



Artícle Genèric

[Activitat i creixement](#)

Perspectives favorables, però amb riscos a la baixa

Contingut disponible en
Anglès Espanyol

Arran dels efectes expansius de l'abaratiment del petroli i del relaxament de la política monetària, l'economia mundial ha accelerat el ritme d'activitat al començament del 2015 (estimem un creixement global del 3,4% interanual en el 1T, enfront del 3,3% del 4T 2014). Així i tot, aquesta recuperació no és gens uniforme: els EUA i la Xina lideren el creixement, malgrat haver perdut ritme recentment, mentre que el Japó amb prou feines es comença a allunyar de la recessió. Pel que fa als altres emergents de referència, les dificultats del Brasil agafen el relleu als problemes de Rússia com a principal focus de tensió.

ESTATS UNITS

Els EUA acaben el 2014 i comencen el 2015 lleugerament pitjor del que s'esperava. La dada definitiva del PIB del 4T 2014 mostra un creixement del 0,5% intertrimestral, per sota del 0,7% publicat inicialment (no obstant això, el còmput

anual es manté en el 2,4%). Alguns indicadors d'activitat també han presentat registres una mica decebedors al començament del 2015, en especial en l'àmbit de la despesa de les famílies. Aquesta ensopegada conjuntural, vinculada, en part, a unes condicions meteorològiques adverses, i la notable fortalesa del dòlar, que llasta el sector exterior nord-americà, justifiquen que la nostra previsió de creixement per al 2015 passi del 3,5% al 3,1%.

Malgrat l'afebliment conjuntural, les tendències de fons continuen apuntant a una recuperació més que acceptable, ja que l'esmentat 3,1% és el creixement més positiu des del 2005 i se situa clarament per damunt del creixement potencial, que la Reserva Federal (Fed) estima en el 2,3%. Aquestes bones perspectives es basen en la continuïtat d'un seguit de tendències positives. Malgrat els vaivens dels indicadors de consum del gener i del febrer, la despesa de les famílies continua emparada per una evolució favorable del mercat laboral, sobretot pel que fa a la creació d'ocupació: al febrer, es van crear 295.000 llocs de treball, de manera que ja són 12 els mesos consecutius amb xifres superiors als 200.000. La taxa d'atur es va situar, en aquest mateix mes, en el 5,5%, el mínim des del maig del 2008. Malgrat aquesta millora laboral, el creixement salarial, del 2,0% interanual al febrer, continua sent contingut.

La inversió empresarial, la recuperació immobiliària i la política fiscal donaran suport al creixement el 2015. La inversió empresarial, que ja va repuntar de forma apreciable el 2014, es mantindrà en taxes d'avanç notables, gràcies a la confluència d'uniques condicions financeres encara laxes, a un nivell elevat de beneficis (malgrat que amb perspectives certament més contingudes que les considerades uns mesos enrere, per l'impacte del dòlar fort) i a les bones perspectives de la demanda. Aquesta tònica esperada de la inversió és confirmada per l'evolució dels índexs de sentiment empresarial ISM, que es mantenen, tant en l'àmbit de les manufactures com en el dels serveis, en nivells associats a l'expansió de l'activitat. Per la seva banda, i malgrat que el mal temps ha afectat negativament els índexs del sector, les dades de fons dels preus i de les transaccions suggereixen que la recuperació immobiliària es manté. Finalment, el 2015, la política fiscal serà entre neutra i expansiva, a diferència d'anys anteriors.

La inflació continua sorprenent per la seva atonia. Malgrat que la inflació va pujar

una dècima percentual al febrer, es va situar en un moderat 0,0% interanual. Així i tot, la inflació subjacent (sense energia ni aliments) va mostrar un augment més dinàmic (1,7%). En aquest context d'escassos riscos inflacionistes (recordem que els salaris es mostren continguts), continuem esperant que la Fed ajorni fins a la tardor l'inici del procés d'increment del tipus de referència.

JAPÓ

El Japó creix menys del que s'havia anunciat, però amb una composició millor. El creixement del 4T 2014 va ser revisat a la baixa, del 0,6% intertrimestral publicat inicialment al 0,4%, de manera que el PIB reula una dècima percentual en el conjunt de l'any. No obstant això, la composició del creixement és més favorable, ja que es revisa a l'alça el consum privat i una gran part de l'ajust a la baixa es concentra en l'acumulació d'existències. Aquesta bona composició, juntament amb la plena materialització dels estímuls monetaris i fiscals en marxa i amb l'evolució favorable que esperem dels salaris (s'ha arribat a un acord per augmentar el salari base el 2,5% el 2015, factor que donarà suport a la demanda interna), fa que mantinguem la nostra previsió que l'economia nipona creixerà el 0,8% el 2015.

Llums (el sector exterior) i ombres (la inflació) al començament del 2015. Malgrat que el dèficit comercial va augmentar al febrer, aquest empitjorament va ser degut a l'efecte negatiu de l'any nou xinès sobre les exportacions. Un cop deduït aquest impacte, les exportacions haurien crescut el 6,9% interanual, enfront del 2,8% registrat. Així mateix, el saldo comercial subjacent (descomptant les compres de petroli) dels 12 últims mesos es va situar en el 0,9% del PIB. La baixa inflació, en canvi, queda lluny de l'objectiu del Banc del Japó. Així, al febrer, l'IPC sense aliments i descomptant l'efecte de la pujada de l'IVA es va situar en el 0,0% interanual, una xifra molt allunyada de l'objectiu del 2% del banc central. Sense deduir l'efecte de l'IVA, la dada resultant és del 2,0%. L'IPC general mostra una tendència similar: el 2,2% interanual (el 0,1% sense l'IVA).

EMERGENTS

Hard landing a la Xina i emergents fràgils. Pel que fa als emergents, dues qüestions essencials concentren l'atenció: la possibilitat d'un «aterratge brusca» a

la Xina i la situació dels anomenats «emergents fràgils». Pel que fa a la conjuntura xinesa, els riscos a la baixa han augmentat. L'empitjorament del balanç de riscos ha generat, fonamentalment, una bateria de dades (producció industrial, vendes al detall i producció elèctrica) que suggereixen que la demanda interna pot estar materialitzant un ajust del ritme de creixement. Pel que fa al sector exterior, s'ha assistit a una millora apreciable, fruit de la combinació d'un to exportador més vigorós i un descens de les importacions (a causa, en part, de l'abaratiment de la factura de les primeres matèries). Malgrat la feblesa interna, el marge existent per dur a terme polítiques econòmiques acomodaticies continua sent considerable. Al novembre, el Banc Central de la Xina va iniciar un procés de disminució del tipus de referència, que ha passat del 6,00% al 5,35%. Es tracta d'un moviment lògic, tenint en compte que la inflació es manté en una zona de tensions mínimes: fins i tot després d'un repunt més intens del que s'esperava al febrer, l'IPC creix a un ritme moderat, l'1,4% interanual. Així mateix, en els últims mesos, s'han adoptat mesures d'impuls de la inversió en infraestructures i del sector immobiliari. Tot plegat suggereix que la política econòmica tractarà de contribuir a acomodar de forma progressiva el creixement al nou objectiu anual establert per l'Assemblea Nacional xinesa (7,0%).

L'Índia aprofita l'oportunitat propiciada per la millora dels desequilibris macroeconòmics. El 2013, es va encunyar l'expressió «emergents fràgils» per identificar les economies emergents en què els desequilibris (fiscal, d'inflació i del saldo corrent) podien implicar una feblesa si es passava d'un entorn internacional de baixos tipus d'interès i d'àmplia liquiditat a un altre monetàriament més restrictiu. Dos anys després, quan el futur moviment de la Fed aproxima aquest escenari gradualment més tens, alguns d'aquests emergents fràgils han tendit a millorar de forma apreciable les seves vulnerabilitats. Aquest és el cas de l'Índia, que, des del 2013, ha aconseguit millorar, simultàniament, el dèficit públic, el saldo corrent i la inflació (l'evolució dels preus ha facilitat que el banc central hagi rebaixat en 50 p. b. el tipus de referència des de l'inici d'enguany ençà). En canvi, altres països, com Turquia i, en especial, el Brasil, continuen sotmesos a una pressió financera més intensa: des del gener, les seves divises són dues de les que s'han depreciat més en relació amb el dòlar.

El Brasil, exponent dels nous riscos emergents. El cas del Brasil és força paradigmàtic dels dubtes que envolten aquests països. La pèrdua de valor del real brasiler ha estat la conseqüència de l'efecte combinat de tres factors: un menor grau d'intervenció del banc central en suport de la divisa brasilera, l'empitjorament de l'activitat (el PIB va caure el 0,2% interanual en el 4T 2014, i s'espera que es deteriori encara més en els pròxims trimestres) i la incertesa regnant sobre la capacitat del nou Executiu d'engegar polítiques fiscals més rigoroses. Però, més enllà d'aquests factors, el que, possiblement, penalitza el país és la persistència d'un marc macroeconòmic amb desequilibris. Així, s'estima que tant el dèficit públic com el dèficit corrent s'hauran situat a la zona del 4% del PIB el 2014, mentre que la inflació, el més preocupant dels desequilibris, s'ha enfilat fins al 7,7% interanual al febrer. Per la seva banda, Turquia continua experimentant dificultats per controlar la inflació, i el seu dèficit corrent encara és elevat. I, malgrat que es beneficiarà d'una tònica de creixement en acceleració en els pròxims mesos, gràcies, en bona part, a l'abaratiment del cru, continua sent vulnerable a la reacció dels inversors davant la pujada de tipus de la Fed i a la conflictivitat de la regió. En aquest context, l'economia turca va créixer el 2,6% en el 4T 2014, per damunt de l'avanç del trimestre anterior (1,9%), però va situar el creixement anual del 2014 en el 2,9%, inferior al 4,2% del 2013.



