

COYUNTURA · Ligero descenso de las perspectivas de crecimiento globales

Las perspectivas globales se enfrían ligeramente por un crecimiento de la actividad en EE. UU. y China menor de lo esperado. Los indicadores de las dos mayores economías del planeta fueron algo más débiles de lo previsto en este último mes y enfrían moderadamente las perspectivas de crecimiento global para 2015. De todas formas, es importante puntualizar que, pese al ajuste de las expectativas, la economía de EE. UU. seguirá liderando la recuperación entre las economías avanzadas y que China mantiene una dinámica de aterrizaje suave. Por otra parte, la eurozona persiste en la recuperación sin grandes cambios. Entre las sorpresas positivas destaca el PIB de Japón. De todas formas, su mala composición nos hace ser cautos en las previsiones para el total del año. Por último, en Europa del Este ha sorprendido la robustez de los avances del PIB del 1T.

ESTADOS UNIDOS

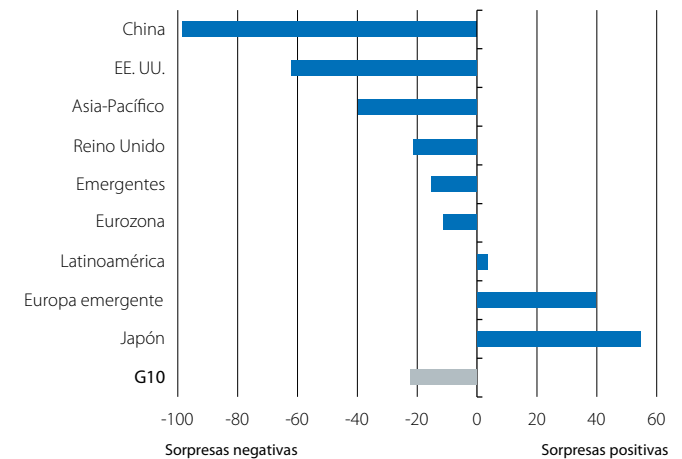
El PIB retrocedió un 0,2% intertrimestral en el 1T 2015, tras la revisión que efectúa mensualmente el Bureau of Economic Analysis (BEA). El avance inicialmente publicado (+0,1%) se transformó en retroceso por el efecto de un sector exterior que lastró el crecimiento más de lo que se había estimado en la primera entrega. Asimismo, el crecimiento interanual quedó en el 2,7%, frente al 3,0% anterior. Aunque la caída intertrimestral se debe principalmente a factores transitorios, el efecto escalón de un primer trimestre flojo nos obliga a revisar a la baja el cómputo total del año: del 3,1% al 2,7% en 2015.

La actividad repuntará en el 2T del año, después de un invierno más duro de lo habitual y del retorno al trabajo de los empleados de los puertos de la costa oeste, tras la importante huelga que llevaron a cabo en el tramo final del 1T. El mal tiempo implicó un descenso excepcionalmente abrupto en el componente de inversión en estructuras y de inversión residencial. Así, las viviendas iniciadas, que tienen una fuerte correlación con la actividad en el sector de la construcción y que habían descendido un 16,7% en febrero, aumentaron en marzo y en abril un 4,9% y un 20,2%, respectivamente. La huelga portuaria explica, por su parte, el mal dato del componente exterior. La valoración del dato del PIB del 1T requiere un matiz adicional: según un estudio de la Fed, el BEA, al corregir los efectos estacionales del PIB, tiende a subestimar de forma muy notable el PIB en los primeros trimestres y a sobreestimarlos en el resto. En definitiva, cuando se tienen en cuenta todos los matices, la valoración del dato del PIB del 1T es más positiva de lo que el dato podría sugerir.

Entre los indicadores de actividad más recientes, los servicios avanzaron y las manufacturas se estancaron. Así, si bien los índices de sentimiento empresarial (ISM) continúan en la zona expansiva, se agranda la diferencia entre el índice de manufacturas y el de servicios. Mientras que el ISM manufactu-

Índice de sorpresas económicas *

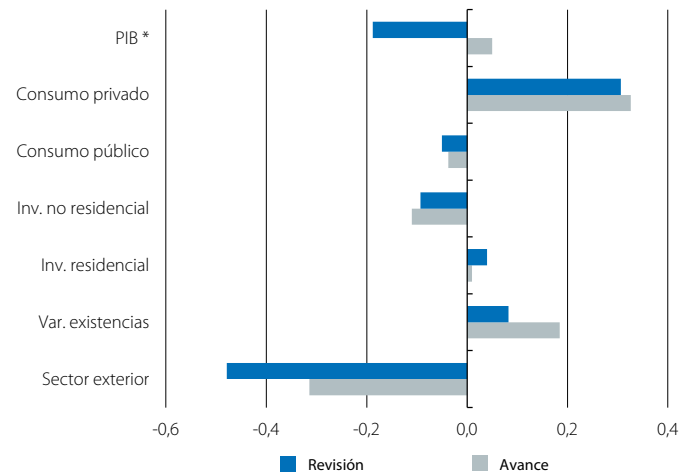
Nivel



Nota: * Desviación estándar ponderada de las sorpresas de los indicadores de los últimos tres meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Citigroup.

EE. UU.: PIB

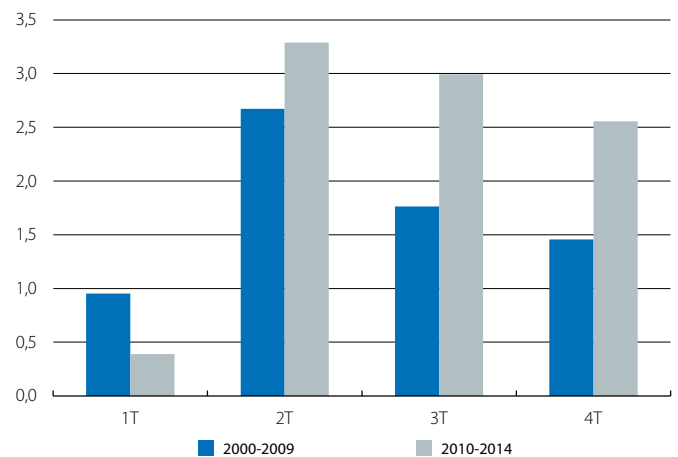
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

EE. UU.: avance promedio del PIB *

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Crecimiento intertrimestral anualizado promedio del 1T, 2T, 3T y 4T del periodo. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

ro de abril quedó invariado en el nivel de los 51,5 puntos, su homólogo de servicios escaló hasta los 57,8 puntos. Por otra parte, el índice de confianza del consumidor elaborado por el Conference Board tuvo una ganancia mínima en mayo después de la corrección experimentada en abril. Sin embargo, en el ámbito del sector inmobiliario, los precios siguieron avanzando y las ventas también reportaron crecimientos claros en abril.

El empleo se recupera en abril, después de un marzo más flojo de lo previsto. En abril se crearon 223.000 puestos de trabajo netos, con un especial protagonismo de la construcción. El número de asalariados creció a un ritmo del 2,2% interanual, y la tasa de paro de marzo se redujo una décima, hasta el 5,4% de la población activa. La tasa amplia de desempleo (denominada U6), que incluye el subempleo (empleados que trabajan a tiempo parcial por razones económicas pero que querrían hacerlo a tiempo completo), bajó otra décima, hasta el 10,8%. El subempleo afectó en abril a 6,5 millones de trabajadores, 1,2 millones menos que hace un año, pero todavía por encima del nivel de 5 millones (comparable a la situación de 2007). Esto explica, en parte, la moderación salarial observada, con avances en torno al 2% interanual.

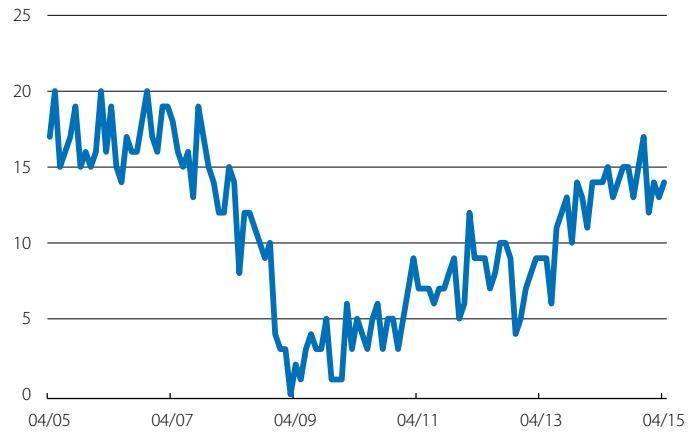
La inflación estadounidense empieza a mostrar signos de recuperación. Aunque el IPC general volvió a caer en términos interanuales en abril (-0,2%), los precios avanzaron un 0,1% entre marzo y abril en términos intermensuales (tomando como referencia la serie ajustada estacionalmente), lo que supone el tercer avance mensual consecutivo desde las fuertes caídas ocurridas a finales de 2014 e inicios de 2015. Asimismo, el IPC subyacente (sin alimentos ni energía y, por tanto, inmune a la caída del precio del petróleo) se situó en cotas más dinámicas (creció un 1,8% interanual). Con todo, el índice de precios subyacente del gasto de consumo personal (índice de referencia de la Fed) todavía muestra avances moderados (1,2%), por debajo del objetivo del banco central (2%). A la vista de los precios y de la débil actividad del 1T, los mercados han vuelto a retrasar el inicio de las subidas del tipo de interés de referencia hasta finales de 2015. Aun así, y dados los matices del avance del PIB, nosotros seguimos esperando la primera subida en otoño de 2015.

JAPÓN

El PIB del 1T 2015 sorprende al alza. La economía japonesa creció un 0,6% intertrimestral en el 1T 2015, algo por encima de lo previsto. Pero el dato queda algo empañado por una mala composición, en la que destaca la contribución al avance de la acumulación de existencias (dos tercios del crecimiento total en términos absolutos), un componente volátil que debería remitir en los próximos meses. El consumo privado creció un 0,4% intertrimestral. Aunque es un dato significativo, no es suficiente para compensar los descensos del consumo a resultas de la subida del IVA de abril de 2014. Desde una perspectiva temporal algo más amplia, el balance de las medidas expansivas del primer ministro, Shinzo Abe, queda en entredicho, ya que el consumo privado se sitúa en los niveles de diciembre de 2012, justo cuando Abe accedió al poder. Para 2015 se prevén subidas salariales que deberían estimular la demanda interna,

EE. UU.: empresas que prevén aumentar los salarios *

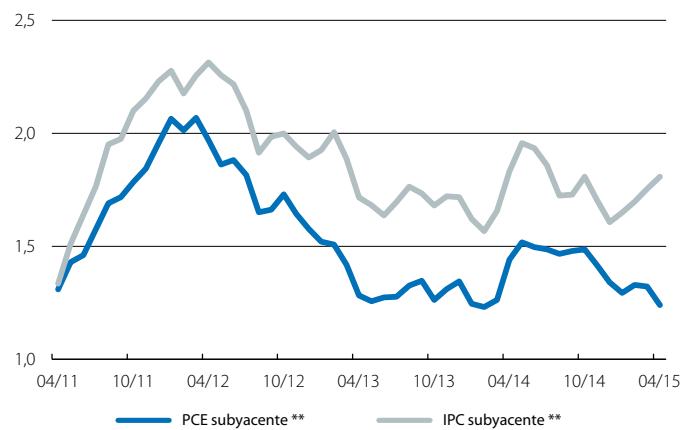
(% del total de empresas encuestadas)



Nota: * Encuesta realizada a pymes.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la National Federation of Independent Businesses.

EE. UU.: IPC y deflactor del PCE *

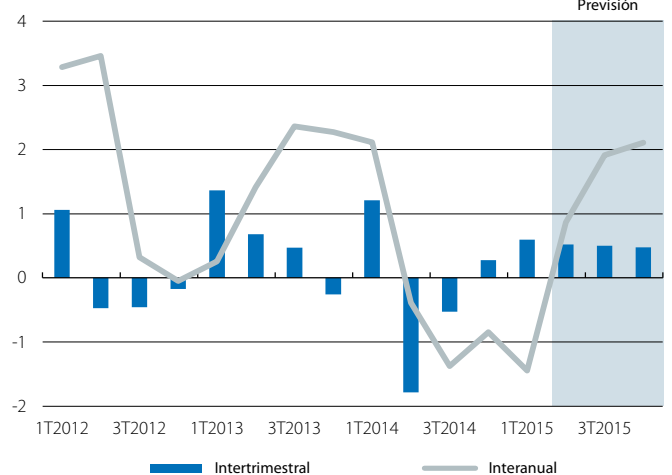
Variación interanual (%)



Notas: * PCE: gasto de consumo personal. La Fed utiliza el deflactor del PCE como referencia del índice de precios. ** Subyacente: índice general sin energía ni alimentos.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis y del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

pero su efecto se podría ver mermado por la creciente proporción de contratos a tiempo parcial. Estos condicionantes matizan sustancialmente el buen dato del 1T y nos llevan a mantener nuestra previsión de crecimiento en el 0,8% y en el 1,2% para el conjunto de 2015 y 2016, respectivamente.

Sigue la atonía en la inflación japonesa. En abril, el IPC sin alimentos pero con energía, el índice de referencia del Banco de Japón, avanzó un 0,3% interanual. El dato queda lejos todavía de su objetivo del 2,0%, a pesar de que continúa implementando las medidas de expansión cuantitativa mediante compras anuales de deuda pública por valor de 80 billones de yenes (un 16% del PIB). El índice general se situó en un moderado 0,6% interanual.

EMERGENTES

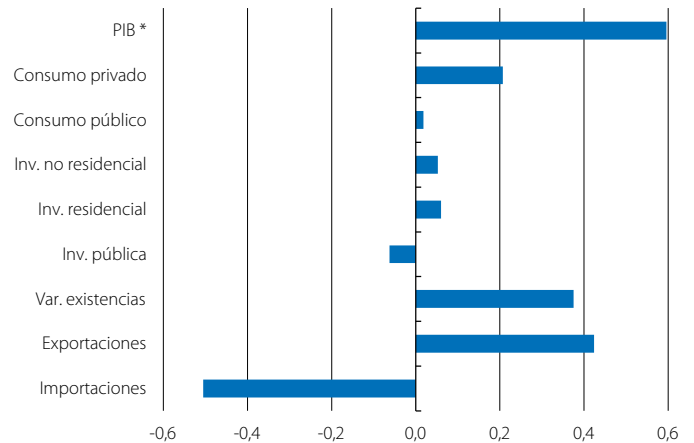
China sigue desacelerando. Los últimos indicadores de actividad perfilan una tendencia bajista persistente. La producción industrial creció un 5,9% interanual en abril, solo ligeramente por encima del débil dato de marzo y muy por debajo de los promedios de 2013 y 2014, 9,7% y 8,4%, respectivamente. También desaceleraron las ventas minoristas, con una tasa de crecimiento que se quedó en el 10,0% interanual en abril (en diciembre de 2014 crecieron un 11,9%). Asimismo, en el ámbito exterior, las importaciones prosiguieron en abril la senda de caídas de los últimos meses y las exportaciones sorprendieron con un descenso del 6,4% interanual. La desaceleración china se produce en un difícil contexto de sustitución del gasto inversor por un mayor consumo privado. Además, coincide con un endeudamiento creciente que, combinando Gobierno, hogares y empresas no financieras, alcanzó el 217% del PIB en 2014 (véase el Focus «¿Es la deuda pública china un foco de riesgo?»). Sin dejar de considerar estos importantes elementos de riesgo, nuestro escenario sigue siendo de desaceleración controlada, apoyada por unas autoridades que tienen capacidad de maniobra. En este sentido, el banco central volvió a recortar el tipo de interés de referencia en 25 p. b. (hasta el 5,10%), el tercer recorte en seis meses.

Brasil y Rusia siguen siendo las economías emergentes con mayores riesgos. En el 1T 2015, el PIB de Brasil retrocedió un 0,2% intertrimestral (-1,6% interanual), levemente más de lo esperado (en el 4T 2014, la caída del PIB fue del 0,2% interanual). El retroceso de la actividad se debió fundamentalmente al mal tono de la demanda interna, y la cifra confirma las malas perspectivas que se manejan para el conjunto de 2015 (una caída del PIB del orden del 1%). Rusia, por su parte, tuvo un retroceso del 1,9% interanual en el 1T 2015, notablemente menor de lo esperado. A pesar de ello, y dado que el balance de riesgos sigue siendo notablemente adverso, dejamos sin cambios nuestras previsiones (caída del 3,3% en 2015 y del 0,8% en 2016).

México creció un 2,5% en el 1T 2015. El dato muestra una cierta ralentización de la economía mexicana, acorde con la desaceleración estadounidense de principios de año. Con todo, los datos más recientes sugieren un atisbo de recuperación a lo largo de 2015 de la segunda economía latinoamericana (un 2,8% para el total del año, ligeramente por debajo de la previsión del mes pasado).

Japón: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Interior y Comunicaciones.

China: indicadores de actividad

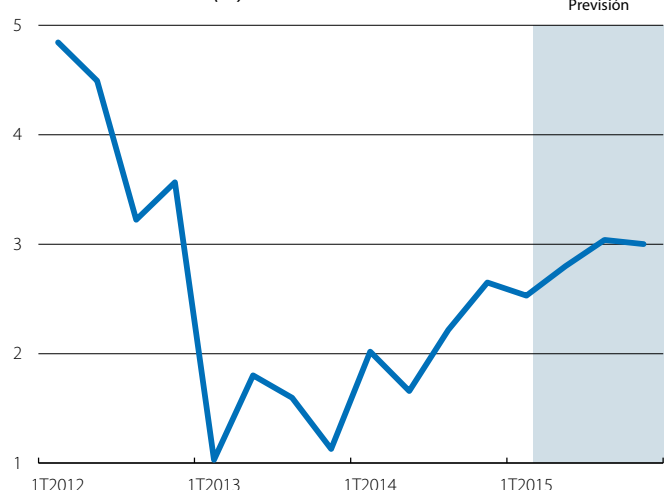
Variación interanual (%)

Indicador	Último dato
PIB	7,0
Producción industrial	5,9
Ventas minoristas	10,0
PMI manufacturas (puntos)	50,1
Exportaciones*	7,3
Importaciones*	-5,5
Inversión	12,0
Precios al consumo	1,5

Nota: * Variación interanual del acumulado de 12 meses (nominal).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China y Thomson Reuters Datastream.

México: PIB

Variación interanual (%)



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