

CONJUNTURA · La recuperació continua ben encaminada

El creixement global es consolida gràcies a la bona marxa dels EUA i de la Xina, les dues economies més grans. El país nord-americà enforteix la recuperació i presenta menys riscos a la baixa que uns mesos enrere. Per la seva banda, la Xina manté un ritme d'avanç ferm i lliure de tensions inflacionistes. Les amenaces que planen sobre aquest escenari positiu provenen del Japó, on, malgrat la recent sortida de la deflació, el creixement flueixa, i, sobretot, d'algunes economies emergents grans, com l'Índia i el Brasil, que presenten un creixement insuficient, tensions inflacionistes preocupants i desequilibris estructurals importants.

ESTATS UNITS

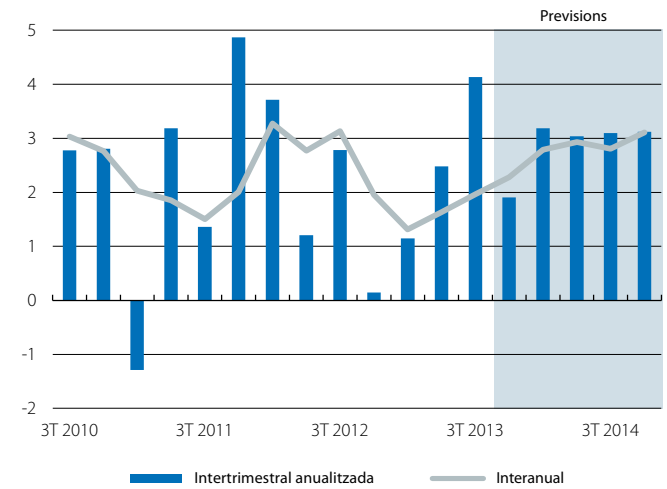
La recuperació es consolidarà el 2014, de manera que esperem un avanç del PIB del 2,9%, superior a l'1,8% previst per al 2013. A aquesta acceleració contribuirà la situació patrimonial més positiva de les llars, la riquesa neta de les quals es va situar en el 457% del PIB en 3T 2013, després d'augmentar en 31 punts percentuals en relació amb el mateix període de l'any anterior. Un altre factor que cal tenir en compte és que l'ajust fiscal serà més suau que el 2013 i estarà envoltat de menys incertesa política, en especial després del recent acord entre demòcrates i republicans per modular els efectes del *sequester*. També esperem un bon comportament de la inversió, que hauria d'augmentar, atesos uns beneficis empresarials que s'apropen als màxims històrics (el 12,6% del PIB en 3T) i un sentiment dels empresaris (per exemple, l'índex ISM) que es troba en nivells elevats.

Els indicadors recents suggereixen un 4T 2013 relativament fort i fan pensar que l'efecte sobre els consumidors del tancament parcial de l'Administració Federal a l'octubre va ser menor del que s'havia estimat inicialment. Així, les vendes al detall de l'octubre i del novembre van ser sòlides i van anticipar un bon registre per a la despesa de consum de la comptabilitat nacional. La bona dada de la balança comercial de l'octubre i les enquestes de confiança del consumidor més recents també donen suport a un repunt de l'activitat. De fet, aquesta pauta ja es va posar de manifest amb la revisió a l'alça del PIB de 3T (des del 2,8% anunciat inicialment fins al 4,1%), tot i que la major part d'aquest increment va ser deguda a una major acumulació d'existències.

La recuperació gradual del mercat de l'habitatge és un altre exponent de la fortalesa econòmica dels EUA. Ho posen de manifest múltiples indicadors: la sobreoferta d'immobles disminueix, el temps necessari per vendre una casa ha baixat fins a nivells precrisi, l'índex Case-Shiller de preus de segona mà va acumular una apreciació del 13,3% entre el gener del 2012 i el setembre del 2013, i l'índex de sentiment dels constructors va assolir, al desembre, el nivell màxim des del novembre del 2005.

EUA: PIB

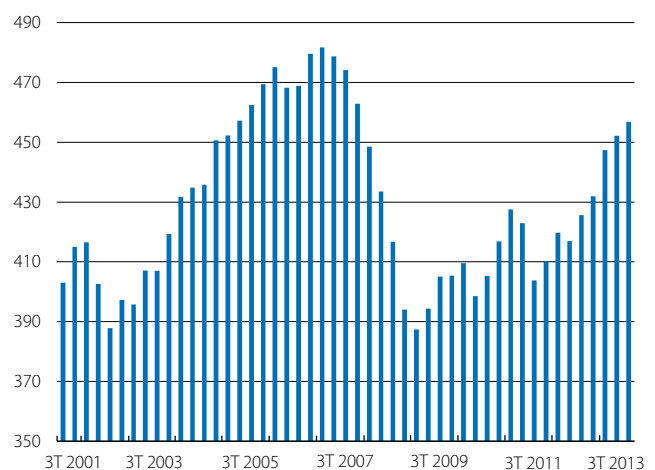
Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

EUA: patrimoni net de les llars

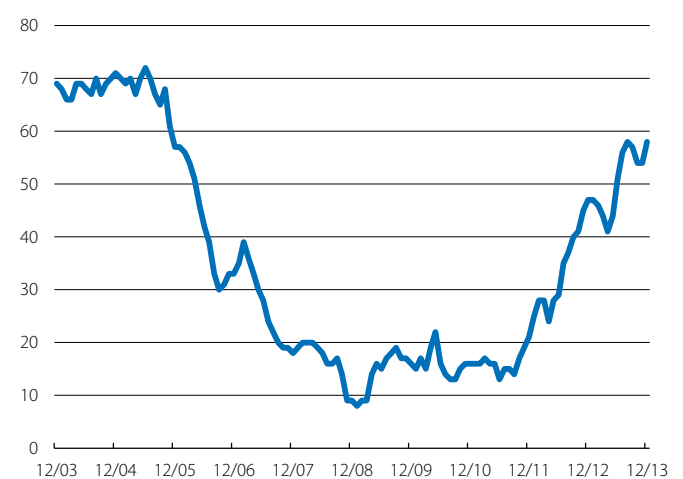
(% del PIB)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis i de la Reserva Federal.

EUA: índex de vendes d'habitatges

Nivell



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

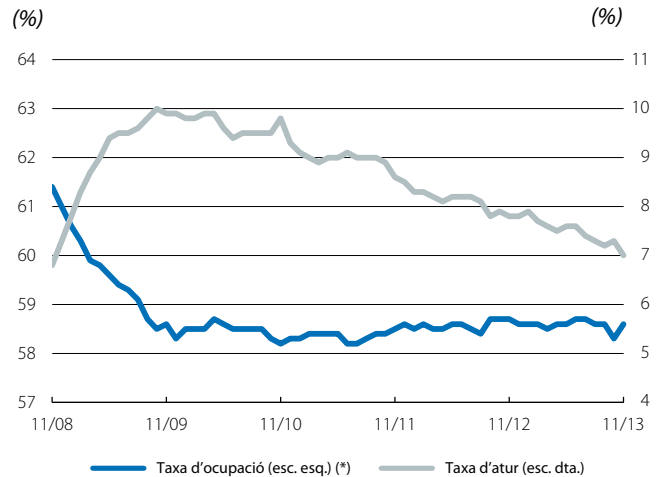
L'ocupació va tornar a sorprendre positivament al novembre, però amb matisos. Els 203.000 llocs de treball creats i el descens de la taxa d'atur, des del 7,3% fins al 7,0%, suggereixen que la recuperació del mercat laboral incrementa el ritme. No obstant això, la valoració de la dada d'ocupació té un doble vessant. A curt termini, el repunt és positiu i s'afegeix als indicadors que suggereixen un augment de l'activitat en la recta final del 2013. No obstant això, de cara al 2014 i el 2015, la recuperació prevista del mercat laboral és massa lenta si es té en compte la taxa d'ocupació (proporció d'ocupats en relació amb la població més gran de 16 anys), que, al novembre, es va situar en un escàs 58,6%, una millora nul·la des del gener del 2013. És a dir, una gran part de la disminució de la taxa d'atur és deguda a l'augment de persones desanimades que abandonen el mercat laboral (ni treballen ni busquen feina) i que, per tant, deixen de ser comptabilitzades com aturades. Amb el nivell actual de desanimats, només faria falta crear 814.000 nous llocs de treball per aconseguir l'objectiu d'atur del 6,5% establert per la Reserva Federal, quatre mesos d'espera al ritme assolit al novembre. Però, si s'inclou, en aquest objectiu, disminuir la proporció de desanimats als nivells precrisis, i tenint en compte l'envelliment de la població, serien necessaris 4,6 milions de llocs de treball addicionals, la qual cosa representaria una espera propera als dos anys.

La Fed iniciarà el tapering al gener del 2014, però mantindrà els tipus baixos fins a mitjan 2015. La Fed va decidir iniciar el procés de reducció de compra de bons a partir del gener, quan rebaixarà el nivell de compres mensual de bons de 85.000 a 75.000 milions de dòlars. La política monetària s'acomodarà a les condicions macroeconòmiques i tindrà en compte la lenta recuperació de l'ocupació i l'absència de tensions inflacionistes. Al novembre, l'IPC es va situar en l'1,2% interanual, una mica per damunt del registre del setembre, per l'efecte del petroli. Per la seva banda, l'IPC subjacent, que exclou l'energia i els aliments, va pujar l'1,7% interanual, percentatge també moderat.

JAPÓ

El creixement perd força. El creixement del Japó en 3T va ser revisat a la baixa i va passar de l'1,9% a l'1,1% intertrimestral anualitzat, la qual cosa deixa la nostra previsió de creixement per al conjunt del 2013 en l'1,6%. El desglossament per components no és favorable. La inversió en equipament i les exportacions, els motors del creixement en els últims anys, van flaquejar. La reculada exportadora mostrada per les dades de la balança comercial del novembre s'afegeix a aquesta feblesa. Sembla que, un cop superat l'efecte inicial de la depreciació del ien, l'impuls del sector exterior no ha tingut continuïtat. Així mateix, destaca la desacceleració que ha patit el consum privat al llarg de l'any, amb un creixement intertrimestral anualitzat que ha passat del 4,0% en 1T al 0,8% en 3T. Aquesta desacceleració obligarà a adoptar mesures fiscals que compensin la pujada de l'IVA prevista per a l'abril del 2014. En aquest sentit, l'índex Tankan de sentiment empresarial de 4T va millorar, tot i que mostra un descens en les expectatives per al 1T 2014.

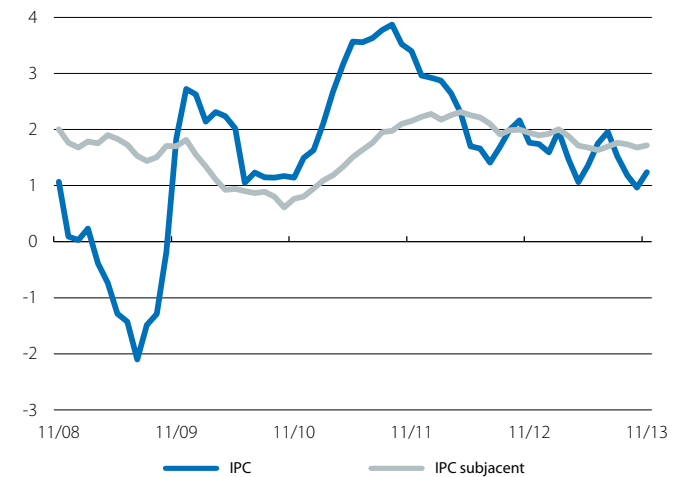
EUA: ocupació



Nota: Taxa d'ocupació definida com a proporció d'ocupats en relació amb la població més gran de 16 anys.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Departament de Treball.

EUA: IPC

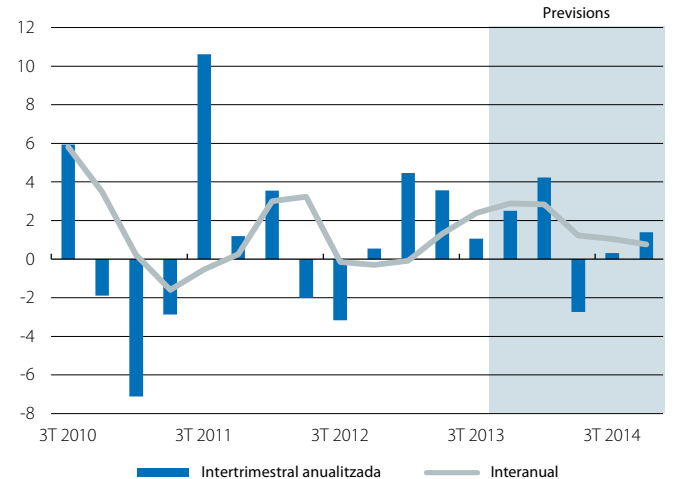
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Department of Commerce.

Japó: PIB

Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.

La sortida de la deflació aporta una nota positiva. L'IPC del novembre va pujar l'1,6% interanual i, de forma més significativa, l'IPC subjacent (sense l'energia ni els aliments) va fer-ho el 0,5%, el registre més alt des de l'agost del 1998. Això és un suport a l'*Abenomics*, el conjunt de polítiques expansives adoptades pel primer ministre Shinzo Abe.

XINA

Els indicadors d'activitat de la Xina continuen sent robusts, inscrits en la lenta transició cap a un model de creixement amb més pes del consum. La demanda exhibeix un bon to, tal com ho palesa l'avanç del 13,7% de les vendes al detall al novembre. Els indicadors d'oferta, com el PMI i la producció industrial, es van mostrar una mica més continguts, però van mantenir una tònica sòlida. El sector exterior també va contribuir a reforçar l'activitat, amb un notable auge exportador. La inversió urbana en capital fix es va desaccelerar, però la taxa de creixement, en l'acumulat gener-novembre, va ser d'un respectable 19,9% interanual. Les tensions inflacionistes són contingudes, amb un IPC que va pujar un moderat 3,0% al novembre. La xifra és de l'1,8%, un cop exclosos els aliments i l'energia. Així mateix, el nou primer ministre Xi Jinping es mostra més compromès amb la posada en marxa de reformes estructurals que el seu antecessor, Hu Jintao.

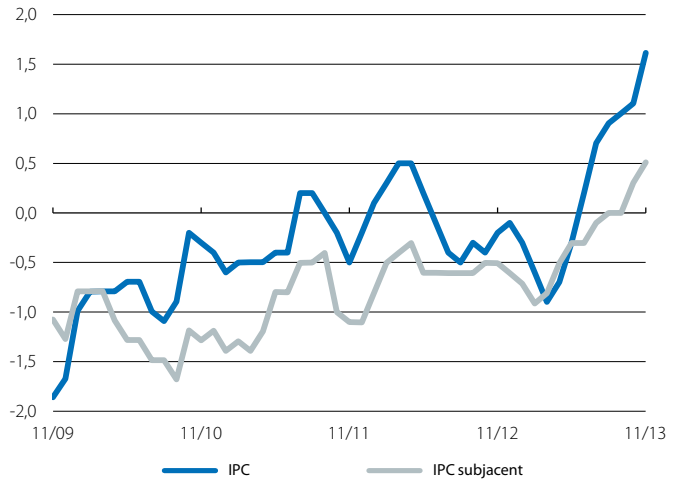
ALTRES GRANS EMERGENTS

L'Índia i el Brasil no aconsegueixen dominar les tensions inflacionistes. A l'Índia, els preus a l'engròs van pujar el 7,5% interanual al novembre, mentre que, al Brasil, l'IPC va créixer el 5,8%. La necessitat de controlar la inflació en un entorn de baix creixement deixa poc marge de maniobra als bancs centrals. En aquest sentit, les dades de PIB de 3T no van oferir sorpreses a l'Índia, amb un avanç del 4,8% interanual, que deixa en el 4,7% la nostra previsió per al 2013, una xifra molt inferior a les cotes registrades en un passat no gaire llunyà. En canvi, el Brasil, amb un PIB que va recular en relació amb 2T i que va acumular un pobre 1,8% interanual, va decebre. L'economia brasilera s'hauria de beneficiar, en el tram final de l'any, de polítiques fiscals expansives i hauria d'assolir un avanç del 2,4% en el conjunt del 2013. En els dos casos, els desequilibris macroeconòmics, tant interns com externs, són grans en un context de lentitud reformista.

Turquia sorprèn a l'alça, amb un PIB que va créixer el 4,4% interanual, gràcies al repunt inversor i a un consum que va mantenir el bon to. Les dades d'activitat, sumades a l'IPC de l'octubre del 7,3%, percentatge que, tot i mantenir una dinàmica de desacceleració, continua sent excessivament elevat, obligaran a escometre ajustos fiscals. Rússia, per la seva banda, està en fase de desacceleració, amb un PIB que va créixer l'1,2% interanual en 3T (per a més detalls, vegeu el Focus «Rússia a la cruïlla»).

Japó: IPC

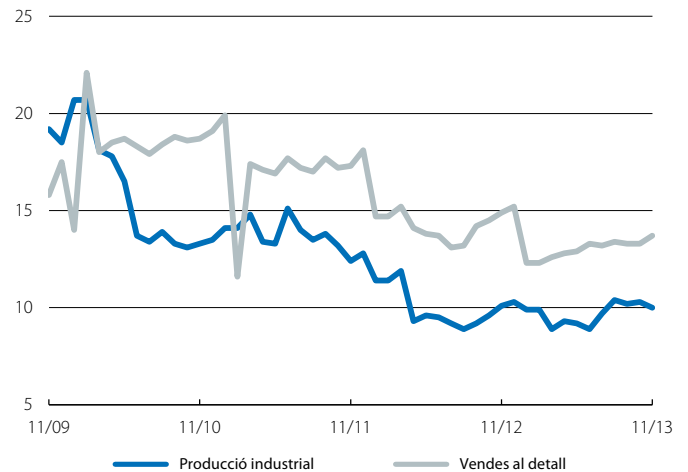
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.

Xina: indicadors d'activitat

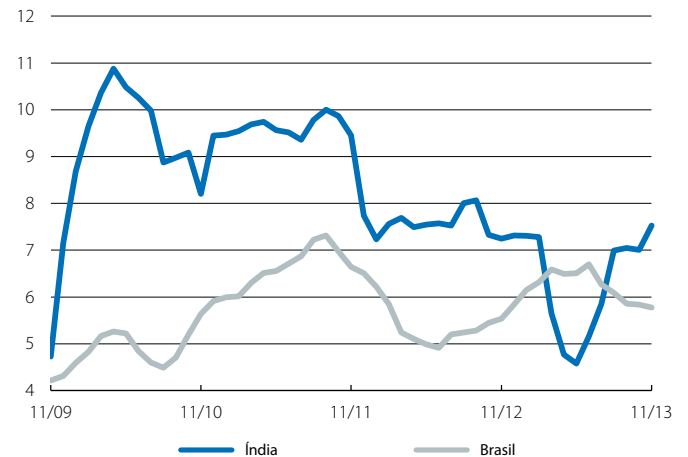
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.

Índia-Brasil: IPC (*)

Variació interanual (%)



Nota: (*) Índia, preus de venda a l'engròs.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.