

COYUNTURA · La recuperación sigue bien encaminada

El crecimiento global se asienta gracias a la buena marcha de EE. UU. y China, las dos mayores economías. El país norteamericano fortalece su recuperación y presenta menores riesgos a la baja que hace unos meses. Por su parte, China mantiene un ritmo de avance robusto libre de tensiones inflacionistas. Las amenazas sobre este escenario positivo vienen de Japón, cuyo crecimiento flojea pese a la reciente salida de la deflación, pero sobre todo de algunas economías emergentes grandes como India y Brasil, que presentan un crecimiento insuficiente, tensiones inflacionistas preocupantes y desequilibrios estructurales importantes.

ESTADOS UNIDOS

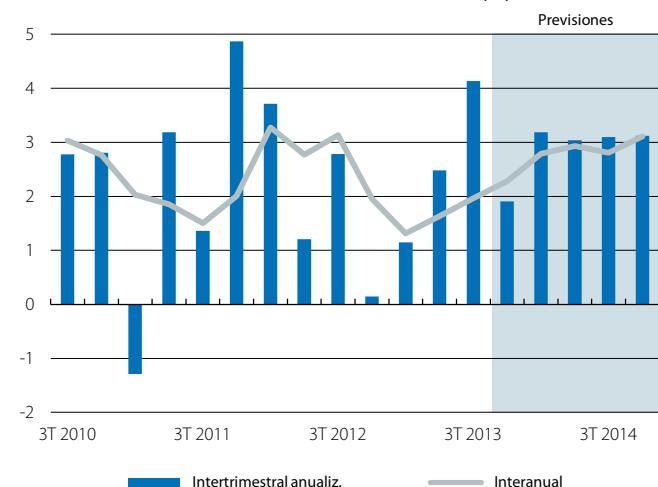
La recuperación se afianzará en 2014, para el que esperamos un avance del PIB del 2,9%, superior al 1,8% previsto para 2013. A esta aceleración contribuirá la mejor situación patrimonial de los hogares, cuya riqueza neta se situó en el 457% del PIB en 3T de 2013, tras aumentar 31 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior. Otro factor a tener en cuenta es que el ajuste fiscal será más suave que en 2013 y estará rodeado de menor incertidumbre política, especialmente tras el reciente acuerdo entre demócratas y republicanos para modular los efectos del *sequester*. También esperamos un buen comportamiento de la inversión, que debería aumentar sobre la base de unos beneficios empresariales que están cerca de máximos históricos (12,6% del PIB en 3T) y un sentimiento de los empresarios (por ejemplo, el índice ISM) que se encuentra en niveles elevados.

Los indicadores recientes sugieren un 4T de 2013 relativamente fuerte, y hacen pensar que el efecto del cierre parcial de la Administración Federal en octubre sobre los consumidores fue menor de lo estimado inicialmente. Así, las ventas minoristas de octubre y noviembre fueron robustas, anticipando un buen registro para el gasto de consumo de la contabilidad nacional. El buen dato de la balanza comercial de octubre y las encuestas de confianza del consumidor más recientes también apoyan un repunte de la actividad. De hecho, esta pauta ya quedó de manifiesto con la revisión al alza del PIB de 3T (desde el 2,8% anunciado inicialmente hasta el 4,1%), aunque el grueso se debió a una mayor acumulación de existencias.

La recuperación gradual del mercado de la vivienda es otro exponente de la fortaleza de la economía de EE. UU. Múltiples indicadores dan muestra de ello: la sobreoferta de inmuebles disminuye, el tiempo necesario para vender una casa ha descendido hasta niveles precrisis, el índice Case-Shiller de precios de segunda mano acumula una apreciación del 13,3% entre enero de 2012 y septiembre de 2013, y el índice de sentimiento de los constructores alcanzó en diciembre el nivel máximo desde noviembre de 2005.

EE. UU.: PIB

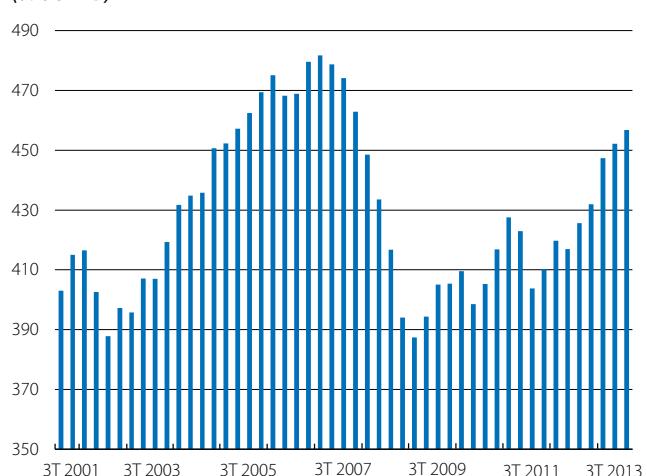
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: patrimonio neto de los hogares

(% del PIB)



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

EE. UU.: índice de ventas de viviendas

Nivel



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la National Association of Home Builders (NAHB).

El empleo volvió a sorprender positivamente en noviembre, pero con matices. Los 203.000 empleos creados y el descenso de la tasa de paro desde el 7,3% hasta el 7,0% sugieren que la recuperación del mercado laboral incrementa el ritmo. Sin embargo, la valoración del dato de empleo tiene una doble vertiente. En el corto plazo, el repunte es positivo y se suma a los indicadores que sugieren un aumento de la actividad en la recta final de 2013. Sin embargo, de cara a 2014 y 2015, la recuperación prevista del mercado laboral resulta excesivamente lenta si se tiene en cuenta la tasa de empleo (proporción de empleados respecto a la población mayor de 16 años) que en noviembre se situó en un escaso 58,6%, una mejora nula desde enero de 2013. Es decir, una gran parte de la disminución de la tasa de paro se debe al aumento de personas desanimadas que abandonan el mercado laboral (ni trabajan ni buscan trabajo) y, por tanto, dejan de contabilizar como parados. Con el nivel actual de desanimados, solo haría falta crear 814.000 nuevos empleos para alcanzar el objetivo de paro del 6,5% establecido por la Reserva Federal, cuatro meses de espera al ritmo alcanzado en noviembre. Pero, si se incluye en este objetivo disminuir la proporción de desanimados a niveles precrisis, y aún teniendo en cuenta el envejecimiento de la población, serían necesarios 4,6 millones de empleos adicionales, lo que significaría una espera cercana a los dos años.

La Fed iniciará el tapering en enero de 2014, pero mantendrá los tipos bajos hasta mediados de 2015. La Fed decidió iniciar el proceso de reducción de compra de bonos a partir de enero, rebajando el nivel de compras mensual de bonos de 85.000 a 75.000 millones de dólares. La política monetaria será acomodaticia a las condiciones macroeconómicas, teniendo en cuenta la lenta recuperación del empleo mencionada, así como la ausencia de tensiones inflacionistas. En noviembre, el IPC se situó en el 1,2% interanual, algo por encima del registro de septiembre por el efecto del petróleo, mientras que el IPC subyacente, que excluye energía y alimentos, subió un 1,7% interanual, igualmente moderado.

JAPÓN

El crecimiento pierde fuerza. El crecimiento de Japón en 3T fue revisado a la baja, pasando del 1,9% al 1,1% intertrimestral anualizado, lo que deja nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 en el 1,6%. El desglose por componentes no es favorable. La inversión en equipo y las exportaciones, los motores del crecimiento en los últimos años, flaquearon. El retroceso exportador que mostraron los datos de la balanza comercial de noviembre se añade a esa debilidad. Parece que, una vez superado el efecto inicial de la depreciación del yen, el impulso del sector exterior no ha tenido continuidad. Asimismo, destaca la desaceleración que ha sufrido el consumo privado a lo largo del año, con un crecimiento intertrimestral anualizado que ha pasado del 4,0% en 1T al 0,8% en 3T. Esta desaceleración obligará a tomar medidas fiscales que compensen la subida del IVA prevista para abril de 2014. En este sentido, el índice Tankan de sentimiento empresarial de 4T

EE. UU.: empleo

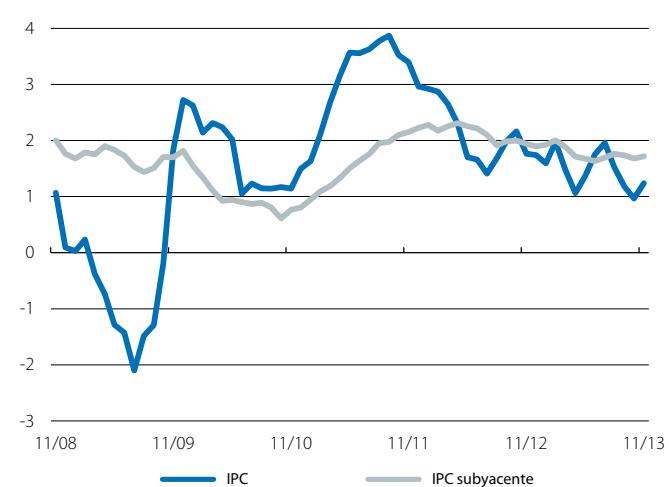


Nota: Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.

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

EE. UU.: IPC

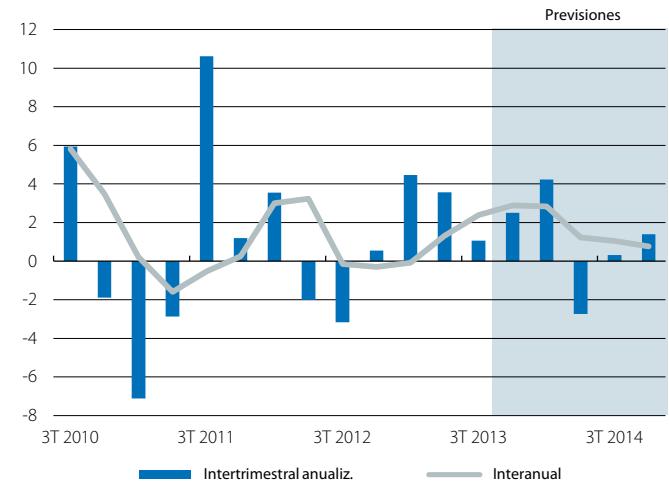
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

mejoró, aunque muestra un descenso en las expectativas para 1T 2014.

La salida de la deflación aporta una nota positiva. El IPC de noviembre subió un 1,6% interanual y, más significativamente, el IPC subyacente (sin contar la energía ni los alimentos) subió un 0,5%, el registro más alto desde agosto de 1998. Esto constituye un espaldarazo al *Abenomics*, el conjunto de políticas expansivas adoptadas por el primer ministro Shinzo Abe.

CHINA

Los indicadores de actividad de China siguen siendo robustos, inscritos en la lenta transición hacia un modelo de crecimiento con mayor peso del consumo. La demanda exhibe un buen tono, tal como atestigua el avance del 13,7% de las ventas minoristas en noviembre. Los indicadores de oferta como el PMI y la producción industrial se mostraron algo más contenidos, aunque siempre dentro de una tónica sólida. El sector exterior también contribuyó a reforzar la actividad, con un notable auge exportador. La inversión urbana en capital fijo desaceleró, pero la tasa de crecimiento en el acumulado enero-noviembre fue de un respetable 19,9% interanual. Las tensiones inflacionistas son contenidas, con un IPC que subió un moderado 3,0% en noviembre. La cifra es del 1,8% excluyendo alimentos y energía. Asimismo, el nuevo primer ministro Xi Jinping se está mostrando más comprometido en acometer reformas estructurales que su antecesor Hu Jintao.

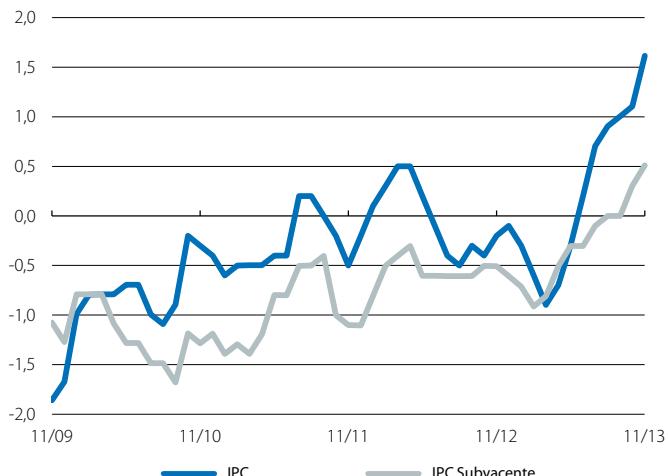
OTROS GRANDES EMERGENTES

India y Brasil no consiguen dominar las tensiones inflacionistas. En India, los precios mayoristas subieron un 7,5% interanual en noviembre, mientras que en Brasil el IPC creció un 5,8%. La necesidad de controlar la inflación en un entorno de bajo crecimiento deja poca capacidad de maniobra a los bancos centrales. En este sentido, los datos de PIB de 3T no depararon sorpresas en India, con un avance del 4,8% interanual que deja en el 4,7% nuestra previsión para 2013, una cifra muy por debajo de las cotas registradas en un pasado no lejano. Por el contrario, Brasil decepcionó con un PIB que retrocedió respecto a 2T y acumuló un pobre 1,8% interanual. La economía brasileña debería beneficiarse en el tramo final del año de políticas fiscales expansivas y alcanzar un avance del 2,4% en el conjunto de 2013. En ambos casos los desequilibrios macroeconómicos, tanto internos como externos, son grandes en un contexto de lentitud reformista.

Turquía sorprende al alza, con un PIB que creció un 4,4% interanual gracias al repunte inversor y a un consumo que mantuvo el buen tono. Los datos de actividad, sumados al IPC de octubre del 7,3%, que, aunque en una dinámica de desaceleración, sigue siendo excesivamente elevado, obligarán a acometer ajustes fiscales. Rusia, por su parte, está en fase de desaceleración, con un PIB que creció un 1,2% interanual en 3T (para más detalles, véase el Focus «Rusia en la encrucijada»).

Japón: IPC

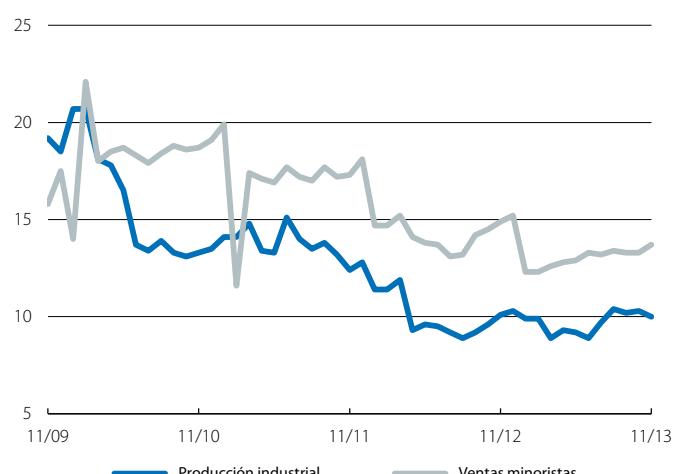
Variación interanual (%)



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

India-Brasil: IPC (*)

Variación interanual (%)



Nota: (*) India, precios de venta al por mayor.

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