

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

**El bache del tramo final del primer trimestre se está superando.** Globalmente, los indicadores de actividad de marzo fueron peor de lo esperado y suscitaron dudas sobre la evolución futura de la economía mundial. Sin embargo, los datos de abril, de tono positivo, han tendido a disipar, en gran medida, dichas dudas. Mantenemos, pues, nuestro escenario central de previsiones que contempla un 2013 en leve mejora respecto a 2012 y un 2014 más claramente expansivo.

### ESTADOS UNIDOS

**Repunte del PIB en el primer trimestre, apoyado en el consumo privado y las existencias.** Aun así, el avance (0,6% intertrimestral, 1,8% interanual) quedó algo por debajo de lo esperado por el fuerte descenso del consumo público. De cara al segundo y tercer trimestres, prevemos una moderación del crecimiento anticipando un mayor impacto de las reducciones de gasto automáticas derivadas del *sequester*. A pesar de ello, la composición del dato de PIB, con un consumo privado significativamente mejor de lo previsto y con una inversión productiva que mantiene parte del repunte previo, nos lleva a mantener nuestras previsiones, con un avance esperado del 2,0% y el 2,8% para el conjunto de 2013 y 2014, respectivamente.

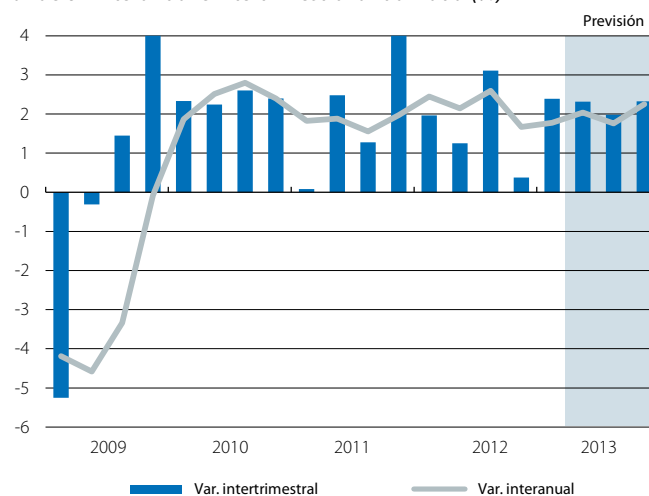
**El consumo privado aportó, en términos absolutos, un 90% del crecimiento económico** del primer trimestre, pero tenderá a perder parte del vigor, ya que su repunte se atribuye, en buena medida, a un aumento puntual de los ingresos combinado con un menor ahorro. Con todo, las condiciones financieras favorables y el fondo de resistencia que muestran los últimos indicadores apuntan a avances cercanos al 2,0% en términos anuales.

**La inversión productiva perdió parte del repunte del trimestre anterior pero debería ir a más,** apoyada en unos beneficios empresariales que en diciembre de 2012 volvieron a alcanzar su máximo histórico (12,7% del PIB) y en que se mantiene por debajo de los niveles precrisis. En lo relativo a la inversión residencial, prevemos que siga contribuyendo positivamente al crecimiento, beneficiándose de la menor sobreoferta de vivienda. Asimismo, es de esperar que la menor aportación de la acumulación de existencias se compense por menores descensos del consumo gubernamental.

**El empleo sorprende en positivo en abril, con una inesperada reducción de la tasa de paro hasta el 7,5%,** pero su recuperación sigue siendo lenta e impone el mayor riesgo sobre el crecimiento. Uno de los aspectos que está lastrando la evolución laboral es la reducida tasa de ocupación (la proporción de personas que están trabajando respecto a la población mayor de 16 años, que está en el 58,6%), que sigue 4,8 puntos porcentuales por debajo del inicio de la crisis, a causa del aumento de los desanimados, que no constan como parados. Asimismo, la históricamente elevada proporción de parados de larga duración, de más difícil inserción en el mercado laboral, es un lastre adicional.

### EE. UU.: PIB

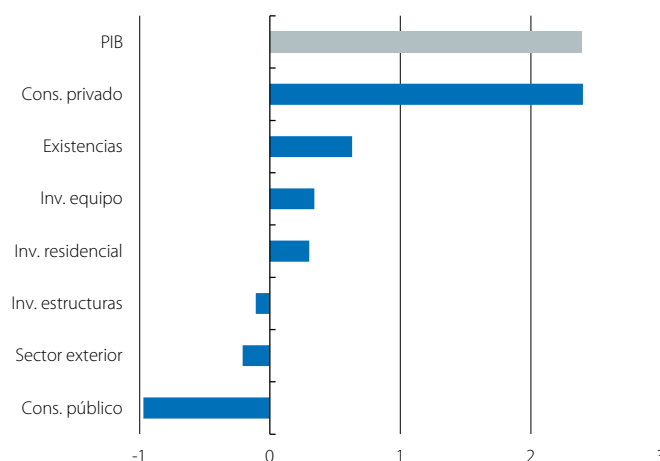
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

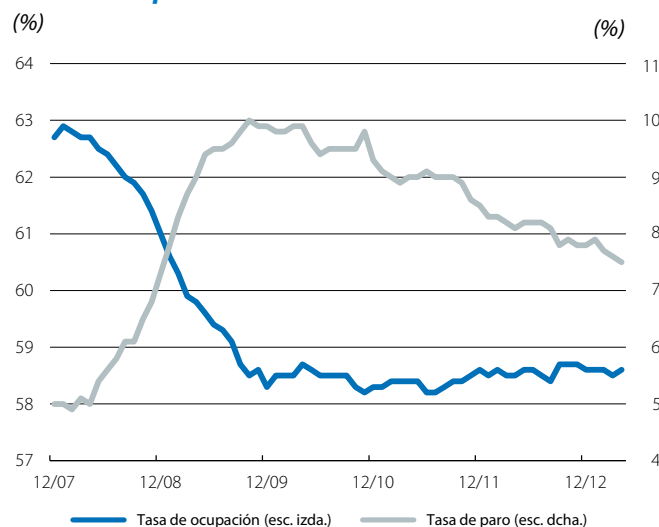
### EE. UU.: PIB

Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

### EE. UU.: empleo



Fuentes: Department of Labor y elaboración propia.

**Indicadores al alza a principios del segundo trimestre.** Los datos de actividad de marzo fueron más débiles de lo previsto. Sin embargo, las cifras de abril, positivas en términos generales, sugieren que la tendencia de fondo sigue siendo la recuperación. Cabe destacar el buen tono de las ventas minoristas y de la confianza de los consumidores de abril, que confirma el vigor del consumo. Dicha tendencia se está viendo apoyada por la ausencia de tensiones inflacionistas apreciables. El matiz a estos datos positivos lo proporcionó la confianza de los empresarios, que retrocedió levemente en abril.

**JAPÓN**

**Japón deja atrás la recesión con un avance del 0,9% intertrimestral en el primer trimestre,** un 3,5% en términos anuales, y pasa a ser la economía avanzada que más crece; todo un espaldarazo a la política expansiva del primer ministro Shimzo Abe, que ha venido a conocerse como *Abenomics*, y que se instrumenta en tres pilares: expansión monetaria, más gasto público y reformas estructurales. El avance del primer trimestre se basó en un consumo privado robusto —que seguirá beneficiándose de estímulos fiscales a lo largo de 2013— y en unas exportaciones que avanzaron un 16,0% intertrimestral en términos anualizados, alentadas por la depreciación del yen.

**Nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 sube de 1,4% a 1,6%,** ya que, si bien el dato estuvo en línea con nuestras expectativas, este vino acompañado de una revisión alcista de los dos trimestres anteriores. Nuestro escenario contempla que la expansión continuará en 2014, ya que los efectos de la expansión cuantitativa del Banco de Japón, que duplicará la base monetaria entre febrero de 2013 y diciembre de 2014, deberían prolongarse hasta bien entrado el próximo año. Asimismo, el yen todavía tiene recorrido a la baja, lo que seguirá beneficiando a las exportaciones. Sin embargo, si nada lo remedia, en abril de 2014 está previsto que el impuesto sobre el consumo pase del 5% al 10%, una medida que va en contra de la lógica expansiva del *Abenomics* y a la que, por lo tanto, otorgamos escasa probabilidad de que se aplique en su totalidad.

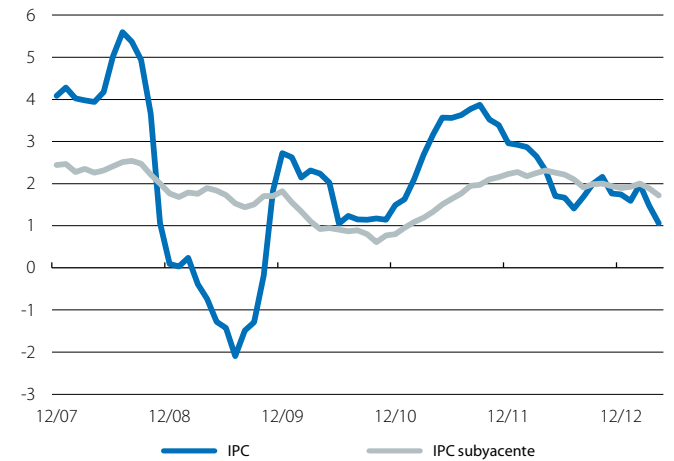
**Los datos del segundo trimestre confirman la continuidad de la recuperación.** La evolución de la confianza del consumidor, que en abril supera el registro del promedio del primer trimestre, avala que el gasto de los hogares podría mantener un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre. Del mismo modo, también parece mantenerse el impulso exportador, como atestiguan las buenas cifras de abril. Con todo, la recuperación de la demanda interna también está propulsando las importaciones.

**ECONOMÍAS EMERGENTES**

**Las economías emergentes exhiben ritmos de actividad dispares.** A pesar de que a nivel general los últimos indicadores sugieren que el bache de actividad de marzo ha tendido a revertirse en abril, lo cierto es que el tono de la actividad es distinto en función de la región de la que hablemos. Asia oriental se mantiene como la zona más dinámica del globo, como atestiguan los buenos datos de China de abril (comercio exterior,

**EE. UU.: IPC**

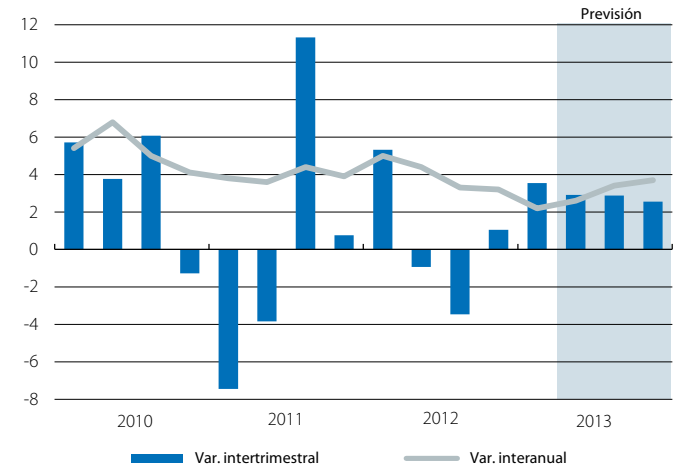
Variación interanual (%)



Fuentes: Department of Commerce y elaboración propia.

**Japón: PIB**

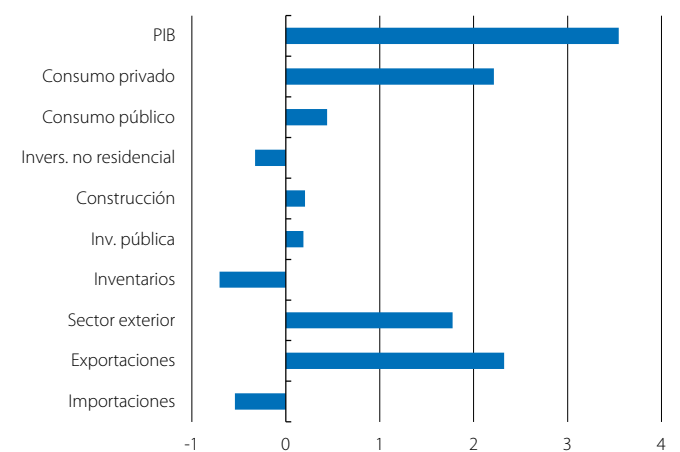
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

**Japón: PIB**

Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

producción industrial y ventas al por menor). Con todo, algunos países, como Corea y Taiwán, se están resintiendo de la pérdida de competitividad internacional que resulta de la apreciación de sus divisas frente al yen japonés.

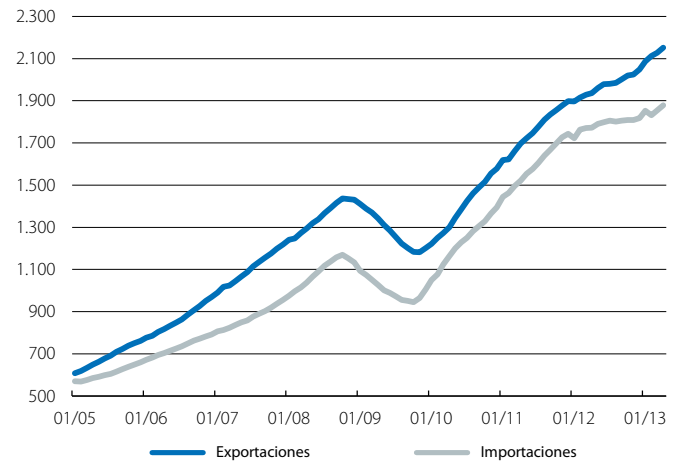
**América Latina sufre doblemente de la dependencia de EE. UU. y China.** Aunque tanto EE. UU. como China se alejan de registros relativamente débiles en trimestres anteriores, lo cierto es que el bache suave que sufrieron ambas economías ha lastrado a las economías latinoamericanas más dependientes de la compra de materias primas por parte de China (situación de Brasil, por ejemplo) o más vinculadas con el ciclo manufacturero de EE. UU. (sería el caso de México). En este último país, el dato del PIB del primer trimestre decepcionó con un crecimiento de 0,8% interanual. Aunque la cifra está afectada por efectos desfavorables de base y de calendario (sin ellos la tasa resultante es del 2,2% interanual), creemos que también se ha visto lastrada por el crecimiento mínimo de EE. UU. en el cuarto trimestre de 2012.

**Por lo que se refiere a Brasil, su crecimiento en el primer trimestre fue algo menor de lo previsto,** con un avance interanual del 1,9%, debido a un comportamiento del consumo y las exportaciones peor de lo esperado. Con todo, cabe mencionar que también se ha registrado un importante aumento de la inversión, del 4,6% interanual, una buena señal para el crecimiento futuro.

**En este contexto, los países emergentes con menor ritmo de actividad siguen apostando por apoyar su coyuntura mediante el recurso de una política económica expansiva.** En particular, muchos de ellos (como, por ejemplo, India, Turquía o Corea) han rebajado su tipo de interés de referencia en las últimas semanas, tendencia que prevemos que se mantenga en el corto plazo. La situación de la inflación, relativamente contenida en algunas de estas economías gracias a la reducción de los precios de la energía internacional, facilita primar el crecimiento mediante la política monetaria. Entre los países que escapan a esta tendencia destaca Brasil. A pesar de la desaceleración de su economía, persisten las tensiones inflacionistas, situación que ha motivado la subida de 50 puntos básicos del tipo de referencia, hasta el 8%. Se trata de un movimiento de mayor intensidad de lo esperado, aunque creemos que tendrá continuidad con al menos una subida más en el año.

**Adicionalmente, algunos países entienden que el apoyo definitivo al crecimiento exige mantener o impulsar la agenda de reformas estructurales.** En ese sentido, el ejemplo más ambicioso en la actualidad es, probablemente, el de México. Tras la aprobación de las reformas laboral, educativa y de telecomunicaciones, a principios de mayo se presentaron las directrices de una reforma bancaria que tiene como principal objetivo dinamizar el crédito privado. En sentido opuesto, el caso de India, cuyo crecimiento se ha deslizado hacia la zona del 5% (4,8% interanual en el primer trimestre de 2013), muy alejado del ritmo de crecimiento del 8% de años anteriores, recuerda que el avance sostenible de la actividad depende críticamente de profundizar en las reformas estructurales pendientes (infraestructuras, regulatorias, financieras, etc.) y en la contención de la deuda pública (66,8% del PIB en 2012).

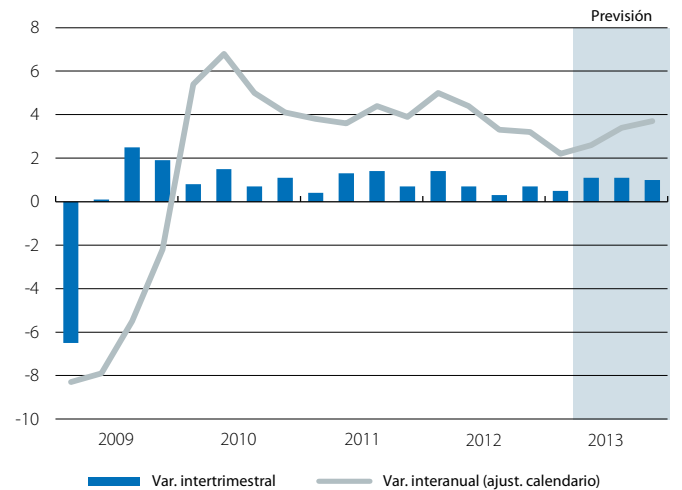
**China: exportaciones e importaciones de bienes**  
(Miles de millones de dólares, acumulado de 12 meses)



Fuentes: FMI y elaboración propia.

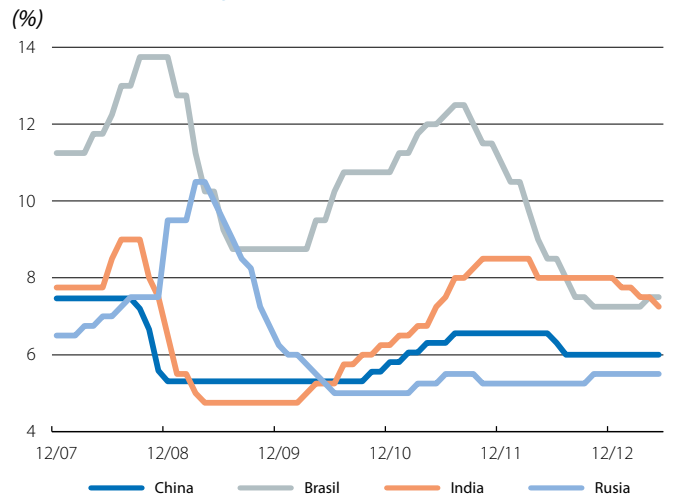
**México: PIB**

Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

**Economías emergentes: tipo de intervención (%)**



Fuente: Thomson Reuters Datastream.