

COYUNTURA · Un arranque de año esperanzador

El tramo inicial de 2017 empieza con fuerza. Los indicadores de actividad relativos al 1T 2017 sugieren que la aceleración del crecimiento mundial, que se viene produciendo desde la segunda mitad de 2016, tiene visos de continuidad. Aunque por el momento la mayor parte de los datos disponibles son los que se denominan cualitativos, es decir, basados en encuestas a consumidores y empresas, de cumplirse con la relación históricamente observada, cabría esperar un incremento mundial del 3,4% en el 1T 2017, 2 décimas por encima del 4T 2016. Asimismo, es reseñable que el repunte del crecimiento está siendo bastante sincronizado y que afecta tanto a las economías avanzadas como a las emergentes. Este buen inicio de año ha llegado acompañado de una no desdeñable alza de la inflación a nivel mundial, que ha saltado 4 décimas porcentuales entre el 4T 2016 y el 1T 2017. Se trata, en gran medida, del resultado del efecto de base de los precios energéticos (el petróleo está en niveles un 16% más altos que los de un año atrás).

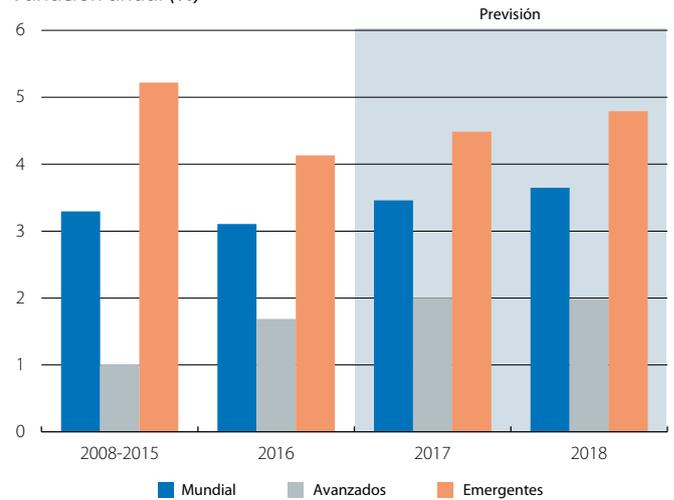
Y, sin embargo, el balance de riesgos sigue sesgado hacia un eventual menor crecimiento. A pesar del buen inicio de año, el horizonte no está libre de riesgos bajistas. Entre los de naturaleza estrictamente económica cabe destacar, quizás, dos: el creciente nivel de deuda global y el impacto del endurecimiento de las condiciones financieras internacionales en los emergentes con mayores vulnerabilidades exteriores. Asimismo, se mantienen abiertos los focos de incertidumbre de naturaleza política (el proteccionismo, el populismo y los riesgos geopolíticos). Este doble diagnóstico que combina un inicio del año positivo en términos de crecimiento y la presencia de riesgos potencialmente elevados es ampliamente compartido por los analistas. Como muestra, en sus recientes previsiones de primavera, el FMI reconoce el firme arranque que se traduce en una revisión al alza del crecimiento mundial previsto para 2017 (hasta el 3,5%). Esta dinámica se debe, según el Fondo, a que los avanzados están evolucionando más positivamente de lo previsto. A pesar de todo, cabe señalar que la expansión de emergentes como China y Rusia también ha sido revisada al alza. Los riesgos a la baja que el FMI destaca son los de naturaleza política, el proteccionismo, el impacto de la normalización de la Fed en ciertos emergentes y la deuda de China.

ESTADOS UNIDOS

Un bache de crecimiento en el 1T 2017. En dicho trimestre, el aumento del PIB fue del 0,2% intertrimestral, frente al 0,5% del 4T 2016. En tasas interanuales, el avance fue del 1,9%, similar al 2,0% anterior. La pérdida de ritmo económico se ha debido, fundamentalmente, al debilitamiento del consumo privado y, en menor medida, a la variación de existencias. En cambio, la inversión creció apreciablemente. Para el observador avezado, la frenada del crecimiento es un dato sorprendente, habida cuenta de que los indicadores mensuales disponibles sugerían un ritmo de crecimiento más elevado. La paradoja se debe, de hecho, a dos circunstancias atípicas, una propia de EE. UU. y otra de alcance más general. La primera es idiosincrática de los primeros trimestres de cada año en EE. UU. Según reconoce el

PIB mundial

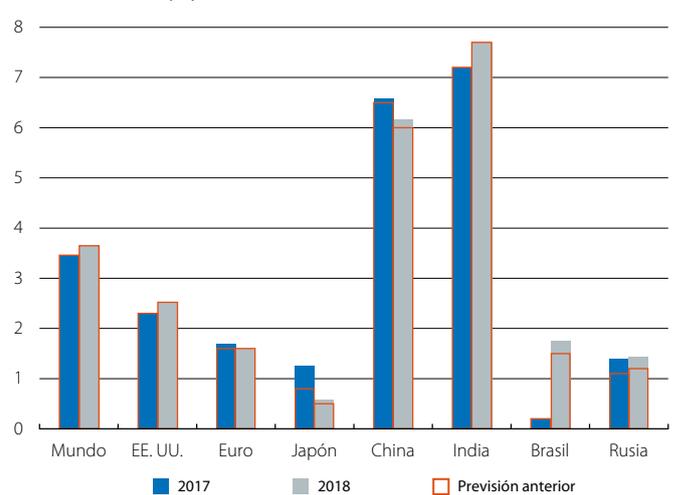
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research.

FMI: previsiones del PIB para 2017 y 2018

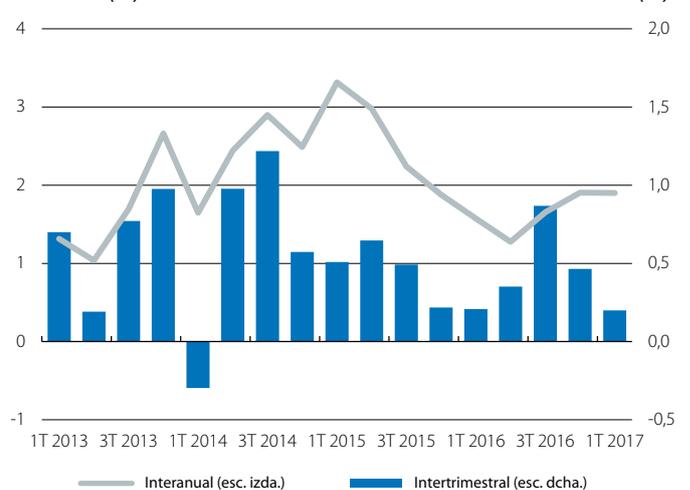
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

Variación (%)



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

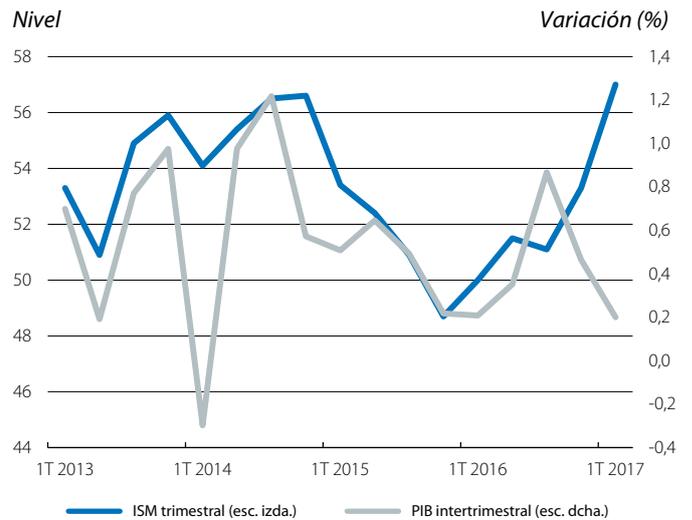
instituto estadístico del país (BEA, por sus siglas en inglés), existe un problema de desestacionalización de la serie del PIB que provoca que su nivel sea, de forma reiterada, más bajo en el 1T y mayor en los dos siguientes trimestres. El problema de desestacionalización se ha visto acompañado por una circunstancia que, a veces, se produce (y no solo en EE. UU.) y que es la discrepancia que existe entre los datos de confianza y las cifras de crecimiento efectivamente producidas en ocasiones (lo que, siguiendo su denominación en inglés, es la divergencia entre datos *soft* y *hard*). Concretamente, los indicadores *soft* han mostrado una tendencia al alza que no se ha correspondido plenamente con el crecimiento del PIB.

¿Cuál es la dirección que cabe esperar para los próximos trimestres? A pesar de la desaceleración del crecimiento registrada en el 1T, cabe esperar que los efectos atípicos antes mencionados dejen de operar en los siguientes trimestres. En particular, CaixaBank Research prevé que el acrecentamiento mejore, fundamentalmente, gracias a la superación del bache del consumo privado, que seguirá apoyado por unas condiciones de crédito todavía acomodaticias y, especialmente, por un mercado de trabajo favorable. En ese sentido, cabe recordar que en marzo se crearon 98.000 puestos de trabajo. Aunque se trata de un registro menor que en meses anteriores, es un dato significativo, dada la madurez del ciclo en la que se encuentra la economía estadounidense y que se sitúa muy cerca del nivel de creación de empleo mensual que la presidenta de la Fed, Janet Yellen, considera de equilibrio bajo pleno empleo. Asimismo, la tasa de paro descendió ligeramente hasta el 4,5% y los salarios avanzaron un considerable 2,7% interanual.

La inversión empresarial y residencial también contribuirá a la expansión económica. Junto a estos factores de apoyo al consumo, cabe mencionar que la buena marcha del sector inmobiliario y la mejora de la inversión empresarial serán factores de impulso del crecimiento adicionales. En definitiva, de concretarse el escenario estadounidense tal y como prevemos, EE. UU. crecerá un 2,2% en 2017, frente al 1,6% de 2016. El próximo año, 2018, operará en coordenadas algo distintas, ya que debería ser un ejercicio en el cual la política fiscal expansiva de la nueva Administración, que debería empezar a tomar forma en los próximos meses, impulsase la progresión. Por el momento, la Casa Blanca ha presentado una propuesta para la reducción de los tipos impositivos a las empresas (del 35% al 15%), así como a los individuos, especialmente a los de rentas más altas. Estas previsiones favorables se deben tomar con un punto de cautela, ya que los riesgos en el cuadro macro siguen siendo importantes debido a que la incertidumbre sobre las políticas de la Administración estadounidense (impulso fiscal, proteccionismo y tensiones diplomáticas), y su capacidad para implementarlas, no se despeja.

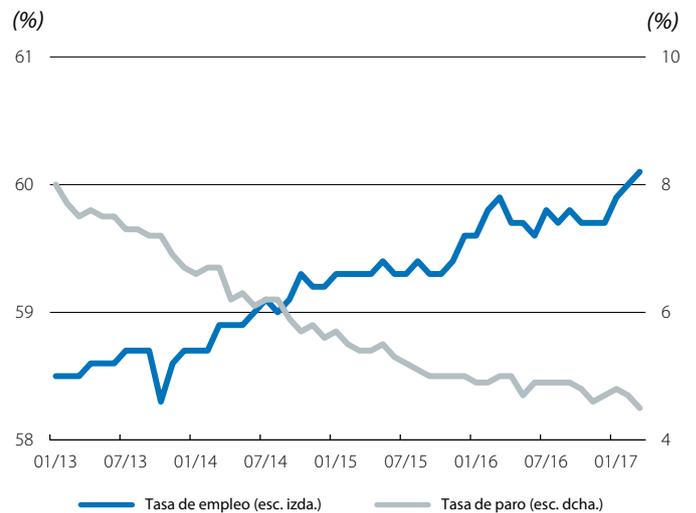
En este contexto, complejo, se prevé que la Fed mantenga el rumbo apuntado en sus últimas reuniones. Específicamente, CaixaBank Research prevé un escenario de política monetaria con dos subidas adicionales en 2017 (junio y septiembre), anuncio del cese gradual de reinversión de vencimientos en el 4T 2017 y tres subidas más en 2018. La relativa sorpresa de la inflación de marzo, más baja de lo esperado, cabe interpretarla como un fenómeno puntual que no altera la evolución de fondo de los precios.

EE. UU.: PIB e indicador de actividad ISM



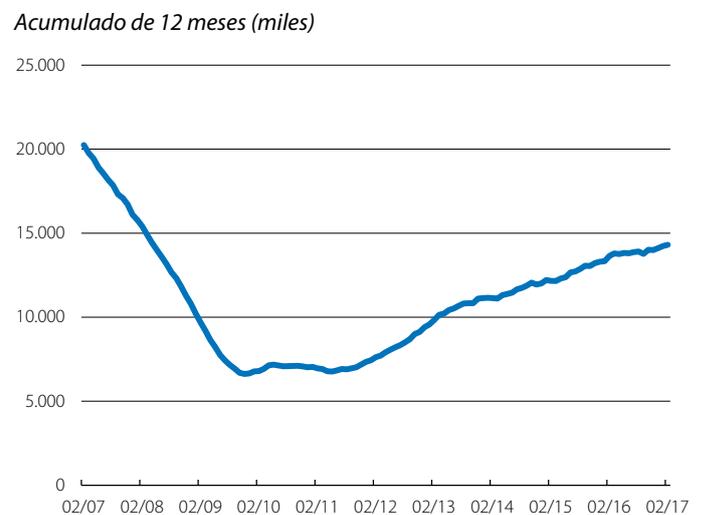
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ISM y del BEA.

EE. UU.: mercado laboral



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

EE. UU.: viviendas iniciadas



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Census Bureau.

EMERGENTES

Actividad económica al alza en las economías emergentes. A pesar de que las dudas sobre una posible discrepancia entre los indicadores *hard* y *soft* también afectan a los emergentes, y, por tanto, hay que interpretarlos con prudencia, los indicadores de sentimiento económico apuntan a una aceleración del ritmo de actividad prácticamente generalizada durante el 1T 2017. En consonancia con esta mejora de la tracción económica, las entradas de capitales hacia los emergentes se han seguido recuperando e incluyen una notoria mejora en los flujos de capitales hacia China.

China sorprende positivamente, pero los riesgos siguen siendo altos. El crecimiento del 1T 2017 fue mayor de lo previsto, alcanzando el 6,9% interanual, 1 décima por encima del registro del 4T 2016. Esta cifra justifica que CaixaBank Research revise al alza el crecimiento de 2017, del 6,4% al 6,6% (en línea con el objetivo que la Asamblea Nacional Popular anunció en marzo pasado), y de 2018, del 5,9% al 6,1%. Esta leve mejora de escenario no atempera las dudas que existen sobre todo un conjunto de riesgos (deuda empresarial excesiva, *shadow banking*, burbuja inmobiliaria, etc.). La inflación, por su parte, continúa en cotas bajas y se situó en el 0,9% en marzo (0,8% en febrero) a causa de la caída de los precios de los alimentos.

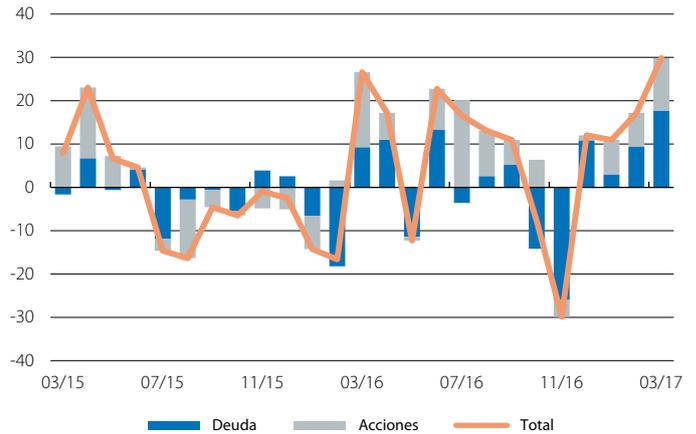
Brasil y Rusia, dos formas distintas de transitar una recesión. Así, en Brasil, los datos sugieren que la salida de la profunda recesión de 2014-2016 sigue siendo lenta. Con todo, esta evolución mediocre se ve acompañada de una caída de la inflación más fuerte de lo esperado (debido al efecto combinado del descenso de los precios fijados administrativamente y de los alimentos) y de buenas perspectivas para la reforma de la Seguridad Social (mejora de la sostenibilidad del sistema de pensiones). En Rusia, en cambio, el crecimiento del PIB se situó en el 0,3% interanual en el 4T 2016, significativamente por encima de lo esperado (la caída anual del PIB fue del 0,2%, claramente menor que el -2,8% de 2015). Aun así, y a pesar de la mejora de perspectivas a corto plazo que el final de 2016 comporta, sus perspectivas a medio plazo no son buenas (debido a la combinación de sanciones, incertidumbre geopolítica y dependencia del petróleo y del gas).

México crece más de lo previsto en el 1T 2017. Aunque se mantiene la incertidumbre sobre el impacto que finalmente tendrá la nueva política estadounidense en México (inmigración y revisión del NAFTA), el crecimiento en el 1T fue un dinámico 0,6% intertrimestral (2,5% interanual), por encima de lo previsto. En esa misma tónica positiva, Moody's, a pesar de que situó el *rating* del país en revisión, optó finalmente por mantener la calidad crediticia.

Turquía entra en *terra incognita* (institucional). En el 4T 2016 el PIB avanzó un 3,5% interanual, muy por encima de lo previsto, con lo que en 2016 el crecimiento alcanzó un 2,9%. También sorprendió al alza la evolución de la inflación, en este caso durante el 1T 2017, debido al aumento combinado de los precios de la energía y los alimentos. Sin embargo, el aspecto que ha suscitado mayor atención ha sido el referéndum constitucional, cuyo resultado favorable a la nueva Carta Magna reduce la incertidumbre política a corto plazo, pero abre un periodo de cambio institucional con pocos precedentes.

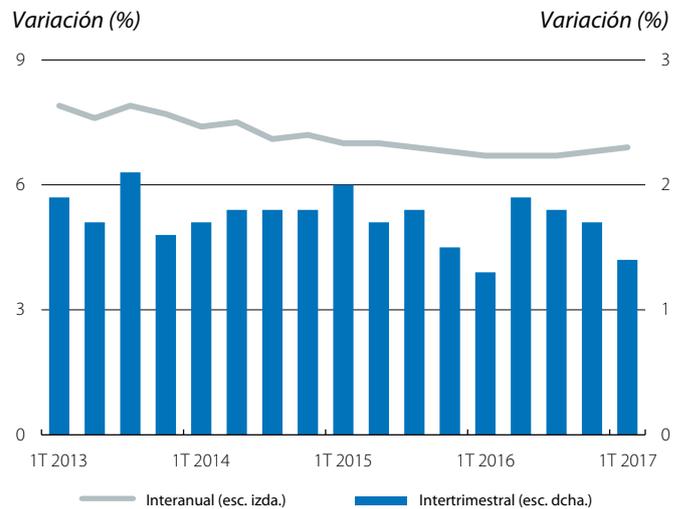
Entradas de capital hacia los emergentes *

(Miles de millones de dólares)



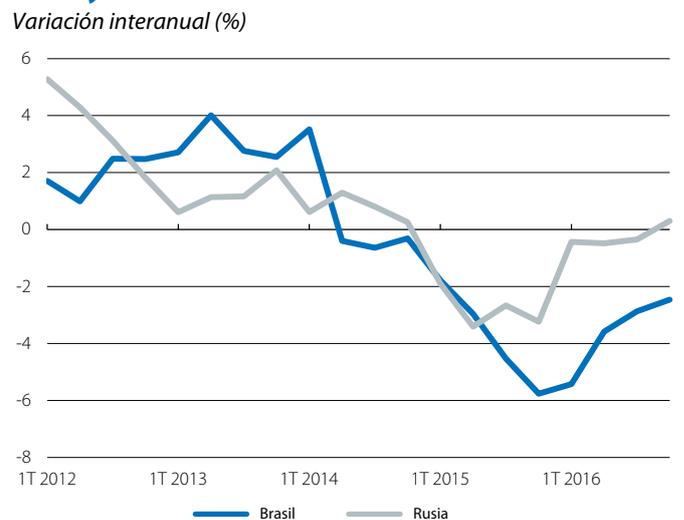
Nota: * Flujos de cartera (deuda y acciones). Países incluidos: Brasil, Chile, China, India, Indonesia, México, Polonia, Rusia, Sudáfrica y Turquía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IIF.

China: PIB



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

Brasil y Rusia: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística.