

ECONOMIA INTERNACIONAL

La principal novetat del mes ha vingut de l'àmbit de la política econòmica, amb la decisió de la Reserva Federal de mantenir, per ara, l'expansió monetària sense canvis. Aquesta resolució hauria d'ajudar a consolidar la recuperació econòmica als EUA i a les economies emergents, en especial a les que han estat sotmeses a més pressions financeres (vegeu Focus «Emergents en dificultats: qui és qui?»).

ESTATS UNITS

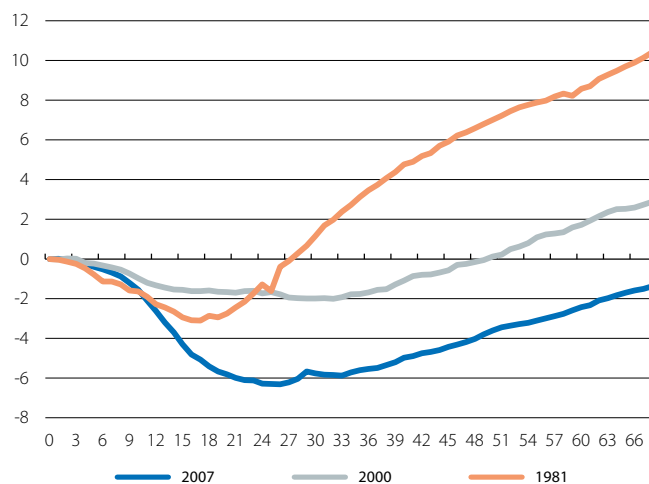
La Reserva Federal sorprèn en no iniciar el *tapering*, però la decisió té el suport dels indicadors macroeconòmics més recents. El passat 18 de setembre, quan majoritàriament s'esperava que la Reserva Federal anunciés una reducció en el programa de compra de bons (*tapering*), el seu president, Ben Bernanke, va sorprendre amb l'anunci de l'ajornament de la mesura. Més enllà de la reacció favorable dels mercats, que van aplaudir el manteniment de la liquiditat amb alces en els actius de riscs, és important destacar que la decisió de la Fed s'ha basat en tres arguments. El primer, i segurament el fonamental, és la lectura que el banc central nord-americà fa dels últims indicadors, en especial de la insuficient reactivació del mercat laboral. Un segon aspecte que la Fed ha subratllat ha estat el tensionament excessivament ràpid de les condicions monetàries. Finalment, esmenta explícitament com a risc a curt termini la incertesa que envolta els imminents debats fiscals que es desenvoluparan a l'octubre, mes en què s'assolirà el sostre de deute públic i que s'ha iniciat amb el tancament temporal d'una sisena part dels serveis federals (*shutdown*), la qual cosa pot tornar a obrir la possibilitat d'una suspensió de pagaments federals. A més d'aquesta valoració, la Fed ha actualitzat les projeccions econòmiques, entre les quals destaca la revisió a la baixa del creixement previst per al 2014.

Certament, considerades en conjunt, les últimes dades dibuixen un panorama econòmic amb clarobscurs, que permet diferents matisos interpretatius, inclosos els de la mateixa Fed. Les xifres més positives són les que fan referència a l'activitat empresarial. Els indicadors ISM de sentiment empresarial de l'agost, en especial el del sector serveis, palesen que l'expansió va continuar avançant en 3T. El to del consum no és tan exuberant, però tampoc no és negatiu, com ho testifica l'avanç a l'agost de la confiança del consumidor fins als 81,0 punts. Així i tot, cal recordar que els nivells actuals estan lluny de la tendència a llarg termini.

La bateria d'indicadors del sector immobiliari, amb xifres satisfactòries en vendes i en preus, tampoc no ha estat negativa. Així, l'índex de vendes d'habitatges de la National Association of Home Builders va mantenir, al setembre, ritmes d'avanç similars als del juliol i a l'agost, mentre que l'indicador Case-Shiller de preus va registrar, al juliol, el dissetè mes consecutiu d'augment. No obstant això, al sector immobiliari, preocupa el ràpid ascens dels tipus hipotecaris, que han pujat 1,1 punts per-

EUA: recuperacions de l'ocupació

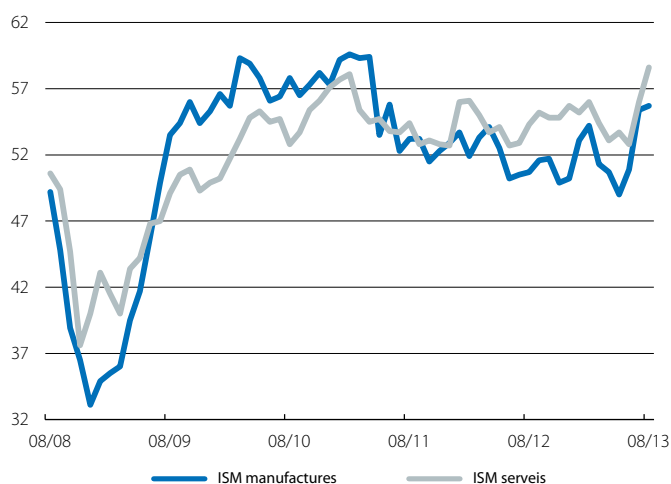
% en relació amb el nivell d'ocupació al començament de la crisi



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

EUA: indicadors d'activitat

(Índex)

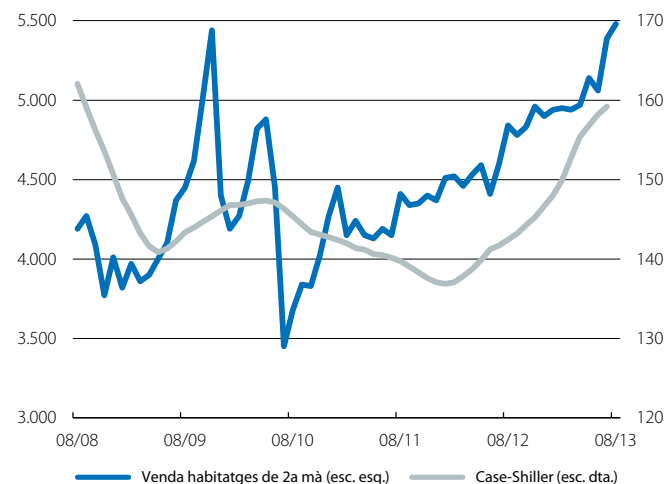


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'ISM.

EUA: venda d'habitatges i preu

(Milers)

(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades NAR i d'Standard & Poor's.

centuals des de l'abril, fins al 4,5%. En un altre ordre de coses, cal esmentar que l'evolució de la inflació continua sent continguda, amb un avanç de l'1,5% interanual a l'agost.

En aquest context de dades moderadament positives i coherents amb les previsions, les xifres del mercat laboral van decebre. Tot i que la recuperació laboral no es trunca, continua a un ritme inferior a l'esperat, amb la creació, només, de 169.000 llocs de treball nets a l'agost (la previsió era de 180.000, aproximadament) i amb la revisió a la baixa de les xifres del juny i del juliol. A més a més, la reducció mínima de la taxa d'atur, només d'una dècima percentual, fins al 7,3%, ha estat conseqüència, principalment, d'una disminució de la població activa. Per completar un quadre que, tot i no ser pessimista, és una mica frustrant, a l'agost, han disminuït tant la taxa d'ocupació com la taxa d'activitat.

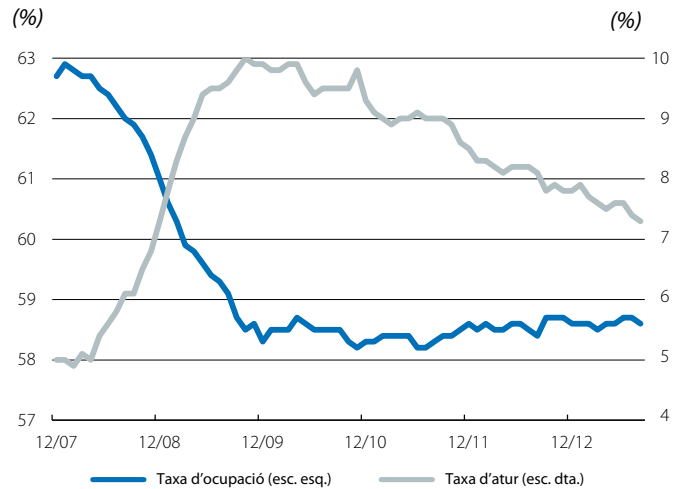
Basant-nos en tot el que s'ha exposat fins ara, mantenim sense canvis les nostres previsions de creixement per al 2013 i el 2014, però els riscos s'intensifiquen lleugerament. Considerem que les dades sustenten la nostra previsió per al 2013 (creixement de l'1,6%) i per al 2014 (avanç del 2,8%). Així i tot, cal reconèixer que els riscos que el creixement registrat sigui, finalment, inferior al previst han augmentat lleugerament. A curt termini, el nostre escenari considera que l'ajust d'existències, l'acumulació de les quals va ser molt important en 2T, pot frenar el creixement. A més a més, cal esmentar el risc que les negociacions pressupostàries retardin decisions d'inversió i de consum en el tram final del 2013. Pel que fa al pròxim exercici, i més enllà, ens preocupa en especial que el determinant últim del consum (l'ocupació) continuï creixent a un ritme insuficient. Mentre la renda mitjana de les llars no s'incrementi de forma apreciable, sembla improbable esperar creixements sostenibles del consum superiors al 3%.

JAPÓ

La revisió a l'alça del PIB en 2T implica un major creixement el 2013, però també la confirmació de la pujada de l'impost sobre el consum. Malgrat que la primera publicació del PIB de 2T va sorprendre negativament, la revisió s'ha mogut en sentit contrari. El component revisat a l'alça ha estat la inversió, de manera que, ara, el creixement del PIB se situa en el 0,9% intertrimestral, enfront del 0,6% estimat inicialment. Aquest to més positiu de l'activitat es moderarà, probablement, en 3T, però, fins i tot així, esperem que, el 2013, el creixement arribi al 2,0% interanual.

Un cop coneguda la dada, el Govern ha confirmat l'augment de l'impost sobre el consum a l'abril del 2014, del 5% actual al 8%. Està previst que, el 2015, es produeixi un nou increment. Amb el deute públic en el 238% del PIB el 2012 i un dels IVA més baixos de les economies industrialitzades, la mesura pot ser considerada raonable. No obstant això, atès que aquest augment tindrà conseqüències recessives sobre el consum, el Govern adoptarà, probablement, mesures paliatives en forma de més despesa pública. L'efecte final de les dues decisions

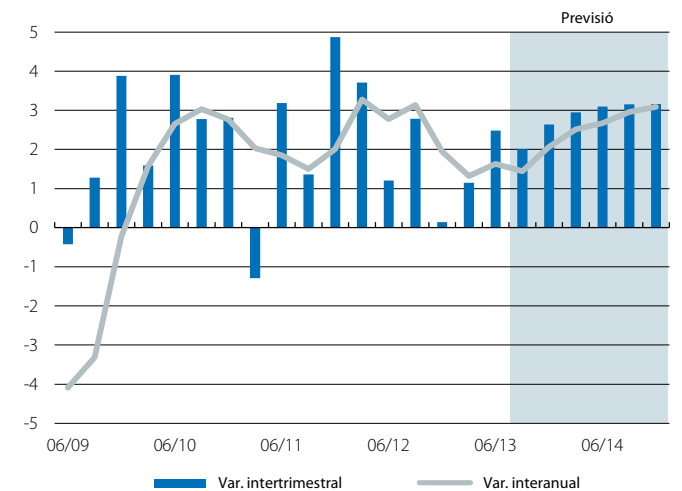
EUA: ocupació



Nota: Taxa d'ocupació definida com la 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: PIB

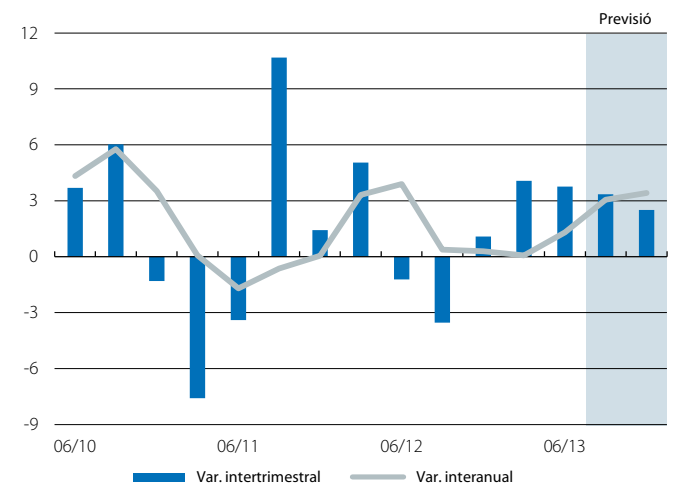
Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



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

Japó: PIB

Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



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

hauria de conduir, d'acord amb les nostres previsions, a un creixement el 2014 lleugerament inferior al previst: l'1,8%, enfront del 2,0% esperat anteriorment.

ECONOMIES EMERGENTS

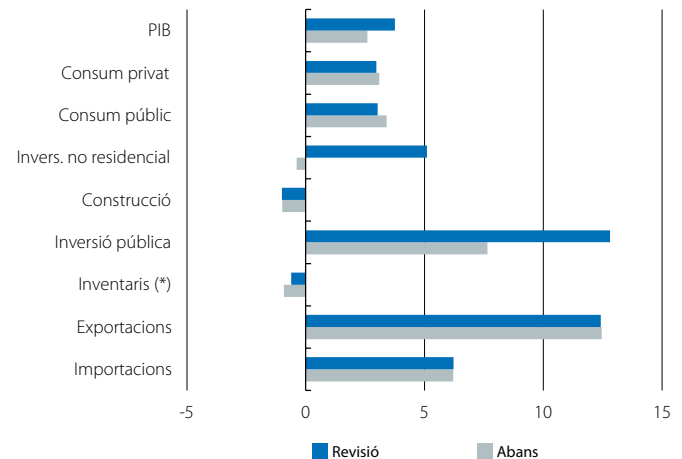
Sembla que la Xina ha reprès progressivament la tònica d'activitat, com es desprèn de l'acceleració, a l'agost, de la producció industrial, de les vendes al detall i de la inversió en actius fixos. Per la seva banda, el sector exterior continua redreçant la seva situació (a l'agost, el superàvit exterior acumulat de 12 mesos va superar en un 45% el d'un any abans), mentre que la inflació es manté estable, amb una millora del 2,6% interanual a l'agost. L'avanç de l'indicador PMI d'activitat empresarial, que, al setembre, va assolir un màxim de sis mesos, suggereix que la tendència a la recuperació continua.

El Brasil, en canvi, perd impuls al llarg de 3T. Després de sorprendre de forma favorable en 2T, els indicadors més recents mostren que l'avanç del PIB en 3T pot haver cedit en dinamisme. L'indicador PMI es va situar, al juliol i a l'agost, per sota del llindar dels 50 punts, la qual cosa indicaria contracció de l'activitat empresarial, i la confiança del consumidor també va recular al juliol. La dada negativa de les exportacions completa un panorama en què no s'albiren, a curt termini, palanques potents de creixement, tot i que, certament, això podria canviar si el to de la Xina es torna obertament expansiu. En canvi, el pols conjuntural de Mèxic és millor. Després d'una frenada inesperada de l'activitat en 2T, els indicadors (en particular, l'indicador PMI i el d'activitat avançat) suggereixen que el creixement s'accelerarà durant la segona meitat del 2013.

La conjuntura turca mostra senyals de reescalfament. Tot i que el creixement de 2T va sorprendre positivament, amb un avanç del PIB del 4,4% interanual, superior a l'esperat, sembla que aquesta dinàmica serà difícilment sostenible a mitjà termini. Tenint en compte que la inflació escala posicions (amb un augment superior al 8% interanual a l'agost), que el crèdit privat s'accelera cap a la zona del 30% interanual en 2T i que el dèficit corrent voreja la franja del 7% del PIB en aquest mateix període, és probable que, en els pròxims temps, el Govern posi en marxa una combinació de mesures restrictives (nous augments del tipus d'interès, com el que es va produir a l'agost; fixació de límits al crèdit bancari...) que tractin de rebaixar les necessitats de finançament exterior.

Japó: PIB

Variació intertrimestral anualitzada (%)



Nota: () Inventaris, contribució a la variació interanual del PIB. Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.*

Xina: indicadors econòmics en perspectiva

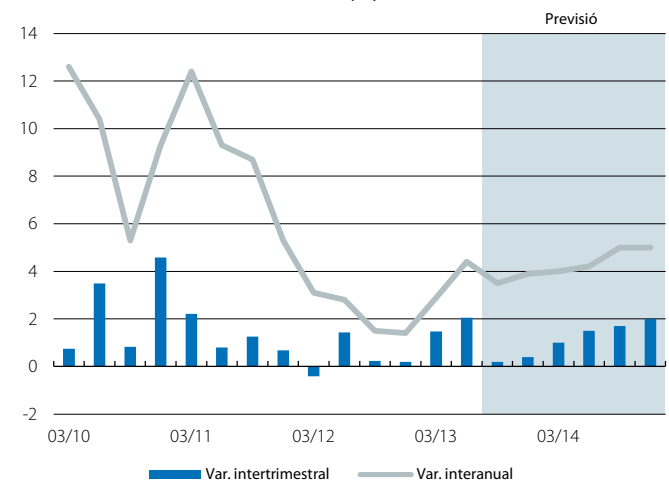
Variació interanual (%)

	Última dada	Període anterior	2012
PIB	7,5	7,7	7,7
Producció industrial	10,4	9,7	10
Producció elèctrica	8,1	5,3	4,3
Vendes al detall	13,4	13,2	14,3
PMI manuf. (oficial)**	51,0	50,3	-
PMI manuf. (HSBC)**	51,2 flash	50,1	-
Exportacions	7,2	5,1	8,0
Importacions	7,0	10,9	4,3
Inversió(*)	20,3	20,1	20,6
Crèdit bancari	14,1	14,3	15,7
Preus al consum	2,6	2,7	2,7

Notes: () Inversió acumulada en capital fix urbana. (**) Valor. Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream i de Markit.*

Turquia: PIB

Variació interanual i intertrimestral (%)



Nota: La sèrie intertrimestral està ajustada estacionalment, mentre que la interanual no ho està. Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística.