

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Predominio de buenas noticias durante el mes de octubre en la escena económica internacional. Después de diecisiete días de cierre administrativo, EE. UU. sorteó *in extremis* la crisis fiscal. Asimismo, el satisfactorio dato del PIB de 3T en China aleja el temor a un aterrizaje brusco de la segunda economía mundial. Por último, los países emergentes que más sufrieron la huida de capitales en verano han conseguido estabilizar la situación. Estos tres frentes han marcado el devenir de lo que va de otoño y confirman unas perspectivas de crecimiento razonables para 2014, por encima de los registros de 2013 en la mayoría de países.

Con todo, los riesgos a la baja siguen presentes. En primer lugar, destaca la incertidumbre que rodea el cambio de dirección de la política monetaria de la Fed (que se está retrasando respecto a los planes inicialmente anunciados en junio), y las tortuosas negociaciones en materia presupuestaria en EE. UU. En segundo lugar, la economía china sigue navegando por un estrecho canal, con el riesgo de desaceleración a un margen y el de burbuja inmobiliaria al otro. Por último, retrasos en las reformas estructurales que numerosos emergentes necesitan podrían truncar la esperada reactivación.

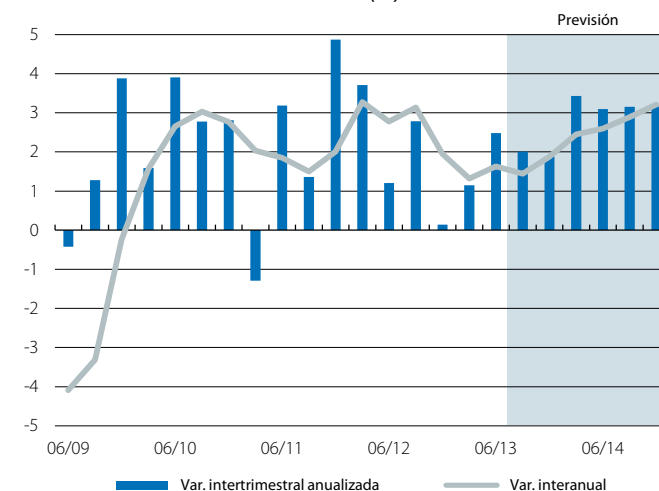
ESTADOS UNIDOS

La escasa duración del *shutdown* augura un efecto modesto sobre la actividad económica de EE. UU. Tras una agria disputa entre republicanos y demócratas, el Congreso de EE. UU. llegó a dos acuerdos temporales en materia presupuestaria (véase Focus «¿Son de temer las consecuencias del debate fiscal en EE. UU.?»). Uno para poner fin al cierre parcial de la administración (*shutdown*), que había acarreado la suspensión de partidas presupuestarias discrecionales no esenciales (1/6 del gasto federal) y mandado a casa sin sueldo a 800.000 empleados públicos considerados «no esenciales» durante dos semanas. Después de varios intentos fallidos, el Congreso aprobó desembolsos para garantizar el funcionamiento de la Administración hasta el 15 de enero de 2014. Por otro lado, se acordó suspender el techo de endeudamiento hasta el 7 de febrero de 2014. Tras este positivo desenlace y teniendo en cuenta la corta duración y la limitada circunscripción de las partidas de gasto afectadas, optamos por mantener la previsión de crecimiento del PIB para 2013 y 2014, del 1,6% y 2,8%, respectivamente.

El reto pendiente de los responsables políticos norteamericanos es acordar un plan consensuado a largo plazo para el ajuste fiscal. El propio FMI, en su último informe sobre perspectivas de la economía mundial, expone que la táctica de las amenazas permanentes (*sequester*, *debt ceiling*, etc.) constituye una vía «excesiva e ineficiente» para alcanzar acuerdos sobre las finanzas públicas del país. En este sentido, el feroz combate de octubre puede haber sido un punto de inflexión, dado que ha infligido un coste político elevado al Partido Republicano en términos de imagen pública. Aunque no hay duda de que se librarán más batallas, no parece probable que una crisis fiscal de esa

EE. UU.: PIB

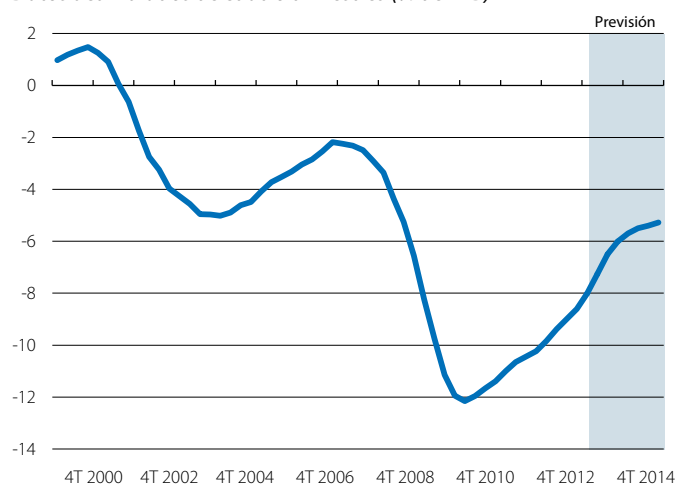
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

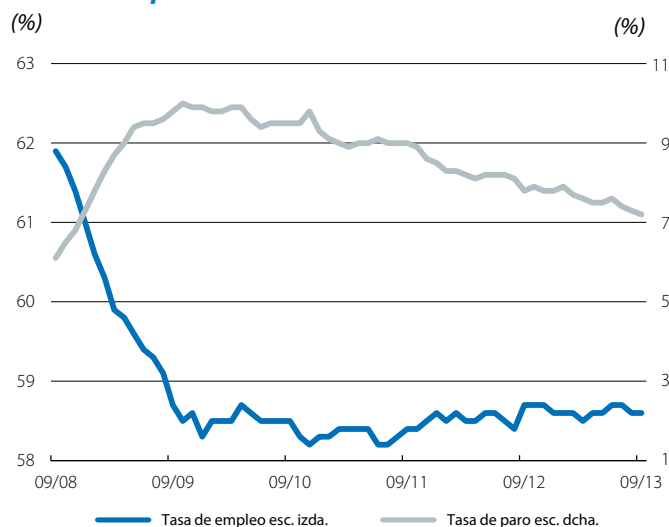
EE. UU.: déficit público

Datos acumulados de cuatro trimestres (% del PIB)



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

EE. UU.: empleo



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

magnitud se repita en 2014 (a no ser que las desavenencias dentro del Partido Republicano les impidan alcanzar un compromiso interno ante la proximidad de las elecciones legislativas).

Un ritmo menos dinámico en la creación de empleo retrasa nuestras previsiones sobre el inicio del tapering hasta 1T 2014. Los datos del mercado de trabajo constatan la recuperación de EE. UU., aunque a un ritmo ligeramente más moderado de lo esperado. Los 148.000 empleos creados en septiembre decepcionaron, dado que suponen una clara desaceleración respecto a las cifras registradas en la primera mitad de 2013, en gran parte a causa del elevado número de desanimados. Esto invita a ser prudentes respecto a las perspectivas de la renta disponible y la demanda de vivienda, dos de los pilares en los que se sustentan nuestras previsiones para 2014. Ante estos mayores riesgos y también por la dificultad que supondrá la interpretación de los datos de actividad del mes de octubre (por el efecto *shutdown*), lo más probable es que el inicio del *tapering* de la Fed no tenga lugar hasta bien entrado 1T 2014.

El resto de indicadores de actividad confirma esta recuperación algo tibia de la economía norteamericana. Los empresarios de EE. UU. moderan su optimismo: el índice ISM de manufacturas avanzó hasta los 56,2 puntos en septiembre, pero el de servicios decepcionó, quedándose en los 54,4 puntos (58,6 en agosto). Las ventas minoristas de septiembre aumentaron un 0,4% respecto al mes anterior (3,9% interanual), ligeramente por encima del registro de agosto, aunque reiteren la tónica de crecimiento moderado. Por otra parte, y aun sin cambiar nuestra percepción positiva, los datos del sector inmobiliario han sido algo más débiles de lo esperado. En particular, el precio de las viviendas (índice Case-Shiller) de agosto volvió a subir (0,9% intermensual) pero a un ritmo menor que durante la primera mitad de año. En la misma línea, el número de compraventas se redujo en el cómputo intermensual.

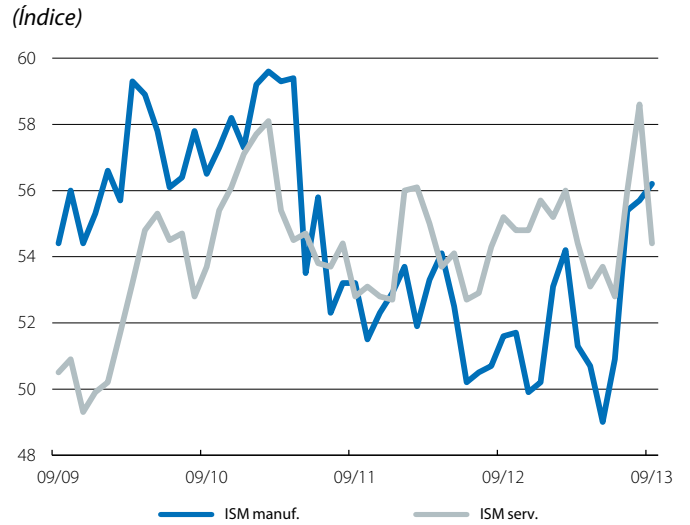
JAPÓN

Los datos confirman el buen tono de la actividad económica en Japón aunque la deflación sigue acechando. Después de la fuerte revisión al alza en el avance del PIB de 2T, el índice Tankan, que mide el sentimiento empresarial, alcanzó el máximo en seis años en 3T. El ascenso del índice (de frecuencia trimestral y calculado a partir de una encuesta a más de 10.500 empresas) se sustenta en la mejora esperada de la demanda externa y del consumo interno de servicios. Sin duda, este buen registro del índice Tankan proporciona argumentos a la decisión de subir el IVA en abril de 2014 (del 5% al 8%). En la misma línea, las exportaciones de septiembre avanzaron un robusto 13,5% interanual, aunque el déficit comercial persiste. En este entorno de dinamismo, el IPC general de septiembre subió un 1% interanual, el ritmo más alto en cinco años, pero el IPC subyacente (sin las importaciones energéticas) se situó en el 0% interanual, una tasa algo inferior a la de agosto.

ECONOMÍAS EMERGENTES

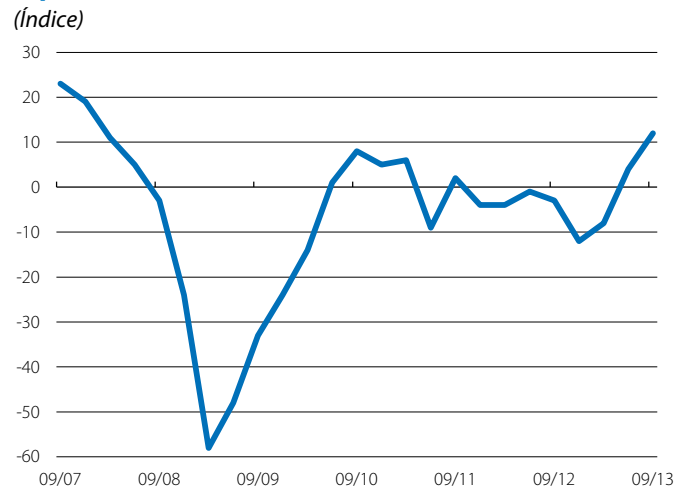
China acelera respecto a la primera mitad de año y aleja el miedo a un aterrizaje brusco de su economía. El PIB avanzó

EE. UU.: indicadores de actividad



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

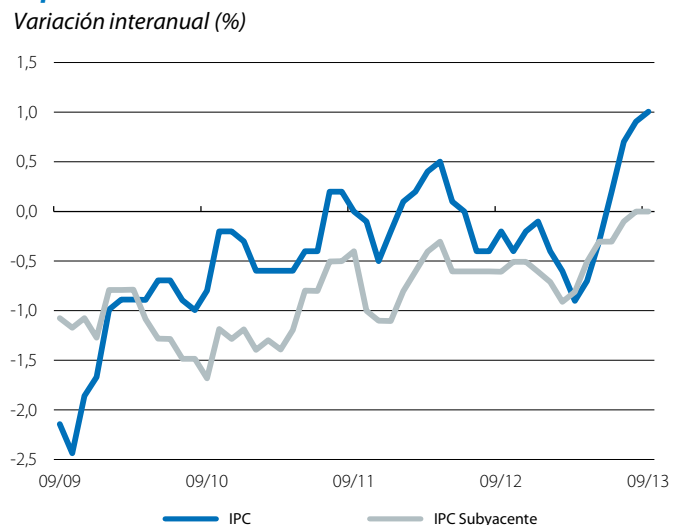
Japón: índice de actividad (*)



Nota: (*) Índice Tankan de grandes empresas.

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

Japón: IPC



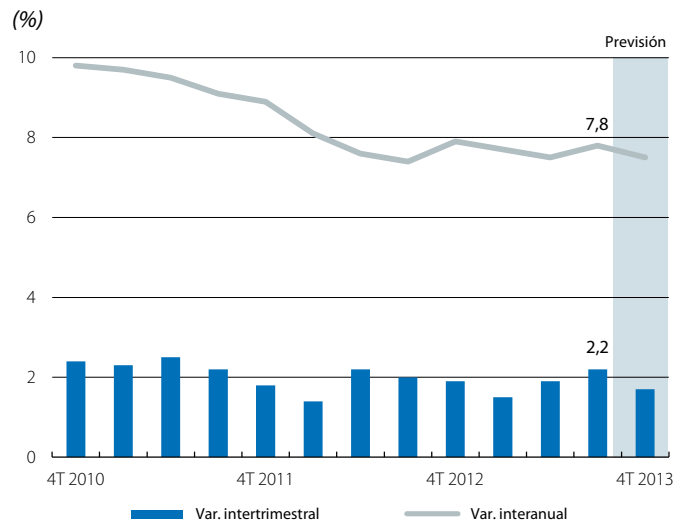
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Dept. of Commerce.

un 7,8% interanual en 3T 2013, por encima de nuestras previsiones y del 7,5% de 2T. En términos intertrimestrales, la economía creció un 2,2%, una tasa sensiblemente superior al 1,9% y el 1,5% de 2T y 1T, respectivamente. Esto supone dejar atrás la preocupante batería de sorpresas negativas de principios de verano, que provocaron el temor a un aterrizaje brusco. Ya diversos indicadores de actividad de agosto y septiembre (por ejemplo, ventas minoristas, producción industrial y PMI) sorprendieron al alza, después de que las autoridades económicas introdujeran nuevas medidas de estímulo (rebajas impositivas a las empresas pequeñas). Ahora, el dato del PIB confirma la mejora del pulso económico, que de nuevo tiene como protagonista la inversión. Una inversión que sin duda seguirá siendo importante a corto y medio plazo, antes de que las reformas estructurales que el país necesita (financiera, sistema de movilidad *hukou*, ampliación redes sociales, etc.) empujen el cambio en los pilares habituales del crecimiento en China. Un cambio hacia un nuevo modelo de crecimiento donde el consumo doméstico y los servicios tendrán un mayor peso, con unas tasas de avance significativas pero más moderadas.

Con todo, los riesgos persisten en el gigante asiático. A corto plazo, existen tres escollos que pueden penalizar la actividad. En primer lugar, el ímpetu renovado de los precios del inmobiliario (especialmente en las grandes ciudades costeras y en Beijing) reaviva la inquietud sobre la formación de burbujas. En segundo lugar, la elevada cuantía y baja transparencia de la deuda en manos de los Gobiernos locales (buena parte canalizada en forma de crédito bancario a los vehículos especiales de inversión) aumenta los riesgos fiscales y financieros. Por último, el aumento del crédito más allá del ámbito regulado (*shadow banking*) también magnifica el riesgo financiero.

El resto de grandes emergentes va superando la fuga de capitales veraniega mientras esperamos que inicien una nueva ronda de reformas. Los indicadores PMI más recientes han vuelto a sorprender positivamente. Ante esta evidencia, esperamos una mejora gradual en los registros de PIB en 3T en la mayoría de emergentes. El considerable ritmo de avance que esperamos a medio plazo pasa porque estos países superen los numerosos retos que deben afrontar: infraestructuras, sistema financiero, mercado laboral, etc. A la cabeza reformista se sitúa México que tras aprobar las reformas laboral, educativa, de las telecomunicaciones y financiera, tiene pendiente de ratificación la fiscal y la energética. Ambas son polémicas a la vez que fundamentales en la determinación del ritmo de avance a largo plazo del país. A corto plazo, y después de una desaceleración del PIB en 2T, esperamos un repunte gradual en la economía mexicana. La nueva subida del índice de actividad económica (IGAE) de agosto (0,22% intermensual) reafirma este escenario de reacceleración gradual. Asimismo, el nuevo recorte del tipo de interés oficial en 25 p. b. (hasta el 3,50%) a finales de octubre ayudará a la mejora en la coyuntura económica. Por último, India parece que se ha unido al ánimo reformista iniciado por México, mientras que Brasil todavía se muestra tímido, ante el descontento social y la presión electoral de 2014.

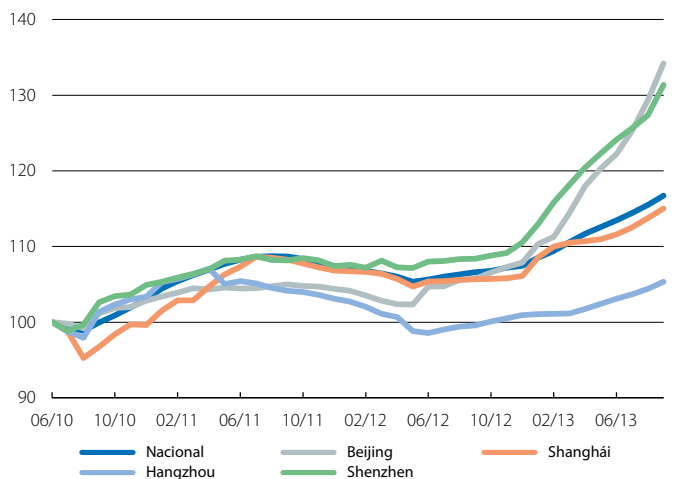
China: PIB



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

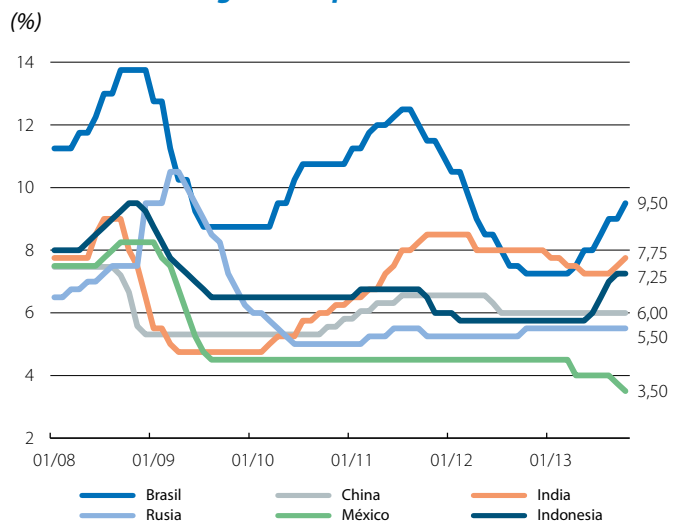
China: precio de la vivienda

(Índice junio 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de China Real Estate Index System (CREIS); SouFun.com.

Economías emergentes: tipos de interés oficial



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.