

COYUNTURA · Crecimiento global al alza, con riesgos a la baja

El crecimiento mundial se acelerará en 2017. En el tramo final de 2016 los indicadores de actividad tendieron a mejorar, lo que avala el escenario de referencia que CaixaBank Research maneja para 2017, año para el cual se espera un avance del PIB mundial del 3,4% (a comparar con el crecimiento del 3,1% estimado para 2016). En 2018, el ritmo de actividad se acelerará aún más, hasta el 3,6%. La inflación, por su parte, se incrementará levemente en 2017 y 2018, en especial en las economías avanzadas. Las claves que sustentan esta expansión son conocidas. De entrada, en las economías avanzadas la política monetaria seguirá siendo expansiva (incluso en EE. UU., que proseguirá con una muy paulatina normalización monetaria). Un segundo elemento global que sustentará la aceleración de la actividad es la recuperación del precio del petróleo, que favorecerá a los exportadores sin erosionar excesivamente el crecimiento de los importadores. En tercer lugar, se dará previsiblemente la intensificación de la dinámica de recuperación emergente que se intuía en el final de 2016: se espera la salida de la recesión de emergentes como Rusia y Brasil y la expansión económica de otros países como la India o los de Europa emergente. Como es bien conocido, la salvedad más notoria a esta tendencia la encarna China, que continuará su gradual desaceleración en 2017 y 2018.

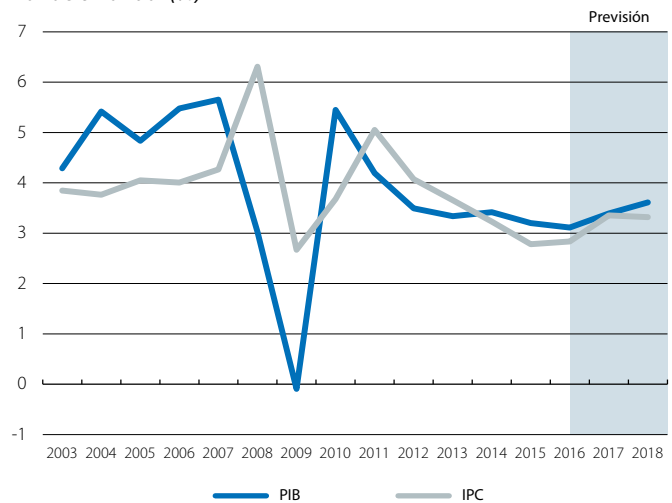
El balance de riesgos sigue sesgado hacia un eventual menor crecimiento. A pesar de estas perspectivas razonablemente satisfactorias, los riesgos a nivel mundial continúan siendo elevados. En particular, CaixaBank Research destaca el creciente nivel de deuda global, el auge de los populismos, la incertidumbre de origen geopolítico, las incógnitas sobre la orientación de la Administración Trump, las dudas sobre el aterrizaje suave y los riesgos financieros, inmobiliarios y cambiarios de China, y el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en los emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores. En esta valoración existe un notable consenso entre los analistas, como se constata en la reciente revisión de perspectivas económicas del FMI. Así, entre los riesgos que destaca el Fondo, cabe mencionar el proteccionismo, la combinación de bajo crecimiento (por ausencia de reformas estructurales) y elevada deuda de algunas economías avanzadas, y las vulnerabilidades que siguen exhibiendo ciertos emergentes importantes.

ESTADOS UNIDOS

Primera economía mundial, ¿primer riesgo global? La situación de EE. UU. es paradójica. Su ritmo de actividad muestra síntomas de aceleración evidentes, de manera que el bache relativo de la primera parte de 2016 queda atrás, pero este contexto cíclico favorable se ve oscurecido por la incertidumbre que rodea a la política económica que seguirá la Administración Trump. Por el momento, en cualquier caso, la máquina sigue

PIB e IPC mundial

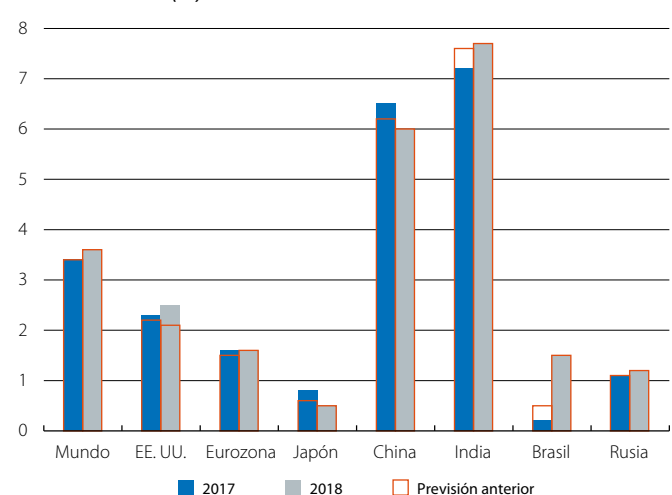
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

FMI: previsiones del PIB para 2017 y 2018

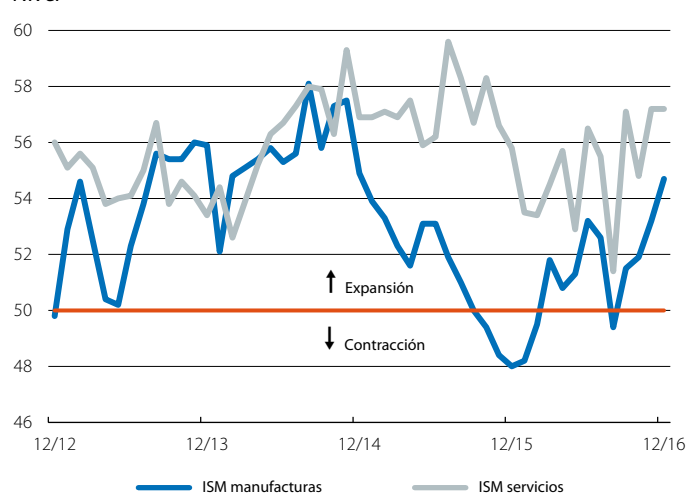
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, enero de 2017).

EE. UU.: indicadores de actividad

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM.

avanzando a buena marcha. Así, por ejemplo, los indicadores de confianza empresarial (ISM) de manufacturas y de servicios se situaron claramente por encima del nivel de los 50 puntos en diciembre, y apuntaban a una clara expansión de la actividad secundaria y terciaria. Una lectura similar se puede desprender del indicador de confianza del consumidor, que se situó en su máximo de los últimos 15 años.

La buena tónica de final de 2016 se confirmó a nivel agregado con la publicación del PIB del 4T. En dicho periodo, la tasa de avance intertrimestral se situó en el 0,5% (1,9% interanual). A pesar de que se trata de un ritmo inferior al del 3T, continúa siendo elevado y, además, presenta una composición (con una demanda interna robusta) que sugiere una inercia de crecimiento que se debería prolongar a los próximos trimestres. Concluye así un ejercicio complicado, trufado de momentos de incertidumbre, y que se compone de dos fases distintas, un primer semestre cuya tasa de crecimiento decepcionó y un segundo semestre de clara expansión económica.

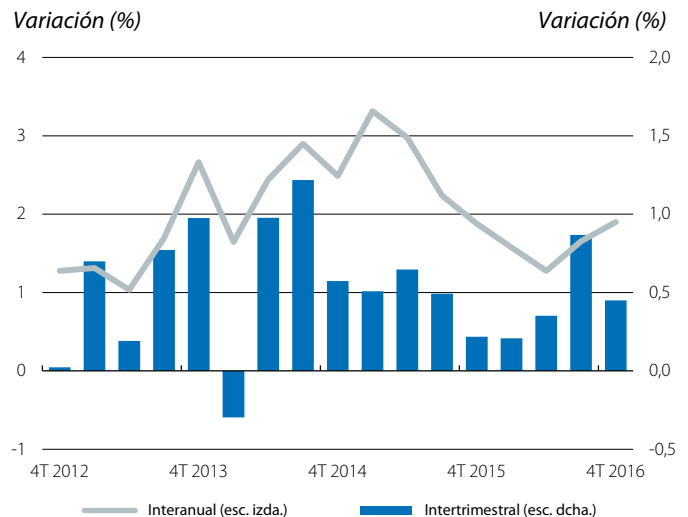
¿Es necesario el estímulo económico previsto? La reaceleración de la actividad se da en un momento en el que la economía se encuentra en una situación cercana al pleno empleo. En diciembre se crearon 156.000 puestos de trabajo, lo cual sitúa el promedio mensual del año 2016 en 180.000, una cifra elevada. Asimismo, la tasa de paro terminó el año en un bajo 4,7%, lejos de los registros del 10% de 2009, mientras que los salarios continuaron avanzando significativamente (aumento del 2,9% interanual, el máximo desde 2009). En este contexto, el anuncio tras las elecciones de realizar un notable impulso fiscal, a través de una combinación de rebajas tributarias y aumento de la inversión pública, ha suscitado debate, ya que el estímulo podría acabar generando tensiones inflacionistas y un mayor desequilibrio comercial, sin que se concrete, en contrapartida, más que una mejoría limitada en el crecimiento.

La inflación, en la antesala de niveles más elevados. Este diagnóstico se ve reforzado por la dinámica reciente de la inflación. En diciembre, el IPC creció un 2,1% interanual, 4 décimas por encima del registro del mes anterior, debido a la contribución de los componentes de alquileres imputados y de energía. Habida cuenta de la previsión de que el precio del petróleo crezca en los próximos meses, la inflación se situará por encima del 2,5% durante el 1T 2017. Cuando los diferentes elementos que sugieren un punto de madurez cíclico se suman, se comprende que la Reserva Federal (Fed), tras meses de dilación, subiese el tipo de referencia el pasado diciembre, hasta el 0,5%-0,75%, y anticipase tres subidas adicionales en 2017 (un escenario que CaixaBank Research comparte plenamente, pero no el grueso del mercado).

EMERGENTES

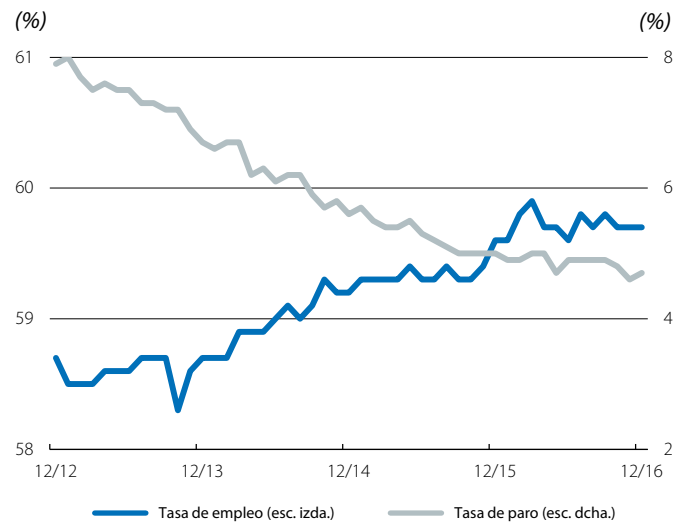
La actividad económica y los flujos de capitales dan aire a los emergentes. Tras varios meses en los que el ritmo de actividad se había movido por un terreno poco definido, en el tramo final de 2016 los indicadores de actividad han enfilado una

EE. UU.: PIB



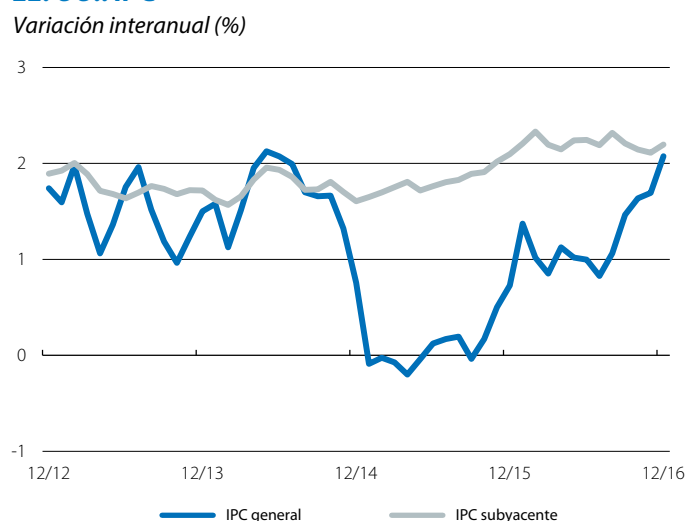
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA.

EE. UU.: mercado laboral



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: IPC



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

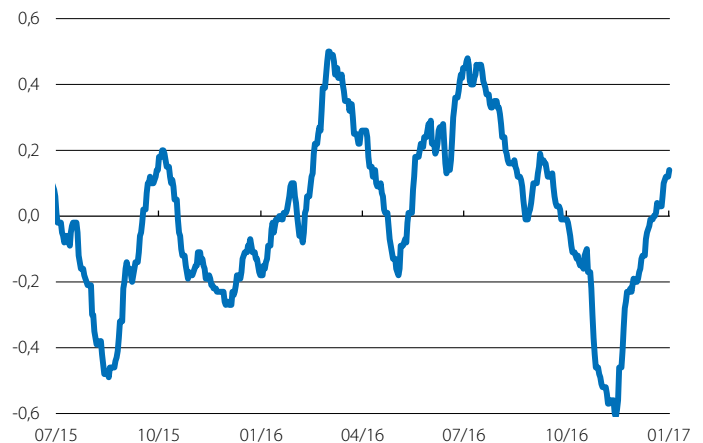
senda alcista. Ciertamente, se mantienen ciertas excepciones a esta tónica (Turquía y América Latina son las más destacables), pero, en general, el pulso económico emergente es más firme. Esta mejora se ha visto acompañada de un movimiento de recuperación de las entradas netas de capitales en cartera (deuda y acciones), lo que ha permitido que el fuerte episodio de salida de capitales de los emergentes que siguió a la celebración de las elecciones presidenciales de EE. UU. se haya revertido totalmente.

China aleja las dudas más inmediatas, pero los riesgos siguen siendo altos. Desde hace varios años se escruta con atención la dinámica de crecimiento china. La gran duda se halla en el proceso de desaceleración económica que está pilotando el Ejecutivo y si se va a desarrollar de forma ordenada o brusca (lo que se conoce como «aterrizaje suave» frente a «aterrizaje brusco»). Por el momento, el primer escenario sigue siendo el más probable. En el 4T 2016, el crecimiento se situó en el 6,8%, prácticamente idéntico al 6,7% de los tres trimestres precedentes, de manera que el año se cerró en el 6,7% (6,9% en 2015). Es un punto de partida firme para el ejercicio 2017 y que avala la previsión de CaixaBank Research de que este año China crecerá un 6,4%. Pero esta dinámica de ralentización dentro del guion previsto no atempera las dudas sobre todo un conjunto de riesgos financieros (deuda excesiva, *shadow banking*, etc.), inmobiliarios y cambiarios.

Rusia y México, la cara y la cruz de la coyuntura emergente. Entre los otros grandes emergentes, el mes se ha saldado repartiendo fortuna de forma dispar. Rusia representa un caso paradigmático de emergente exportador de materias primas que, además, se percibe convencionalmente con un balance de riesgos financieros menos agudos que en meses precedentes. La visión de CaixaBank Research es mucho menos complaciente. Aunque ciertamente la actividad se está viendo beneficiada por la recuperación del precio del petróleo, parte de la mejoría es más un «rebote» tras una recesión profunda que una recuperación que pivote sobre un ajuste macroeconómico sólido. Con todo, es cierto que otros emergentes de referencia muestran perfiles de riesgo más agudos. Es la situación, por ejemplo, de México. En particular, abundan las dudas sobre si, finalmente, la nueva política comercial estadounidense acabará generando un *shock* que afecte a las bases estructurales de la economía. Por el momento, en el 4T 2016 la economía creció un 0,6% intertrimestral, una frenada apreciable respecto al 1,0% del 3T. Además, los efectos de la notable depreciación del peso durante 2016 se están trasladando a los precios de los bienes importados, en especial a los alimentos y a la gasolina. En este último caso, el efecto de la liberalización paulatina del precio del carburante se suma al impacto de la depreciación. Se trata de una medida necesaria (los subsidios públicos a la gasolina equivalen aproximadamente a un 0,7% del PIB) pero que, indudablemente, se da en un momento delicado.

Emergentes: entradas de capitales en cartera *

Media móvil de 28 días (miles de millones de dólares)

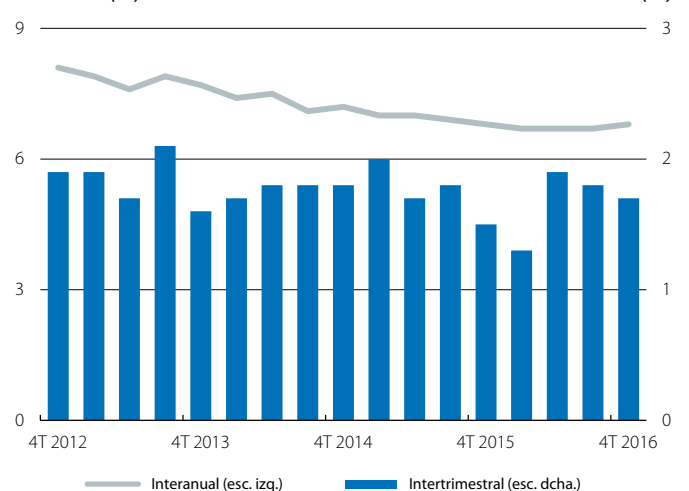


Nota: * Países incluidos: Indonesia, India, Korea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil, Turquía, Hungría y México. Entradas netas de deuda y acciones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB

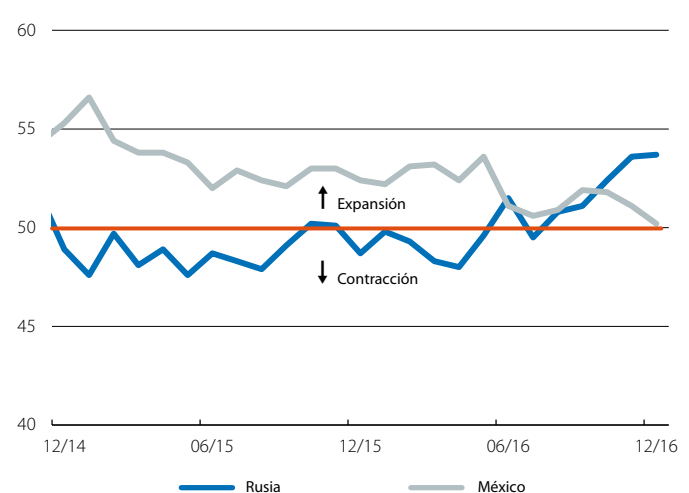
Variación (%)



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

Rusia y México: PMI manufacturas

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.