

## COYUNTURA · La recuperación se consolida a pesar de los riesgos geopolíticos

La economía mundial capea la incertidumbre geopolítica. A pesar del aumento de los conflictos bélicos (Ucrania, Irak, Gaza), los datos macroeconómicos conocidos durante el verano confirman que la economía mundial prosigue su curso previsto de intensificación paulatina del crecimiento. Con todo, en el marco de esta tendencia general coexisten situaciones dispares, ya que, mientras que EE. UU. se acelera, Japón ha sufrido algo más de lo previsto tras la subida del IVA. Entre los emergentes, China aguanta el tipo y los desequilibrios inflacionistas remiten en el resto de Asia.

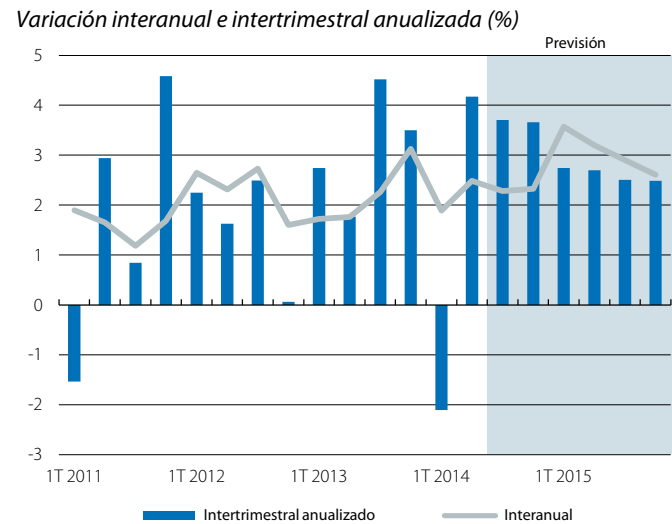
### ESTADOS UNIDOS

La economía acelera el paso en el 2T. EE. UU. creció un 4,2% en términos intertrimestrales anualizados (2,5% interanual) en el 2T, dato que contrasta con la caída del 2,1% intertrimestral anualizado del 1T. Se trata de una cifra mayor de lo esperado y que se ha debido fundamentalmente a la mejoría del consumo y de la inversión, así como al repunte de las existencias. Asimismo, se ha revisado la serie histórica del PIB. Fruto de dicha revisión, la cifra de crecimiento de 2012 queda en un nivel inferior (2,3%, frente al 2,8% previo), pero aumenta la de 2013 (2,2%, frente al 1,9% anteriormente publicado). Tomados en su conjunto, los datos de contabilidad nacional estadounidense muestran un patrón de crecimiento en el que la demanda interna gana robustez.

En el 3T la expansión mantiene el dinamismo, como atestigua la buena trayectoria de los indicadores ISM de actividad empresarial, tanto de servicios como de manufacturas, que subieron en julio. Esta senda avala la expectativa de que el buen tono de la inversión se mantenga, como también parece sostenible un ritmo dinámico del consumo, a tenor del notable repunte de julio y, especialmente, de agosto de la confianza del consumidor. Tras la subida de los últimos meses, este indicador se ha situado en valores que no alcanzaba desde antes de la crisis (concretamente, es su máximo desde noviembre de 2007). Un último dato que certifica el inicio dinámico del 3T es la producción industrial, que, tras crecer un 4,1% interanual en el 2T, se aceleró hasta el 5,0% en julio.

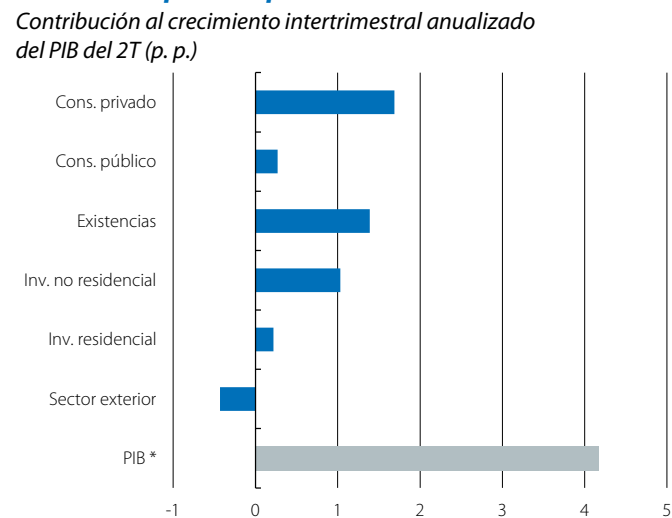
El mercado inmobiliario se toma un respiro. Tras un mes de mayo relativamente positivo en cuanto a datos del mercado inmobiliario, junio y julio depararon cifras un tanto más débiles. Después de caer un 7% en junio, las ventas de vivienda nueva volvieron a descender en julio (-2,4%). El tono de las ventas de viviendas de segunda mano fue levemente mejor, ya que mantuvo en julio y junio un ritmo de crecimiento moderado, pero positivo (2,4%). La evolución de los precios inmobiliarios tampoco acaba de despejar las incógnitas presentes en el sector. En junio, el índice Case-Shiller que engloba los precios inmobiliarios de 20 áreas metropolitanas aumentó un 8,1% interanual, una desaceleración de 1,2 p. p. respecto a mayo. Siendo, por

### EE. UU.: crecimiento del PIB



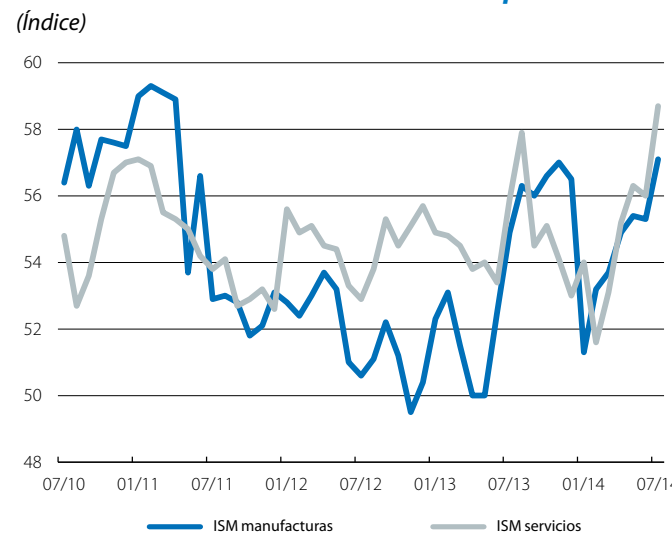
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

### EE. UU.: PIB por componentes de demanda



Nota: \* Variación intertrimestral anualizada.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

### EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial



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

tanto, la situación presente de cierta ralentización, ¿cabe entender que la recuperación inmobiliaria se está truncando? El diagnóstico de conjunto que deriva de los datos anteriores es que dicha recuperación se mantiene, pero a un ritmo menos dinámico de lo esperado. Con todo, y como augura el fuerte repunte de las viviendas iniciadas registrado en el 2T y en julio, la tendencia de fondo sigue siendo expansiva.

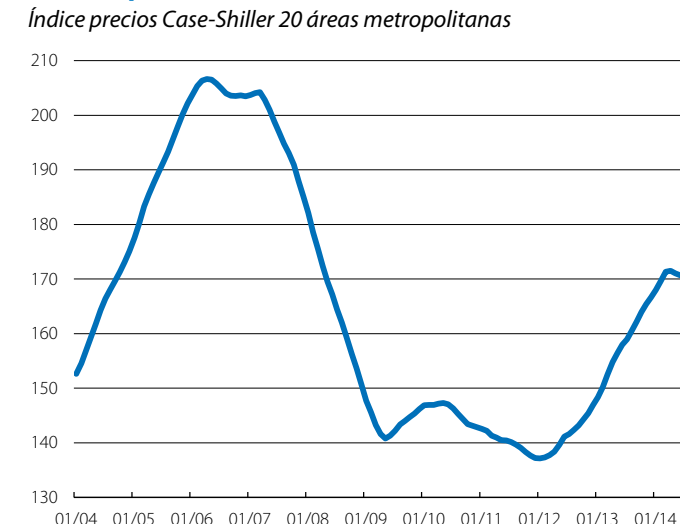
**Inflación estable.** Un elemento favorable del actual momento económico es la evolución de los precios, que está siendo contenida habida cuenta de la intensidad de la recuperación. Tras el repunte del IPC acaecido en el 1T, desde abril la inflación se está moviendo en tasas de avance interanual del orden del 2%, tanto en su índice general como descontados los componentes más volátiles de energía y alimentos. Concretamente, en julio el IPC se situó, en términos interanuales, en el 2,0%, y el IPC subyacente (sin energía y alimentos), en el 1,9%. En este contexto, el crecimiento de los precios se mantiene dentro del umbral que la Reserva Federal tiene fijado. Específicamente, el deflactor del gasto del consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se situó en julio en el 1,6% interanual, por debajo del límite del 2,0% de la Fed. Nuestras previsiones apuntan a que el ritmo del crecimiento de los precios, del 2%, se mantendrá sin aceleraciones sustanciales en los próximos trimestres.

**El mercado laboral muestra un vigor notable.** Los datos de empleo siguen corroborando que el mercado laboral prosigue su senda de recuperación. En julio se crearon 209.000 empleos, superándose por sexto mes consecutivo el nivel de los 200.000. Es una tendencia indicativa de un mercado laboral fuerte. Por su parte, la tasa de paro subió ligeramente hasta el 6,2%, mientras que la tasa de actividad mejoró hasta el 62,9%. A pesar del mayor vigor del empleo, el crecimiento de los salarios sigue siendo moderado. Tomados en su conjunto, los datos laborales sugieren que coexisten dos situaciones igualmente ciertas: la dinámica reciente es de clara expansión del empleo, pero la recuperación dista de ser completa (como ratifica una tasa de actividad todavía reducida). Dado que la evolución laboral es un indicador fundamental para establecer la senda futura del proceso de normalización monetaria, la lectura que la Fed haga de estos desarrollos, en cierto modo contrapuestos, será fundamental en los próximos meses.

### JAPÓN

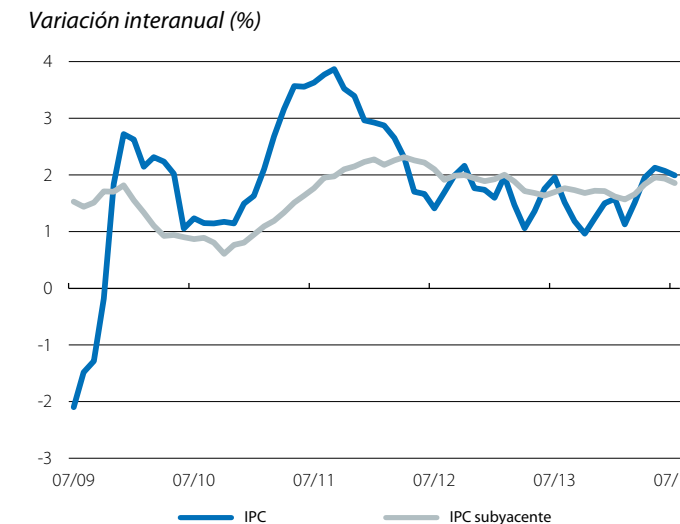
**El IVA lastra el crecimiento en el 2T.** El aumento del IVA en abril, que situó el tipo impositivo en el 8% frente al 5% anterior, provocó el mayor descenso del PIB desde el terremoto de 2011. Concretamente, el PIB de Japón cayó un 1,7% intertrimestral en el 2T (variación interanual del 0%). Aunque se preveía que la subida tributaria iba a provocar un retroceso económico, su impacto negativo sobre el consumo privado y la inversión fue mayor de lo esperado. Cuando se contempla la evolución de la actividad en el conjunto del primer semestre, se constata que el PIB retrocede ligeramente en esa primera mitad del ejercicio (recordemos que en el 1T se produjo un fuerte repunte del PIB debido al efecto de anticipación en el gasto de los agentes económicos ante la subida fiscal anunciada). Para valorar el resultado de este impacto negativo sobre el avance tendencial de la

### EE. UU.: precio de la vivienda



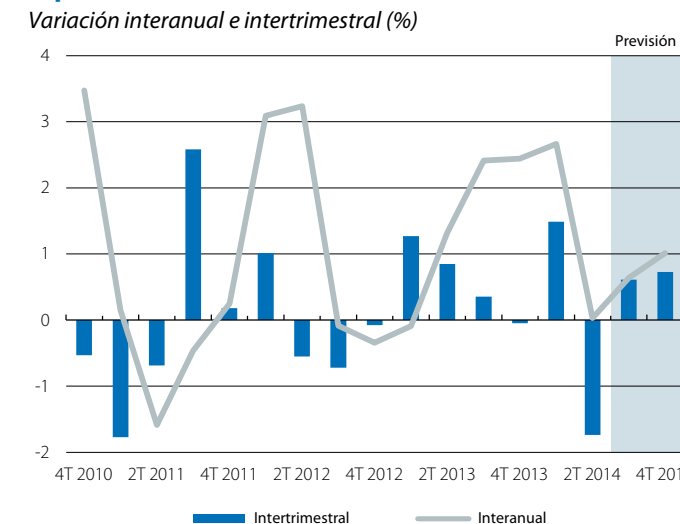
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de S&P/Case-Shiller.

### EE. UU.: IPC



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

### Japón: PIB



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

economía nipona habrá que esperar al 3T. Este dato será asimismo importante porque enmarcará la decisión de llevar a cabo, o no, una nueva subida del IVA en octubre de 2015, una medida preanunciada pero todavía no adoptada formalmente.

**La inflación empieza a digerir el efecto del IVA.** El IPC de julio subió un 3,4% interanual, por debajo del 3,6% de junio, mientras que el IPC subyacente (que no incluye alimentos ni energía) se mantuvo plano en el 2,3%. Dada la importancia que tiene para Japón consolidar su progresiva salida de la deflación, cabe preguntarse cuál hubiera sido la evolución de los precios sin el efecto distorsionador del aumento del IVA. Según ciertas estimaciones, el IPC de julio se habría situado en tasas de avance interanual del orden del 1,4%, semejantes a las existentes antes de abril. Ello indica que la salida de la deflación iniciada a mediados de 2013 sigue su curso. Se trata de un factor de apoyo a la recuperación importante, que se suma a otros como la expansión de los beneficios empresariales o unas cifras de comercio exterior positivas en verano (aunque este puede ser un elemento más circunstancial habida cuenta de su mala evolución en meses anteriores).

**EMERGENTES**

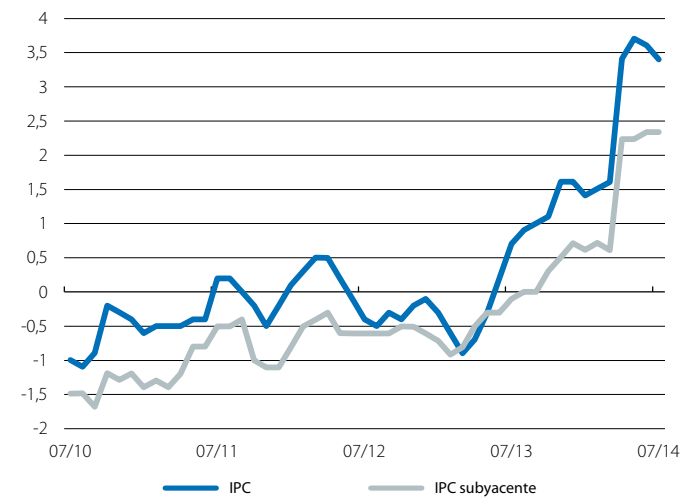
**China acelera el paso en el 2T y se frena un tanto después.** Cuando se temía un parón en el 2T, la economía china sorprendió creciendo un 7,5%, por encima del 7,4% del 1T y de las previsiones de consenso. Este buen comportamiento ha basculado fundamentalmente entre la inversión, la principal beneficiaria de la política expansiva del Gobierno, y el sector exterior. Por el contrario, la contribución del consumo privado ha sido menor que en el 1T, un recordatorio de que el proceso de reequilibrio a favor del mayor gasto de los hogares será lento. En cierto contraste, los primeros indicadores del 3T están tendiendo a mostrarse más contenidos, con la importante salvedad de las exportaciones, que repuntaron en julio.

**Crecimiento dispar en el resto de emergentes.** Los datos de crecimiento del 2T reiteran que la senda de la actividad difiere en función del país. Entre los principales emergentes, discrepan especialmente las situaciones de India y Brasil. En el 2T, mientras el gigante asiático sorprendió creciendo un 5,7% interanual (4,6% en el 1T), Brasil, al caer un 0,6% intertrimestral (-0,9% interanual), se ha deslizado a su primera recesión técnica (caída del PIB por dos trimestres consecutivos) desde la Gran Recesión de 2008-2009.

**La corrección de los desequilibrios sigue siendo un foco de atención.** Brasil ejemplifica las dificultades que algunos emergentes tienen para afrontar simultáneamente el sostén de la actividad y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos (inflación o déficit corriente, principalmente). Esta es la situación de Turquía, cuya actividad se está ralentizando (sin la gravedad de Brasil) al tiempo que registra una inflación del 9,3% interanual en julio y un déficit corriente del 7,5% en el 1T. Otro país con dificultades similares es Rusia, que sufre una escalada de precios (inflación del 7,4% en julio) y el deterioro de las perspectivas de la actividad (agravadas por el conflicto de Ucrania). En sentido opuesto, los emergentes asiáticos están teniendo éxito en su lucha contra la inflación, como atestigua la desaceleración del IPC de julio tanto en la India como en Indonesia.

**Japón: IPC**

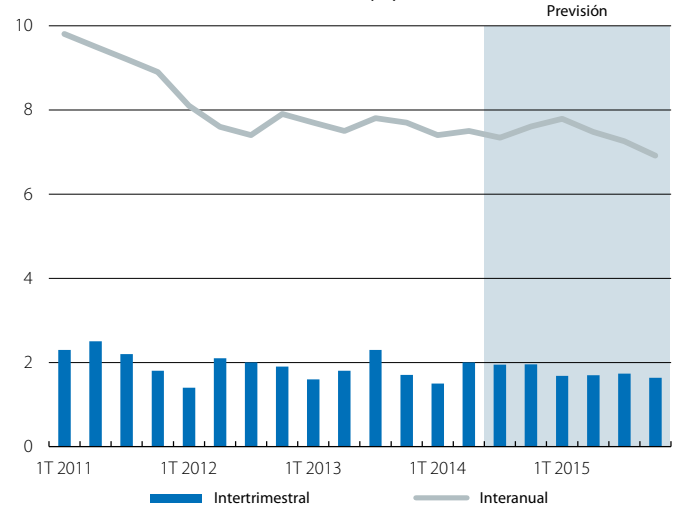
Variación interanual (%)



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

**China: crecimiento del PIB**

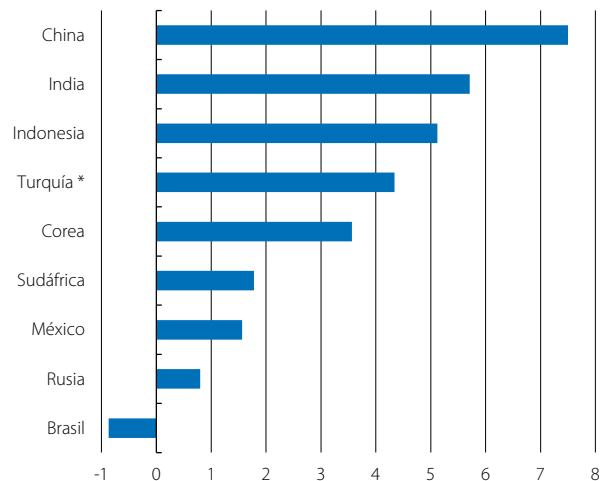
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

**Emergentes: PIB**

Variación interanual en el 2T 2014 (%)



Nota: \* 1T 2014.

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