

COYUNTURA · EE. UU. lidera la recuperación

El FMI espera que la economía mundial crezca un 3,5% en 2015 y un 3,7% en 2016, por encima del 3,3% de 2014, pero, en ambos casos, tres décimas por debajo de la previsión de octubre. La recuperación de 2015 viene marcada por la caída del precio del petróleo, que apoya un mayor crecimiento, especialmente en las economías avanzadas. Con todo, la lista de riesgos a la baja sigue siendo importante. Destacan los geopolíticos y los financieros, incluido el proceso de normalización monetaria estadounidense. Por países, a excepción del pronóstico para EE. UU., que vuelve a mejorar, la revisión a la baja es generalizada: relativamente moderada en la eurozona y en Japón, y mayor en las economías emergentes (cuyo avance esperado para 2015 mengua del 5,0% al 4,3%). En China y en la India, a pesar de la revisión a la baja que se ha llevado a cabo, todavía se espera un crecimiento por encima del 6%. La revisión ha sido más importante en los países exportadores de petróleo, entre los cuales destaca de forma especial Rusia, con un crecimiento previsto para 2015 que ahora se sitúa en el -3,0%.

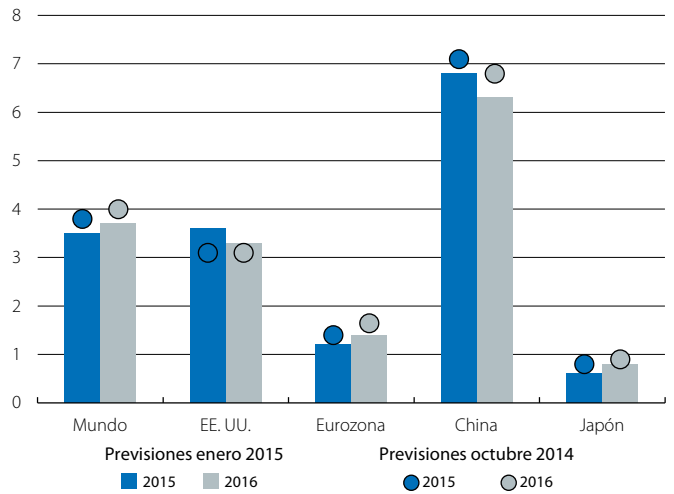
ESTADOS UNIDOS

El PIB creció un robusto 0,7% intertrimestral en el 4T 2014 gracias al empuje continuado del consumo privado (apudado por los bajos precios de la gasolina) y a la recuperación de la inversión residencial, que compensaron la leve desaceleración de la inversión no residencial y el retroceso del gasto público a causa de desajustes en la desestacionalización del gasto militar. El avance de la economía estadounidense para el conjunto de 2014, que se ha visto lastrado por un débil 1T, queda, así, en el 2,4%, una décima más de lo que esperábamos. De cara a 2015, aumentamos en cuatro décimas nuestra previsión (hasta el 3,5%), en línea con las previsiones del FMI (3,6%) y por encima del potencial del país (que se sitúa en torno al 2,2%). Este incremento en el pronóstico se apoya en el mejor dato del 4T y en un precio del crudo que estimamos que será algo más barato en 2015 (concretamente, un 20% por debajo de nuestra previsión de enero). Además, el buen tono de la economía estadounidense en 2015 se sustentará en un menor ajuste fiscal y en la continuada recuperación del sector inmobiliario. Estos factores compensarán la fortaleza del dólar, una cierta desaceleración en la inversión en equipo y unos salarios que todavía siguen avanzando por debajo de lo deseable.

Los indicadores de actividad más recientes confirman la fortaleza de la economía estadounidense. La Reserva Federal, en el estudio de campo que elabora regularmente (*Beige Book*), sigue avalando el contexto de expansión del país. Asimismo, los índices de sentimiento empresarial (ISM), a pesar del leve retroceso de diciembre, se corresponden con crecimientos robustos del conjunto de la economía, con niveles de 55,5 y 56,2 puntos para manufacturas y servicios, respectivamente. También el gasto de consumo de los hogares (que representa el 70% del PIB) fue vigoroso en los últimos cuatro meses, con una menor tasa de ahorro (el incremento del gasto de consumo supera al de la renta disponible).

FMI: previsiones de crecimiento para 2015 y 2016

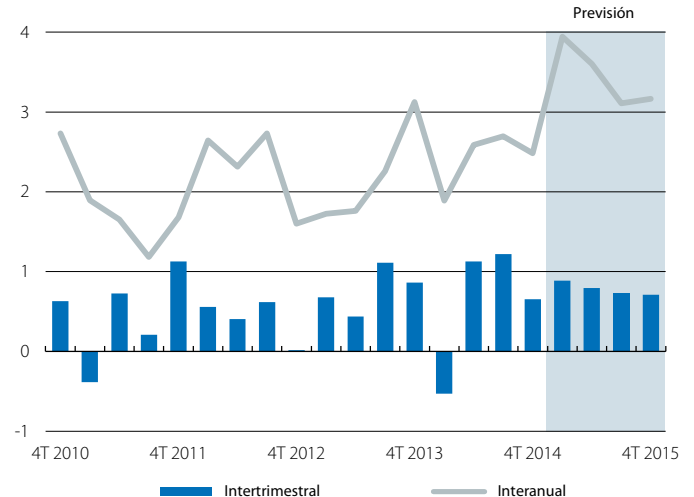
Variación anual (%)



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

EE. UU.: PIB

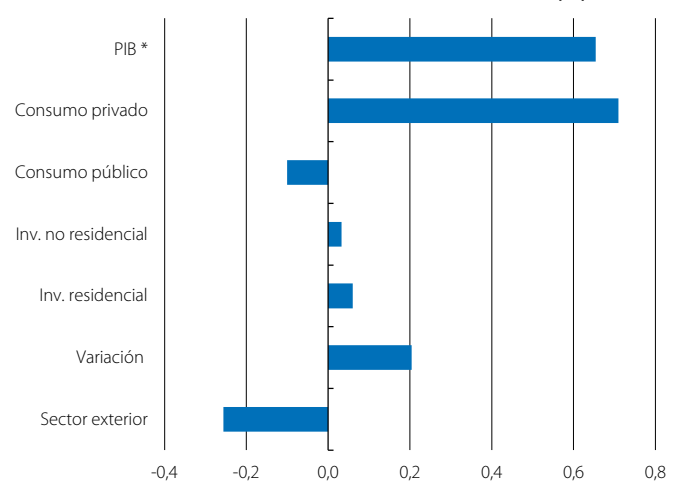
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

EE. UU.: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 4T (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral.

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

El vigor del mercado laboral sigue sin producir incrementos salariales. En diciembre se crearon 252.000 puestos de trabajo, de nuevo por encima de los 200.000, cifra que indica un mercado fuerte. Ello deja la creación de empleo para el conjunto de 2014 en cerca de tres millones, lo que dobla la media histórica desde 1980. Asimismo, la tasa de paro descendió dos décimas hasta el 5,6%, muy cerca del 5,0% de diciembre de 2007, momento anterior al inicio de la crisis. Sin embargo, esta evolución indudablemente positiva presenta dos sombras. La primera es el estancamiento continuado de la tasa de actividad (los que trabajan y los que buscan trabajo), que, en diciembre, descendió ligeramente hasta el 62,7% de la población mayor de 16 años, lejos del 66% anterior a la crisis. Una parte importante de esta diferencia se debe a factores no demográficos. En especial, a la todavía elevada proporción de desanimados, cuya reinserción en el mercado laboral es difícil. La segunda es el elevado subempleo, personas que trabajan a tiempo parcial obligadas por la coyuntura del mercado, y que querrían hacerlo a tiempo completo. El *Bureau of Labor Statistics* contabiliza una tasa amplia de desempleo (denominada U6), que incluye este subempleo y que, en diciembre, se situó en el 11,2%, el doble que la tasa de paro. Este desempleo amplio también evoluciona a la baja pero a un ritmo más lento que la tasa oficial de paro, lo que, sin duda, dificulta que observemos mayores mejoras salariales.

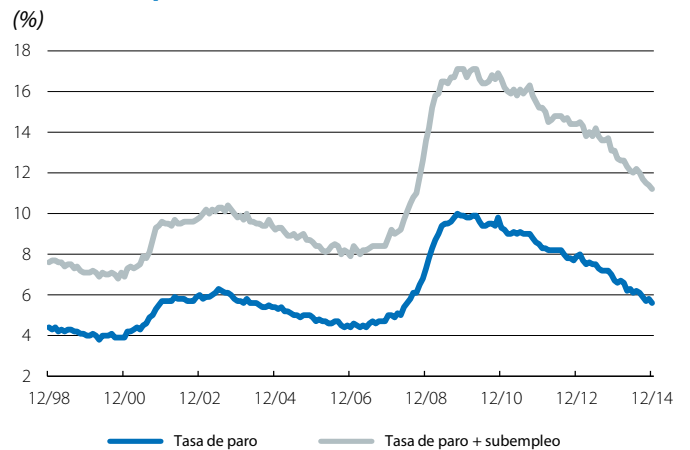
La contribución de la construcción al avance del PIB debería aumentar en 2015. La crisis (y la consiguiente pérdida de empleos) ralentizó la formación de hogares, lo que redujo la demanda de viviendas. Ello ha creado un *pool* considerable de hogares pendientes de formación que debería alimentar el mercado inmobiliario en 2015 y 2016. Así, la robusta cifra de 1.089.000 viviendas iniciadas (en términos anuales) en diciembre de 2014 sigue teniendo un importante margen de mejora, pues se sitúa significativamente por debajo del millón y medio promedio del periodo 2000-2007. Este nivel podría alcanzarse con la paulatina normalización de la formación de hogares. Muestra de que este proceso avanza es el hecho de que la proporción de viviendas vacantes respecto al total del parque de viviendas ya se encuentre en niveles previos a la burbuja (el 3,5% de 2002).

La inflación estadounidense se desacelera, a pesar de la actividad robusta. El IPC de diciembre avanzó un 0,8% interanual, cinco décimas por debajo del registro de noviembre, a causa de la fuerte caída del componente energético. Por su parte, el índice subyacente (sin alimentos ni energía) avanzó un 1,6% interanual, una décima por debajo del dato de noviembre. En este sentido, es sintomático que la Fed, en su reunión de enero, admitiera que la inflación de los últimos meses se ha reducido de forma substancial por debajo del objetivo del 2%. Ello, junto con la rebaja en nuestra previsión del petróleo para 2015, implica una rebaja en las estimaciones de la inflación estadounidense (del 1,0% en promedio al 0,5%).

JAPÓN

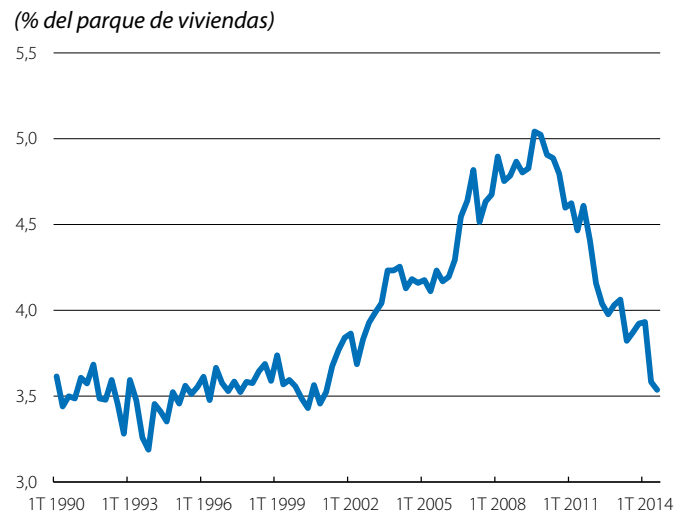
El primer ministro Shinzo Abe presenta un presupuesto récord para reactivar la economía en 2015. El gasto público aumentará un 0,5% por el coste de las pensiones, el fuerte

EE. UU.: tasa de paro y tasa de paro más subempleo *



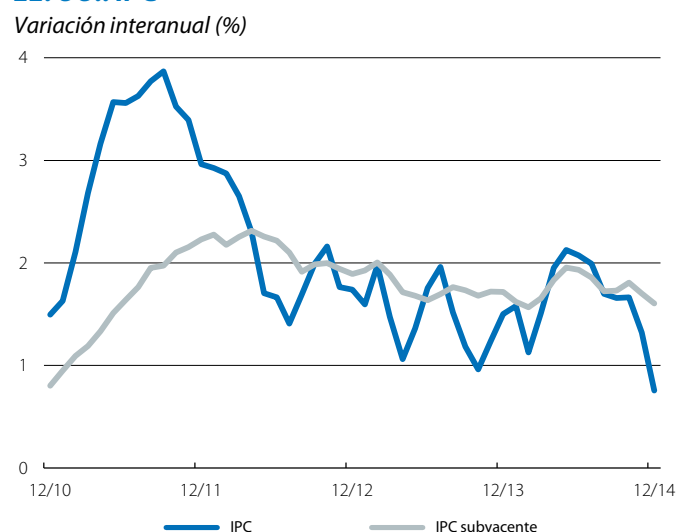
Nota: * Tasa de paro (% de la población activa), tasa de paro + subempleo = U6 (incluye a los empleados a tiempo parcial involuntarios, por razones económicas).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

EE. UU.: inmuebles vacantes *



Nota: * Vacantes para la venta o alquiler excluyendo ocasionales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Department of Commerce.

EE. UU.: IPC



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

aumento de la partida de defensa y el paquete fiscal del 0,7% del PIB destinado a los hogares con rentas bajas y a las pymes (precisamente, los sectores más perjudicados por la debilidad del yen). El Ejecutivo opina que la recuperación de la demanda interna no es compatible con nuevos recortes. Así lo confirman un consumo privado de los hogares y una confianza del consumidor en niveles bajos tras la subida del IVA del pasado 1 de abril. El aumento de los ingresos fiscales por el incremento del IVA contribuirá, empero, a reducir el déficit público en 2015. Otra ayuda procederá de la debilidad del yen que, combinada con la caída del precio del petróleo, ya propició una reducción del déficit comercial en diciembre.

Los precios siguen lejos del objetivo del 2% del BOJ. El IPC de diciembre creció un 2,4% interanual, un 0,3% sin el efecto de la subida del IVA, mientras que el IPC sin alimentos (pero con energía) que utiliza el BOJ como referencia, se quedó en un 0,5% de subida interanual descontado el efecto del IVA. Por su parte, el pasado 26 de enero, el BOJ rebajó su objetivo de inflación para el año fiscal de 2015 del 1,7% al 1,0%, lo que introduce un sesgo bajista a nuestra previsión de inflación para 2015 (1,4%).

EMERGENTES

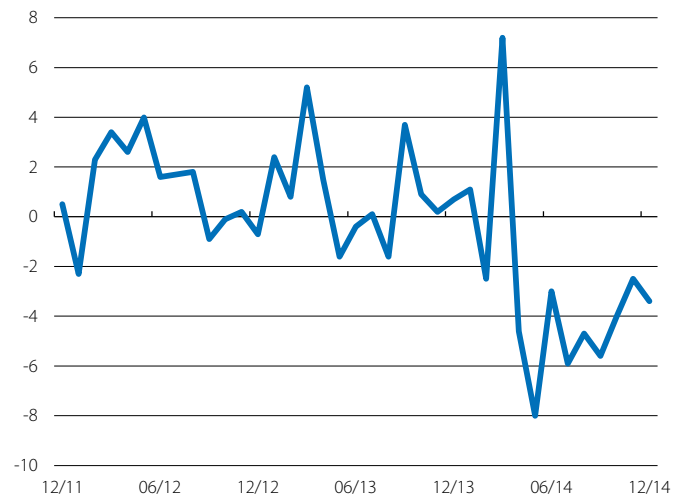
China desacelera pero seguimos esperando un aterrizaje suave. El PIB avanzó un 7,3% interanual en el 4T 2014, dejando el cómputo anual en el 7,4%, algo por debajo de nuestras previsiones, pero sorprendiendo positivamente al consenso. Este crecimiento anual es el más bajo desde 1990, acorde con la reciente rebaja de previsiones del FMI y con la probable rebaja del objetivo oficial de crecimiento (del 7,5% al 7%) en marzo. En línea con el proceso de ralentización controlada que persigue el Ejecutivo, y ante la leve desviación del dato de 2014, revisamos a la baja nuestras previsiones de crecimiento para 2015 y 2016 en dos y una décimas, respectivamente (hasta el 7,0% y el 6,6%). Los más recientes indicadores de actividad siguen apoyando la hipótesis de una transición suave. Así, el índice de producción industrial se aceleró hasta el 7,9% interanual en diciembre y las ventas minoristas, hasta el 11,9%.

La India se beneficia del petróleo barato. El Banco Central, que prosigue una línea de rigor monetario, bajó su tipo de referencia del 8,0% al 7,75% tras varios meses de inflación moderada (5% en diciembre), y dejó la puerta abierta a nuevos descensos. La India, cuyas importaciones de petróleo (con el Brent a 108 dólares/barril) representaban el 5,3% del PIB, el doble del 2,4% de China, ve cómo el petróleo barato mejora su cuadro macroeconómico y le da margen de maniobra para efectuar reformas que empujen el crecimiento por encima del 6,0%.

En los otros emergentes de referencia, la tónica dominante es la disparidad. Rusia se adentra en una recesión intensa (esperamos que en 2015 el PIB caiga de forma pronunciada) por la incertidumbre geopolítica, el descenso del precio del petróleo y el desplome del rublo. En Brasil, la nueva legislatura arrancó con el anuncio de un ambicioso ajuste fiscal para 2015, equivalente al 1% del PIB. Esta mayor ortodoxia debería contribuir a recuperar la confianza inversora, aunque nos hace disminuir la previsión de crecimiento para 2015 del 1,3% al 1,0%.

Japón: consumo de los hogares

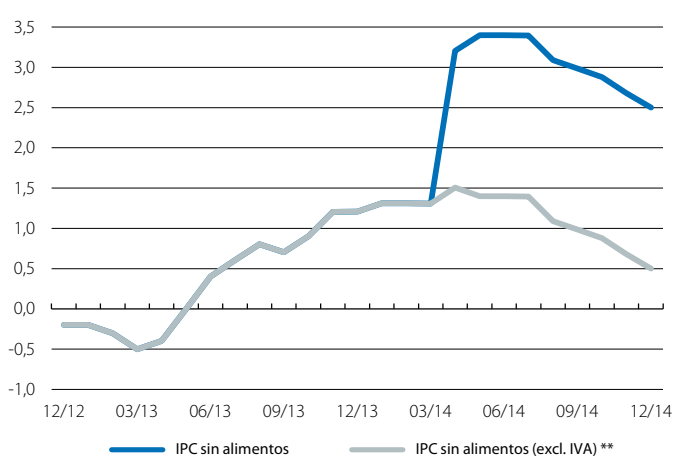
Variación interanual en términos reales (%)



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

Japón: IPC sin alimentos *

Variación interanual (%)



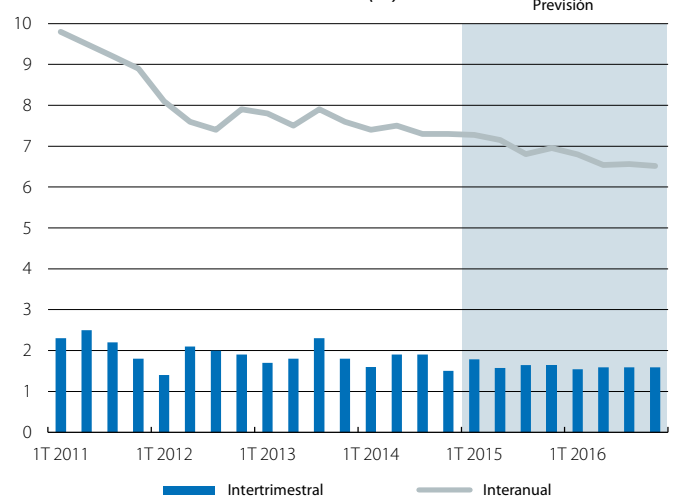
Notas: * IPC sin alimentos frescos (pero con energía), referencia del BOJ.

** No incluye el impacto de la subida del IVA en abril de 2014 de 5% al 8%.

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

China: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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