

## CONJUNTURA · Creixement global a l'alça, amb riscos a la baixa

**El creixement mundial s'accelerarà el 2017.** En el tram final del 2016, els indicadors d'activitat van tendir a millorar, la qual cosa avala l'escenari de referència que CaixaBank Research considera per al 2017, any per al qual s'espera un avanç del PIB mundial del 3,4% (que cal comparar amb el creixement del 3,1% estimat per al 2016). El 2018, el ritme d'activitat s'accelerarà encara més, fins al 3,6%. La inflació, per la seva banda, s'incrementarà lleugerament el 2017 i el 2018, en especial a les economies avançades. Les claus que sustenten aquesta expansió són conegudes. D'entrada, a les economies avançades, la política monetària continuarà sent expansiva (fins i tot, als EUA, que mantindran una normalització monetària molt gradual). Un segon element global que sustentarà l'acceleració de l'activitat és la recuperació del preu del petroli, que afavorirà els exportadors sense erosionar excessivament el creixement dels importadors. En tercer lloc, es confirmarà, previsiblement, la intensificació de la dinàmica de recuperació emergent que s'intuïa al final del 2016: s'espera la sortida de la recessió d'emergents com Rússia i el Brasil i l'expansió econòmica d'altres països, com l'Índia o els de l'Europa emergent. Com és ben conegut, l'excepció més notòria a aquesta tendència l'encarna la Xina, que continuarà la desacceleració gradual el 2017 i el 2018.

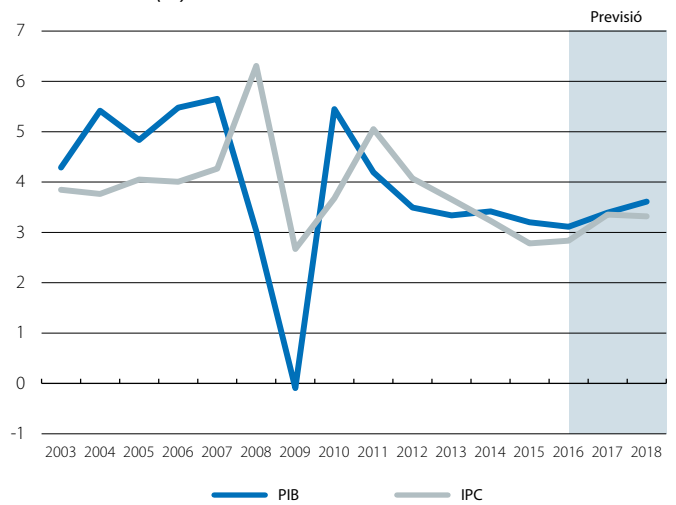
**El balanç de riscos continua esbiaixat cap a un eventual menor creixement.** Malgrat aquestes perspectives raonablement satisfactòries, els riscos a nivell mundial continuen sent elevats. En particular, CaixaBank Research destaca el nivell creixent de deute global, l'auge dels populismes, la incertesa d'origen geopolític, les incògnites sobre l'orientació de l'Administració Trump, els dubtes sobre l'aterratge suau i els riscos financers, immobiliaris i canviaris de la Xina, i l'impacte de l'enduriment de les condicions financeres internacionals als emergents amb més vulnerabilitats exteriors. Aquesta valoració ha aconseguit un consens notable entre els analistes, com es constata en la revisió recent de perspectives econòmiques de l'FMI. Així, entre els riscos que destaca el Fons, cal esmentar el proteccionisme, la combinació de baix creixement (per absència de reformes estructurals) i elevat deute d'algunes economies avançades, i les vulnerabilitats que continuen exhibint alguns emergents importants.

### ESTATS UNITS

**Primera economia mundial, primer risc global?** La situació dels EUA és paradoxal. El ritme d'activitat mostra símptomes d'acceleració evidents, de manera que l'ensopegada relativa de la primera part del 2016 queda enrere, però aquest context cíclic favorable es veu enfosquit per la incertesa que envolta la política econòmica que seguirà l'Administració Trump. Ara com ara, en qualsevol cas, la màquina continua avançant a bona marxa. Així, per exemple, els indicadors de confiança empresarial (ISM) de manufactures i de serveis es van situar clarament

### PIB i IPC mundial

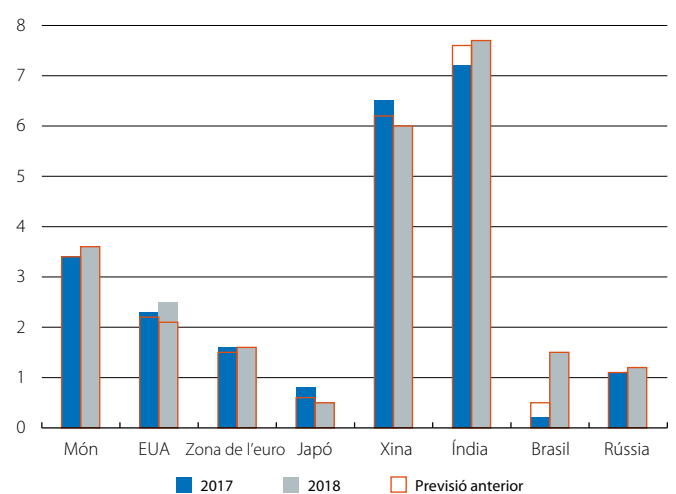
Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research.

### FMI: previsions del PIB per al 2017 i el 2018

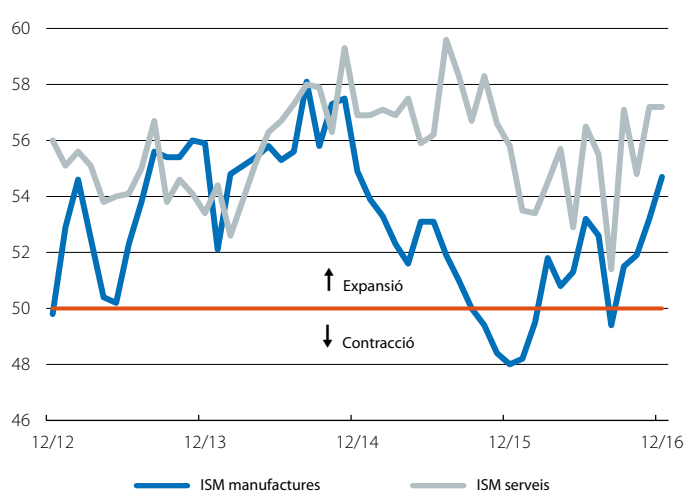
Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, gener del 2017).

### EUA: indicadors d'activitat

Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'ISM.

per damunt del nivell dels 50 punts al desembre i apuntaven a una clara expansió de l'activitat secundària i terciària. Una lectura similar es pot desprendre de l'indicador de confiança del consumidor, que es va situar en el màxim dels 15 últims anys.

**La bona tònica del final del 2016 es va confirmar a nivell agregat amb la publicació del PIB del 4T.** En aquest període, la taxa d'avanç intertrimestral es va situar en el 0,5% (l'1,9% interanual). Malgrat que es tracta d'un ritme inferior al del 3T, continua sent elevat i, a més a més, presenta una composició (amb una demanda interna robusta) que suggereix una inèrcia de creixement que s'hauria de mantenir en els propers trimestres. Acaaba, així, un exercici complicat, farcit de moments d'incertesa i compost per dues fases diferents, un primer semestre amb una taxa de creixement decebedora i un segon semestre de clara expansió econòmica.

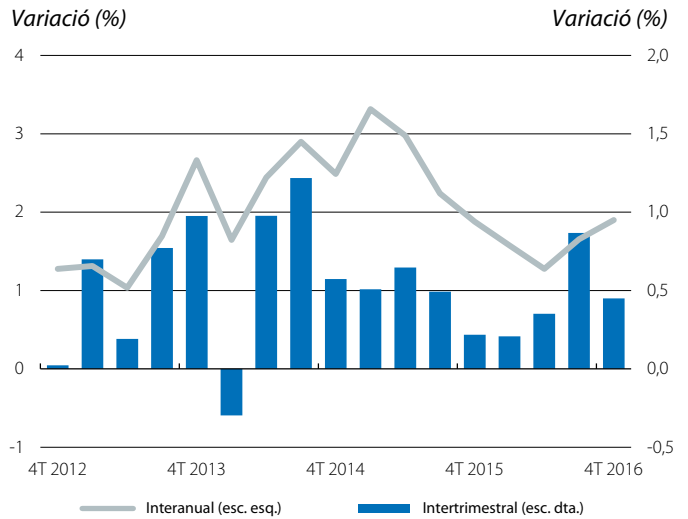
**És necessari l'estímul econòmic previst?** La reacceleració de l'activitat es dona en un moment en què l'economia es troba en una situació propera a la plena ocupació. Al desembre, es van crear 156.000 llocs de treball, la qual cosa situa la mitjana mensual de l'any 2016 en 180.000, una xifra elevada. Així mateix, la taxa d'atur va acabar l'any en un baix 4,7%, lluny dels registres del 10% del 2009, i els salaris van continuar avançant de manera significativa (augment del 2,9% interanual, el màxim des del 2009). En aquest context, l'anunci després de les eleccions de realitzar un notable impuls fiscal, mitjançant una combinació de rebaixes tributàries i augment de la inversió pública, ha generat debat, ja que l'estímul podria acabar generant tensions inflacionistes i un major desequilibri comercial, sense que es concreti, en contrapartida, més que una millora limitada en el creixement.

**La inflació, a l'avantsala de nivells més elevats.** Aquest diagnòstic es veu reforçat per la dinàmica recent de la inflació. Al desembre, l'IPC va créixer el 2,1% interanual, 4 dècimes per damunt del registre del mes anterior, a causa de la contribució dels components de lloguers imputats i d'energia. Tenint en compte la previsió que el preu del petroli creixi en els propers mesos, la inflació se situarà per damunt del 2,5% durant el 1T 2017. Quan els diferents elements que suggereixen un punt de maduresa cíclic se sumen, es comprèn que la Reserva Federal (Fed), després de mesos de dilació, apugés el tipus de referència el desembre, fins al 0,5%-0,75%, i anticipés tres pujades addicionals el 2017 (un escenari que CaixaBank Research comparteix plenament, però no el gros del mercat).

**EMERGENTS**

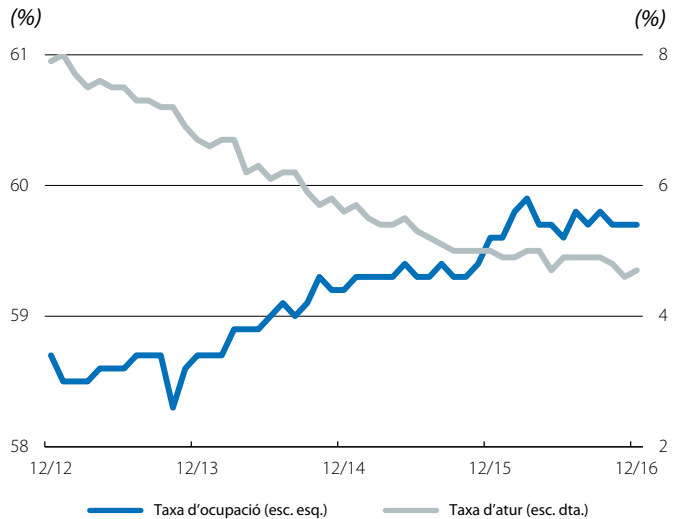
**L'activitat econòmica i els fluxos de capitals donen aire als emergents.** Després de diversos mesos en què el ritme d'activitat s'havia mogut per un terreny poc definit, en el tram final del 2016, els indicadors d'activitat han enfilat una senda alcista. Certament, es mantenen algunes excepcions a aquesta tònica (Turquia i l'Amèrica Llatina són les més destacables), però, en general, el pols econòmic emergent és més ferm. Aquesta millora ha anat acompanyada d'un moviment de recuperació

**EUA: PIB**



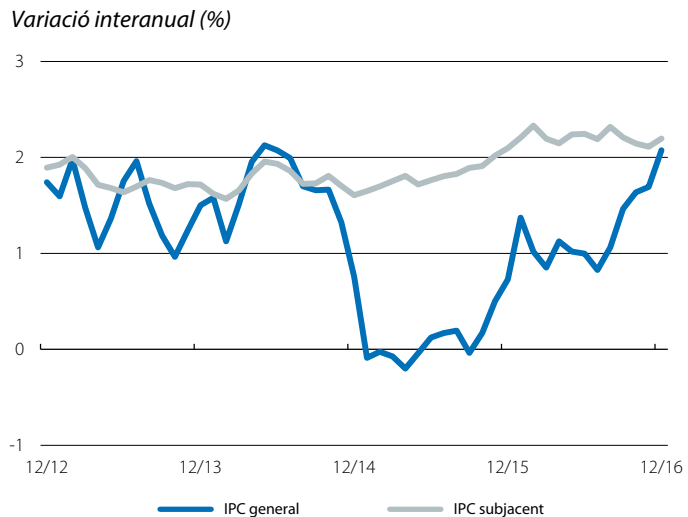
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.

**EUA: mercat laboral**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

**EUA: IPC**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

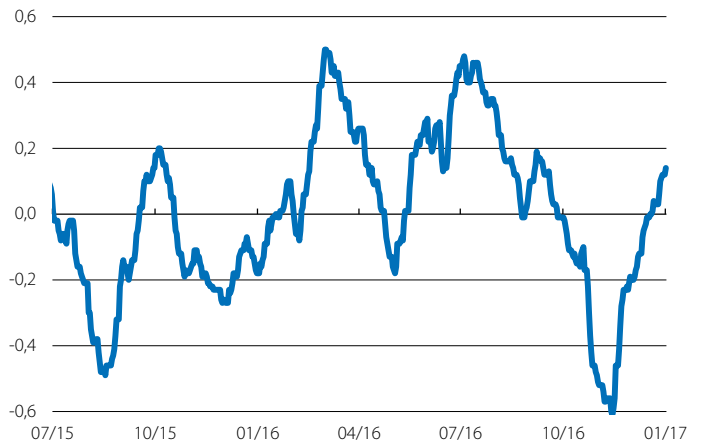
de les entrades netes de capitals en cartera (deute i accions), la qual cosa ha permès que el fort episodi de sortida de capitals dels emergents posterior a la celebració de les eleccions presidencials als EUA s'hagi revertit totalment.

**La Xina allunya els dubtes més immediats, però els riscos continuen sent alts.** Des de fa uns quants anys, s'escriu amb atenció la dinàmica de creixement xinesa. El gran dubte es troba en el procés de desacceleració econòmica que pilota l'Executiu i que es desenvoluparà de forma ordenada o brusca (el que es coneix com «aterratge suau» enfront d'«aterratge brusca»). Ara com ara, el primer escenari continua sent el més probable. En el 4T 2016, el creixement es va situar en el 6,8%, gairebé idèntic al 6,7% dels tres trimestres precedents, de manera que l'any es va tancar en el 6,7% (el 6,9% el 2015). És un punt de partida ferm per a l'exercici 2017 i que avala la previsió de CaixaBank Research que, enguany, la Xina creixerà el 6,4%. Però aquesta dinàmica d'alentiment dins el guió previst no tempera els dubtes, sobretot un conjunt de riscos financers (deute excessiu, *shadow banking*, etc.), immobiliaris i canviaris.

**Rússia i Mèxic, la cara i la creu de la conjuntura emergent.** Entre els altres grans emergents, el mes s'ha saldat repartint fortuna de forma dispar. Rússia representa un cas paradigmàtic d'emergent exportador de primeres matèries que, a més a més, és percebut convencionalment amb un balanç de riscos financers menys intensos que en els mesos precedents. La visió de CaixaBank Research és molt menys complaent. Malgrat que, certament, l'activitat és beneficiada per la recuperació del preu del petroli, una part de la millora és més un «rebot» després d'una recessió profunda que una recuperació que pivoti sobre un ajust macroeconòmic sòlid. Malgrat tot, és cert que uns altres emergents de referència mostren perfils de risc més intensos. És la situació, per exemple, de Mèxic. En particular, abunden els dubtes sobre si, finalment, la nova política comercial nord-americana acabarà generant un shock que afecti les bases estructurals de l'economia. Ara com ara, en el 4T 2016, l'economia va créixer el 0,6% intertrimestral, una frenada apreciable en relació amb l'1,0% del 3T. A més a més, els efectes de la notable depreciació del peso durant el 2016 es traslladen als preus dels béns importats, en especial els aliments i la benzina. En aquest últim cas, l'efecte de la liberalització gradual del preu del carburant s'afegeix a l'impacte de la depreciació. Es tracta d'una mesura necessària (els subsidis públics a la benzina equivalen, aproximadament, al 0,7% del PIB), però que, indubtablement, es dona en un moment delicat.

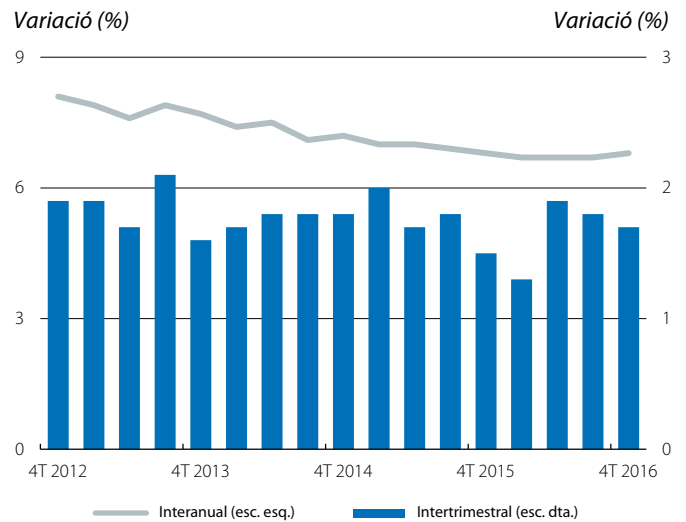
**Emergents: entrades de capitals en cartera \***

Mitjana mòbil de 28 dies (milers de milions de dòlars)



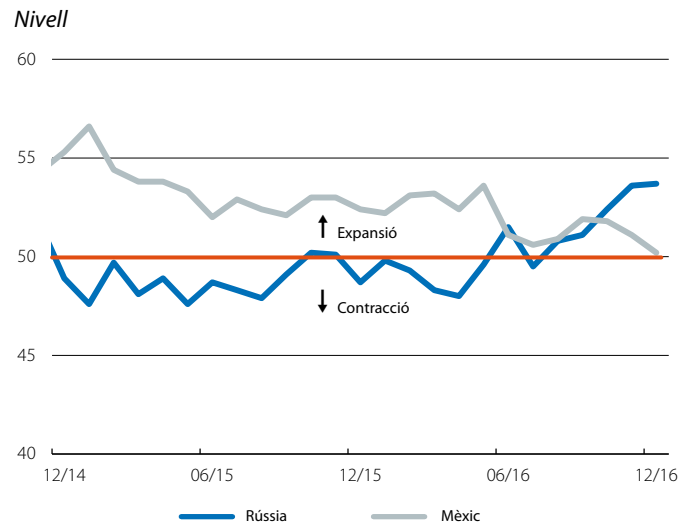
**Nota:** \* Països inclosos: Indonèsia, Índia, Corea, Tailàndia, Sud-àfrica, Brasil, Turquia, Hongria i Mèxic. Entrades netes de deute i accions.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'IMF.

**Xina: PIB**



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional Estadística de la Xina.

**Rússia i Mèxic: PMI manufactures**



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.