

## CONJUNTURA · La Fed i el petroli barat continuaran donant suport al creixement mundial

El creixement global té el suport d'una política monetària laxa i del baix preu del petroli. Malgrat que la Reserva Federal (Fed) va deixar clar, en la reunió del juny, que començarà a apujar el tipus d'interès pròximament, també va introduir un important matís sobre el ritme d'enduriment de la política monetària. Així, segons el comunicat de la Fed, tot fa pensar que les condicions financeres continuaran sent acomodaticies durant un període llarg de temps. Aquesta circumstància serà un suport important per al creixement mundial, en especial per als països emergents amb un quadre macroeconòmic poc equilibrat, com Turquia i Sud-àfrica, i per als que es troben en recessió, com el Brasil i Rússia. D'altra banda, també serà d'ajuda, en particular per a les economies avançades i per a una gran part de les emergents, el manteniment del nivell de producció de petroli per part de l'OPEP, que continuarà afavorint els baixos preus del cru.

### ESTATS UNITS

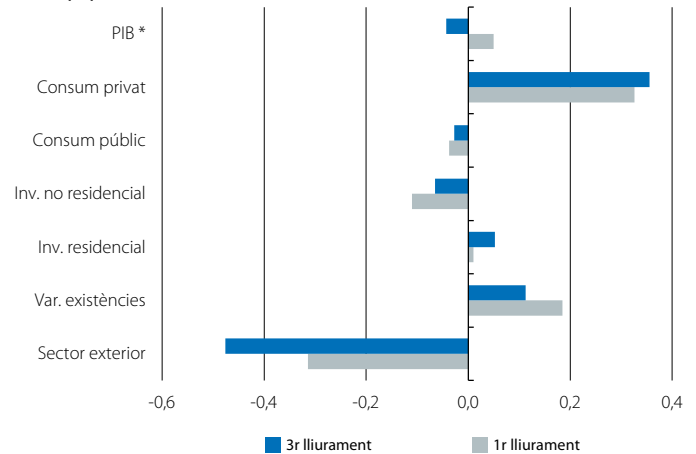
La reculada del PIB en el 1T 2015 va ser mínima, segons la segona revisió que efectua mensualment el Bureau of Economic Analysis. L'avanç publicat (del 0,1% intertrimestral) va registrar un descens insignificant, a causa d'un sector exterior que va llastar el creixement més del que s'havia estimat en el primer lliurament, en part per la vaga portuària del 1T. El creixement interanual va quedar en el 2,9%, tot i que el més destacable d'aquest tercer lliurament va ser la lleugera revisió a l'alça del consum privat. Les dades dels comptes nacionals del maig, que van registrar una pujada intermensual del 0,6% de la despesa en consum personal, i una millora de la renda de les llars més sòlida que la de l'abril, van ratificar aquesta força del consum. Les vendes al detall del maig també es van mostrar fortes, i la percepció del moment actual que mesura l'índex de confiança del consumidor del Conference Board és positiva i s'apropa als nivells del 2006.

La mala dada del 1T va ser conseqüència de factors transitòris i metodològics. Les últimes anàlisis de la Fed conclouen que el Bureau of Economic Analysis tendeix a subestimar el creixement dels primers trimestres (vegeu el Focus «El PIB dels EUA en el 1T: millor del que sembla»). També van contribuir de manera negativa al creixement l'esmentada vaga i unes condicions meteorològiques excepcionalment crues al començament de l'any, les conseqüències de les quals es van manifestar en components com la construcció i la inversió en infraestructures. En particular, la inversió en infraestructures va recular el 5,1% intertrimestral, el pitjor registre des del 2010.

Els indicadors d'activitat recents donen suport a la hipòtesi d'una millora de la construcció en el 2T. Es confirma la recuperació del sector de la construcció després del descens de l'activitat dels primers mesos de l'any a causa del mal temps. Així, la generosa despesa en construcció de l'abril, en especial al sector industrial, va ser una reacció esperada després de l'atonía del 1T. Així mateix, la xifra d'habitatges iniciats es va situar, al

### EUA: PIB

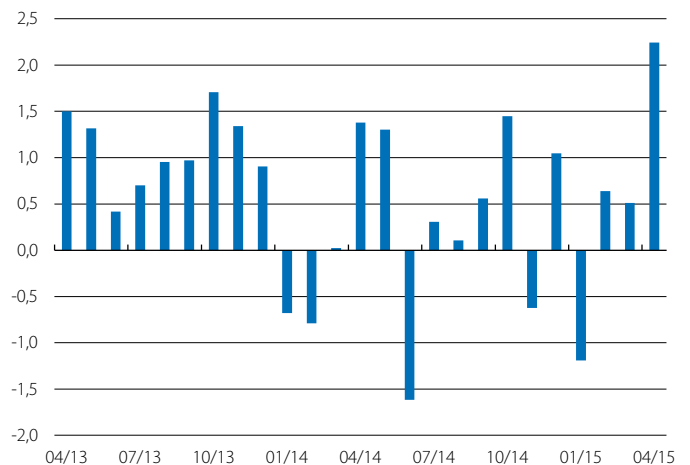
Contribució al creixement intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

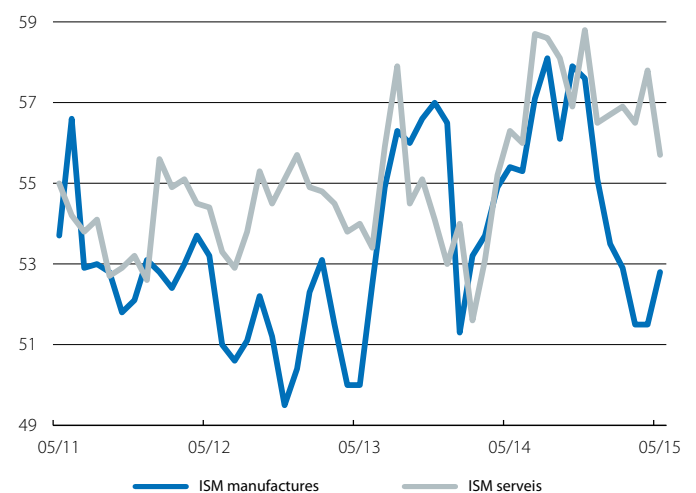
### EUA: despesa en construcció

Variació intermensual (%) \*



Nota: \* Sèrie desestacionalitzada.  
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'US Census Bureau.

### EUA: indicadors de sentiment empresarial (Índex)



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

maig, el 15,1% per damunt del registre del febrer, malgrat recular en relació amb el mes d'abril. Els índexs de sentiment empresarial (ISM) també continuen a la zona expansiva. L'ISM de manufactures, que, en els últims mesos, havia patit la reculada de la inversió en petroli i en carbó, va sumar, al maig, el segon avanç consecutiu i es va situar en els 52,8 punts, xifra que es correspon amb creixements del PIB propers al 3%. L'ISM de serveis va recular lleugerament al maig, però el nivell actual, de 55,7 punts, coincideix amb creixements de l'economia superiors al 3%.

**L'ocupació es torna a mostrar robusta.** Al maig, es van crear 280.000 llocs de treball nets, un registre per damunt de l'esperat i del nivell dels 200.000, indicatiu d'un mercat fort. L'augment de la taxa d'activitat va provocar que la taxa d'atur pugés una dècima, fins al 5,5% de la població activa. La taxa àmplia d'atur (U6), que inclou la subocupació (persones que treballen a temps parcial per raons econòmiques però que voldrien fer-ho a temps complet), va romandre en el 10,8%, després de diversos mesos de descensos. En aquest sentit, els salaris van avançar el 2,3% interanual al maig, un percentatge encara moderat. Així i tot, els llocs vacants van superar les contractacions, que creixen a un ritme considerable, fet que podria marcar l'inici d'una recuperació més consistent dels salaris.

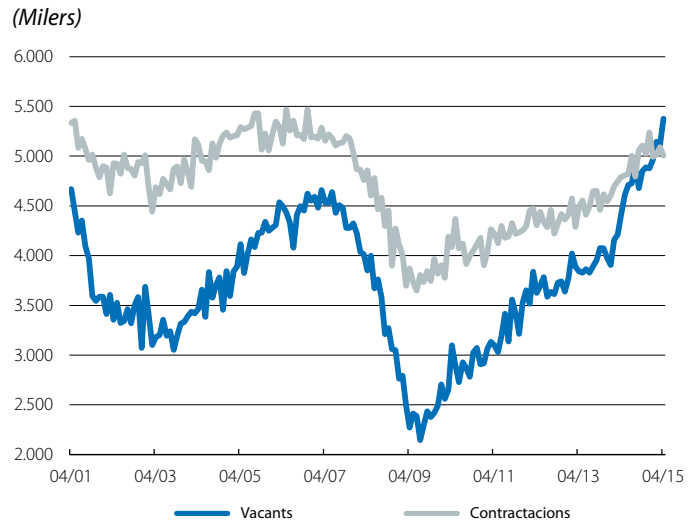
**La inflació subjacent es desaccelera.** L'IPC del maig va pujar el 0,4% en relació amb el mes anterior i el 0,0% interanual i va patir encara l'efecte de base de la caiguda del preu del petroli. Més rellevant és el fet que l'índex subjacent, que exclou els preus dels aliments i dels béns energètics, es desaccelerés amb un increment intermensual del 0,1%, el més baix des del començament d'enguany (l'1,7% interanual, una dècima menys que a l'abril). L'alentiment de l'índex subjacent sense els lloguers imputats, que va pujar el 0,9% interanual, i del deflactor del maig de la despesa del consum personal subjacent (l'índex de preus que la Fed pren com a referència), que va pujar l'1,2% interanual, il·lustra, també, la moderació de la inflació. Malgrat això, la Fed va reiterar, en la reunió del 17 de juny, la seva intenció d'efectuar dues pujades del tipus d'interès de referència abans del final de gener. El ritme de les pujades serà, però, més lent del que s'havia anunciat.

**JAPÓ**

**Revisió a l'alça del PIB del 1T 2015.** L'economia japonesa va créixer el 0,9% intertrimestral en el 1T 2015, clarament per damunt del 0,6% anunciat prèviament. La variació interanual va marcar una reculada de l'1,0% (enfrent del -1,4% anterior). Gairebé tota la revisió, en termes absoluts, és deguda a la millora de la inversió en equipament, el creixement de la qual va passar del 0,4% al 2,7% intertrimestral. Tot i tractar-se d'una bona dada, el cycle d'existències desfavorable, la volatilitat del component inversor i, en especial, la feblesa del consum privat ens impedeixen que traslладem tota la pujada que correspondria a la nostra previsió per al 2015, que passa del 0,8% a l'1,0%.

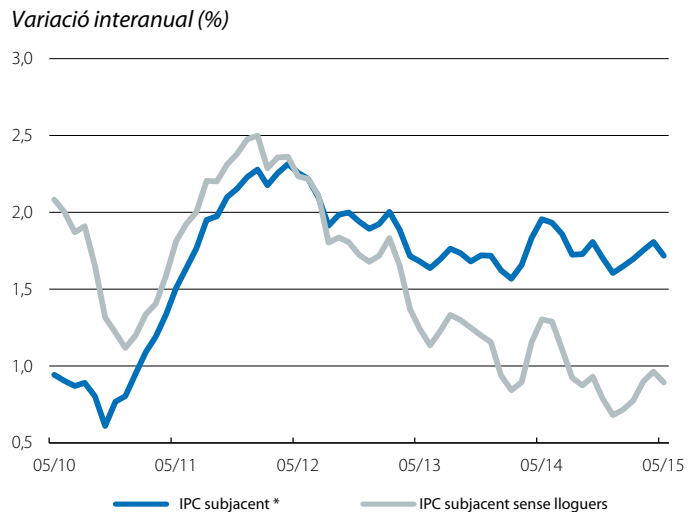
**El consum privat continua sent una assignatura pendent.** L'èxit de les polítiques expansives de Shinzo Abe, conegudes com *Abenomics* i iniciades al començament del 2013 per treure el Japó del cycle deflacionista i per aconseguir un major creixement, basat en el consum privat, encara no està assegurat. Les

**EUA: llocs de treball vacants i contractacions**



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

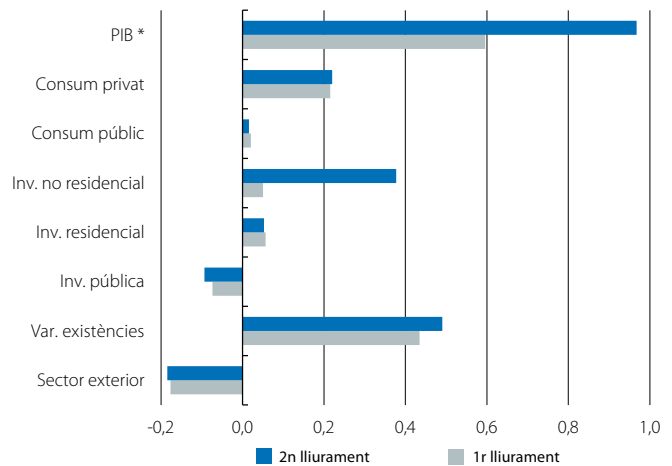
**EUA: IPC**



Nota: \* Subjacent: índex general sense energia ni aliments.  
Font: "la Caixa" a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

**Japó: PIB**

Contribució al creixement intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

mesures inclouen una expansió fiscal, una política monetària acomodaticia sense precedents i unes reformes estructurals procreixement que continuen sense concretar-se. Dos anys i mig després, el patró de creixement no ha canviat: les exportacions i les importacions són els components que més han avançat (les primeres, afavorides per la depreciació del ien i per la recuperació de l'economia global, i les segones, pels esforços de reconstrucció després de Fukushima i per les compres energètiques) i el consum privat amb prou feines ha variat.

**Els preus van pujar, al maig, una mica més del que s'esperava,** malgrat el component energètic. L'IPC general va créixer el 0,5% interanual i l'IPC sense aliments però amb energia (la referència del Banc del Japó) va pujar el 0,1% interanual, per damunt del 0,0% de l'abril. Així i tot, a curt termini, els preus energètics continuaran pressionant l'índex a la baixa.

**EMERGENTS**

**La Xina evoluciona cap a un model de creixement més moderat i més sostenible.** El Fons Monetari Internacional (FMI), en l'informe sobre l'economia xinesa, constata que el país està immers en una transició, àrdua però necessària, cap a un model de creixement més sòlid i de més qualitat. La moderació de les taxes d'avanç es percep com un subproducte d'aquest canvi de model. La institució reconeix els esforços de l'Executiu en la moderació de vulnerabilitats com l'endeutament i el sector immobiliari, entre d'altres. Finalment, pel que fa a les reformes de gran importància necessàries, esmenta que són essencials una política de «més mercat» al sector financer i equilibrar el terreny de joc entre les empreses públiques i les privades.

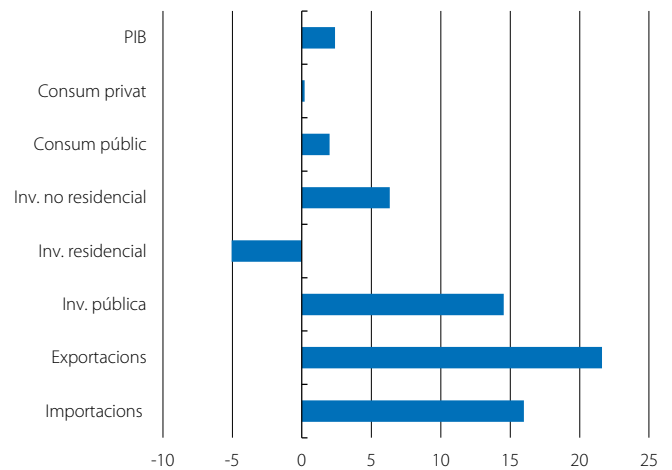
**El banc central xinès continua donant suport a l'economia.** En aquest entorn de canvi de model i de taxes d'avanç més moderades, el banc central ha tornat a retallar el tipus d'interès (per quarta vegada des del novembre) en 25 p. b., fins al 4,85%. En la mateixa línia, també va reduir el coeficient de caixa.

**L'Índia va créixer el 7,5% interanual en el 1T 2015.** Malgrat que la dada és positiva, l'avanç del 4T 2014 va ser revisat sensiblement a la baixa (del 7,5% al 6,6%), la qual cosa matisa la bona dada del començament de l'any. En aquest context, i atesa la moderació dels preus, el banc central de l'Índia va reduir de nou el tipus d'interès en 25 p. b., fins al 7,25%. Un cas diferent és el del Brasil, on el banc central es va veure obligat a apujar el tipus d'intervenció a causa de l'elevada inflació, tot plegat en un entorn de creixement negatiu.

**Incertesa política a Turquia.** Les eleccions legislatives del 7 de juny es van saldar amb la victòria del Partit Islamista, liderat per Erdogan, que aquesta vegada no va obtenir la majoria absoluta. En conseqüència, s'evitarà que prosperi la reforma constitucional proposada, que hauria orientat Turquia cap a un presidencialisme fort, però també es complica la governabilitat del país. La borsa i la lira van acollir els resultats amb fortes pèrdues. No obstant això, després de la sorpresa inicial, els mercats financers es van recuperar. La bona dada del PIB del 1T 2015, amb un creixement (del 2,3% interanual) superior a l'esperat, va contribuir, també, a aquest canvi.

**Japó: components del PIB \***

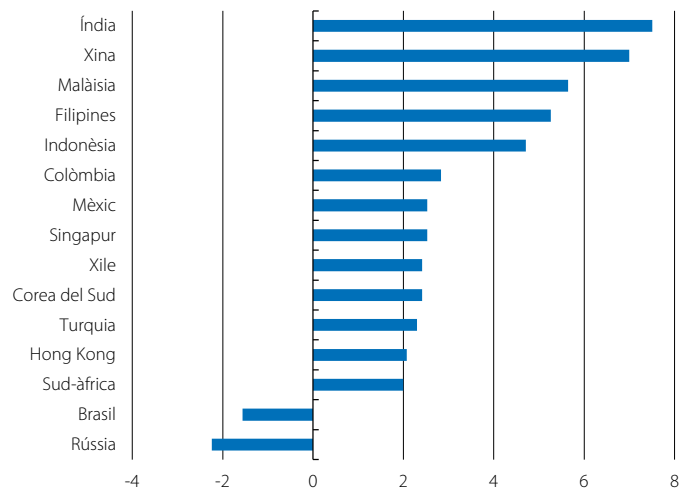
Variació acumulada des del desembre del 2012 (%)



*Nota:* \* En termes reals.  
*Font:* "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de l'Interior i de Comunicacions.

**Emergents: creixement del PIB en el 1T 2015**

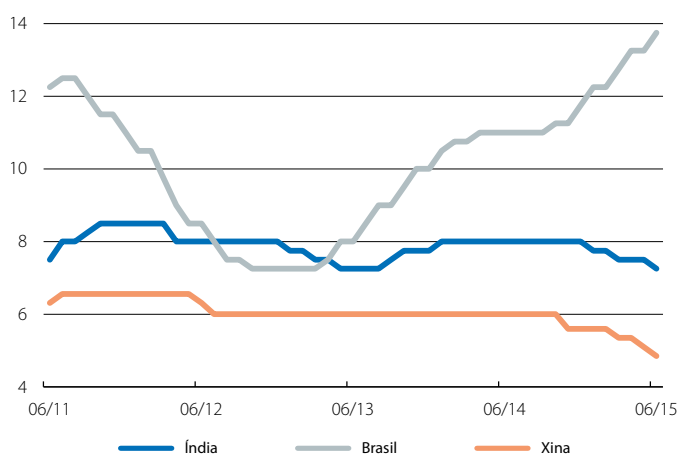
Variació interanual (%)



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

**Emergents: tipus d'interès de referència dels bancs centrals**

(%)



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