

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La principal novedad del mes ha provenido del ámbito de la política económica, con la decisión de la Reserva Federal de mantener la expansión monetaria sin cambios por ahora. Esta resolución debería ayudar a consolidar la recuperación económica tanto en EE. UU. como en las economías emergentes, especialmente en aquellas que han sido sometidas a mayores presiones financieras (véase Focus «Emergentes en apuros: ¿quién es quién?»).

ESTADOS UNIDOS

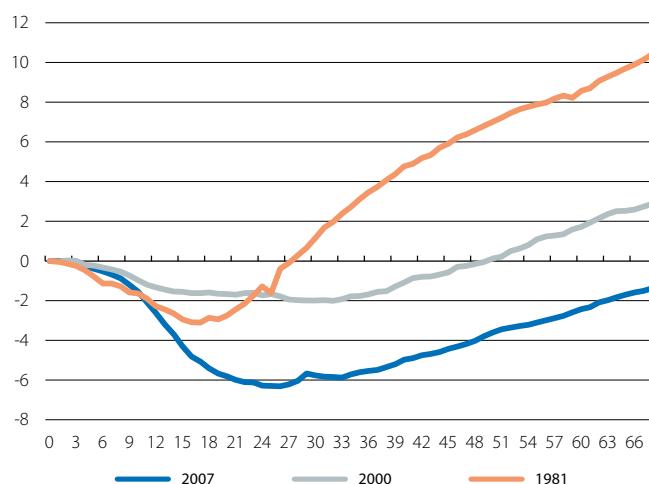
La Reserva Federal sorprende al no iniciar el *tapering*, pero la decisión halla respaldo en los indicadores macroeconómicos más recientes. El pasado 18 de septiembre, cuando mayoritariamente se esperaba que la Reserva Federal anunciara una reducción en el programa de compra de bonos (*tapering*), su presidente, Ben Bernanke, sorprendió anunciando que la medida se postergaba. Más allá de la reacción favorable de los mercados, que aplaudieron el mantenimiento de la liquidez con alzas en los activos de riesgos, es importante destacar que la decisión de la Fed se ha basado en tres argumentos. El primero, y seguramente el fundamental, es la lectura que hace el banco central estadounidense de los últimos indicadores, y entre ellos, especialmente, de la tesitura de reactivación insuficiente del mercado laboral. Un segundo aspecto que la Fed ha subrayado ha sido el tensionamiento excesivamente rápido de las condiciones monetarias. Finalmente, menciona explícitamente como riesgo a corto plazo la incertidumbre que rodea a los inminentes debates fiscales que se desarrollarán en octubre, mes en el cual se alcanzará el techo de deuda pública y que se ha iniciado con el cierre temporal de una sexta parte de los servicios federales (*shutdown*), lo que puede volver a abrir la posibilidad de una suspensión de pagos federales. Junto con esta valoración, la Fed ha actualizado sus proyecciones económicas, entre las cuales destaca la revisión a la baja del crecimiento previsto para 2014.

Ciertamente, tomados en su conjunto, los últimos datos dibujan un panorama económico con claroscuros, que permite distintos matices interpretativos, incluyendo los de la propia Fed. Las cifras más positivas son las que hacen referencia a la actividad empresarial. Los indicadores ISM de sentimiento empresarial de agosto, especialmente el del sector servicios, apuntan a que la expansión siguió avanzando en 3T. El tono del consumo no es tan exuberante, pero tampoco es negativo, como atestigua el avance en agosto de la confianza del consumidor hasta los 81,0 puntos. Aun así, hay que recordar que los niveles actuales están lejos de la tendencia a largo plazo.

Tampoco ha sido negativa la batería de indicadores del sector inmobiliario, con cifras satisfactorias tanto de ventas como de precios. Así, el índice de ventas de viviendas de la National Association of Home Builders mantuvo en septiembre ritmos de avance similares a los de julio y agosto, mientras que

EE. UU.: recuperaciones del empleo

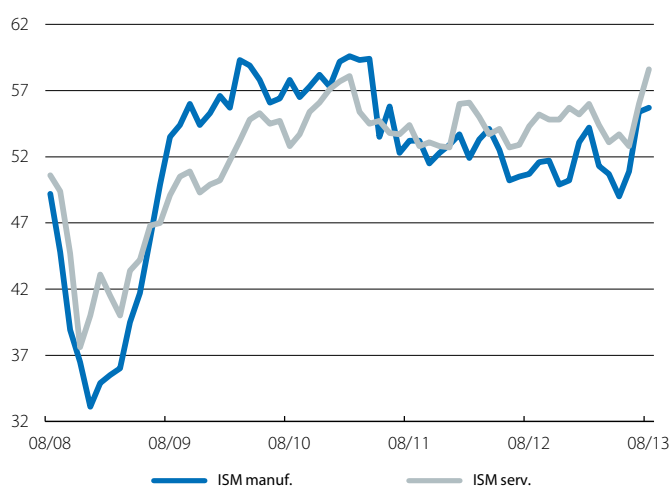
% respecto al nivel de empleo al inicio de la crisis



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

EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)

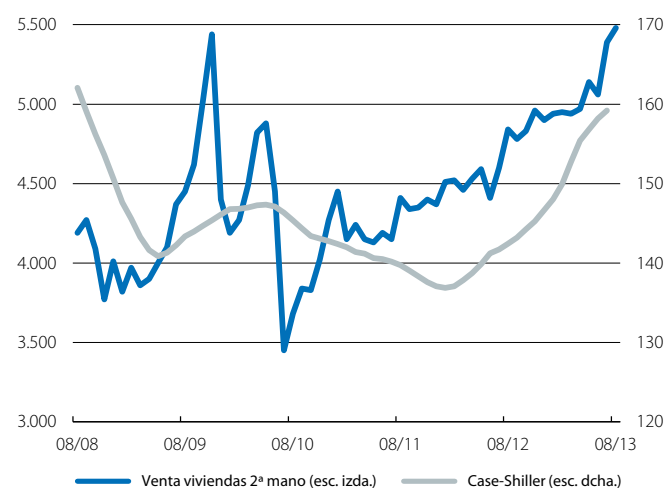


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del ISM.

EE. UU.: venta de viviendas y precio

(Miles)

(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de NAR y Standard & Poor's.

el indicador Case-Shiller de precios registró en julio su decimo-séptimo mes consecutivo de aumento. Sin embargo, en el sector inmobiliario preocupa el rápido ascenso de los tipos hipotecarios, que han subido 1,1 puntos porcentuales desde el pasado abril, hasta el 4,5%. En otro orden de cosas, cabe mencionar que la evolución de la inflación sigue siendo contenida, con un avance del 1,5% interanual en agosto.

En este contexto de datos moderadamente positivos y en línea con lo previsto, las cifras del mercado laboral decepcionaron. Aunque la recuperación laboral no se trunca, sigue a un ritmo menor de lo esperado, con la creación de solo 169.000 empleos netos en agosto (la previsión era de 180.000, aproximadamente) y con la revisión a la baja de las cifras de junio y julio. Además, la exigua reducción de la tasa de paro, de una décima porcentual, hasta el 7,3%, se ha debido principalmente a una disminución de la población activa. Para completar un cuadro, si no pesimista, sí un tanto frustrante, en el mes de agosto han disminuido tanto la tasa de empleo como la tasa de actividad.

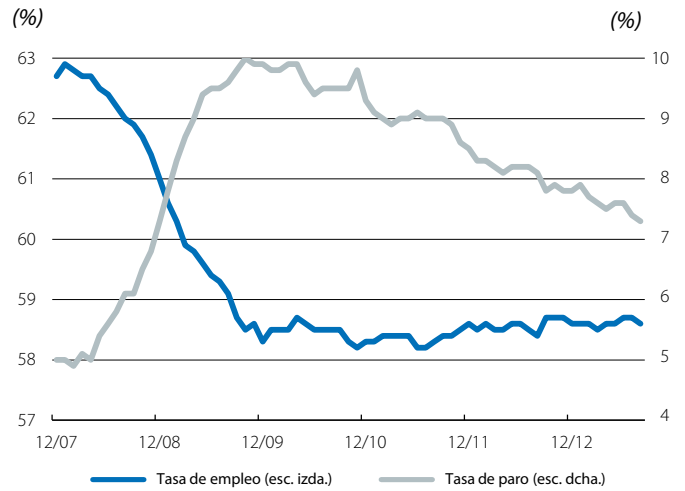
Basándonos en todo lo expuesto, mantenemos sin cambios nuestras previsiones de crecimiento para 2013 y 2014, pero los riesgos se acentúan ligeramente. Consideramos que los datos sustentan tanto nuestra previsión para 2013 (crecimiento del 1,6%) como para 2014 (avance del 2,8%). Con todo, sí que cabe reconocer que los riesgos a que el crecimiento finalmente registrado sea inferior a lo previsto han aumentado levemente. A corto plazo, nuestro escenario contempla un ajuste de existencias como factor de freno del crecimiento, ya que la acumulación de las mismas fue muy acusada en 2T. Además, cabe mencionar el riesgo de que las negociaciones presupuestarias retrasen decisiones de inversión y consumo en el tramo final de 2013. Por lo que se refiere al próximo ejercicio, y más allá, nos preocupa especialmente que el determinante último del consumo (el empleo) siga creciendo a un ritmo insuficiente. Mientras la renta media de los hogares no se incremente apreciablemente, esperar crecimientos sostenibles del consumo superiores al 3% se presume improbable.

JAPÓN

La revisión al alza del PIB en 2T implica un mayor crecimiento en 2013, pero también la confirmación de la subida del impuesto sobre el consumo. Aunque la primera publicación del PIB de 2T sorprendió negativamente, la revisión se ha movido en sentido contrario. El componente que se ha revisado al alza ha sido la inversión, de manera que ahora el crecimiento del PIB se sitúa en el 0,9% intertrimestral, frente al 0,6% inicialmente estimado. Este mejor tono de la actividad se moderará, probablemente, en 3T, pero, aun en esta tesitura, esperamos que el crecimiento en 2013 alcance el 2,0% interanual.

Tras conocerse el dato, el Gobierno ha confirmado el aumento del impuesto sobre el consumo en abril de 2014 y situará dicha figura impositiva en el 8%, frente al 5% actual. Está previsto que en 2015 se produzca una nueva subida. Con la deuda

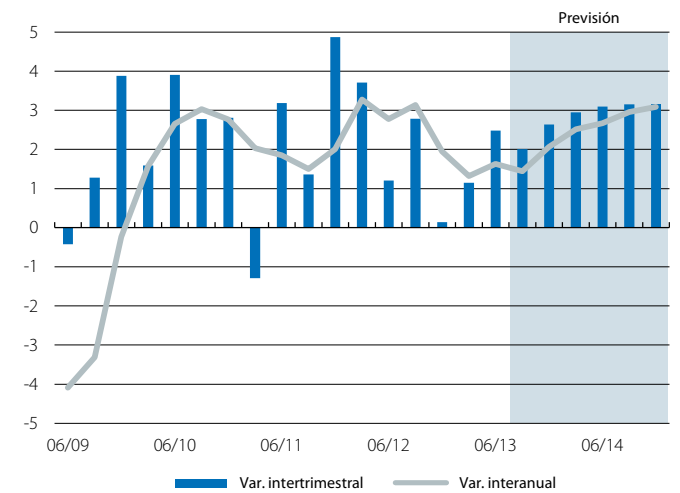
EE. UU.: empleo



Nota: Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Trabajo.

EE. UU.: PIB

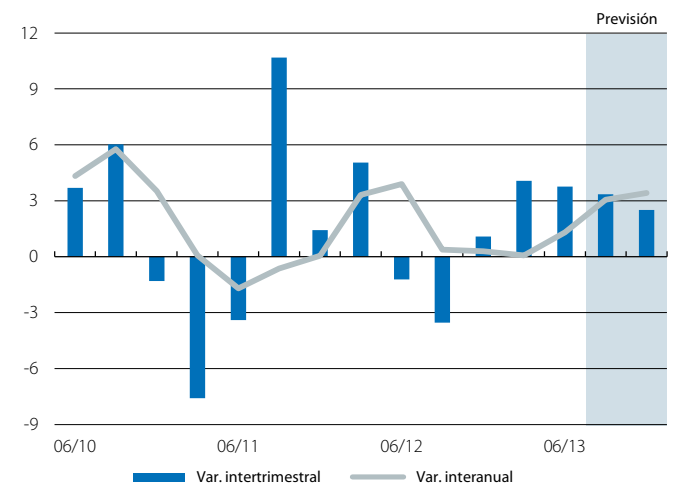
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

pública en el 238% del PIB en 2012 y uno de los IVA más bajos entre las economías industrializadas, la medida puede considerarse razonable. No obstante, dado que este aumento tendrá consecuencias recesivas sobre el consumo, el Gobierno tomará, probablemente, medidas paliativas en forma de mayor gasto público. El efecto final de ambas decisiones debería conducir, de acuerdo con nuestras previsiones, a un crecimiento en 2014 ligeramente menor de lo previsto: 1,8%, frente al 2,0% anteriormente esperado.

ECONOMÍAS EMERGENTES

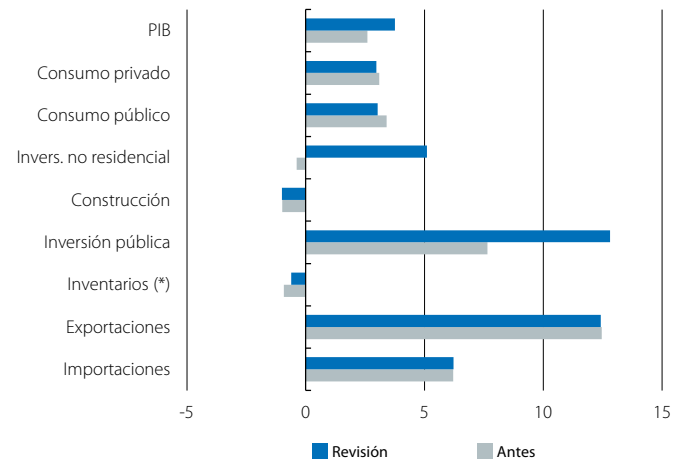
China parece que va retomando progresivamente la senda de actividad, como se desprende de la aceleración en agosto de la producción industrial, de las ventas al por menor y de la inversión en activos fijos. Por su parte, el sector exterior continúa enderezando su situación (en agosto, el superávit exterior acumulado de 12 meses superaba en un 45% el de un año antes) mientras que la inflación se mantiene estable, con una mejora del 2,6% interanual en agosto. El avance del indicador PMI de actividad empresarial, que se sitúa en septiembre en su máximo en seis meses, sugiere que la tendencia a la recuperación continúa.

Brasil, en cambio, pierde impulso a lo largo de 3T. Tras sorprender favorablemente en 2T, los indicadores más recientes apuntan a que el avance del PIB en 3T puede haber cedido en dinamismo. El indicador PMI se situó en julio y agosto por debajo del umbral de los 50 puntos, cosa que indicaría contracción de la actividad empresarial, al tiempo que la confianza del consumidor también retrocedió en julio. El dato negativo de las exportaciones completa un panorama en el que no se atisban palancas del crecimiento potentes a corto plazo, aunque ciertamente esto podría cambiar si el tono de China se torna abiertamente expansivo. En contraste, el pulso coyuntural de México es mejor. Tras una inesperada frenada de la actividad en 2T, los indicadores (en particular, el indicador PMI y el de actividad avanzado) sugieren que el crecimiento se acelerará en la segunda mitad de 2013.

La coyuntura turca muestra señales de recalentamiento. Aunque el crecimiento de 2T sorprendió positivamente, con un avance del PIB del 4,4% interanual, superior a lo esperado, la dinámica que lo soporta se presenta difícilmente sostenible a medio plazo. Teniendo en cuenta que la inflación escala posiciones (con un aumento superior al 8% interanual en agosto), que el crédito privado se acelera hacia la zona del 30% interanual en 2T y que el déficit corriente bordea la franja del 7% del PIB en ese mismo periodo, es probable que el Gobierno acometa en los próximos tiempos una combinación de medidas restrictivas (nuevos aumentos del tipo de interés, como el que se produjo en agosto; fijación de límites al crédito bancario...) que traten de rebajar las necesidades de financiación exterior.

Japón: PIB

Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: (*) Inventarios, contribución a la variación interanual del PIB.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

China: indicadores económicos en perspectiva

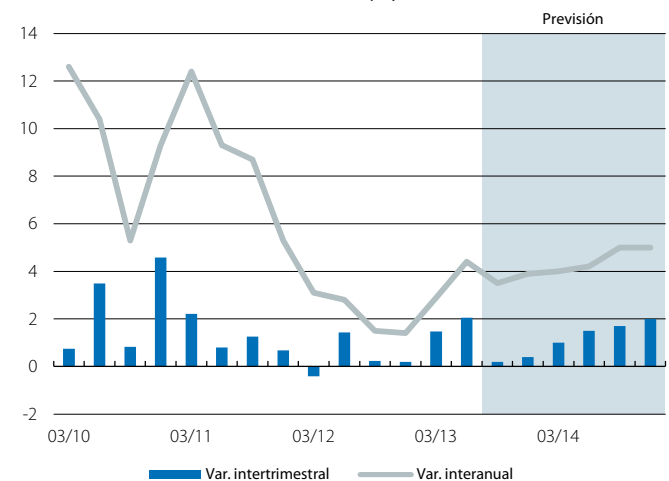
Variación interanual (%)

	Último dato	Periodo anterior	2012
PIB	7,5	7,7	7,7
Producción industrial	10,4	9,7	10
Producción eléctrica	8,1	5,3	4,3
Ventas minoristas	13,4	13,2	14,3
PMI manuf. (oficial)**	51,0	50,3	-
PMI manuf. (HSBC)**	51,2 flash	50,1	-
Exportaciones	7,2	5,1	8,0
Importaciones	7,0	10,9	4,3
Inversión**	20,3	20,1	20,6
Crédito bancario	14,1	14,3	15,7
Precios al consumo	2,6	2,7	2,7

Notas: (*) Inversión acumulada en capital fijo urbana. (**) Valor.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Markit.

Turquía: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



Nota: La serie intertrimestral está ajustada estacionalmente, mientras que la interanual no lo está.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística.