

## CONJUNTURA · Perspectiva de millora després de l'ensopegada del primer trimestre

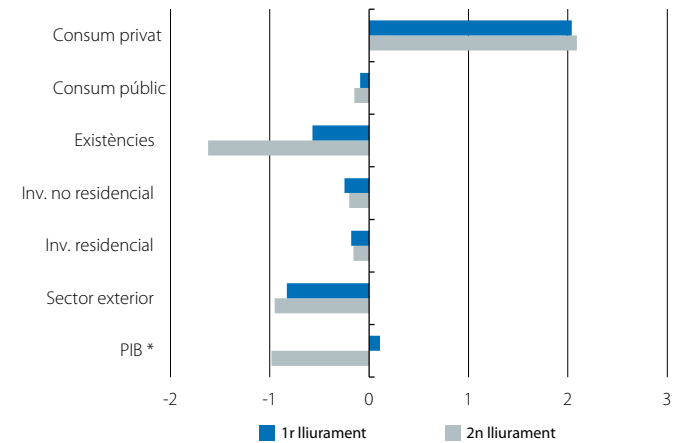
**Els EUA i la Xina es reactiven mentre la disparitat continua sent la tònica dominant a la resta de països.** Els indicadors més recents de les dues grans locomotores del món sustenten el pronòstic de millora per al que queda d'any. L'economia nord-americana comença a recuperar tracció en un context on destaca la recuperació del mercat laboral. A la Xina, sembla que la desacceleració s'atura, i, a més a més, el Govern ha adoptat diverses mesures per neutralitzar els riscos que planen sobre el país i per assegurar que s'assoleixi l'objectiu oficial de creixement. A la resta d'economies, la disparitat es confirma com a nota distintiva: el Japó patirà els efectes de la pujada de l'IVA; l'Índia i Indonèsia comencen a corregir els desequilibris, i el Brasil continua estancat en la mediocritat.

### ESTATS UNITS

**L'economia nord-americana reprèn la línia ascendent,** després d'un 1T en què va patir més del que s'havia calculat inicialment els efectes del mal temps. En efecte, l'avanç del PIB en el 1T 2014 va ser revisat a la baixa del 2,3% interanual al 2,0% (del 0,1% intertrimestral anualitzat al -1,0%). Aquesta revisió és atribuïble, en la seva integritat, al component de les existències, mentre que la xifra relativa a la demanda final es va mantenir. Això té implicacions positives per als pròxims trimestres. De fet, el balanç de l'àmplia bateria d'indicadors coneguts durant el mes de maig se salda en positiu. Destaquen la majoria d'índexs de sentiment empresarial i de confiança dels consumidors. Així, l'ISM de manufactures de l'abril va pujar fins als 54,9 punts des dels 53,7 del març; el seu homòleg en serveis també va millorar a l'abril (fins als 55,2 punts des dels 53,1 del març), i l'avanç del PMI de manufactures del maig, elaborat per Markit, es va situar en els 56,2 punts des dels 55,4 de l'abril. En la mateixa línia, l'índex de confiança del consumidor del maig del Conference Board es va enfilars fins als 83,0 punts, amb el suport de la millora del component que valora la situació actual i del que té en compte les expectatives de futur. No obstant això, van decebre les vendes al detall (+0,1% intermensual a l'abril) i la producció industrial (-0,6% intermensual a l'abril).

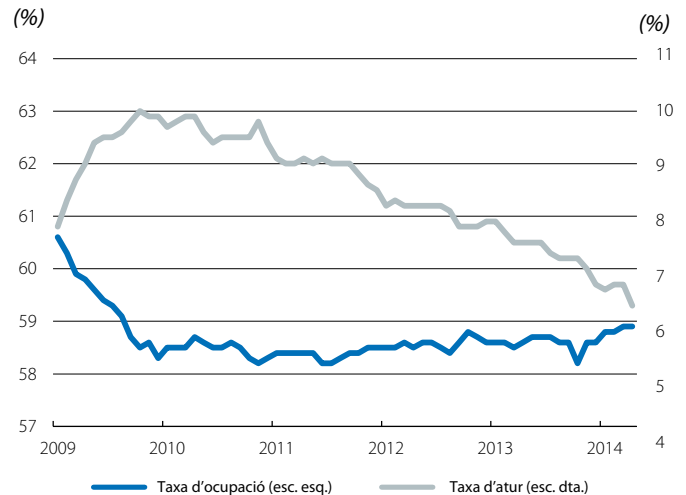
**El mercat de l'habitatge prossegueix la recuperació, tot i que moderada.** L'índex Case-Shiller de preus a 20 grans àrees metropolitanes va augmentar el 12,4% al març en relació amb el mateix mes de l'any anterior. Des del començament del 2014, el ritme d'avanç dels preus s'està moderant. Sens dubte, les adverses condicions meteorològiques del 1T 2014, uns tipus hipotecaris que se situen 1 p. p. per damunt dels de l'any passat i unes condicions més dures per a l'obtenció de crèdit expliquen una bona part d'aquest alentiment. Així i tot, alguns dels últims indicadors del sector immobiliari indiquen que el sector preserva un bon to d'activitat en el 2T 2014. En particular, les vendes

**EUA: PIB per components de demanda**  
Contribució al creixement intertrimestral anualitzat del PIB 1T (p. p.)



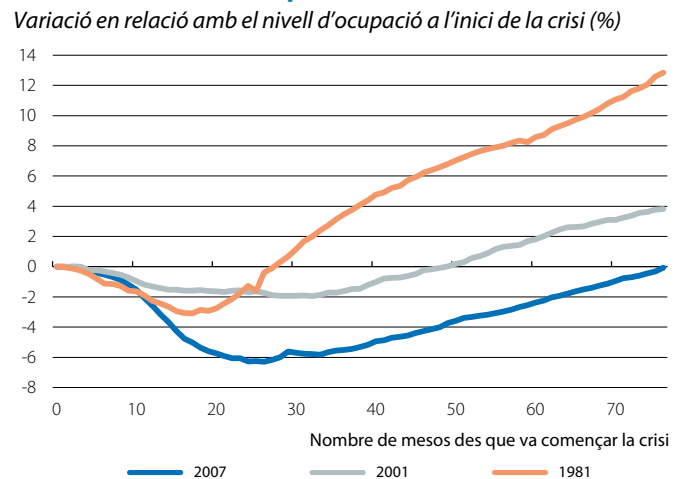
**Nota:** \* Variació intertrimestral anualitzada.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

### EUA: indicadors del mercat de treball



**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: evolució de l'ocupació



**Nota:** Mesos base: 1981: juliol 1981 = 0; 2001: desembre 2000 = 0; 2007: desembre 2007 = 0.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades del Departament de Treball.

d'habitatges de segona mà van créixer a l'abril per primera vegada des del començament d'enguany, i l'inici d'habitatges va pujar de forma significativa (+13,2%).

**El mercat laboral continua millorant, tot i que encara ho fa amb matisos.** L'abril va tornar a sorprendre de forma positiva amb bones dades d'ocupació, ja que es van crear 288.000 llocs de treball, una xifra molt superior a la mitjana mensual dels mesos d'hivern (150.000). Així mateix, la taxa d'atur va baixar 4 dècimes, fins al 6,3%. Aquestes bones notícies van quedar una mica enfosquides pel descens de la taxa d'activitat (del 63,2% del març al 62,8% de l'abril), la qual cosa podria indicar un nou repunt de l'efecte descoratjament entre els aturats. Atesa aquesta millora gradual però encara incompleta, la Fed ha decidit retirar l'objectiu numèric del 6,5% sobre la taxa d'atur de la política d'orientació monetària. Uns salaris estancats a l'abril confirmen aquesta visió d'infrautilització de recursos (o *slack*) al mercat laboral. Així i tot, és important vigilar els signes que podrien estar delatant un canvi de tendència (com les enquestes empresarials sobre les perspectives d'augment en els salaris, on ja s'albiren pujades).

**La inflació augmenta, però lluny encara de presentar tensions preocupants,** la qual cosa permet que la normalització monetària segueixi un curs lent. L'IPC de l'abril va pujar el 2,0% interanual i es va accelerar en relació amb l'1,5% del març, però es manté encara en nivells baixos. Per la seva banda, l'IPC subjacent (sense energia ni aliments) es va situar en l'1,8% interanual, que cal comparar amb l'1,6% del mes anterior. Ara com ara, no apreciem pressions inflacionistes en l'evolució dels preus ni en les expectatives dels agents. El nostre escenari central preveu una inflació mitjana de l'1,7% el 2014 i de l'1,8% interanual al final de l'any.

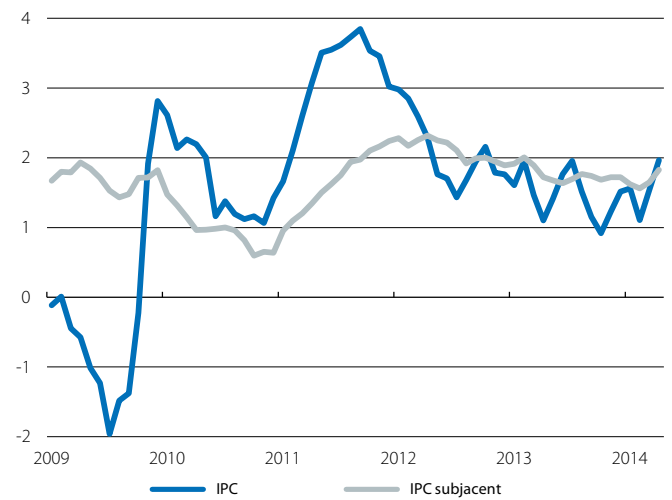
**JAPÓ**

**Sorpresa favorable de creixement en el 1T de l'any,** atribuïble a l'anticipació de despesa per l'alça de l'IVA efectiva des de l'1 d'abril. El PIB del Japó va avançar l'1,5% intertrimestral (el 2,7% interanual), molt per damunt del 0,1% del trimestre anterior (el 2,5% interanual), esperonat pel consum privat i per la inversió en equipament en avançar-se les compres per evitar la pujada de l'IVA. El caràcter transitori d'aquesta embranzida ens fa revisar només marginalment la previsió per al 2014 (puja 1 dècima, fins a l'1,4%). Així mateix, també es va revisar a l'alça l'avanç per al còmput total del 2013 (fins a l'1,6%).

**Gairebé tots els indicadors recents pateixen distorsions per l'augment de l'IVA,** de forma anàloga a aquest efecte observat en el PIB. En conseqüència, serà necessari esperar uns mesos abans de poder-ne valorar l'impacte definitiu. Per exemple, l'economia nipona va reduir el dèficit comercial de l'abril, en gran part per la desacceleració de les importacions, la demanda de les quals havia augmentat en els mesos anteriors. Tot i que les exportacions també van afavorir la correcció (+3,7% interanual), els avanços encara són escassos. En aquest sentit, continua sent motiu de sorpresa i de preocupació l'escassa capacitat del ien feble per estimular les exportacions, que se situen encara el 18% per sota dels nivells del final del 2007.

**EUA: IPC**

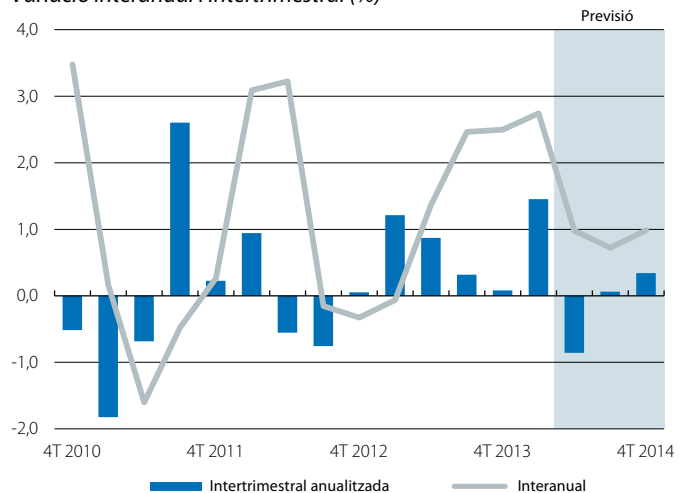
Variació interanual (%)



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

**Japó: PIB**

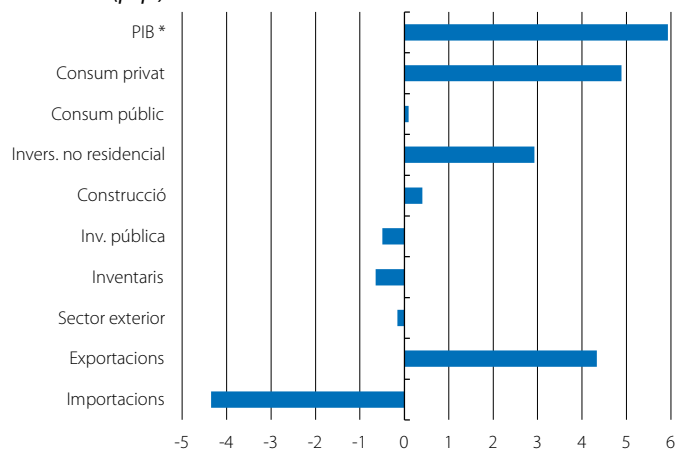
Variació interanual i intertrimestral (%)



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

**Japó: PIB per components de demanda**

Contribució al creixement intertrimestral anualitzat del PIB 1T (p. p.)



Nota: \* Variació intertrimestral anualitzada. Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.

**En aquest entorn, els preus sorprenen a l'alça a l'abril.** Això podria retardar l'aplicació de mesures expansives addicionals a càrrec del banc central, que havíem pronosticat per al començament de l'estiu. L'IPC de l'abril va augmentar el 3,4% interanual, una xifra anormalment elevada si la comparem amb l'1,6% interanual del març. També aquí és clau l'efecte de l'augment de l'IVA a l'abril. Així i tot, l'increment se situa per damunt de les estimacions del consens, que ja tenien en compte aquest efecte. Per la seva banda, l'índex subjacent (sense energia ni aliments) va avançar el 2,2% interanual.

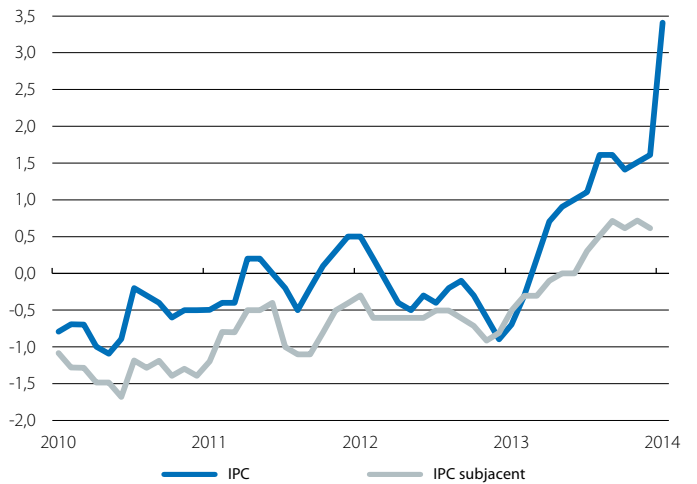
**EMERGENTS**

**A la Xina, els últims indicadors d'activitat donen suport al pronòstic d'un creixement significatiu,** del 7,5% el 2014. El sector exterior va sorprendre de forma favorable. A l'abril, les exportacions van avançar el 0,9% interanual, després de dos mesos de caigudes interanuals. Aquestes xifres semblen molt pobres en comparació amb l'avanç del 7,9% registrat el 2013, però cal tenir present que, durant els quatre primers mesos del 2013, el registre exportador va ser anormalment elevat a causa de factors puntuals (*overinvoicing*), la qual cosa desllueix comparativament les xifres d'enguany. Per la seva banda, l'índex *flash* del PMI manufacturer elaborat per Markit va pujar fins als 49,7 punts, nivell màxim dels cinc últims mesos. L'avanç ha estat especialment important en el component exportador, la qual cosa ratifica la millora observada en les exportacions de l'abril segons la balança de pagaments. Així mateix, l'Executiu no ha dubtat a l'hora de desplegar diferents actuacions de política econòmica anticíclica: en l'àmbit fiscal (amb l'augment del «miniestimul» anunciat a l'abril) i en el monetari (amb injeccions de liquiditat i reduccions en el coeficient de caixa), entre d'altres.

**Es confirma la disparitat de fortunes entre la resta de grans emergents.** En positiu, l'Índia i Indonèsia avancen en la correcció dels desequilibris (dèficit per compte corrent i inflació). En aquest context, Indonèsia va créixer menys del que s'esperava en el 1T 2014, el 5,2% interanual, el ritme més baix en cinc anys. El veto governamental a les exportacions mineres, amb el propòsit de prioritzar les manufactures locals, explica aquesta moderació a l'inici de l'any. Per la seva banda, a l'Índia, l'àmplia victòria electoral de Narendra Modi ha estat molt ben acollida pels mercats i podria ser clau per al desenvolupament de reformes inclusives per al país. A Llatinoamèrica, Mèxic i el Brasil registren dades de creixement febles en el 1T. En particular, Mèxic va créixer l'1,8% interanual, per sota de les expectatives del consens, que se situaven en el 2,0%. Dos factors expliquen aquest menor registre: la desacceleració de l'economia nord-americana en el 1T i la pujada impositiva. No obstant això, uns desequilibris continguts i una recuperació del to nord-americà donaran suport a unes perspectives raonables per a la segona economia de la regió (del 2,9% el 2014). D'altra banda, el Brasil va avançar l'1,9% interanual, que cal comparar amb el 2,2% del trimestre anterior. En aquest cas, les perspectives de creixement són menys favorables, en especial davant d'unes tensions inflacionistes que no donen treva. Malgrat aquestes tensions, el banc central no va moure fitxa en l'última reunió i va deixar la taxa SELIC en l'11%.

**Japó: IPC**

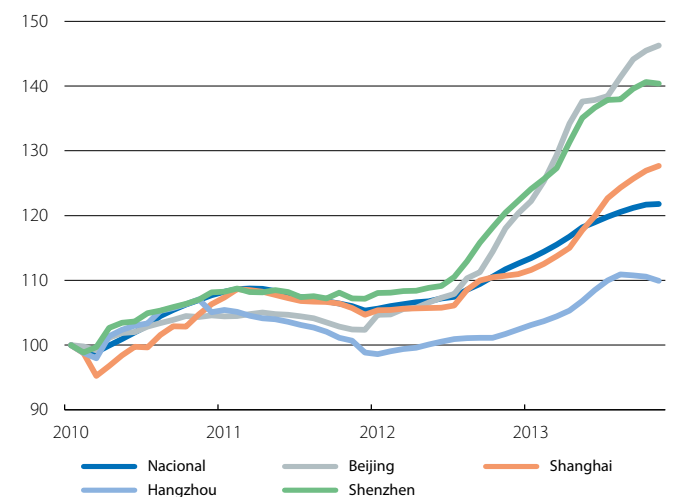
Variació interanual (%)



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

**Xina: preu de l'habitatge**

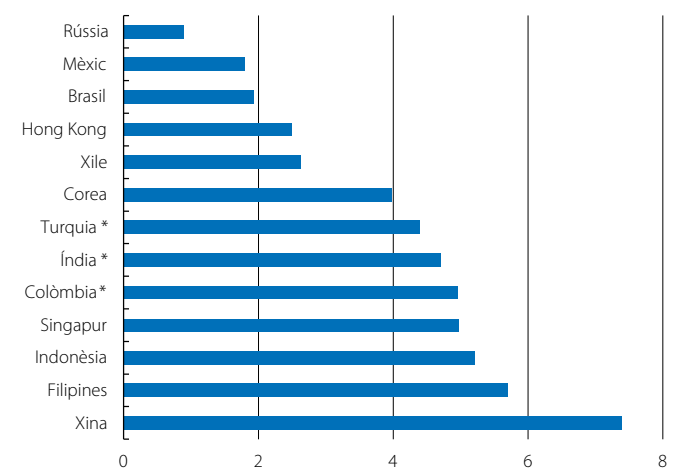
Índex (juny 2010 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de China Real Estate Index System (CREIS) (SouFun.com).

**Emergents: creixement del PIB en el 1T 2014**

Variació interanual (%)



Nota: \* Dades per al 4T 2013, en lloc del 1T 2014.

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