COYUNTURA · El camino de la recuperación deja atrás la zona de baches del primer semestre

El crecimiento global recupera vigor de cara a la segunda mitad de año. EE. UU., Japón y China han resistido razonablemente bien los obstáculos, de distinta naturaleza en cada caso, que han debido afrontar. Entre los emergentes, también dominan las dinámicas constructivas, pero con excepciones destacadas. La perspectiva de normalización de la política monetaria estadounidense constituye el desafío más importante para que la expansión global consiga asentarse.

ESTADOS UNIDOS

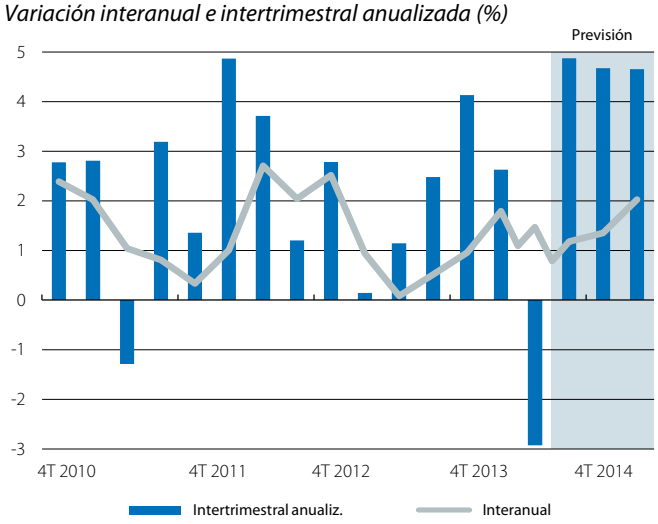
La contracción del PIB en el 1T fue profunda, pero no modifica la tendencia subyacente de recuperación. El PIB retrocedió un 2,9% intertrimestral anualizado en el 1T 2014, y no el 1,0% inicialmente calculado. En términos interanuales la cifra queda en el 1,5%. El efecto escalón de este primer trimestre, muy influido por el mal tiempo y otros factores puntuales, nos hace revisar a la baja nuestra previsión para el conjunto de 2014 del 2,6% al 2,2%, en línea con las revisiones de la Fed y del FMI. Sin embargo, los últimos indicadores sugieren que la recuperación sigue en marcha, y la perspectiva es de un crecimiento robusto para lo que queda de 2014 y 2015 (ejercicio en el que esperamos un avance del 3,1%).

Además del mal tiempo, el socavón se explica por el retraso en la implantación del *Obamacare*. Este factor, que incidió sobre el gasto privado en sanidad, da cuenta de dos tercios de la revisión bajista del PIB. Ante el aplazamiento hasta abril de la implantación del Affordable Care Act (la ley que obliga a disponer de un seguro médico y que abarata los costes para las rentas bajas), los consumidores pospusieron sus visitas médicas esperando que entrara en vigor la cobertura sanitaria para ahorrar en la factura. Tras estos efectos transitorios, esperamos que el consumo privado recupere vigor en coherencia con la mejora de las expectativas, tal y como muestra la subida del índice de confianza del consumidor del Conference Board, que en junio alcanzó el nivel de los 85,2 puntos, el máximo después de la Gran Recesión. El incremento de las ventas minoristas de mayo, con un avance intermensual del 0,3% (tras una revisión alcista de abril), y los indicadores cualitativos que se recogen en el *Beige Book* de la Fed también apuntan hacia un consumo sensiblemente más sólido en el 2T y siguientes.

Las perspectivas para la inversión mejoran a paso firme. El índice ISM de sentimiento y actividad empresarial de mayo volvió a subir, tanto en manufacturas como en servicios, y el índice de actividad elaborado por Markit señala que esta mejora continuará en junio, con unos niveles que se corresponden a crecimientos del PIB cercanos al 4% intertrimestral anualizado. Desde el final de la Gran Recesión, la inversión se ha mostrado remisa a confirmar estas buenas expectativas, con una recuperación que se está demorando respecto al resto de la economía.

EE. UU.: PIB

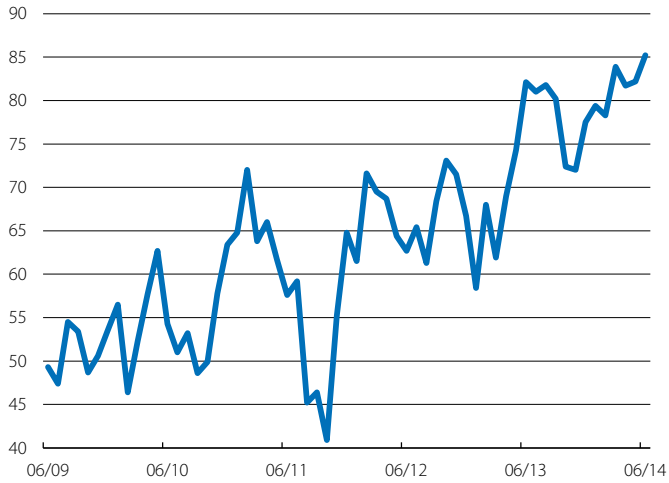
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

EE. UU.: confianza del consumidor

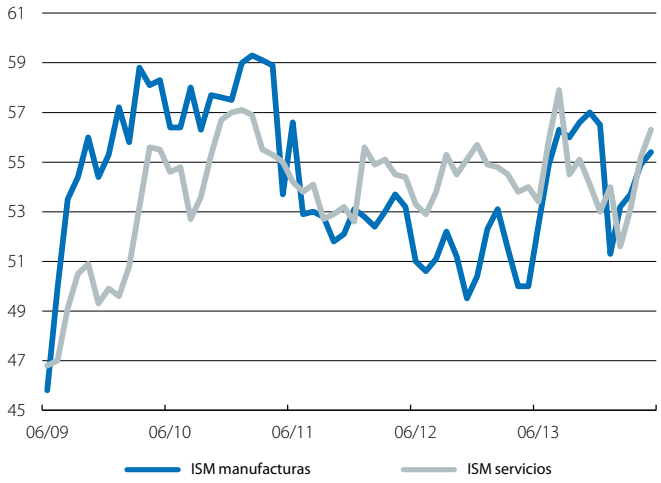
(Índice)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Conference Board.*

EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Institute for Supply Management.*

Pero la acumulación de factores favorables (léase el Focus «El retorno de la inversión en EE. UU.: más vale tarde que nunca» en este mismo informe) debe propiciar que en el segundo semestre de 2014 finalmente asistamos a un despegue inversor.

La vivienda sale del bache y recupera la senda del crecimiento, aunque con un ritmo de avance lógicamente más moderado que en 2012 y 2013, cuando se partía de niveles muy bajos. Las ventas de inmuebles repuntaron en mayo y las viviendas iniciadas de ese mismo mes alcanzaron ya el 66% del nivel de 1995-2000, es decir, previo a la burbuja (en noviembre de 2009 se tocó fondo con un escaso 35%). El índice Case-Shiller de precios de la vivienda que engloba 20 áreas metropolitanas también ratifica el buen tono del mercado inmobiliario, con un avance en abril modesto pero que da continuidad a la tendencia alcista. El índice acumula una recuperación del 25,2% desde mayo de 2009 (en términos absolutos, cerca de la mitad de lo perdido en la Gran Recesión).

El IPC sigue moderado, pero no tanto. Los precios no presentan tensiones inflacionistas preocupantes, a pesar de que en abril y mayo sorprendieran al alza. La tasa interanual de mayo se situó en el 2,1%, superando el 2% por primera vez desde abril de 2012. Para el IPC subyacente, sin energía ni alimentos, la tasa fue del 1,9%. Cabe recordar que el objetivo de la Fed (2% a largo plazo, algo más elevado en la actual fase del ciclo) no se refiere al IPC, sino al deflactor del gasto de consumo personal (PCE), cuya tasa está algo más abajo, concretamente en el 1,8% interanual (1,5% sin energía y alimentos).

El mercado laboral volvió a sorprender en positivo con 217.000 nuevos puestos de trabajo en mayo, por encima del promedio de 150.000 de los tres meses de invierno. La tasa de paro se mantuvo en el 6,3% pero la persistencia de la baja tasa de actividad (62,8%) sigue señalando que el mercado laboral dista de una recuperación completa.

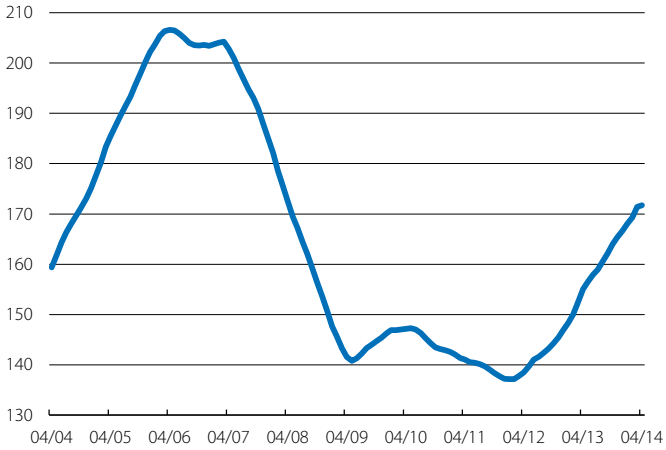
La Fed reitera su apuesta por una estrategia lenta de normalización monetaria. El Comité del día 19 de junio acordó un nuevo paso en el *tapering*: rebaja de 10.000 millones que dejará las compras de deuda mensuales en 35.000 millones. Pero insistió en que los tipos de interés oficiales permanecerán bajos durante largo tiempo. No obstante, las dinámicas que se observan en el mercado de trabajo y en la inflación pueden cuestionar que esto acabe siendo efectivamente así. Además, la Fed también deberá tener en cuenta el sobrecalentamiento de algunos mercados financieros. Es decir, la atención de inversores y del resto de agentes económicos volverá a dirigirse hacia la política monetaria norteamericana.

JAPÓN

La economía nipona sufre una sacudida pero no descarrila. Las consecuencias de la subida del IVA de abril (del 5% al 8%) parecen mayores de lo previsto. Así, en el 1T la economía creció un 1,6% intertrimestral (un 2,8% interanual) aupada por la fuerza del consumo privado y la inversión a causa del adelanto del gasto para sortear el incremento del IVA efectivo a partir del 1 de abril. Pero así como el PIB del 1T creció por encima de lo

EE. UU.: índice Case-Shiller del precio de la vivienda

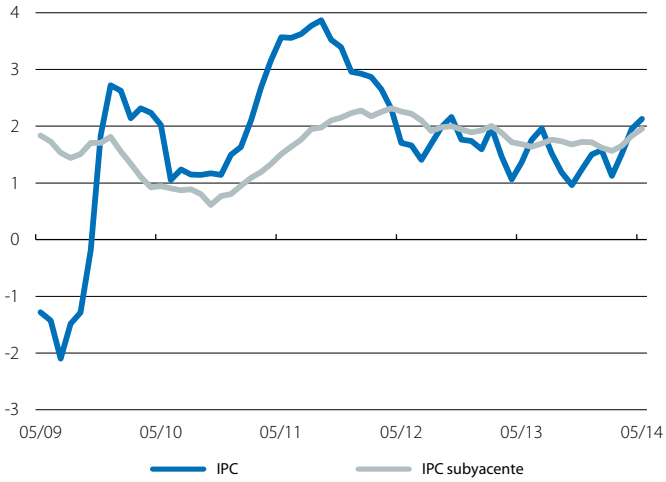
(Índice)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos de Standard & Poor's.*

EE. UU.: IPC

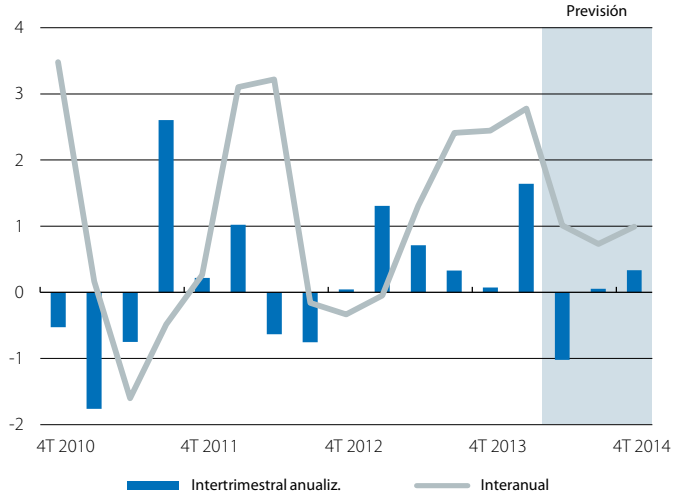
Variación interanual (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Dept. of Commerce.*

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.*

normal, el consenso de analistas prevé una fuerte contracción en el 2T por el mismo efecto distorsionador, que puede observarse perfectamente en los indicadores de actividad más recientes. Así, la producción industrial, que había repuntado un 7,6% interanual en marzo, se desaceleró en abril hasta el 3,8%. Lo mismo sucedió con las ventas minoristas, que cayeron un 13% en abril, tras superar las expectativas en marzo. Más allá de este ruido en los indicadores, hay elementos para pensar que la expansión se mantiene en pie: las últimas lecturas del índice PMI de actividad y sentimiento empresarial y las buenas cifras de ventas de automóviles en mayo son signos alentadores. No obstante, la verdadera medida del efecto de la subida del IVA sobre la actividad la proporcionarán los datos del 3T.

En el plano de los precios, la deflación queda atrás, pero podría haber tocado techo. El IPC subió un 3,7% interanual en mayo (3,4% en abril) aupado por los precios energéticos y por el efecto del IVA, mientras que el IPC subyacente, sin alimentos ni energía, repitió el 2,2% de abril. Sin embargo, la bajada intermensual de los precios del área de Tokio ya en junio sugiere que la inflación será algo más moderada en los próximos meses.

EMERGENTES

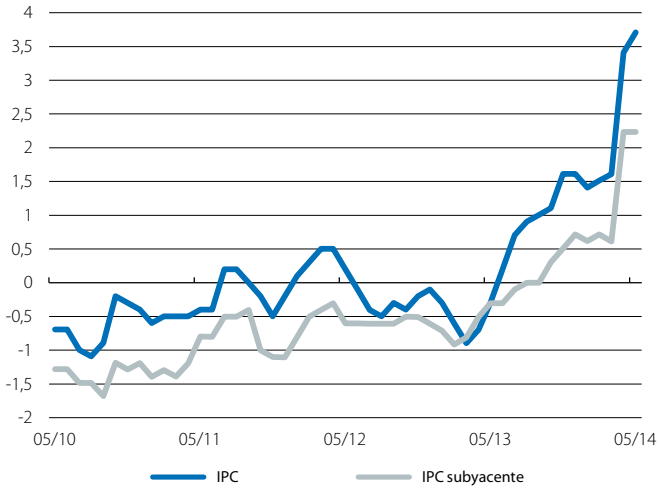
China recupera un tono de actividad más firme y perfila un aterrizaje suave. La producción industrial avanzó un 8,8% en mayo, algo por encima del registro de abril. Asimismo, el índice PMI oficial registró una ligera subida en mayo (del 50,4 al 50,8) apoyada en los pedidos nuevos (el PMI de Markit también subió, aunque quedó justo por debajo del umbral de los 50 puntos). Por lo que respecta a la demanda, las ventas al por menor también aceleraron, creciendo un 12,5% interanual. Por otra parte, se intensifica la concesión de nuevos créditos, alentada por las políticas de apoyo al crecimiento de las autoridades (que también se instrumentan a través de medias fiscales y monetarias). La inflación sigue siendo moderada (el tímido incremento de mayo hasta el 2,5% interanual se debió a los precios alimenticios), dejando margen para esas políticas expansivas.

En algunos emergentes considerados vulnerables, la corrección de los desequilibrios se estanca. La persistencia de un déficit por cuenta corriente y de una inflación elevados en Brasil y Sudáfrica (6,4% y 6,1%, respectivamente) no deja espacio a políticas expansivas en un entorno de desaceleración de sus economías (crecimiento de PIB del 1T 2014 del 1,9% y 1,8%, respectivamente). Turquía avanzó un más robusto 4,3% interanual, pero la elevada inflación (9,7%) y el déficit por cuenta corriente (7,4% del PIB) hacen prever una ralentización.

La India también vive una inflación al alza, pero la victoria electoral de Marendra Modi hace esperar que el crecimiento se acelere hasta el 5%. La expectativa de un Gobierno estable y el talante reformista de Modi permiten esperar la puesta en marcha de una autentica reforma del sector público, una dinamización del mercado laboral y un aumento de la inversión en infraestructuras. El repunte al 6% en mayo del índice de precios mayoristas (la medida de la inflación en la India) era relativamente esperado, mientras que el resultado electoral debería fortalecer la posición antiinflacionista del Banco de la Reserva de la India.

Japón: IPC

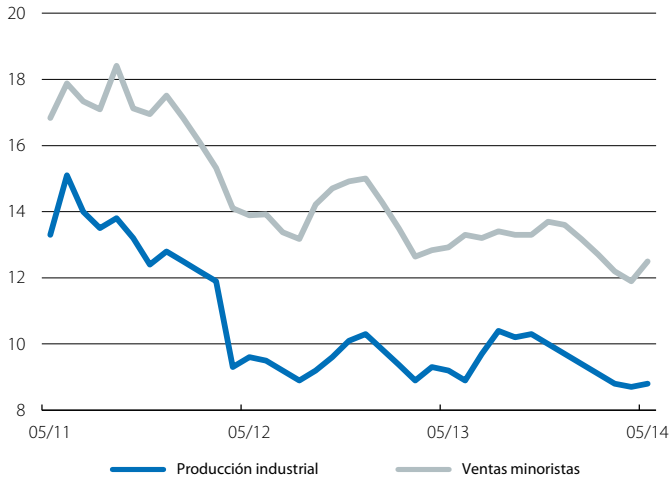
Variación interanual (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.*

China: producción industrial y ventas minoristas

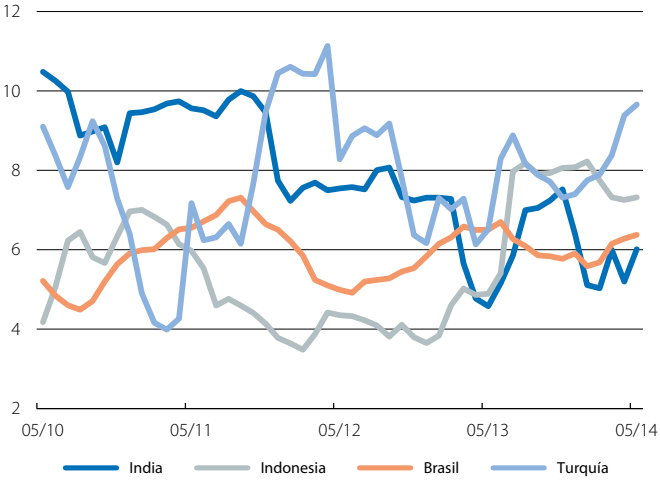
Variación interanual (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Estadística de China.*

Emergentes: IPC

Variación interanual (%)



Fuente: *"la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas estadísticas nacionales.*