

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El FMI ve una recuperación gradual a tres velocidades. Según su último escenario de perspectivas de abril —solo marginalmente peor de lo previsto en enero—, la economía mundial crecerá un 3,3% en 2013 y un 4,0% en 2014, liderada por las economías emergentes (con crecimientos por encima del 5% en ambos ejercicios). Las grandes economías avanzadas no europeas registrarán crecimientos más moderados (EE. UU. un 1,9% en 2013 y un 3% en 2014). En la cola, quedaría la eurozona, con una caída prevista del 0,3% en 2013 y un avance del 1,1% en 2014, acusando el enquistamiento generalizado de la crisis.

ESTADOS UNIDOS

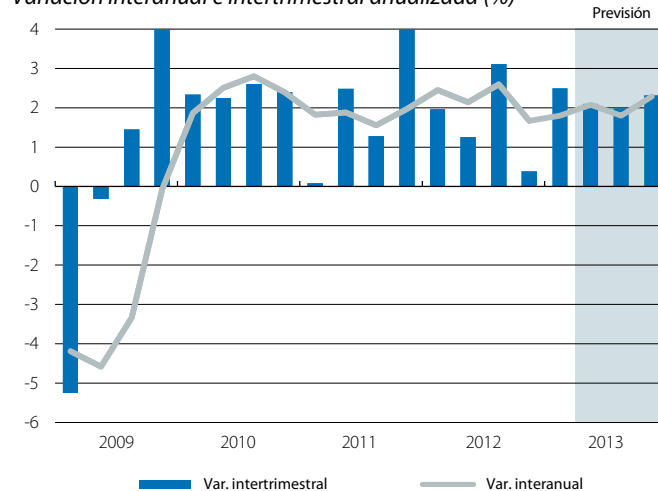
El escenario de perspectivas que contemplamos no difiere mucho del que prevé el Fondo. Para EE. UU., situamos el avance en 2013 en torno al 2,0%. Tras un crecimiento robusto en el primer trimestre, un 0,6% intertrimestral al cierre de este Informe, los avances se prevén más moderados en el resto del año. Las mejores condiciones financieras y la recuperación del mercado de la vivienda y de la inversión productiva apoyarán la expansión. En cambio, la persistencia del elevado nivel de endeudamiento, la lenta recuperación del empleo y el ajuste fiscal —la reducción automática de gasto público cuyos efectos contractivos se concentrarán en el segundo y tercer trimestres— lastrarán el avance en 2013.

Los datos de actividad de marzo han sido, en general, algo peores de lo esperado. Las ventas minoristas, sin coches ni gasolina, se desaceleraron, perdiendo parte del repunte de enero-febrero, aun creciendo un 2,1% interanual. Asimismo, el índice de confianza del consumidor del Conference Board cedió lo ganado en febrero y se quedó netamente por debajo de la media histórica. La perspectiva empresarial es algo mejor, pero no escapa a la tibieza. Los índices de actividad empresarial del Institute for Supply Management de manufacturas y de servicios tuvieron sendos retrocesos, con unos niveles que se corresponden con un crecimiento de la economía cercano al 2,0%. En el terreno inversor, no obstante, seguimos contemplando una mejoría en 2013, alentada por unos beneficios empresariales en máximos, las mejoras financieras y el margen de recorrido al alza de la contribución de la inversión al PIB.

El mercado laboral sigue imponiendo tanto el mayor lastre como el mayor riesgo para la recuperación estadounidense. El dato de marzo también decepcionó, con 88.000 nuevos puestos creados, menos de la mitad de lo que se esperaba. El descenso de la tasa de paro hasta el 7,6% se atribuye, fundamentalmente, al retroceso de la población activa. En este sentido, el indicador que mejor refleja la situación del mercado laboral es la tasa de ocupación (la proporción de personas que están trabajando respecto a la población mayor de 16 años), que recoge el paro y el contingente de desanimados, que han salido de la población activa (empleados o parados registrados que buscan trabajo activamente) y que no figuran como desempleados.

EE. UU.: PIB

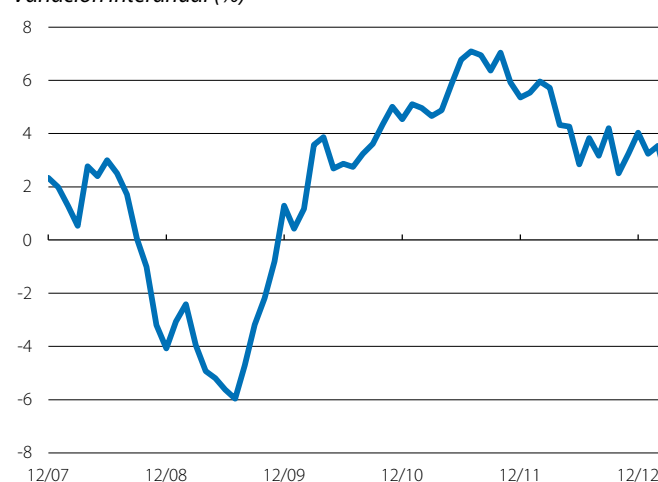
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

EE. UU.: ventas al por menor

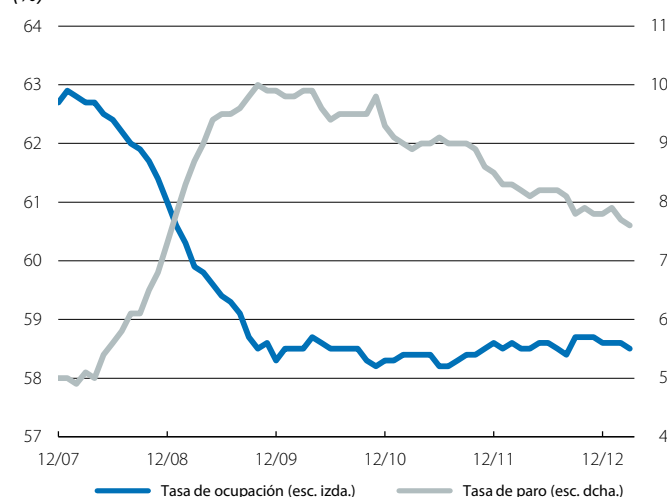
Variación interanual (%)



Fuentes: Department of Commerce y elaboración propia.

EE. UU.: empleo

(%)



Fuentes: Department of Labor y elaboración propia.

Entre diciembre de 2006 y noviembre de 2010, dicha tasa de ocupación pasó de 63,4% al 58,2% y prácticamente no ha variado (58,5% en marzo de 2013). Todo ello hace que el descenso de la tasa de paro se prevea muy gradual, puesto que desanimados y subempleados absorberán una parte significativa del empleo que la economía vaya generando, entorpeciendo el descenso de la tasa de paro. La elevada proporción de parados de larga duración, de más difícil reinserción en el mercado laboral, supondrá un lastre adicional.

Esa debilidad del empleo, junto a la moderación de los precios en marzo, da argumentos a la Fed para mantener el tono expansivo de su política monetaria. El IPC avanzó un 1,5% interanual en marzo (2,0% en febrero) y el índice subyacente, un 1,9% (2,0% en febrero). Estos datos y el marcado retroceso del precio del petróleo alejan la perspectiva de tensiones inflacionistas en 2013. Ello garantiza la continuidad de la QE3 de la Fed, en un entorno de crecimiento moderado a pesar de la progresiva recuperación de la construcción y del empleo.

La vivienda se mantiene ajena a la tibieza de marzo y afianza su recuperación, espoleada por la disminución de la sobreoferta, la tendencia alcista en la formación de hogares y las mejores condiciones financieras. Así, el buen dato de viviendas iniciadas indica que la construcción seguirá recuperándose con fuerza, mientras los precios prosiguen su recuperación gradual.

JAPÓN

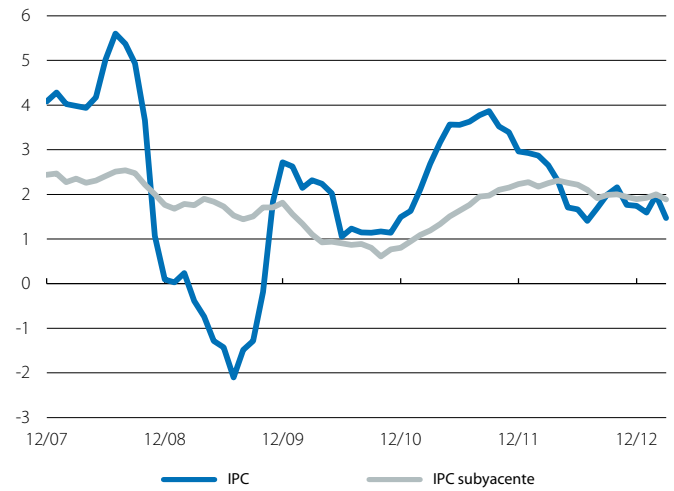
Japón pone en marcha su revolución monetaria. Haruhiko Kuroda, nuevo gobernador del Banco de Japón, pretende llevar la base monetaria de los actuales 139 billones de yenes hasta 270 billones —2,1 billones de euros— en diciembre de 2014, lo que supone pasar del 29,4% al 57,3% del PIB japonés. La ampliación se implementará con compras de deuda pública, incluyendo la de largo plazo. La medida es comparable, en términos absolutos, a las expansiones cuantitativas de la Reserva Federal, cuyos activos están en el 18,9% del PIB estadounidense —2,3 billones de euros—. Esta medida tan drástica busca compensar el exceso estructural de ahorro privado —mayoritariamente en manos de las empresas— vía incrementos del saldo corriente y mayor crecimiento e inversión.

La primera consecuencia de esta expansión monetaria ha sido la depreciación del yen, acompañada de una importante revalorización bursátil. Dado que las principales empresas japonesas son exportadoras, se benefician de un yen barato vía mayor competitividad. Ello debería espolear el superávit por cuenta corriente, canalizando ahorro privado al exterior. El objetivo último de la expansión monetaria es acabar con la deflación, que dura ya 15 años. Un entorno de inflación moderada y bajos tipos de interés estimularía el crecimiento y la inversión y daría una salida interna al exceso de ahorro.

La deflación, que prosiguió en marzo, ha impedido el crecimiento nominal y ha propiciado una deuda pública abultada. El PIB real, descontando las variaciones de precios, se incrementó un 9,0% entre finales de 1997 y diciembre de 2012, pero el PIB

EE. UU.: IPC

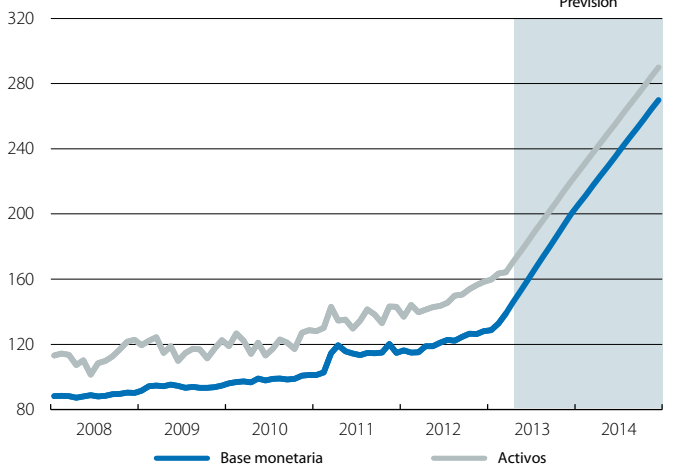
Variación interanual (%)



Fuentes: Department of Commerce y elaboración propia.

Japón: base monetaria y activos del banco central

(Billones de yenes)

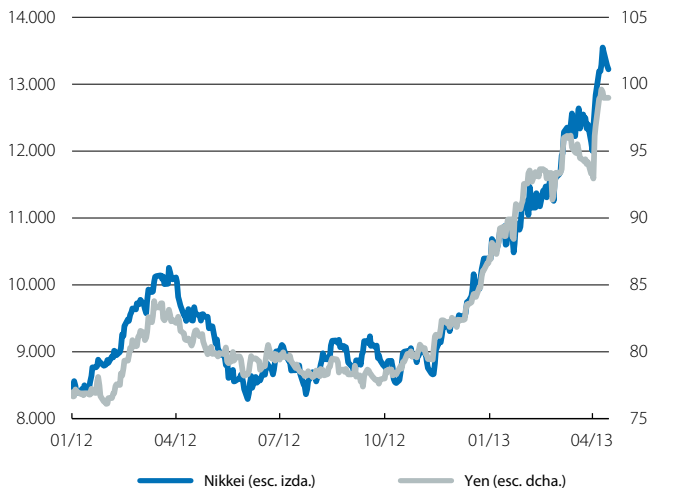


Fuentes: Banco de Japón y elaboración propia.

Japón: Nikkei y yen

(Índice)

(Yenes/dólar)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

en yenes corrientes se redujo un 10,1%. Esta reducción, junto con los sucesivos estímulos fiscales, ha llevado a la deuda pública al 236% del PIB. Aquí radica el mayor riesgo de la expansión monetaria de Kuroda: si la inflación creciera por encima de lo esperado, podría generar desconfianza de los ahorradores japoneses, que financian la mayor parte de esta deuda, y estos podrían huir del yen. Si esa huida fuera sustancial, Japón podría verse obligado a subir el tipo de interés de su deuda.

Las reformas estructurales serán clave a medio y largo plazo. El éxito de la expansión monetaria y de los estímulos fiscales japoneses en impulsar el crecimiento pende de la implementación del tercer pilar del Abenomics: las reformas estructurales. De no ser así, a largo plazo, el superávit corriente no será suficiente para canalizar este exceso de ahorro empresarial, viéndose limitado por la competitividad exportadora de vecinos asiáticos como Corea del Sur o China. Asimismo, la inversión productiva —el 13,0% del PIB frente al 10,9% en EE. UU., en 2012— no podrá ir a más sin reformas estructurales que incentiven el crecimiento y la reinversión de los beneficios empresariales.

ECONOMÍAS EMERGENTES

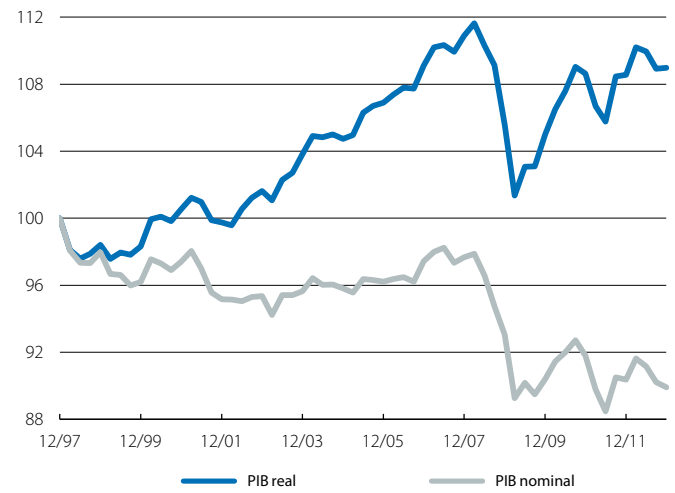
Las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento global en 2013 a pesar de la relativa decepción de algunos indicadores de actividad recientes, que perfilan una evolución más dispar. China es el emergente con crecimiento más robusto. Si bien el avance del 7,7% interanual del primer trimestre esboza una reaceleración más gradual de lo previsto (véase Focus sobre China), su crecimiento contrasta con la desaceleración de la India, Rusia y, especialmente, el crecimiento anémico de Brasil. México y Turquía, bien encauzados para crecer en torno al 3,5% en 2013, quedan en situación intermedia y disponen de margen para más estímulos si fuera necesario.

Las tensiones inflacionistas afloran en las economías que menos crecen, al tiempo que se estrecha el margen para estímulos monetarios. China vuelve a desmarcarse del resto con un IPC del 2,1% en marzo, pero la inflación elevada persiste en Rusia y la India, aunque en este caso a la baja. En Brasil, el IPC se aceleró hasta el 6,6% en marzo, superior al objetivo del Ejecutivo del 6,5%, obligando al banco central a subir el tipo de referencia 25 puntos básicos a pesar del bajo crecimiento. México queda otra vez en situación intermedia, aunque la sorpresa del IPC de marzo del 4,3% lo deja por encima del objetivo del 4% del banco central.

Además de estímulos fiscales y monetarios en el corto plazo, las economías emergentes necesitan reformas estructurales de calado para encarrilar una senda de crecimiento robusto y sostenible. Por ahora, solo México ha empezado. A las reformas laboral y educativa, a finales de 2012, seguirá la reforma del sector de telecomunicaciones en 2013, quedando para más adelante la reforma fiscal y la energética. Con todo, las recientes discrepancias entre los principales partidos han dejado en suspenso dicho proceso de reformas, un parón que estimamos temporal.

Japón: PIB real y nominal

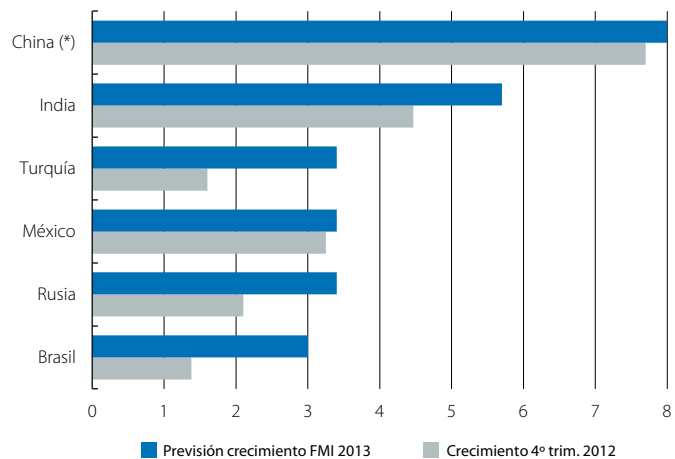
Evolución del PIB real y nominal (índice, diciembre 1997 = 100)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

Economías emergentes: PIB

Variación interanual (%)

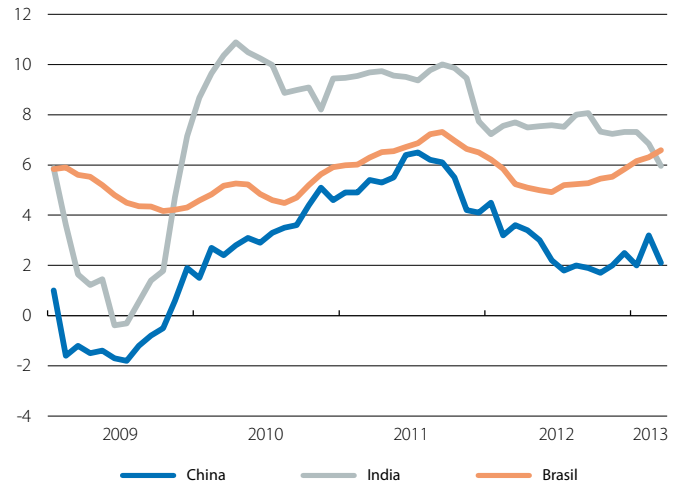


Nota: (*) Primer trimestre de 2013.

Fuentes: Institutos nacionales de estadística, FMI y elaboración propia.

Economías emergentes: IPC

Variación interanual (%)



Fuentes: Institutos nacionales de estadística y elaboración propia.