

## COYUNTURA · Bache invernal en EE. UU. y desaceleración en China

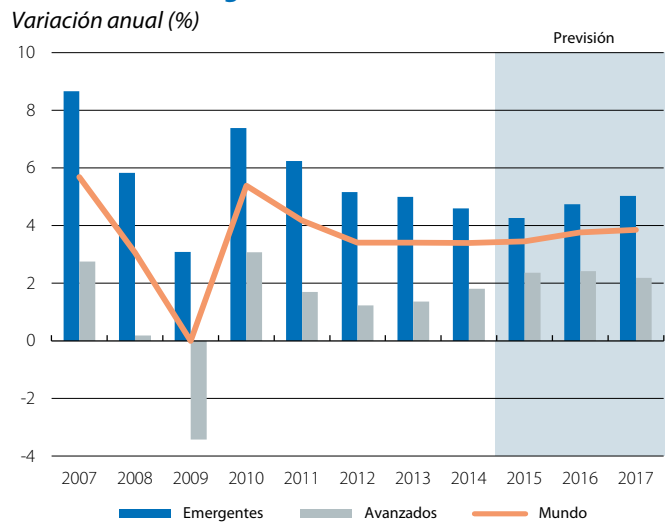
La aceleración del crecimiento será gradual en 2015 según el Fondo Monetario Internacional (FMI). La institución espera que la economía mundial crezca un 3,5% en 2015 y un 3,8% en 2016, en ambos casos en línea con la previsión de enero y por encima del 3,4% de 2014. Esta aceleración gradual se apoyará, principalmente, en una mejora de las economías avanzadas. En cambio, las economías emergentes sumarán su quinto consecutivo de desaceleración, afectadas por el descenso de los precios del petróleo, por las tensiones geopolíticas y, sobre todo, por la desaceleración de la economía china, cuyo peso representa el 30% del bloque emergente, en términos de paridad de poder adquisitivo. El FMI espera, no obstante, que estas economías ganen tracción en 2016, gracias a unos cuadros macroeconómicos más equilibrados (inflación, saldo público y exterior) y a una estabilización de las tensiones geopolíticas. Respecto a la previsión de enero, destacan, por países, la revisión a la baja de EE. UU. (3,1% en 2015), aunque sigue siendo la economía rica que más crece, y la revisión al alza de la eurozona (1,5%) y de Japón (1,0%). Entre las economías emergentes, los mayores deterioros se encuentran en Brasil (-1,0%) y en Rusia (-3,8%). En este escenario de lenta aceleración global, el FMI afirma que han disminuido los riesgos a la baja con respecto a su anterior informe, aunque siguen siendo considerables.

### ESTADOS UNIDOS

El PIB creció un contenido 0,1% intertrimestral en el 1T 2015 (3,0% interanual), netamente por debajo de los últimos trimestres. Por componentes de demanda, destacan la caída de la inversión, que se deprimió debido al fuerte descenso de la inversión en estructuras, y la contribución negativa del sector exterior, por la acusada caída de las exportaciones. Por el contrario, el consumo privado y las existencias contribuyeron de manera positiva al avance del PIB. Este avance moderado ha sido consecuencia de un invierno más duro de lo habitual, aunque las interrupciones en la actividad a causa de las huelgas en los puertos de la costa oeste, y la fortaleza del dólar son factores que también han incidido en la debilidad del dato. Con todo, puesto que la mayoría de factores que explican el menor empuje del crecimiento en el 1T son temporales, mantenemos nuestra previsión de un avance del 3,1% en 2015 (el mes pasado la habíamos rebajado) y del 2,8% en 2016.

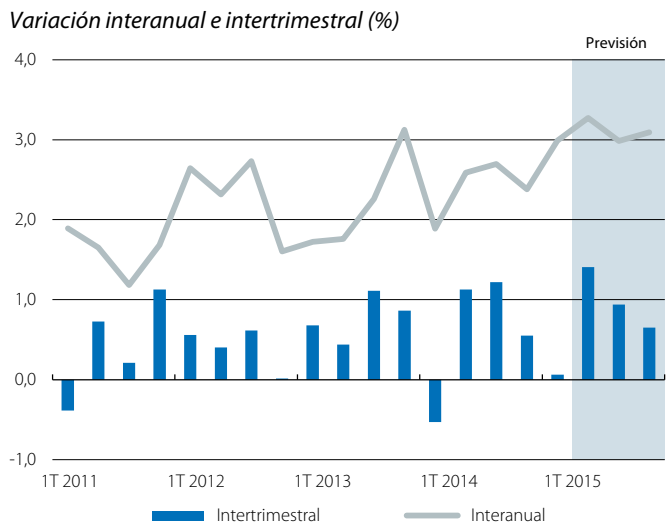
Esperamos una aceleración considerable de la economía de EE. UU. en el 2T 2015, lo cual le permitirá seguir liderando la recuperación entre las economías avanzadas. Pasado el hiato invernal, el consumo privado debe acelerar, apoyado en la mejora del mercado laboral y en el aumento de la tasa de ahorro de los últimos meses. La reducción del gasto en gasolina (por la caída del precio del crudo) se ha destinado al ahorro prácticamente en su totalidad: la tasa de ahorro de los hogares pasó del 4,4% de la renta disponible bruta en noviembre al 5,8% en febrero, un repunte que deja un amplio margen para la recuperación del consumo privado en los próximos meses.

### FMI: crecimiento global



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2015).

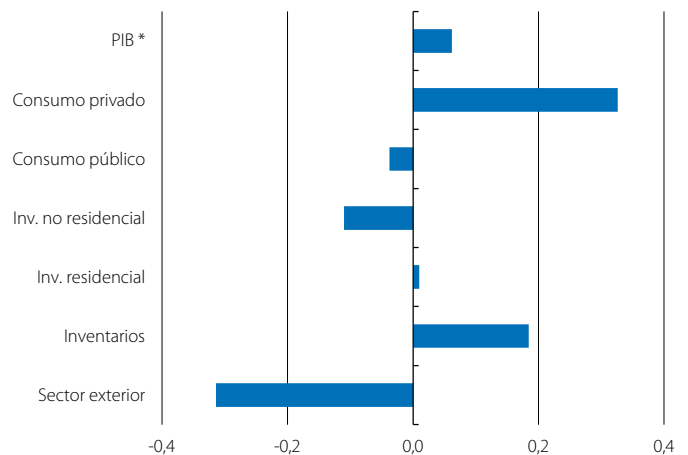
### EE. UU.: PIB



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

### EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T (p. p.)



Nota: \* Variación intertrimestral.

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

También se espera que la construcción gane tracción en el 2T. Unas condiciones meteorológicas adversas provocaron que el número de las viviendas iniciadas en febrero y marzo retrocedieran, respecto a diciembre de 2014, un 15,3% y un 13,6%, respectivamente. Sin embargo, la evolución de los precios de la vivienda de segunda mano, que subieron un 5,1% en marzo, y la formación de nuevos hogares siguen apuntando a una clara recuperación del sector.

**Los indicadores de actividad más recientes confirman la fortaleza de la economía estadounidense.** Los índices de sentimiento empresarial del ISM continúan en zona expansiva. Aun así, hay que destacar la diferencia entre las manufacturas y los servicios. El índice ISM de manufacturas sigue una tendencia bajista y registra un nuevo descenso, de los 52,0 puntos de febrero a los 51,5 de marzo. La producción industrial, que en los tres primeros meses de 2015 ha disminuido un 1%, cuando en 2014 subió un 4,6%, también evidencia la debilidad del sector manufacturero. Pero mientras la industria flaquea, los servicios, que aportan un 83,6% de la totalidad del empleo privado, siguen una evolución robusta. Así, el índice ISM de servicios se mantuvo en el nivel de los 56,5 puntos (un descenso frente al 56,9 de febrero). Por otra parte, las ventas minoristas de febrero (excluyendo los automóviles, cuya naturaleza es más volátil) no variaron respecto a enero, y el índice de confianza del consumidor del Conference Board se situó en abril en los 95,2 puntos, por encima de la media histórica, de 93,4 puntos.

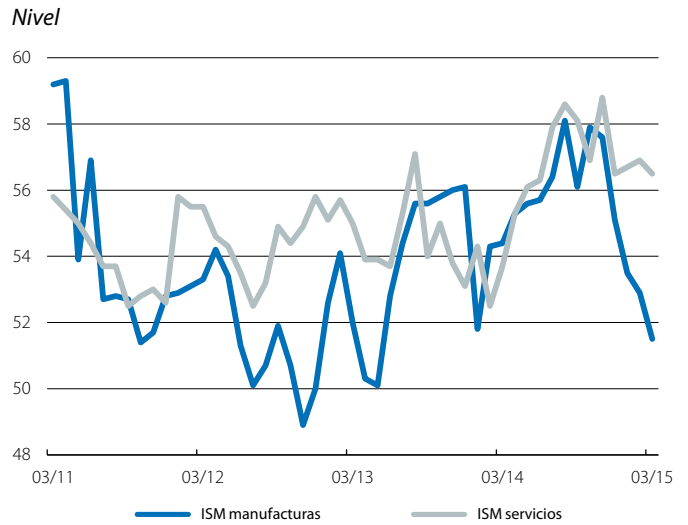
**El vigor del mercado laboral sufre una pausa puntual.** En marzo se crearon 126.000 puestos de trabajo netos, la mitad que el promedio de los últimos 12 meses, de 260.000. Sin embargo, este último dato no debe enturbiar la buena marcha del mercado de trabajo. El número de asalariados creció a un ritmo del 2,3% interanual, la tasa más rápida desde 2000, y la tasa de paro de marzo se mantuvo en un bajo 5,5% de la población activa. Asimismo, la tasa amplia de desempleo (denominada U6 y que incluye a empleados que trabajan a tiempo parcial por motivos económicos pero que desearían hacerlo a tiempo completo) bajó una décima, hasta el 10,9%, una cifra netamente inferior al 12,2% de julio de 2014. La mayor debilidad del mercado laboral estadounidense sigue siendo la baja tasa de actividad, que se situó en el 62,7% en marzo, lejos del 66,0% de 2007.

**La inflación sigue siendo moderada.** El IPC de marzo subió un 0,2% respecto a febrero, aunque acumula un descenso interanual del 0,1% por las caídas de los precios de los últimos meses. El índice subyacente, que excluye los precios de los productos de alimentación y los energéticos, también subió un 0,2% intermensual en marzo y acumula un incremento interanual del 1,8%, que se quedaría en un más contenido 0,9% interanual si no se tuviera en cuenta el efecto de los alquileres imputados. En este contexto de reducidos riesgos inflacionistas, seguimos previendo que la Fed esperará hasta otoño para subir el tipo de interés de referencia.

**JAPÓN**

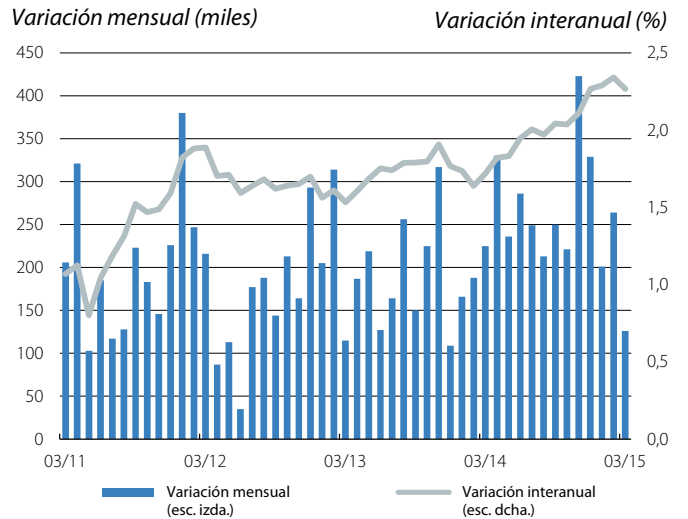
**La economía se recuperará en 2015,** apoyada en los estímulos monetarios y fiscales, las mejoras salariales, un petróleo barato

**EE. UU.: indicadores de actividad**



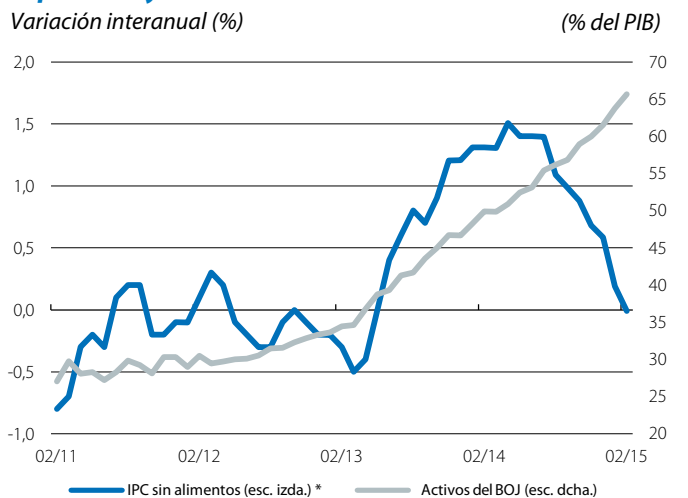
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del ISM.

**EE. UU.: empleo**



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

**Japón: IPC y activos del banco central**



Nota: \* IPC sin alimentos frescos, pero con energía. Referencia del BOJ. No incluye el impacto de la subida del IVA, del 5% al 8%, de abril de 2014. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y de Comunicaciones.

y un entorno internacional algo más favorable. Con todo, este proceso será lento. El consumo privado aún se resiente de los efectos de la subida del IVA de abril de 2014 (del 5% al 8%). Por otra parte, la producción industrial retrocedió en febrero un 3,1% intermensual y el índice Tankan de sentimiento empresarial del 1T 2015, que elabora el Banco de Japón (BOJ), permaneció prácticamente invariado. Los datos positivos provienen del sector exterior, que, gracias al yen débil y al petróleo barato, presentó en marzo su primer superávit desde la tragedia de Fukushima, en febrero de 2011. Así, mantenemos nuestra previsión de avance en el 0,8% para 2015 y en el 1,2% para 2016.

**La inflación sigue estando baja.** El IPC general de febrero creció un 2,2% interanual, pero solo un 0,1% sin el efecto de la subida del IVA. Asimismo, el IPC sin alimentos (pero con energía), la referencia del BOJ, aumentó en un 2,0% interanual, lo que se traduce en un incremento interanual efectivo del 0,0%, descontado el efecto del IVA. La cifra queda muy lejos del objetivo del 2% del BOJ, que continua su expansión cuantitativa con compras anuales, principalmente de deuda pública, por valor 80 billones de yenes (un 16% del PIB).

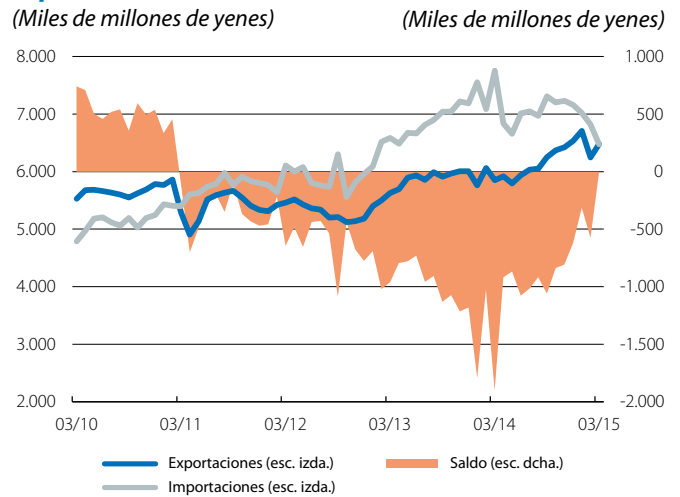
**EMERGENTES**

**En China, el PIB del 1T 2015 avanzó un 7,0% interanual, el ritmo más bajo de los últimos seis años.** Ello confirma los riesgos a la baja que hace semanas que señalamos, y nos obliga a rebajar las previsiones de crecimiento para 2015 (del 7,0% al 6,7%) y para 2016 (del 6,6% al 6,5%). La desaceleración fue más acentuada en el sector secundario, que creció un 6,4% interanual en el 1T, y fue netamente inferior al promedio de 2014 del 7,4%. El dato de la producción industrial de marzo, con un avance del 5,6% (el promedio de 2014 fue del 8,3%), confirmó la desaceleración de la industria y el profundo cambio que debería experimentar la economía china, encaminándose hacia un crecimiento con un mayor protagonismo de los servicios. En este sentido, el sector terciario avanzó un 7,9% interanual en el 1T, en línea con los datos de 2014. Por otro lado, la estabilidad de la inflación, que en marzo creció un 1,4% interanual, deja margen para las políticas expansivas. En este sentido, y ante la confirmación de la ralentización económica del país, el Ejecutivo movió ficha rebajando el coeficiente de caja en 1,0 p. p.

**Brasil es el emergente que presenta los mayores riesgos.** Al empeoramiento de los indicadores de actividad y la mala evolución presupuestaria (que implicará un mayor ajuste fiscal si se quieren cumplir los objetivos de déficit) se añade una inflación creciente a causa de la liberalización del precio de la electricidad y de la depreciación del real. Todo ello justifica la rebaja de nuestras previsiones: del -0,1% al -0,9% en 2015 y del 1,5% al 0,8% en 2016 (véase el Focus «El deterioro de las perspectivas de Brasil: ¿un bache coyuntural o algo más profundo?»).

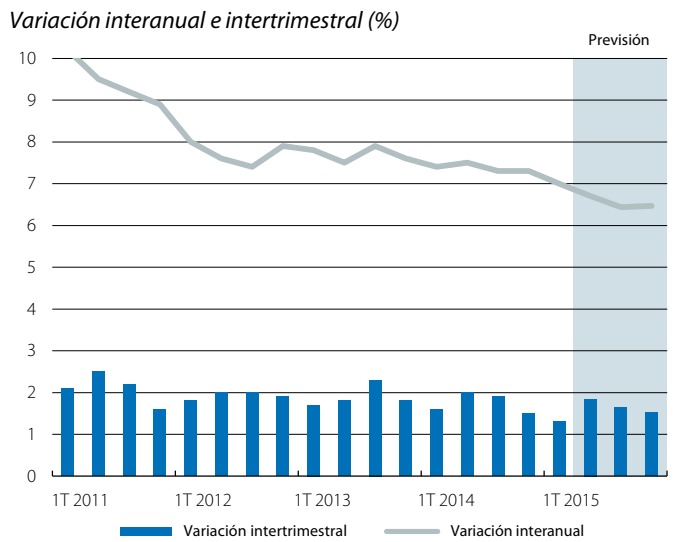
**Continúa la inestabilidad en Rusia y la buena marcha de la India.** Mientras que en Rusia hay indicios de una incipiente estabilización financiera, sigue siendo precaria y fácilmente reversible. En la India, un presupuesto algo más expansivo para 2015, y con un énfasis en la inversión, hace que subamos la previsión para 2015 del 6,9% al 7,1%.

**Japón: balanza comercial \***



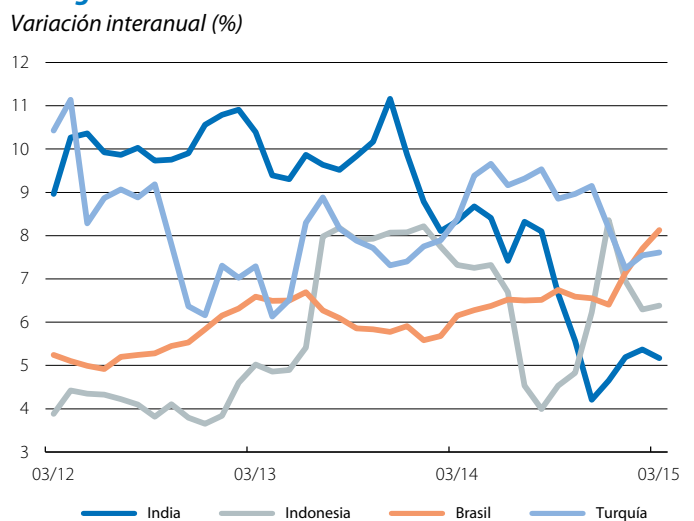
*Nota:* \* Datos mensuales.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Depto. de Comercio.

**China: PIB**



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

**Emergentes: IPC**



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