con su política de control de la curva, tratando de anclar los tipos a 10 años en el entorno del 0% y comprometiéndose a permitir un overshooting más o menos duradero de la inflación respecto de su objetivo del 2%.

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

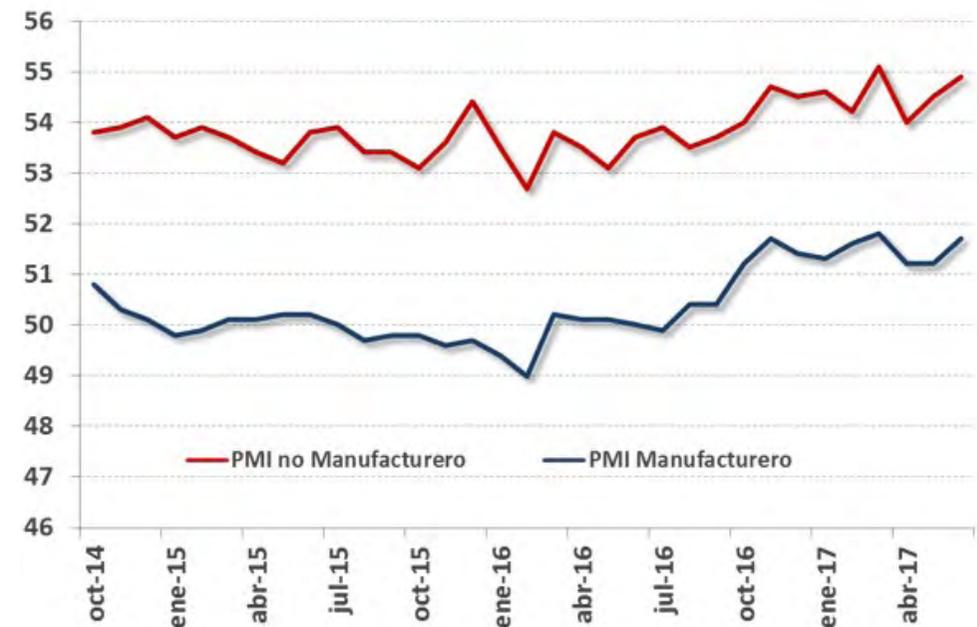
El gobierno trata de equilibrar el apoyo a la economía con el control de los riesgos financieros

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; para contener la expansión del sector residencial; 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.

Así las cosas, es lógico que a lo largo de lo que queda de año se pueda producir una cierta desaceleración de la actividad.

Los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía son en todo caso bajos. Por un lado, porque los datos macro siguen siendo en general favorables, especialmente por el lado del consumo, del mercado de trabajo y de las exportaciones. Por otro lado, porque las autoridades continúan dando señales de que no quieren seguir endureciendo 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. En este mismo sentido, también hay que tener en cuenta que lo más probable es que la política fiscal continúe siendo moderadamente expansiva, en especial en lo que a inversión en infraestructuras se refiere.

Los PMIs apuntan a una muy moderada desaceleración



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

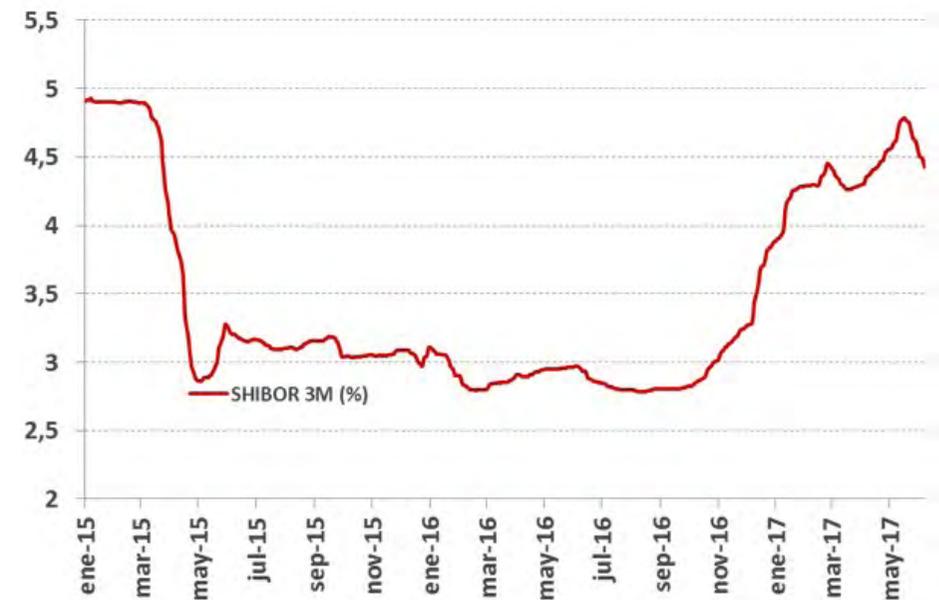
Unas condiciones financieras menos laxas reducen la presión sobre el yuan

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. Al mismo tiempo, la integración progresiva de las acciones chinas en los índices MSCI y la conexión del mercado de bonos chino con Hong Kong son noticias positivas que pueden facilitar la entrada de capitales en el país.

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



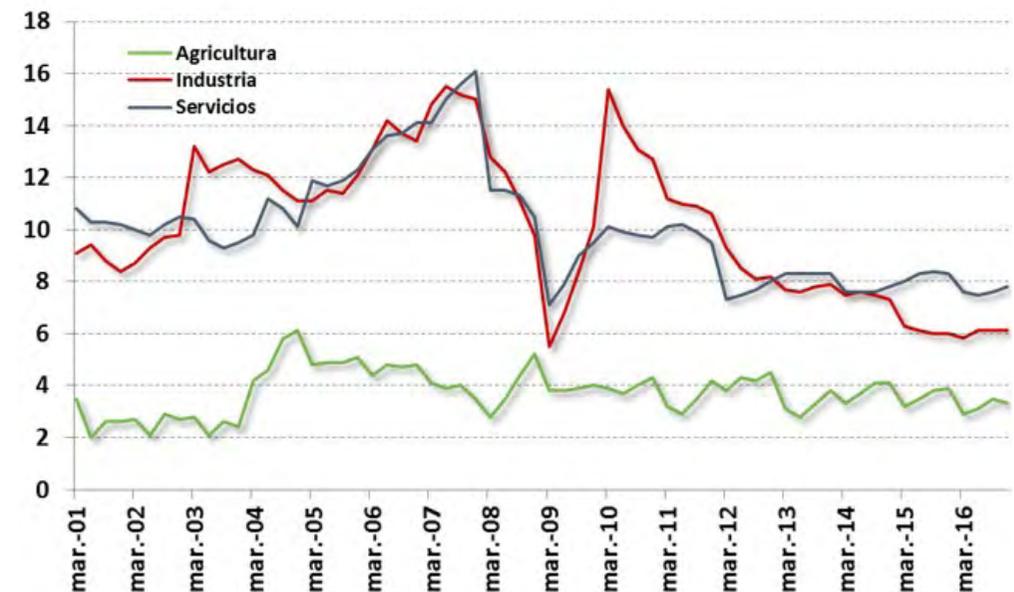
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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; 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 presenta perspectivas positivas

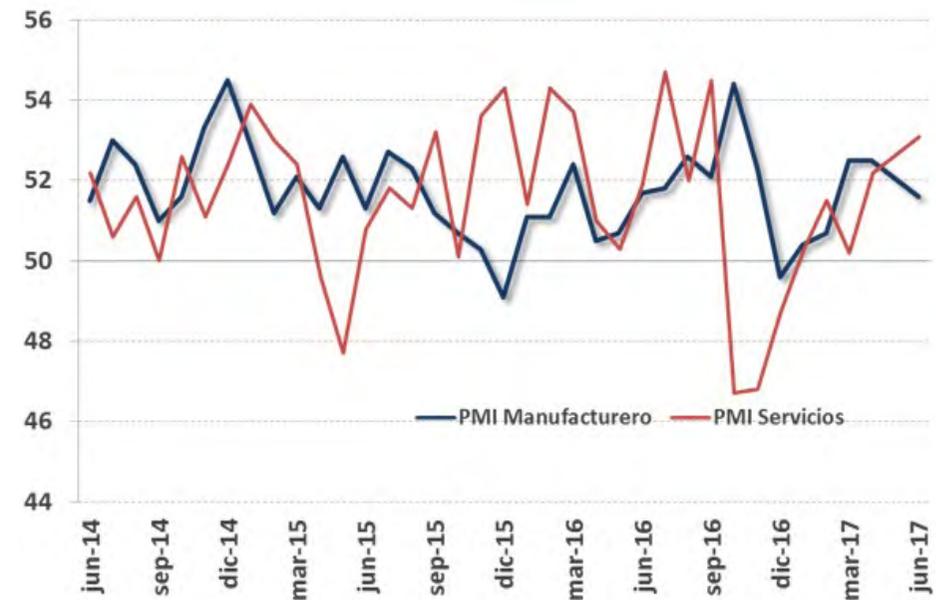
Una vez superada la incertidumbre asociada al llamado proceso de desmonetización, el país parece en disposición de mostrar una cierta tendencia a la aceleración durante los próximos trimestres. En concreto, los crecimientos en el presente ejercicio podrían rondar el 7,5%: el consumo privado mantiene 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, de alto endeudamiento en algunos sectores y de elevada morosidad en el sistema bancario.

La política fiscal durante el presente ejercicio puede calificarse de moderadamente expansiva. En general, el gobierno está consiguiendo un equilibrio razonable entre ayudar al crecimiento económico y mantener la credibilidad de las finanzas públicas.

Sin embargo, es importante que se siga actuando con cuidado en este ámbito, teniendo en cuenta que los niveles de déficit público en India, sobre todo a nivel de los estados, son relativamente elevados (en este sentido, la decisión por parte de varios estados de hacer quitas en préstamos dirigidos al sector agrario sin presentar al mismo tiempo otras medidas de ahorro no puede juzgarse de un modo positivo).

El banco central reconoce que la inflación viene mejorando rápidamente pero, aún así, prefiere mantener una actitud prudente. Para entender la posición del RBI, hay que tener en cuenta que la inflación subyacente, aunque también viene cayendo, sigue relativamente alta y que las expectativas de inflación, a pesar de que vienen mejorando, continúan siendo elevadas. 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 todo caso, y de forma compatible con mantener su credibilidad anti-inflacionista, el banco central ha venido adoptando medidas para promover (por la vía de reducir los requisitos de capital) ciertos tipos de créditos y en particular los relacionados con la compra de vivienda.

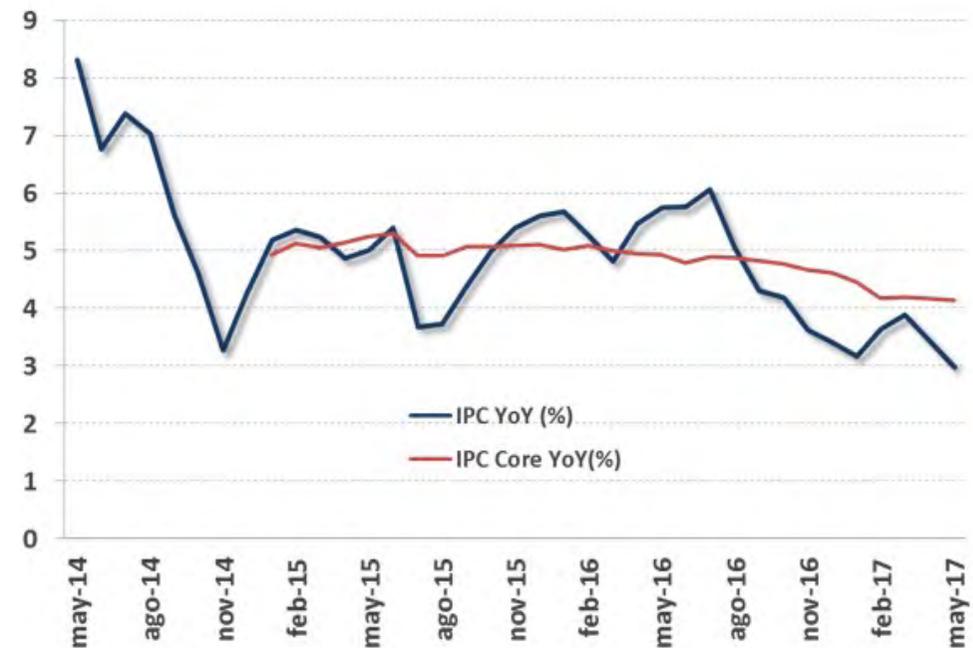
En el campo de las reformas estructurales, y más allá de la entrada en vigor del denominado General Sales Tax (GST) el pasado 1 de julio, el hecho de que el gobierno central esté fomentando la competencia entre estados (incluso a través de la elaboración de rankings) está sirviendo para generar un impulso reformista que está empezando a generar resultados esperanzadores. Las medidas liberalizadoras en el sector agrario también deben de ser bienvenidas.

También es positivo que el RBI haya ya empezado a usar los nuevos poderes dados por el gobierno 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 bienvenidos.

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



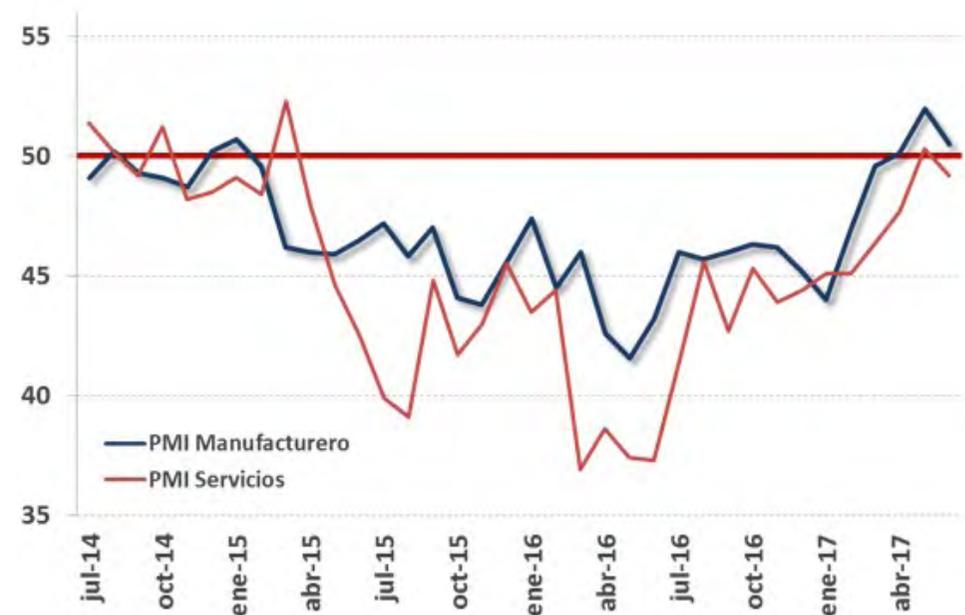
Países Emergentes - Brasil

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

Para garantizar la estabilidad macroeconómica y permitir un modelo sostenible de crecimiento resulta fundamental que Brasil sea capaz de profundizar en el proceso de reforma económica iniciado por el actual ejecutivo. En primer lugar, y por muy complicado que sea, es fundamental que se avance en la reforma del sistema de pensiones y en la garantía de que el país va a ser capaz de alcanzar un superávit primario en 2020. En segundo lugar, Brasil 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...

Sin embargo, 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 significativa de los altos costes de financiación que la economía brasileña ha tenido que soportar de forma estructural.

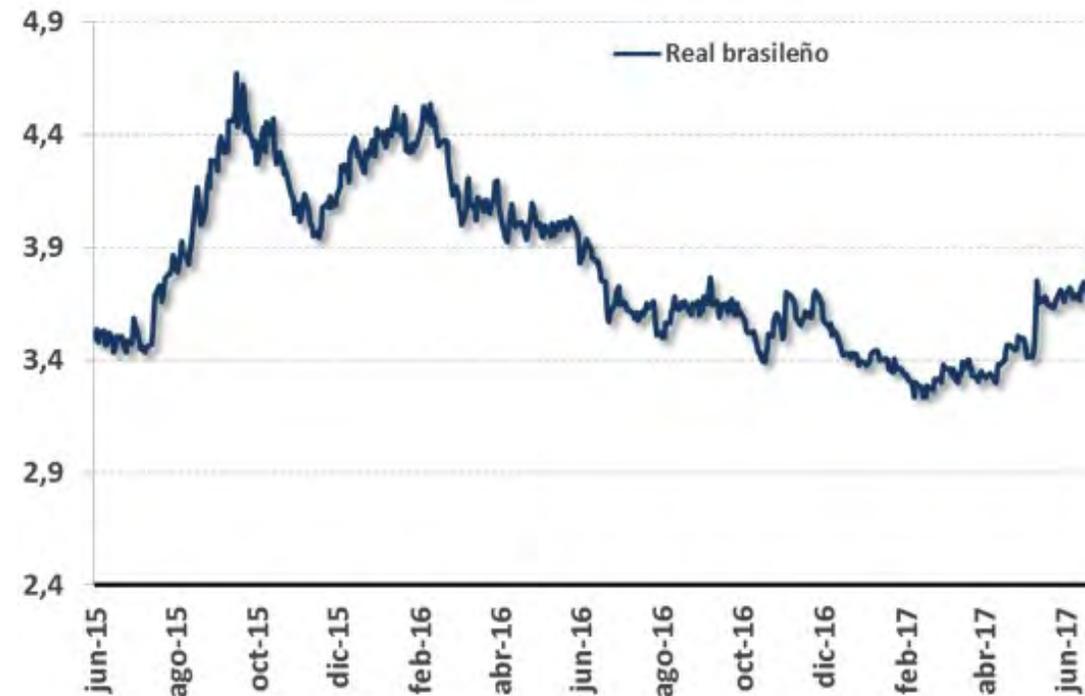
La actividad da muestras de estabilización



Fuente: Bloomberg y elaboración propia

Con o sin Temer es fundamental
 En este sentido, creemos que la mejor noticia para Brasil sería una salida de Temer del gobierno, porque eso en teoría facilitaría la continuidad del proceso de reformas. Una señal en este sentido es que durante las últimas semanas se ha puesto de manifiesto una clara pérdida de apoyo al gobierno por parte del parlamento, algo que inevitablemente retrasará los esfuerzos de reforma.

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 siguiera en la senda correcta, sería posible concebir la generación de un ciclo virtuoso en la economía brasileña, que permitiera 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. 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. En sentido contrario, y como indicó el propio banco central viene señalando, cuanto más dure la actual incertidumbre política menor será el margen de caída de los tipos de interés a medio plazo.

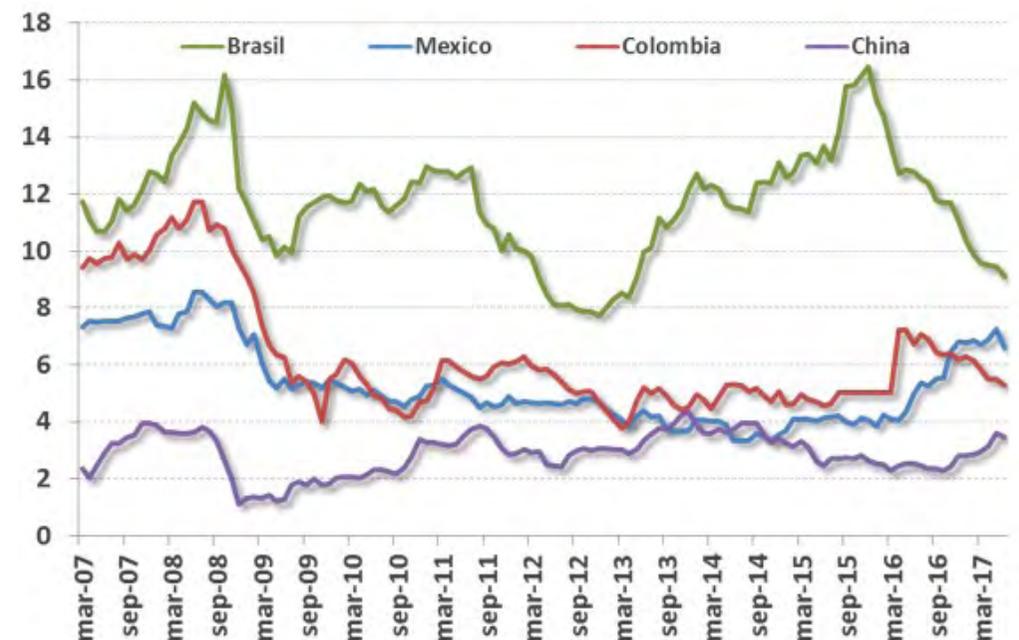
Por lo demás, y desde una perspectiva de corto plazo, el banco central ya viene aprovechando los signos de debilidad económica y de

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 ya estaban empezándose a ver: el mercado de trabajo viene mostrando algún síntoma de recuperación en el período más reciente, los últimos datos de ventas minoristas y de producción industrial han sorprendido al alza y, en general, la economía está logrando tasas mensuales positivas de expansión económica en el período más reciente.

Sería desde luego una pena que el actual clima de incertidumbre política pusiera en serio riesgo los progresos que el país estaba empezando a lograr. El último ejemplo de este mejor hacer a nivel de política económica lo hemos vuelto a tener en junio, con el banco central reduciendo el objetivo de inflación.

Costes de financiación estructuralmente altos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia



Países Emergentes - Rusia

Aunque persisten los retos, la situación está 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.

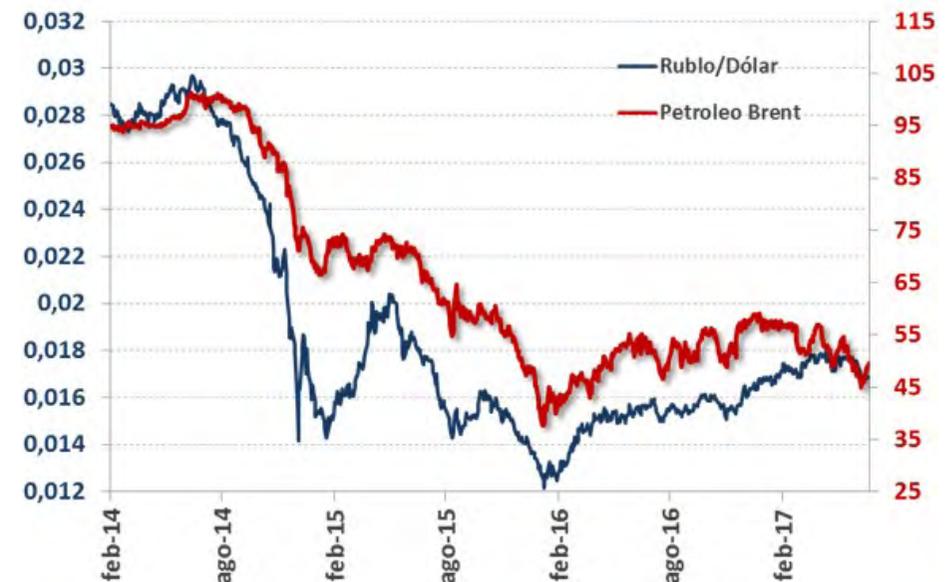
Sin embargo, los datos macro confirman la mejora económica que se inició en la última parte del año pasado.

De hecho, los signos más recientes son de aceleración: el consumo privado comienza a beneficiarse de la recuperación de los salarios reales y de la caída del paro; la producción industrial viene sorprendiendo al alza; y también la inversión parece estar apuntando al alza.

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 junio, en este caso en 25pb. Además, la autoridad central se muestra dispuesta a nuevas bajadas en la segunda parte del año (aunque quizás con una pausa en las reuniones inmediatamente siguientes). La estrategia preferida sigue siendo la de bajar los tipos de interés de forma pausada, para permitir que los tipos reales se mantengan moderadamente elevados durante todavía un cierto tiempo y contribuyan así a una mejora más clara en el anclaje de las expectativas de inflación.

El precio del crudo da un respiro a Rusia



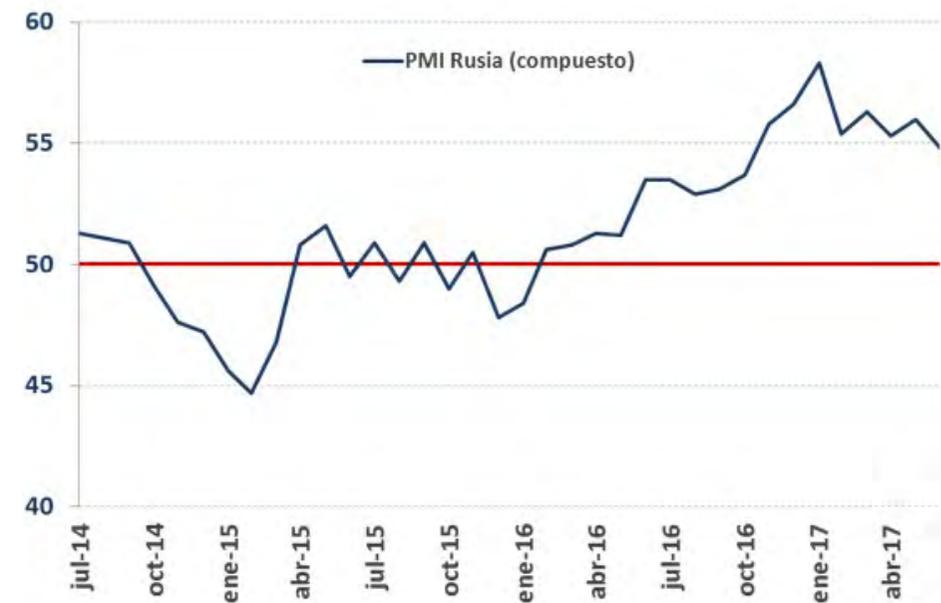
Fuente: Bloomberg y elaboración propia

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

