

COYUNTURA · Incertidumbre en las economías emergentes, expansión en las avanzadas

La economía mundial va camino de crecer un 3,2% en 2015. A falta de tres meses para cerrar 2015, se confirma que el crecimiento será algo menor en este ejercicio que el experimentado en 2014 y que se sitúa notablemente por debajo de las expectativas manejadas en diciembre de 2014. El factor principal que explica este comportamiento es el progresivo empeoramiento de las perspectivas de las economías emergentes. Esta dicotomía entre unas economías avanzadas que se aceleran y unos emergentes que pierden tracción ha tendido a ensancharse durante el verano.

EMERGENTES

Sensible empeoramiento de las perspectivas de los emergentes, en especial de China. Durante los últimos meses, la incertidumbre sobre la evolución de las economías emergentes se ha incrementado. Si en primavera el centro de atención era una serie limitada de economías que se consideraban problemáticas, como Rusia, Brasil, Turquía o Sudáfrica, ahora la preocupación se ha extendido a China. Atendiendo a la importancia del país y a sus significativos vínculos globales, la cuestión se explora en detalle en el Focus «China: vuelven las dudas». Reconocemos que los riesgos de un aterrizaje brusco de la economía asiática han aumentado. Pero a diferencia de otros analistas que ponen el foco de atención en la ralentización excesiva de algunos indicadores de actividad, nuestra preocupación se ha incrementado ante las recientes y confusas actuaciones del Gobierno del país. Los acontecimientos del verano han puesto de relieve la dificultad a la que se enfrenta el Ejecutivo entre favorecer una economía con un mayor protagonismo de las fuerzas del mercado, con claros beneficios a largo plazo, y la costumbre de intervenir con contundencia ante cualquier signo de desaceleración.

Dos emergentes con problemas propios: Rusia y Brasil. Aunque ambas economías llevan meses registrando una notable pérdida de actividad y una acumulación de dificultades políticas (de carácter geopolítico en Rusia, de política interna en Brasil), en los últimos meses la situación se ha erosionado adicionalmente. En el caso ruso, junto con el empeoramiento de la recesión (recordemos que el PIB cayó un 4,6% interanual en el 2T, frente al descenso del 2,2% del 1T), preocupa la escalada de la inflación, que se ha situado en el 15,8% interanual en agosto, de la mano de una depreciación del rublo del 40% en el último año. Los indicadores sugieren que ambas tendencias (debilidad de la actividad, fuertes tensiones inflacionistas) se mantendrán en el 3T sin apenas paliativos.

Brasil acumula excesivos frentes abiertos. Por un lado, la recesión se está agravando (el PIB cayó un 2,6% interanual en el 2T, frente al descenso del 1,9% del 1T). Por otro lado, los desequilibrios macroeconómicos no se corrigen: la inflación escaló hasta

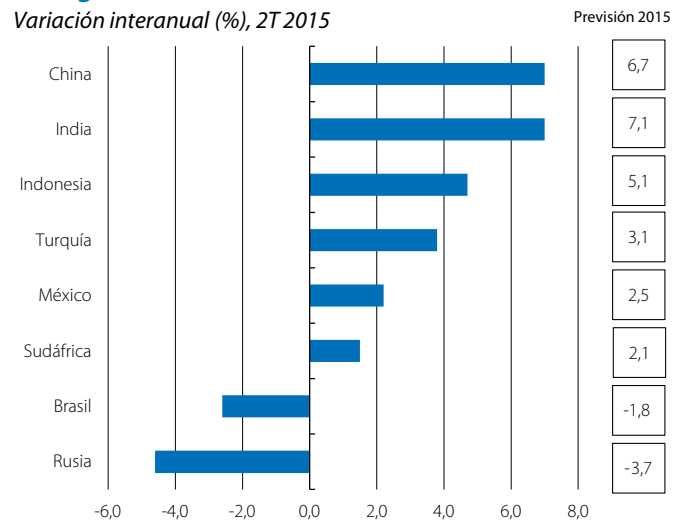
Previsiones del crecimiento del PIB por regiones (%)

	Previsión 2015		Previsión 2016
	Dic. 2014	Actual	Actual
Mundo	3,9	3,2	3,7
Principales economías emergentes Rusia, China, India, Brasil, México, Polonia y Turquía	5,4	4,7	4,7
Principales economías avanzadas EE. UU., Japón, Reino Unido y eurozona	2,1	1,9	2,1

Fuente: CaixaBank Research.

Emergentes: PIB

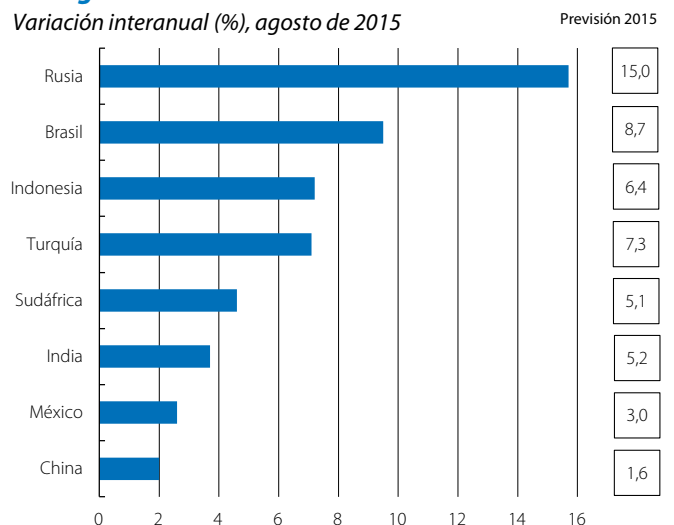
Variación interanual (%), 2T 2015



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los Institutos Nacionales de Estadística.

Emergentes: IPC

Variación interanual (%), agosto de 2015



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los Institutos Nacionales de Estadística.

el 9,5% interanual en agosto, mientras el déficit corriente ascendía al 4,3% del PIB en el 2T. Finalmente, la desafección política en el país no remite y, en ese contexto, la política económica afronta fuertes exigencias. Mientras el banco central trata de contener la espiral inflacionista mediante un agresivo aumento del tipo de interés (que ha pasado del 11,0% al 14,25% en un año), el Gobierno intenta reconducir la política fiscal excesivamente laxa de los últimos años mediante un ajuste fiscal ambicioso, pero de cumplimiento incierto dado el empeoramiento económico. La necesidad de acometer un nuevo ajuste en 2016, ya anunciado, topará probablemente con la dificultad de implementarse en un contexto recesivo y con la necesidad de disponer de la aprobación del Congreso (una condición que no puede darse por descontada). Precisamente, estas dificultades de implementación de la política fiscal han sido esgrimidas por la agencia de rating S&P para rebajar la calificación crediticia por debajo del *grado de inversión* por primera vez desde 2008.

América Latina y Asia oriental, regiones emergentes bajo escrutinio. Aunque una parte de los problemas de Brasil son idiosincráticos, el impacto negativo de la caída de los precios de sus materias primas por la debilidad de la demanda de otros emergentes (en especial, de China) es compartido por gran parte de los países de América Latina. La relativa salvedad es México, que compensa el descenso de los precios internacionales del petróleo con su estrecha vinculación con EE. UU., un país que circula por una clara senda de expansión. Aunque con una intensidad menor, las perspectivas de Asia también se están ajustando a la baja. En esta región, la excepción es la India, que se mantiene en la zona de crecimiento del 7%. Con todo, incluso en ese caso, el banco central ha optado por aprovechar la inflación contenida y rebajar inesperadamente el tipo de referencia, del 7,25% al 6,75%, en septiembre.

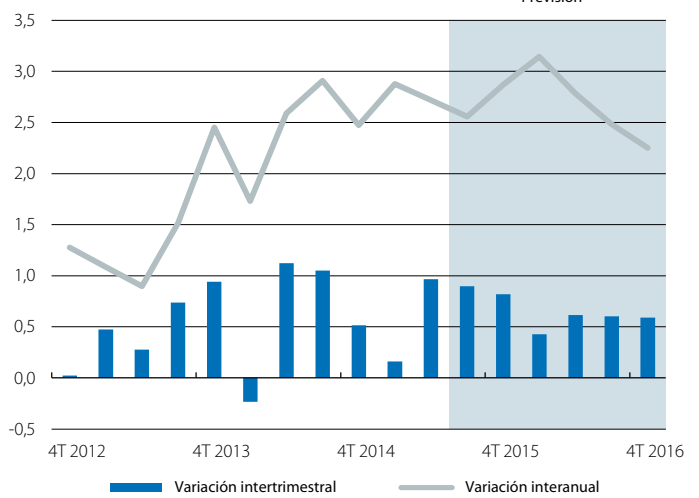
ESTADOS UNIDOS

Se confirma el fuerte crecimiento de EE. UU. en el 2T. Según la última revisión del PIB que realizó el Bureau of Economic Analysis, la economía estadounidense avanzó un 1,0% intertrimestral en el 2T (2,7% interanual), una aceleración notable respecto al ritmo del 1T (0,2% intertrimestral). Dado que el año arrancó de forma atípicamente débil por causa de factores puntuales como el mal tiempo y la huelga portuaria, más allá del «efecto rebote» esperable en el 2T, cabe preguntarse cuáles son las tendencias de fondo de la economía estadounidense. Si se toman las cifras de avance interanual, que registran mejor dichas tendencias, se constata que el componente clave de la recuperación está siendo el consumo privado, que lleva cuatro trimestres consecutivos creciendo en la zona del 3,0%-3,3% interanual. A este elemento central se ha sumado la clara recuperación de la inversión residencial. Por el contrario, la dinámica subyacente de la inversión no residencial es de desaceleración, mientras el sector exterior está restando algo más de crecimiento en los últimos trimestres.

El consumo seguirá siendo el puntal de la expansión. Partiendo de estas tendencias, ¿qué cabe esperar para los próximos trimestres? Nuestro escenario central mantiene como factor

EE. UU.: PIB

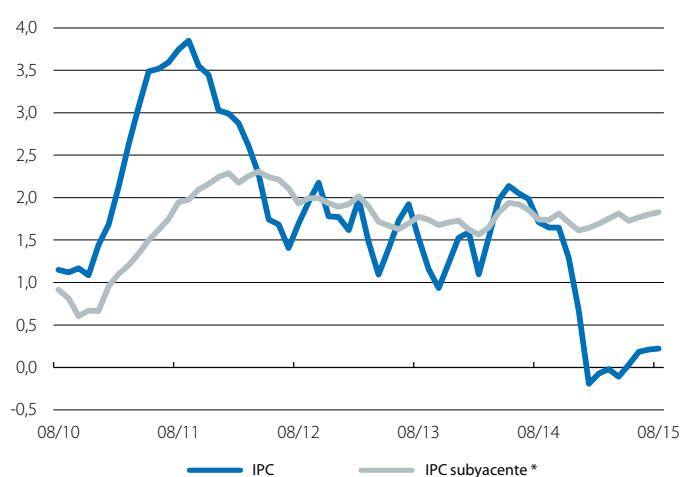
Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: IPC e IPC subyacente

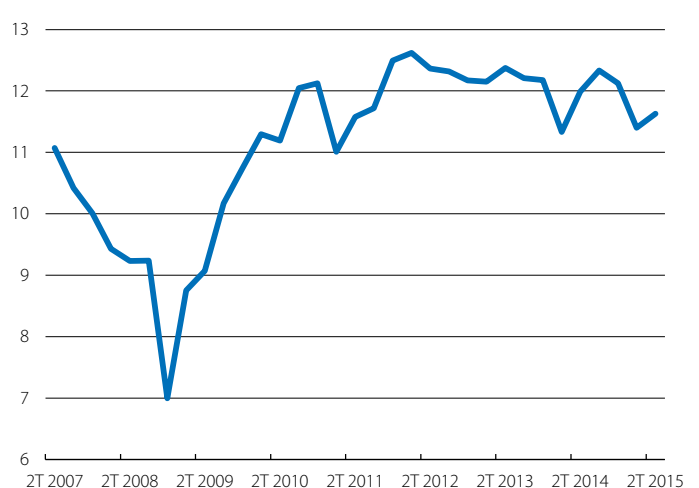
Variación interanual (%)



Nota: * Subyacente: índice general sin energía ni alimentos. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: beneficios empresariales

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

esencial el dinamismo del consumo, puesto que los principales factores que explican las decisiones de gasto de los hogares están bien alineados. En particular, el consumo se está viendo apoyado por la triple conjunción de una fuerte creación de empleo (con la salvedad del dato de agosto, algo más débil, desde enero cada mes se han creado 212.000 empleos en promedio), unas condiciones financieras muy acomodaticias y la ausencia de tensiones inflacionistas (el IPC avanzó un mínimo 0,2% interanual en agosto). Por el momento, los indicadores conocidos de consumo del 3T (en particular, la confianza del consumidor) avalan que el consumo seguirá siendo fuerte.

La inversión se mostrará más alegre. Las perspectivas de la inversión residencial son claramente expansivas. Preveemos que la senda de recuperación ya vislumbrada tendrá un claro recorrido por delante, como apuntan indicadores anticipados como el de las viviendas iniciadas. Creemos que incluso la inversión no residencial mejorará en los próximos trimestres, porque el debilitamiento actual se debe, en parte, a la fuerte acumulación previa (y, por tanto, es un factor que perderá importancia con el tiempo). Asimismo, otros factores de apoyo de fondo seguirán siendo favorables: un nivel de beneficios alto (aunque se verá parcialmente afectado por el impacto de la revaloración del dólar), unas buenas perspectivas de la demanda y unas condiciones financieras favorables. Precisamente en este último ámbito, cabe mencionar que la Fed ha optado por mantener sin cambios su tipo de referencia y ha sugerido que el aumento, el primero desde 2004, tendrá lugar antes de finales de año (calendario que coincide con nuestro escenario, que prevé una subida en diciembre, con efectos en enero).

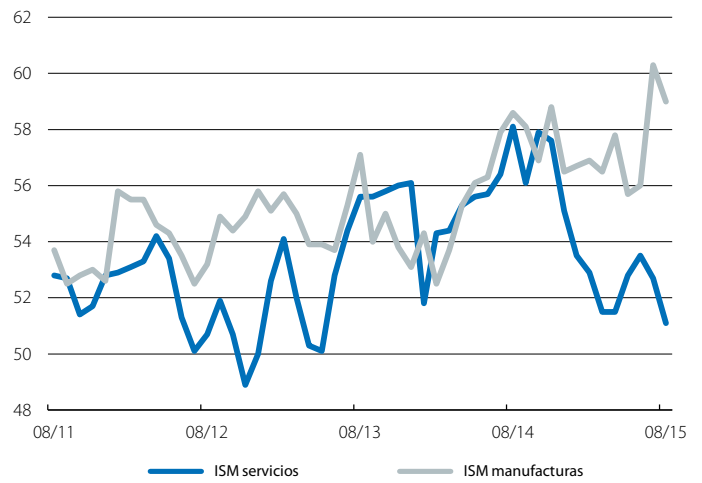
JAPÓN

Japón acelerará el paso en los próximos meses. Tras un primer semestre algo peor de lo esperado, las previsiones que se manejan apuntan a una segunda mitad de año con un crecimiento más robusto. Un factor clave en este escenario es la expectativa de un pulso del consumo privado algo más vivo, alentado por el mayor poder adquisitivo que genera la caída de la inflación como consecuencia de la evolución de los precios energéticos. A pesar de este efecto positivo de la contención inflacionista, es importante recordar que dicha contención complica los objetivos de la política económica de acelerar el crecimiento nominal. Asimismo, otro riesgo que se añade al escenario de recuperación proviene del sector exterior, ya que, a pesar de la debilidad del yen, están disminuyendo las exportaciones a EE. UU. y especialmente a China (ambos países representan un 37,4% del total de exportaciones niponas).

Mejora el pulso de las grandes empresas. Como atestigua el indicador de confianza empresarial Tankan, las grandes empresas mejoraron en el 2T, rompiendo con más de un año de estancamiento. Aunque este tipo de empresas se está beneficiando del debilitamiento del yen, cabe señalar que un yen barato no es igual de favorable para el resto de la economía. En particular, puede poner en apuros a las pequeñas y medianas empresas, que son importadoras de bienes intermedios y que, por tanto, afrontan precios exteriores más elevados.

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial

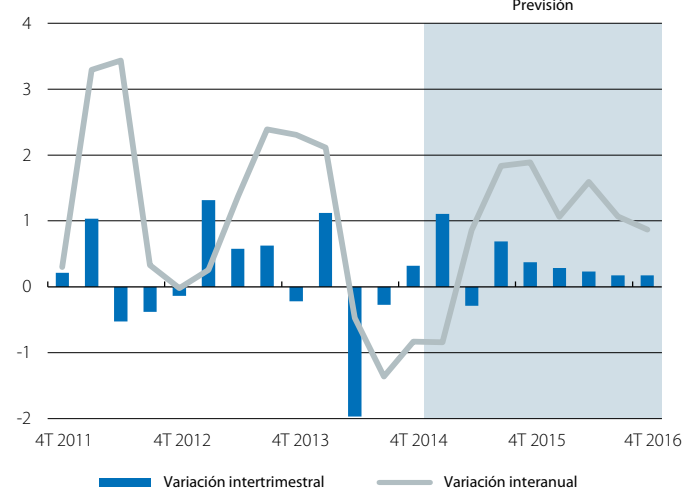
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

Japón: PIB

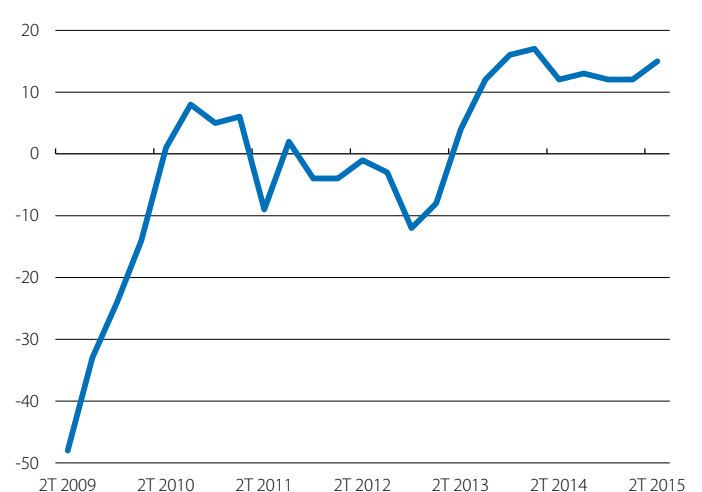
Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y Comunicaciones.

Japón: índice de sentimiento empresarial (Tankan)

Valor



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Japón.