

CONJUNTURA · Continuïtat als avançats i vaivens als emergents

En el panorama internacional, l'atenció se centra, una vegada més, als països emergents, alguns dels quals s'han vist sotmesos, de nou, a notables pressions financeres. La perspectiva de normalització de la política monetària nord-americana i la consegüent menor abundància de liquiditat expliquen aquestes oscil·lacions emergents. A l'altre costat de l'espectre, els EUA i el Japó van avançar sense novetats significatives que impliquin un canvi en el nostre escenari central de recuperació gradual i solidesa (moderada), respectivament.

ESTATS UNITS

La revisió lleugerament a la baixa de l'avanç del PIB en el 4T 2013 no és preocupant, ja que continua predominant la tendència de fons de recuperació. En termes interanuals, s'ha passat d'un avanç del 2,7% al 2,5% (del 3,2% intertrimestral anualitzat al 2,4%). Això no ha afectat el còmput total de l'any, que es queda en l'1,9%, ni tampoc la nostra previsió per el 2014, situada en el 3,0%. Per components de demanda, destaca la revisió a la baixa en l'avanç del consum privat, de les exportacions i de les existències.

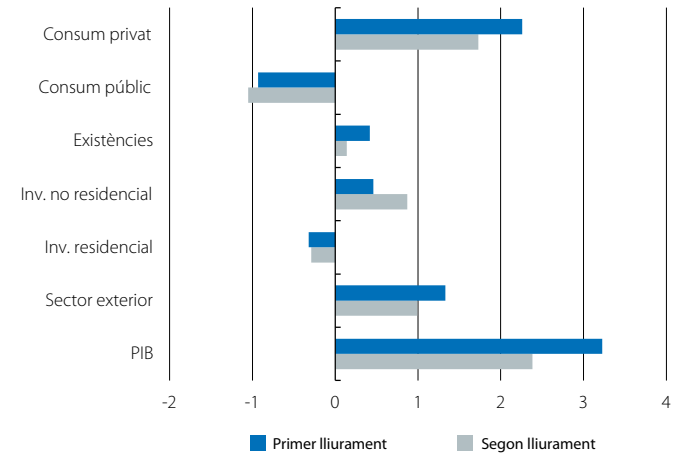
L'aprovació d'un nou ajornament del sostre de deute elimina un dels riscos més importants de l'economia nord-americana. La ràpida negociació i l'aprovació per part de les dues cambres legislatives de suspendre el sostre de deute fins al març del 2015 donen estabilitat al país i permeten un ajust fiscal més suau. Precisament, una consolidació fiscal més moderada és un dels punts de suport en la millora prevista el 2014. Es mantenen, però, els dubtes sobre la trajectòria futura de la inversió (un altre element sobre el qual s'hauria de basar aquest progrés i que encara no ha mostrat el vigor esperat) i els problemes derivats de la recuperació amb matisos del mercat de treball anunciada per Janet Yellen.

En paraules de la nova presidenta de la Fed, el mercat laboral prossegueix la recuperació, tot i que encara no és, ni de bon tros, «completa». A la seva primera declaració davant el Congrés, Janet Yellen va ratificar les seves intencions continuïstes amb el mandat de Ben Bernake, sobretot en matèria de tipus, i va destacar la recuperació incompleta del mercat laboral (vegeu el Focus «Janet Yellen: relleu continuïsta?»). I és que, mentre que la taxa d'atur ha passat del 7,9% del gener del 2013 al 6,6%, la taxa d'ocupació gairebé no ha millorat (el 58,6% al gener del 2013, enfront del 58,8% actual), la qual cosa demostra el pes de l'increment de les persones desanimades en la caiguda de la taxa d'atur. Per la seva banda, la moderada inflació nord-americana (l'1,6% interanual al gener) continua donant suport a la recepta de tipus baixos de la Fed.

Els indicadors d'activitat més recents continuen distorsionats pel temps advers de la regió. Les repetides tempestes de fred i neu d'aquest hivern dificulten la interpretació dels indica-

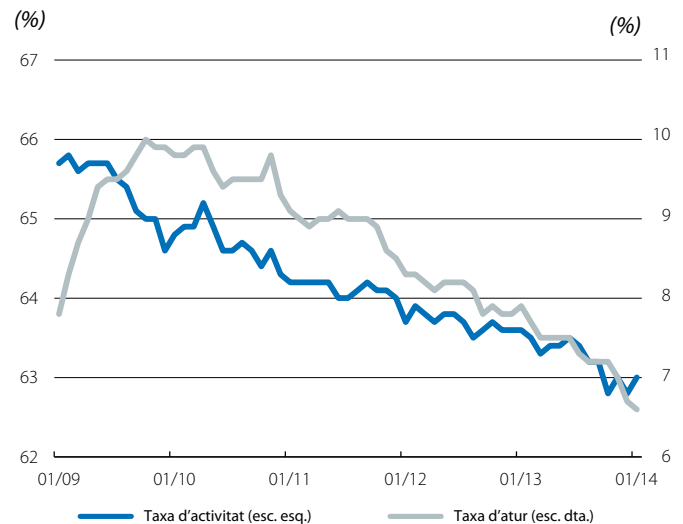
EUA: PIB per components en el 4T 2013 - segon lliurament

Contribució a la variació intertrimestral anualitzada (%)



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

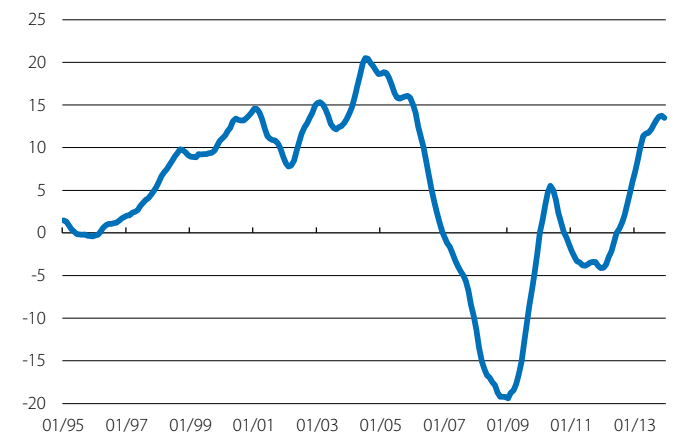
EUA: millora (relativa) del mercat laboral



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Departament de Treball.

EUA: el mercat immobiliari continua millorant

Índex preus Case-Shiller 20 àrees metropolitanes, variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'S&P/Case-Shiller.

dors econòmics corresponents als mesos de desembre i de gener. En particular, destaquen la caiguda de l'índex de sentiment empresarial en la versió de manufactures (ISM), que va passar dels 56,5 punts del desembre als 51,3 del gener, i el descens intermensual del 0,4% de les vendes minoristes i del 0,3% de l'índex de producció industrial (per a aquest últim indicador, es tracta de la davallada més important des del 2009). Sens dubte, el mal temps ha incidit en aquest mal comportament, però és difícil quantificar-ne l'abast. Sorprenentment, el temporal no va afectar l'índex ISM de serveis, que va pujar un punt, fins als 54,0, al gener. Per la seva banda, l'últim registre de l'any de l'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge continua ratificant el bon to del mercat immobiliari (+13,4% interanual al desembre per a l'índex, que engloba 20 àrees metropolitanes).

JAPÓ

El PIB del Japó en el 4T 2013 va decebre, a causa del sector exterior, tot i que ho considerem una ensopagada passatgera.

El PIB del Japó va avançar un modest 0,3% intertrimestral (el 2,7% interanual), per sota de les nostres previsions i de les del consens d'economistes. Això situa el còmput total de l'any 2013 en l'1,6% i ens obliga a rebaixar lleugerament la nostra previsió per al 2014 (fins a l'1,4%). Una revisió mínima (d'una dècima), gràcies a la solidesa que atribuïm al consum i a la inversió del país. Per components de demanda, el sector exterior (amb unes exportacions en desacceleració i unes importacions inflades per la factura energètica) va ser el principal culpable del feble registre. En canvi, la demanda interna (consum privat i inversió) va mostrar un to vigorós, tot i que una bona part de la millora es podria atribuir a l'anticipació del consum abans de l'increment de l'IVA a l'abril.

En el pla dels preus, la deflació s'allunya per complet del panorama japonès, però amb matisos.

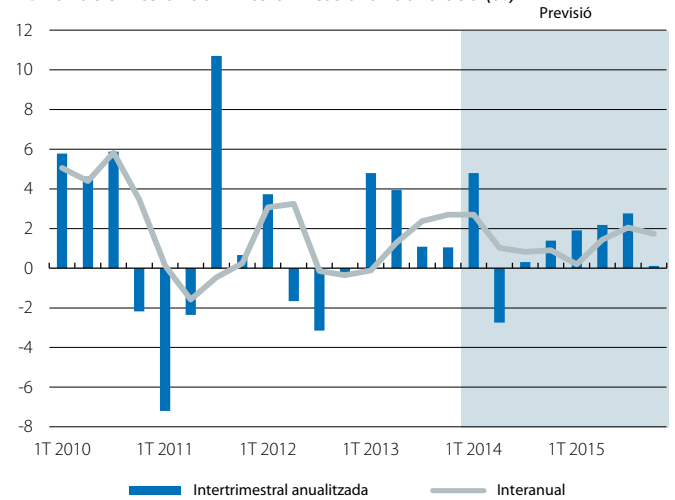
L'IPC va pujar l'1,4% interanual al gener, molt per damunt del 0,4% del 2013. L'índex subjacent (sense energia ni aliments, elements més volàtils) va avançar el 0,6% interanual. En aquest context, és essencial promoure pujades salarials per assolir l'objectiu del Banc Central del 2% d'inflació. En particular, en el salari bàsic, ja que constitueix el 80% de la remuneració total dels assalariats. Fins ara, el repunt del novembre i del desembre s'ha basat en l'increment de les hores extres. El matís en els preus arriba pel deflactor del PIB, que mesura el nivell de preus de tots els béns i serveis produïts en l'economia, que se situa, encara, en terreny negatiu en termes interanuals (-0,5% en el 4T 2013).

EMERGENTS

La Xina estrena any amb alguns signes de feblesa, els quals no són preocupants en el context del desitjat reequilibri des de la indústria i la inversió cap als serveis i el consum. A la Xina, la publicació d'indicadors ha estat escassa, a causa de les festivitats de l'any nou. La distorsió en les dades que provoca anualment aquesta festivitat (que enguany ha caigut al final de gener, i les celebracions de la qual s'han allargat durant la primera setmana de febrer) és la causa que molts dels indicadors

Japó: el PIB avança per sota del previst

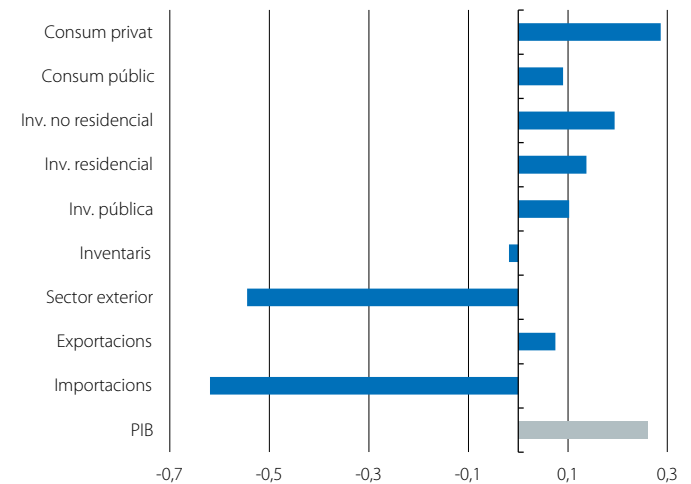
PIB variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



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

Japó: el sector exterior decep

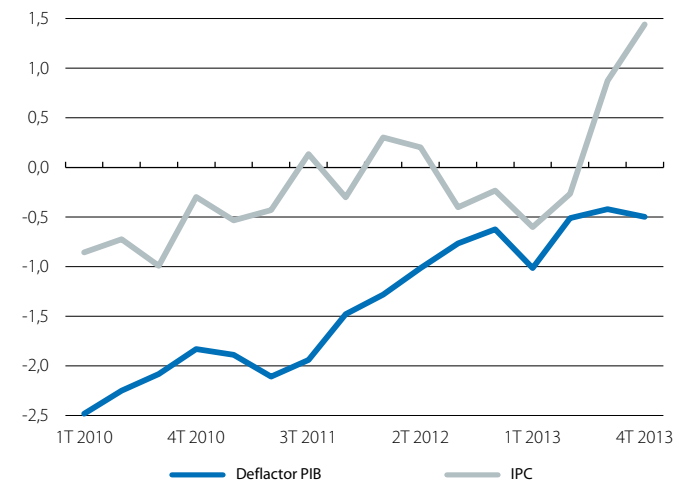
Contribució a la variació intertrimestral en el 4T (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Cabinet Office.

Japó: la deflació s'allunya moderadament

Variació interanual (%)



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

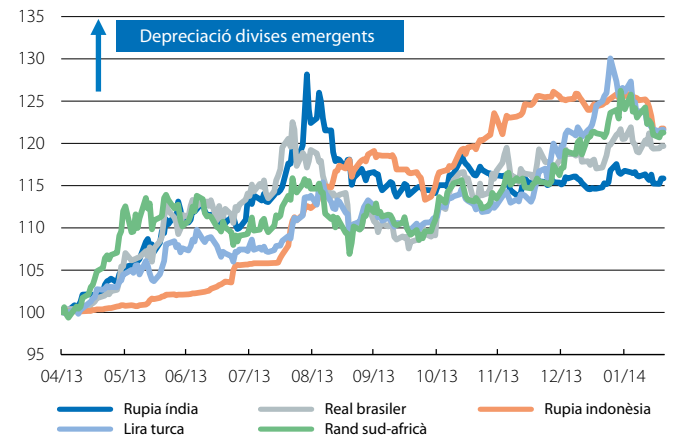
de caràcter mensual es publiquin en una versió bimestral per al conjunt del gener i del febrer. Així i tot, els indicadors que sí s'han conegut han mostrat un panorama mixt. Destaca la segona davallada consecutiva de l'índex PMI de gestors de compres de manufactures, tant en la versió oficial com en la privada (elaborada per Markit/HSBC). En canvi, el sector exterior va tornar a mostrar el vigor de temps passats. Al gener, i contra tot pronòstic, les exportacions van créixer el 10,6% interanual, xifra que cal comparar amb el 7,9% del total del 2013. Les importacions van fer el mateix i van avançar el 10,0%, per damunt del 7,2% del 2013.

Als altres emergents, l'episodi de tensions financeres iniciat cap a la meitat de gener ha anat remetent, però el risc continua sent elevat. Un aspecte destacat és que no ha tingut lloc un contagi generalitzat i no hi ha hagut una escalada de la crisi. Els inversors discriminen entre països, i les economies més castigades coincideixen amb les que ja van patir més estrès al maig-juny del 2013 (els «BIITS», és a dir Brasil, Índia, Indonèsia, Turquia i Sud-àfrica). Es tracta de països que necessiten corregir considerables desequilibris macroeconòmics (tant interns com externs). Així mateix, també cal destacar l'actuació decidida i contundent dels respectius bancs centrals, que ha permès calmar les pressions.

En aquest context, algunes de les dades conegudes dels emergents donen més pistes sobre la seva evolució. A l'Índia, el descens de la inflació i la millora en el dèficit per compte corrent destaquen positivament. Així, l'índex de preus a l'engròs, seguit pel Banc Central del país fins al gener, ha passat del 7,5% interanual del novembre del 2013 al 5,0% del gener. Tot i que aquesta davallada és deguda, en gran part, al descens puntual del component d'aliments, les millores en matèria monetària haurien d'ajudar a ancorar la inflació. En aquest sentit, el comitè de política monetària del país ha aconsellat establir un objectiu explícit i únic d'inflació. Així mateix, l'últim dia del mes també hem conegut que el país asiàtic va avançar el 4,7% interanual en el 4T 2013, lleugerament per sota del 4,8% del trimestre anterior. Malgrat que es tracti d'un creixement significatiu, se situa encara per sota del seu potencial, que situem a la zona del 6%-6,5%. D'altra banda, Indonèsia també va millorar el seu avanç i, amb el 5,7% interanual en el 4T 2013, va deixar el creixement del total de l'any en el 5,8%, per damunt de les nostres previsions i de les del consens d'economistes. A l'Amèrica Llatina, el Brasil va créixer l'1,9% interanual en el 4T 2013 (el 2,2% en el 3T), en línia amb les previsions. Així i tot, l'evolució dels últims indicadors, la pujada del tipus d'intervenció (fins al 10,75% el 26 de febrer) i l'anunci d'una reducció de la despesa pública fan que esperem un creixement, només, del 2,0% per al 2014 (el 2,3% el 2013). Mèxic, al seu torn, va créixer el 0,7% interanual en el 4T 2013, per sota del previst, i va situar la taxa anual en l'1,1%. No obstant això, els últims indicadors disponibles i les perspectives favorables dels EUA justifiquen que mantinguem la previsió per al 2014 en el 3,5%.

Emergents: els cinc febles centren breument l'atenció dels mercats

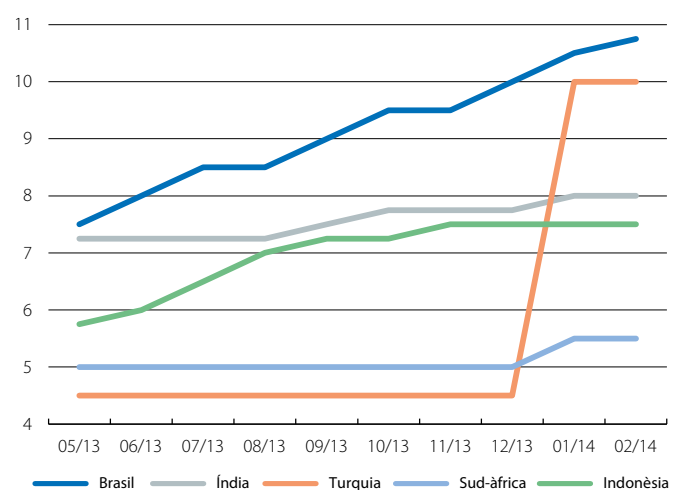
Tipus de canvi en relació amb el dòlar, dades diàries (Índex, maig 2013 = 100)



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

Emergents: actuacions ràpides dels cinc febles

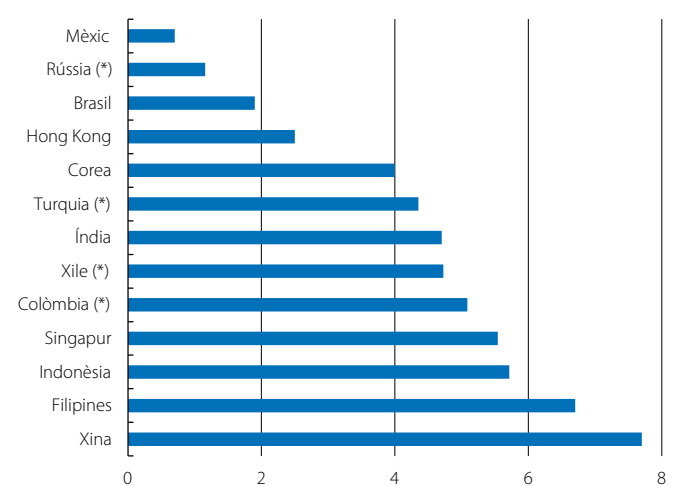
Tipus d'interès oficial (%)



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

Emergents: creixement del PIB en el 4T 2013

Variació interanual (%)



Nota: (*) Dades del 3T, en lloc del 4T.

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