

## COYUNTURA · Panorama de contrastes

**Se mantiene el escenario de mejora en la actividad económica global, pero con disparidades y matices:** parece que EE. UU. empieza a superar los efectos del crudo invierno y asienta su crecimiento, China sigue inmersa en un aterrizaje suave con ausencia de tensiones inflacionistas significativas y Japón está pendiente de los efectos derivados de la subida del IVA en abril. Entre las economías emergentes destaca la situación de Rusia, cuyo conflicto político con Ucrania afectará muy negativamente al crecimiento de 2014. Brasil no logra frenar su inflación, pero la India, Indonesia y Sudáfrica reducen sus desequilibrios.

### ESTADOS UNIDOS

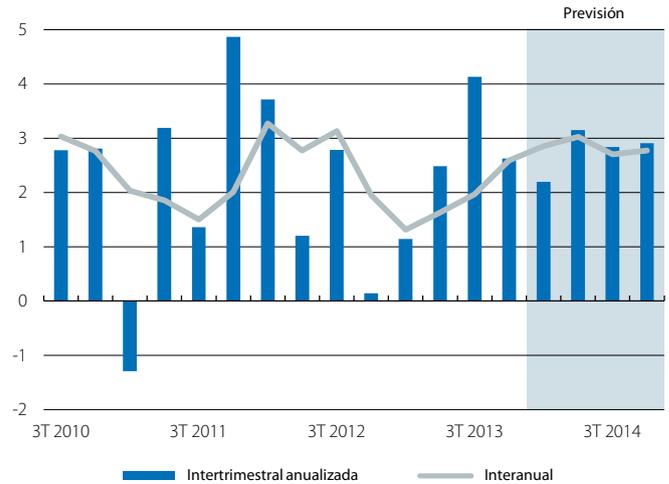
**La revisión ligeramente al alza del avance del PIB en el 4T 2013 no altera nuestro escenario de recuperación moderada.** La tasa del 2,6% intertrimestral anualizada (también en términos interanuales) no ha afectado al crecimiento del conjunto de 2013, del 1,9%. Por componentes de demanda, destaca la revisión al alza del consumo privado y la confirmación del buen tono de la inversión en equipo, que esperamos que se mantenga a lo largo de 2014. Los factores climáticos adversos de inicios de 2014 nos hacen reducir ligeramente nuestra previsión de avance para 2014 desde el 3,0% hasta el 2,8%, pero simultáneamente se reducen los riesgos a la baja a la vista del buen tono de los últimos indicadores del consumo privado.

**El mayor riesgo para nuestro escenario es el mercado laboral, que se recupera con escaso vigor.** Si bien en febrero se crearon 175.000 empleos, el promedio de los últimos tres meses solo es de 129.000, el menor registro desde julio de 2012. La tasa de paro tuvo un pequeño repunte hasta el 6,7% pero el problema de fondo es la persistencia de la baja tasa de actividad. Esto hace que la ratio de empleados sobre la población mayor de 16 años esté en el 58,8%, apenas 6 décimas por encima del mínimo de 2011 pero más de 4 puntos por debajo del nivel de finales de 2007. La mayor preocupación de la política económica es reducir la parte cíclica (no debida a efectos demográficos) de esta diferencia (véase el artículo sobre la tasa de actividad del mercado laboral estadounidense del Dossier).

**Los indicadores de actividad más recientes empiezan a dejar atrás los efectos del tiempo adverso.** El índice de sentimiento empresarial de manufacturas (ISM), recuperó en febrero parte del abrupto descenso de enero y subió de 51,2 a 53,2 puntos mientras que el ISM de servicios retrocedió de 54,0 a 51,6 puntos, con la mayor debilidad en el componente de empleo. Estos niveles son indicativos de ritmos de avance moderados de la economía. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor del Conference Board de marzo se encaramó a los 82,3 puntos, todavía por debajo de la media histórica cercana a 100 pero en su nivel máximo desde enero de 2008, previo a la crisis. Abundando en este buen tono relativo del consumo, las ventas

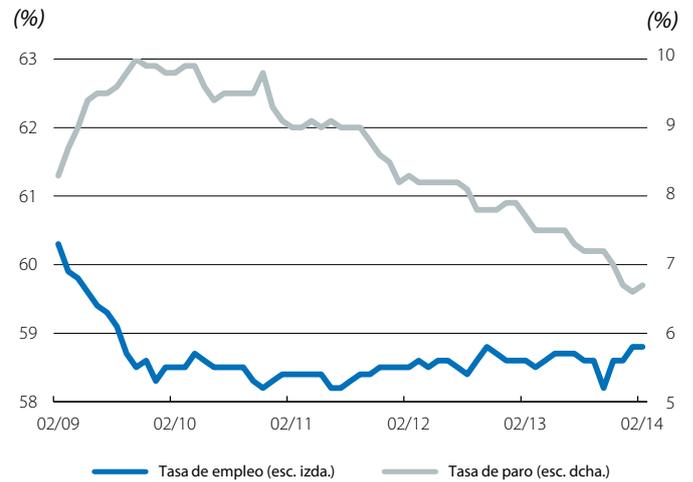
### EE. UU.: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

### 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 Depto. de Trabajo.

### EE. UU.: ventas al por menor

Variación interanual (%)



Nota: Sin coches ni gasolina.

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

minoristas, sin coches ni gasolina, avanzaron un 2,3% interanual en febrero, un dato que sin ser excesivamente robusto supone el primer avance intermensual después de dos meses seguidos de retrocesos.

**El mercado de la vivienda modera su recuperación.** El índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano de 20 áreas metropolitanas encadenó dos años de subidas mensuales ininterrumpidas, con un avance acumulado del 22,6%. No obstante, descontando la inflación el índice sigue un 29% por debajo del promedio de 2006. La continuidad de la mejora del mercado inmobiliario pasa por una recuperación más robusta del mercado laboral y los ingresos de los hogares. En este sentido, la iniciación de viviendas tuvo una evolución plana en 2013 y a inicios de 2014 y el índice de ventas de la National Association of Home Builders de marzo se quedó en los 47 puntos, lejos de los 58 de agosto de 2013.

**Los precios al consumo siguen moderados.** El IPC de febrero avanzó un 1,1% interanual (0,1% intermensual), por debajo del 1,6% de enero y del objetivo del 2% de la Fed. Por su parte, el IPC subyacente (sin energía ni alimentos) se situó en un 1,6% interanual, que sin la contribución de los alquileres hubiera sido un 0,8%. La persistencia de la inflación por debajo del 2% da margen a la Fed para prolongar la política de tipos bajos, a la vez que supone una dificultad añadida para los hogares endeudados.

**JAPÓN**

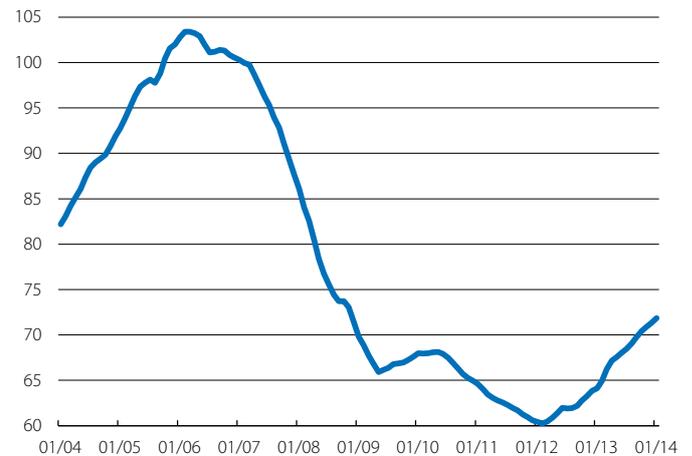
**Japón creció un 2,5% interanual en el 4T a la espera de la subida del IVA.** Esa cifra causó cierta decepción, teniendo en cuenta que consumo privado e inversión se beneficiaron del aumento del gasto en anticipación de la subida del IVA en abril (del 5% al 8%). Los efectos finales de esta medida marcarán el ritmo de la economía nipona en 2014. Hasta el momento, parece que las políticas expansivas de Shimzo Abe han alentado el crecimiento de forma efectiva. La producción industrial (en Japón está muy ligada a la evolución del PIB) y los pedidos de maquinaria (indicador avanzado de la inversión productiva) perfilan una tendencia alcista a lo largo de 2013. Asimismo, el precio del suelo del área de Tokio registró en el conjunto de 2013 un avance del 0,7% después de cinco años de descensos. Estos datos positivos hacen que, pese a la decepción que supuso el PIB del 4T, nuestra previsión para el conjunto de 2014 solo sufra una revisión mínima, quedando en el 1,3%.

**El sector exterior sigue siendo deficitario,** con un déficit comercial de febrero mayor de lo esperado. El yen barato no acaba de relanzar las exportaciones y alimenta una factura energética creciente que supuso el 36,4% del total de las importaciones de 2013 (el 23,7% en 2010).

**En el plano de los precios,** la deflación no puede darse por erradicada. El IPC registró un 1,5% interanual en febrero, pero el ritmo de la escalada ha perdido fuelle en los últimos meses. El índice subyacente (sin energía ni alimentos) avanzó un tímido 0,7% interanual, pese al efecto alcista de la debilidad del yen. Por su parte, los salarios, que son la piedra de toque para asentar el necesario crecimiento de la demanda interna, subieron un 0,2%

**EE. UU.: índice Case-Shiller \***

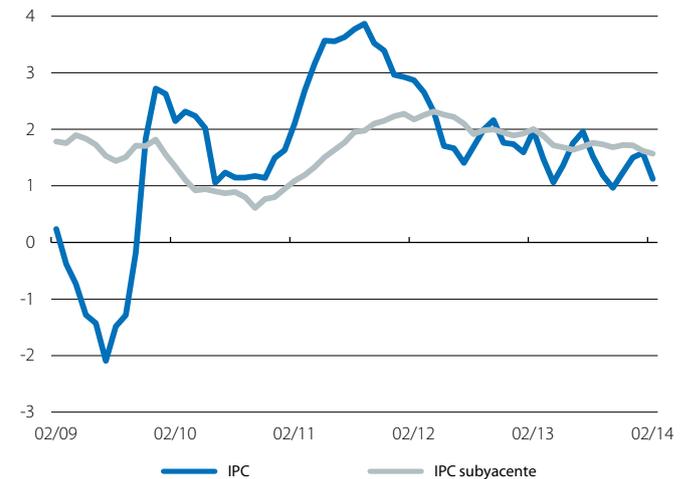
(Índice)



*Nota:* \* En términos reales, base 100 = promedio 2006.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Standard & Poor's.

**EE. UU.: IPC**

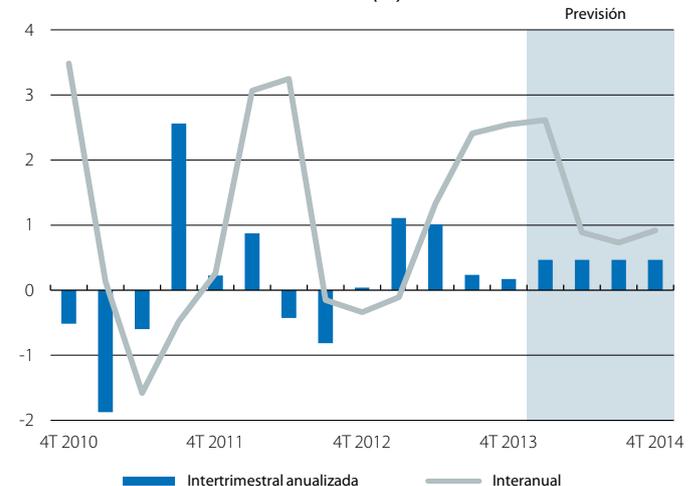
Variación interanual (%)



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

**Japón: PIB**

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

interanual en enero, después de 16 meses de descensos. Es un dato esperanzador, pero todavía insuficiente. Estos titubeos en materia de inflación, así como la debilidad del sector exterior, hacen probable que el Banco de Japón se decida a incrementar su expansión cuantitativa, probablemente a lo largo del verano.

**EMERGENTES**

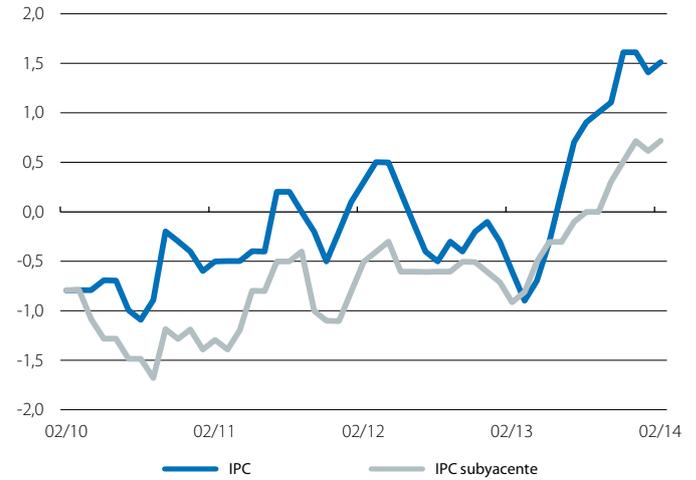
**La desaceleración China parece asumible.** La producción industrial, las ventas minoristas y otros indicadores adelantados se situaron por debajo de la media de 2013, aunque podrían estar distorsionados por el parón del Año Nuevo Chino. Los precios moderados dejan margen de maniobra a la autoridad monetaria para políticas de apoyo a la demanda (véase el Focus sobre la desaceleración en China).

**En el resto de países emergentes se corrigen los desequilibrios,** salvo en Brasil y Turquía. La India volvió a registrar un descenso de la inflación en febrero, gracias a los precios de alimentación. Lo mismo ocurrió en Indonesia, aunque en menor medida. Asimismo, los déficits por cuenta corriente de la India, Indonesia y Sudáfrica, tres de los emergentes considerados débiles, se han reducido. La otra cara de la moneda es que los indicadores de actividad avanzan a un ritmo inferior al de 2013. México dio la nota positiva, con una economía que va ganando tracción al tiempo que reduce su inflación. Entre las grandes economías emergentes, Brasil es el que ve un mayor deterioro, con unas tensiones inflacionistas que persisten y un crecimiento económico que va a menos. Por su parte, Turquía sorprendió al alza con un avance del 4,4% interanual en el 4T de 2013 (4,3 en el 3T), apoyada en su demanda interna. El dato fue positivo pero los fuertes desequilibrios por cuenta corriente y de precios acrecientan la necesidad de ajustes macroeconómicos. En este sentido, las recientes elecciones locales refuerzan al Gobierno y reducen la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica.

**El conflicto entre Rusia y Ucrania afecta las perspectivas económicas de ambos países.** La caída del régimen pro ruso de Ucrania y su sustitución por un Gobierno más cercano a la Unión Europea condujo a un proceso políticamente complicado de segregación de Crimea de Ucrania y posterior integración en Rusia. Al cierre de este informe se había producido una aceptación de facto por parte de la comunidad internacional de la adhesión, sin riesgo de conflicto militar pero con la adopción de sanciones (leves) contra Rusia. La coyuntura rusa ya estaba dominada por una complicada combinación de bajo ritmo de actividad y tensiones inflacionistas (en febrero la inflación se situó en el 6,2% interanual). El conflicto político ha intensificado la incertidumbre financiera y provocado una reacción negativa de los inversores internacionales (salidas de capitales). Estos acontecimientos nos hacen revisar a la baja nuestra previsión de Rusia, con un avance esperado del PIB del 0,8% en 2014 (1,9% anterior) y un 1,4% en 2015 (2,5% anterior). Por su parte, el riesgo de una eventual crisis de balanza de pagos en Ucrania se aleja tras el reciente acuerdo de ayuda financiera del FMI. Ucrania recibirá un total de 27.000 millones de dólares de donantes internacionales, de los cuales el FMI aportará unos 14.000-18.000 millones.

**Japón: IPC**

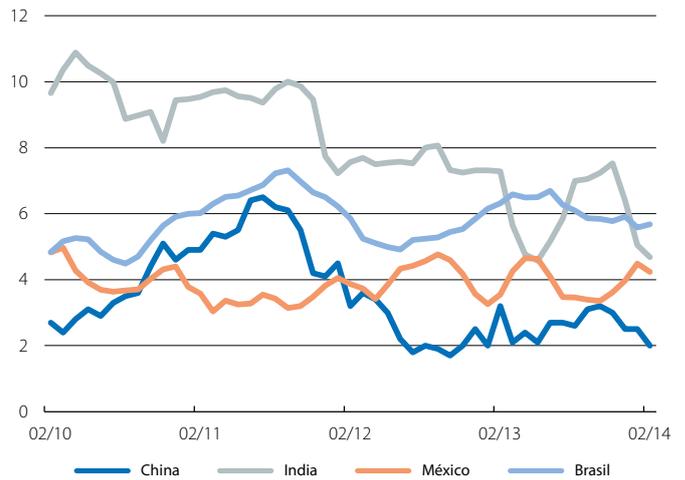
Variación interanual (%)



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

**Emergentes: inflación**

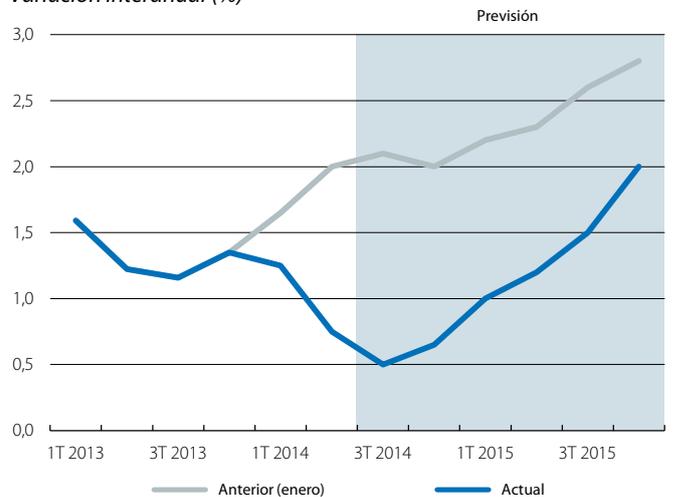
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de instituciones nacionales estadísticas.

**Rusia: PIB**

Variación interanual (%)



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