

ECONOMIA INTERNACIONAL

Les últimes dades conegudes revelen un ritme d'activitat als emergents una mica inferior al previst, en especial a la Xina. Al to relativament moderat del seu cicle econòmic, s'ha afegit el canvi de retòrica de la Fed, que, veient una millora continuada al mercat laboral dels EUA, ha posat data de caducitat a l'últim programa de compres (QE3). Els dos factors expliquen la venda d'actius emergents, la qual, si persisteix, podria complicar la reacceleració de les economies amb més vulnerabilitats.

ESTATS UNITS

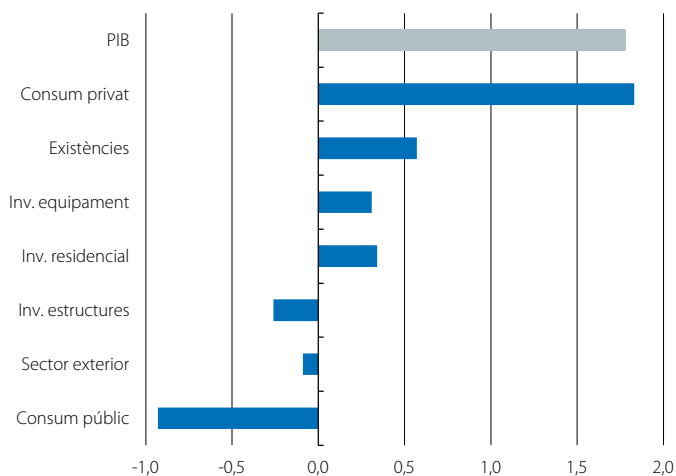
En aquest entorn de contenció emergent, es va revisar a la baixa el PIB del primer trimestre dels EUA (de l'1,8% a l'1,6% interanual). Una revisió inesperada que, malgrat tot, no altera el nostre escenari de recuperació moderada i que ens empeny a revisar mínimament la previsió d'avanç del 2013 (del 2,0% a l'1,9%) pels efectes de base. La major part de la correcció a la baixa de la dada del primer trimestre s'explica per la revisió del consum privat, en concret en serveis, tot i que es manté com el principal factor d'arrossegament. Per la seva banda, la inversió productiva, també revisada a la baixa, s'hauria de veure impulsada, tard o d'hora, per unes millors condicions financeres i per uns beneficis empresarials que continuen sent elevats.

El calendari que ha establert la Fed per a la normalització progressiva de la política monetària dóna suport a aquesta visió de recuperació sostinguda i amb menys riscos de recaiguda. El 19 de juny, el president de la Reserva Federal va plantejar un possible calendari de retirada del QE3 que començaria cap al final del 2013 i que acabaria cap a la meitat del 2014, sempre que l'evolució laboral continuï sent positiva. Concretament, la Fed supedita el final del programa a una millora de la taxa d'atur, del 7%, i les pujades posteriors del tipus d'interès a una taxa d'atur del 6,5% (al maig, va ser del 7,6%) (vegeu Focus «Fed: una cosa és dir i l'altra és fer» i «La controvertida "estratègia de sortida" de la Reserva Federal»). Tot plegat, en un context de baixa inflació, que deixa marge per a polítiques expansives si fos necessari.

La majoria d'indicadors d'activitat de l'economia nord-americana corroboren l'avanç de la recuperació. L'índex de confiança dels consumidors del Conference Board va pujar en 7 punts al maig, més del que s'esperava, i va assolir el nivell màxim des del gener del 2008 (76,2 punts). Una bona part del vigor del consum es basa en la recuperació continuada, tot i que encara amb riscos, de l'immobiliari. En aquest sentit, els preus dels habitatges es van mantenir a l'alça i ja sumen 15 mesos de pujades consecutives. Per la seva banda, el nombre d'habitatges iniciats va avançar, mentre que les vendes de cases de segona mà van créixer un robust 12,9% interanual. No obstant això, el gir restrictiu que s'ha atribuït (segurament de manera prematura) a la Fed s'ha traduït en un repunt significatiu del tipus hipotecari mitjà, que podria imposar riscos a la recuperació de l'immobiliari.

EUA: PIB

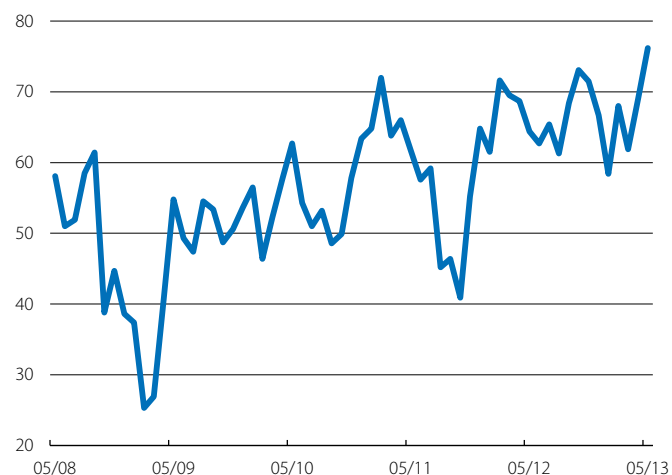
Contribució a la variació intertrimestral anualitzada (%)



Fonts: Bureau of Economic Analysis i "la Caixa" Research.

EUA: confiança del consumidor

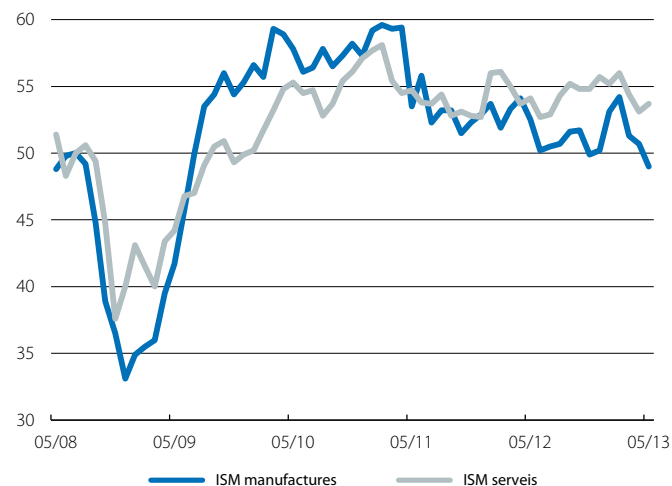
(Índex)



Fonts: Conference Board i "la Caixa" Research.

EUA: ISM

(Índex)



Fonts: ISM i "la Caixa" Research.

JAPÓ

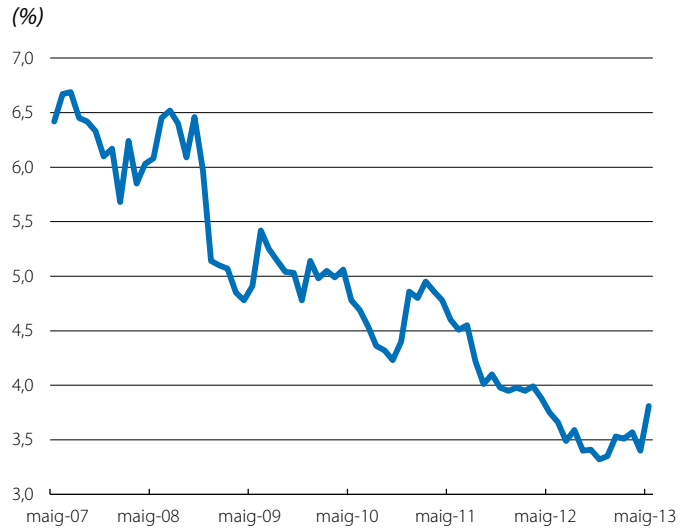
Mentre uns posen data de caducitat a les mesures expansives, uns altres només comencen. És el cas del Japó i l'Abenomics —programa impulsat pel primer ministre Shinzo Abe (d'aquí el sobrenom del programa) i que s'instrumenta en polítiques monetàries, fiscals i estructurals—, que busca alliberar l'economia nipona de les xarxes deflacionistes i donar un impuls definitiu al creixement. Ara com ara, l'expansió monetària iniciada al febrer del 2013 ha esperonat les exportacions japoneses (en valor, però no en volum), al mateix temps que el ien es depreciava. En concret, les exportacions van créixer el 7,9% interanual al maig, que cal comparar amb la reculada del 2,9% del 2012.

En aquest context expansiu, el Japó va revisar a l'alça el creixement del primer trimestre del 2013 (del 0,9% intertrimestral a l'1,0%). Aquesta revisió fa que situem en l'1,8% la nostra previsió d'avanç per al conjunt del 2013 (des de l'1,6% anterior) per l'efecte de base. No obstant això, de cara al 2014, la continuïtat d'aquest avanç continua pendent de les reformes estructurals de l'Abenomics i de la implementació o no de la pujada de l'IVA el 2014, aprovada fa un any i que podria interrompre o alentir el to expansiu actual. Així mateix, la revisió a l'alça de l'escenari de previsions macroeconòmiques considerat pel Banc Central es podria traduir en una expansió del balanç inferior a la prevista inicialment. En aquest cas, també matisaria l'ímpetu expansiu dels primers compassos del 2013.

Ara com ara, el tercer pilar de l'Abenomics no convenç. El primer ministre va apel·lar a la necessitat de «reactivar» l'economia japonesa fomentant la inversió privada i estrangera, protegint la innovació i l'emprenedoria, i millorant la regulació. No obstant això, algunes de les propostes d'actuació avançades per Abe Shinzo el passat 6 de juny (establiment de zones econòmiques especials, rebaixes fiscals en la IED o menors restriccions en la venda de medicaments) susciten dubtes sobre la profunditat de les reformes estructurals. S'espera que, després de les eleccions del juliol (cambra alta), s'anunciïn mesures més contundents.

La majoria d'analistes coincideixen en la necessitat d'abordar una reforma laboral profunda que, entre d'altres coses, dilueixi la dualitat actual (els treballadors amb alts drets adquirits coexisteixen amb altres treballadors molt menys protegits). Així mateix, caldria fomentar la participació de la dona al mercat de treball, amb un marge de millora significatiu a la societat nipona (per sota del 50%, enfront del 57% dels EUA o del 53,4% d'Espanya). Una tercera línia d'actuació s'hauria de centrar en la reducció de l'excés d'estalvi empresarial. Amb aquesta finalitat, un marc empresarial que doti de més poder l'accionista, per evitar l'excessiva acumulació d'efectiu (*cash hoarding*), i/o un marc fiscal que penalitzi aquesta acumulació són dues possibles vies d'actuació. Seguint en l'àmbit fiscal, també són necessàries mesures que canalitzin la sostenibilitat a llarg termini del deute públic (que supera de llarg, i en termes bruts, el 200% del PIB) i que compensin l'envelliment de la població.

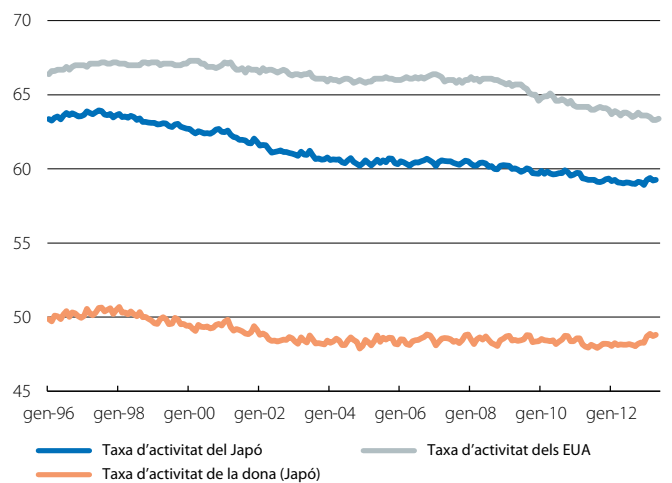
EUA: tipus hipotecari mitjà



Fonts: Thomson Reuters Datastream i "la Caixa" Research.

Japó i EUA: taxa d'activitat

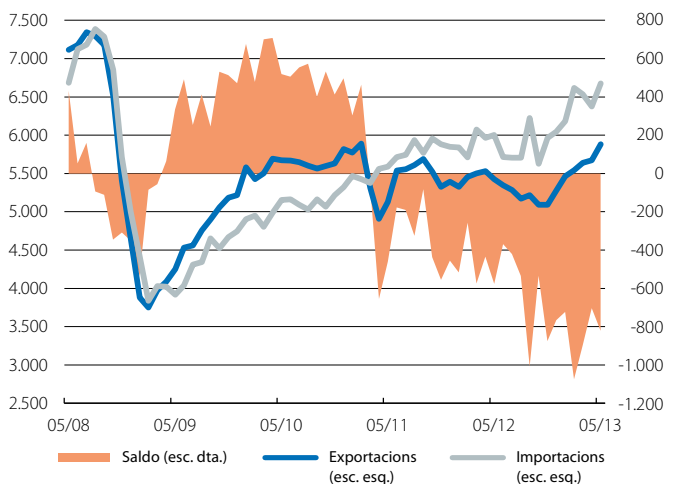
Població en edat de treballar (%)



Fonts: Thomson Reuters Datastream i "la Caixa" Research.

Japó: balança comercial

Dades mensuals (milers de milions de iens)



Fonts: Departament de Comerç i "la Caixa" Research.

ECONOMIES EMERGENTS

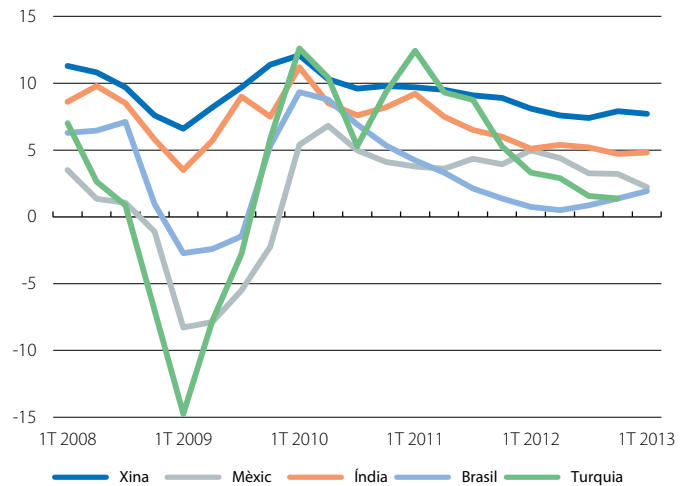
A l'altre costat del Pacífic, Mèxic avança en el procés de reformes estructurals (vegeu Focus «Mèxic: de reforma en reforma»). Per bé que aquestes reformes podrien consolidar un major creixement potencial a mitjà termini, l'estabilitat macroeconòmica promoguda en els últims anys serà de vital importància a curt termini. En especial, si es manté el replegament recent dels fluxos financers cap als mercats emergents.

En canvi, el Brasil, Turquia i l'Índia, amb uns desequilibris exteriors i fiscals significatius i sense un pla escrupolós de reformes en marxa, poden veure compromès el ritme d'avanç econòmic. A Turquia, els conflictes interns, que enfronten el Govern i la societat, juntament amb l'impacte de la Fed, han posat en evidència els punts més febles: una elevada dependència dels fluxos de capital exteriors (necessaris per finançar un dèficit per compte corrent situat al voltant del 6%) i les sempre presents tensions inflacionistes. El Brasil, afectat també per les revoltes populars, disposa de poc marge de maniobra fiscal o monetària per redreçar les tensions socials i el complex quadre macroeconòmic al qual s'enfronta, amb la inflació en màxims i el creixement tot just iniciant el repunt. Per la seva banda, l'Índia, entre els grans emergents, acumula els desequilibris per compte corrent i fiscals més severos i ho té més difícil per aconseguir el consens polític necessari per impulsar les reformes estructurals.

Els símptomes de moderació i les tensions de liquiditat susciten dubtes sobre la reacceleració xinesa. Uns indicadors d'activitat que mostren l'afebliment de l'activitat i la voluntat institucional de canviar de model (cap a un creixement més equilibrat) ens empenyen a revisar a la baixa el creixement del 2013 (del 7,9% al 7,6%) i del 2014 (del 8,4% al 7,8%). D'ençà que, al març, el Govern xinès va rebaixar l'objectiu de creixement per al 2013 fins al 7,5%, les notícies que ens arriben de l'executiu corroboren la voluntat de canviar de model. La intenció és basar-lo més en el consum intern i menys en l'exportació. Malgrat que això es traduiria en un creixement més equilibrat i sostenible a mitjà termini, comportarà importants ajustos durant el procés de transformació, que, inevitablement, alentiran la marxa del gegant asiàtic i imposaran alguns riscos. En aquest sentit, cal interpretar les actuacions recents de les autoritats xineses sota aquest prisma de creixement equilibrat. Així, per exemple, la reticència inicial del Banc Central de la Xina (PBOC) a proveir liquiditat davant el fort augment dels tipus interbancaris pot ser llegida en clau d'alerta a les entitats financeres perquè moderin l'augment del crèdit, sobretot fora del sistema oficial i regulat (el conegut *shadow banking*; vegeu Focus «Xina: tensió a l'interbancari»). Tot i que l'objectiu és benvingut, a curt termini va intensificar les tensions de liquiditat. Així i tot, quan aquestes tensions van repuntar en excés, el PBOC no va trigar a anunciar la seva ràpida intervenció.

Emergents: PIB

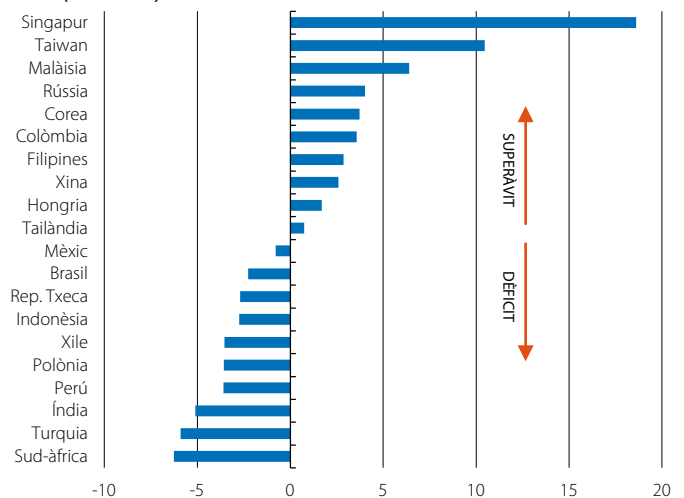
Variació interanual (%)



Font: Thomson Reuters Datastream.

Saldo per compte corrent

2012 (% del PIB)



Font: FMI (WEO, abril 2013).

Xina: indicadors econòmics en perspectiva

Variació interanual (%)

	Última dada	Període anterior	2012
PIB	● 7,7	7,9	7,8
Producció industrial	● 9,2	9,3	10
Producció elèctrica	● 5,3	7,4	4,2
Vendes minoristes	● 12,9	12,8	14,3
PMI manuf. (oficial)	● 50,1	50,8	–
PMI manuf. (HSBC)	● 48,2	49,2	–
Exportacions	● 1,0	14,7	8,0
Imports	● -0,3	16,8	4,3
Inversió ^(*)	● 20,4	20,6	20,6
Crèdit	● 14,5	14,9	15,7
Preus al consum	● 2,1	2,4	2,7

Nota: (*) Inversió acumulada en capital fix urbana.

Fonts: Thomson Reuters Datastream, Markit i "la Caixa" Research.