

CONJUNTURA · L'expansió continua, però els riscos a la baixa romanen

Després d'un estiu tranquil, l'economia mundial segueix una via d'ascens moderat. Els indicadors més recents tendeixen a confirmar que l'economia mundial va camí de créixer el 3,2% el 2016. Es tracta d'una acceleració moderada en relació amb el 2015, quan l'avanç del PIB va ser del 3,1%, que es dona en un context de notable incertesa geopolítica i amb riscos que el creixement sigui, finalment, una mica inferior al previst. Així i tot, el fet que la Reserva Federal (Fed) apunti de forma una mica més decidida que reprendrà la normalització monetària enguany i la confirmació que, fins avui, sembla que l'impacte negatiu del *brexit* s'ha limitat, bàsicament, a l'economia britànica han propiciat la remissió d'algunes de les inquietuds dels inversors. També és positiu el fet que siguin les economies emergents (tot i que es manté la preocupació en casos com el del Brasil) les que tornin a recuperar el dinamisme després d'un 2015 preocupant.

ESTATS UNITS

L'economia dels EUA circula per l'etapa madura del seu cicle. La revisió una mica a la baixa de la sèrie històrica del PIB, que es realitza anualment al juliol, i, en especial, una dada de creixement del 2T 2016 pitjor del que s'havia previst han suscitat en alguns mitjans i analistes dubtes sobre quin és l'autèntic moment cíclic de l'economia nord-americana i, fins i tot, si la Fed hauria d'ajornar encara més l'augment del tipus de referència. Segons el nostre parer, el diagnòstic és clar: les condicions macroeconòmiques justifiquen la continuïtat del procés de normalització monetària iniciat al desembre. Aquesta valoració es basa, principalment, en tres elements: el caràcter temporal de la desacceleració del 2T, les perspectives alcistes de la inflació i la maduresa del mercat laboral.

Desacceleració temporal en el 2T. L'economia nord-americana va avançar el 0,3% intertrimestral en el 2T 2016 (l'1,2% interanual), una xifra inferior a la prevista i només marginalment superior al feble 1T, quan el PIB va créixer el 0,2%. La feblesa en l'avanç del PIB va ser deguda, en bona part, a la notable contribució negativa de l'acumulació d'existències, que li va restar 3 dècimes, quan, en els quatre trimestres precedents, el drenatge va ser, només, d'1 dècima percentual. Aïlladament, aquest element fa esperar un probable rebot de l'activitat en els propers trimestres. Addicionalment, és molt positiva l'evolució del consum privat, que va créixer l'1,1% intertrimestral, un ritme que no s'havia registrat des del 4T 2014. El dinamisme del consum atorga un fons de resistència que facilitarà una acceleració del creixement en el segon semestre de 2016. En canvi, l'evolució de la inversió genera més dubtes. La seva forta reculada (el -2,5%) ha estat deguda, principalment, al mal comportament de la inversió residencial, que va interrompre la tònica de recuperació iniciada al començament del 2014. Més enllà del PIB

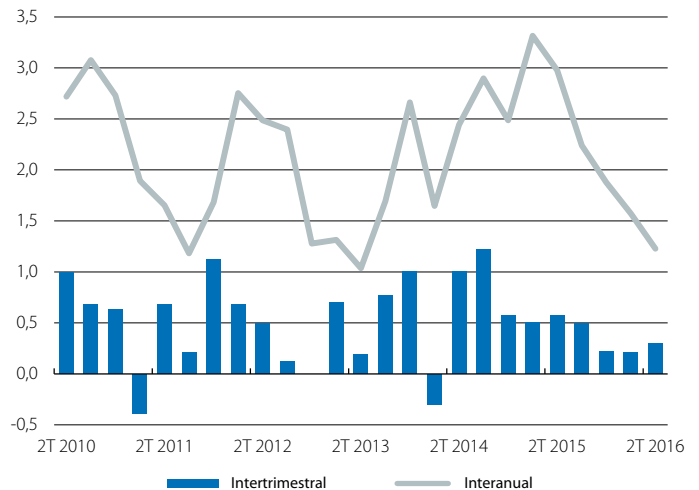
Entorn econòmic financer global: situació actual

Conjuntura econòmica	EUA	●●
	Japó	●●
	Zona de l'euro	●●
	Xina	●●
	Índia	●●
	Rússia	●●
	Brasil	●●
Mercats financers	Turquia	●●
	Divises i borses emergents	●●
	Primeres matèries	●●
	Borses països desenvolupats	●●
	Deute públic EUA i Alemanya	●●
	Euro enfront de dòlar	●●

Font: CaixaBank Research.

EUA: PIB

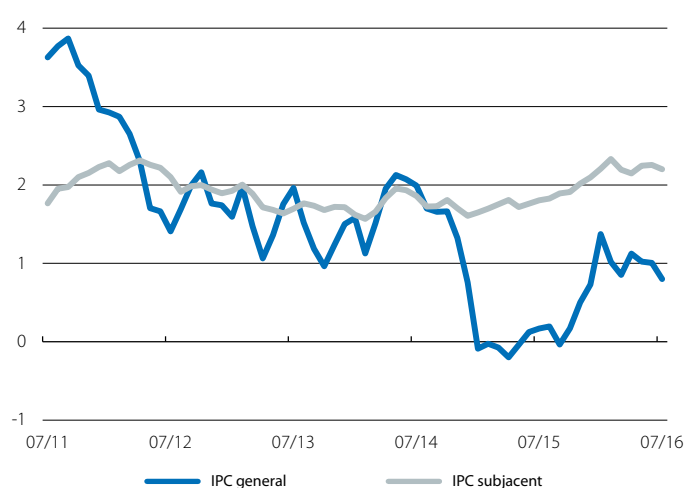
Variació intertrimestral i interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

del 2T, els indicadors disponibles del 3T suggereixen la materialització de l'escenari d'acceleració. En particular, els índexs de sentiment empresarial (ISM), tant de manufactures com de serveis, es van situar, al juliol, per damunt del límit dels 50 punts, la qual cosa denota expansió del ritme d'activitat.

La inflació, a la porta de l'ascens. Al juliol, l'IPC va créixer el 0,8% interanual, 2 dècimes menys que en el mes anterior, a causa de la caiguda del component energètic. La inflació subjacent, per la seva banda, es va situar en el 2,2% (el 2,1% al juny). Aquesta tònica de contenció inflacionista és a punt de patir un canvi, ja que, a partir de l'agost, es desfarà l'efecte graó del petroli. Així, les previsions de CaixaBank Research consideren que l'índex general se situarà en l'1,9% interanual al desembre del 2016 i que superarà el 2,5% en el primer tram del 2017.

Un mercat laboral sòlid, un altre símptoma de l'etapa madura del cicle. L'evolució del mercat laboral, a la qual la Fed dedica molta atenció, és coherent amb una economia que transita per una fase cíclica madura. Així, al juliol, es van crear 255.000 llocs de treball, per damunt del llistó dels 200.000; la taxa d'atur es va mantenir en un baix 4,9%, i els salaris van continuar marcant avanços significatius (el 2,6% interanual), la qual cosa representa un factor afegit de pressió inflacionista.

La segona pujada de la Fed, més a la vora. Tenint en compte aquest context macroeconòmic nacional, i amb l'entorn internacional relativament estable, segons les previsions de CaixaBank Research, el més probable és que la Fed augmenti el tipus de referència abans de final d'any, un moviment que obrirà la porta a un procés més continuat, tot i que gradual, de pujades de tipus el 2017 i el 2018 (75 p. b. cada any).

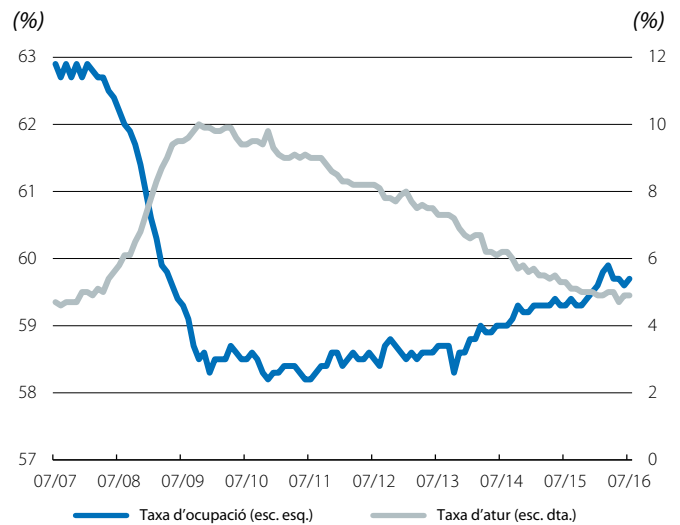
JAPÓ

Ensopegada en el 2T. El PIB del 2T 2016 va créixer el 0,05% intertrimestral (el 0,6% interanual), enfront del 0,5% del 1T, per l'atonía del consum privat i per la feblesa de les exportacions als EUA i a la Xina. El baix to de la despesa de les llars es reflecteix en la inflació. Al juliol, l'índex general va caure el 0,5% interanual i va empitjorar el registre del juny (el -0,3% interanual), ja prou feble. L'índex subjacent tampoc no va defugir l'atonía inflacionista, ja que, al juliol, es va situar en un ritme d'avanç mínim, del 0,3% interanual, la meitat de la mitjana registrada en el primer semestre de 2016. En aquest context, s'especula que, després del nou estímul fiscal aprovat al juliol, el Banc del Japó podria ampliar el ritme d'expansió quantitativa al setembre. Així i tot, abunden els dubtes sobre l'efectivitat de les noves mesures d'expansió monetària (vegeu el focus «Japó: política monetària a examen», en aquest mateix Informe Mensual).

EMERGENTS I PRIMERES MATÈRIES

To més positiu dels emergents, malgrat el manteniment de les fonts d'incertesa. Les dades macroeconòmiques més recents han tendit a ser positives i reforcen la visió que les economies asiàtiques emergents mantenen un bon to i que, amb l'excepció del Brasil, l'Amèrica Llatina s'estabilitza. Com a res-

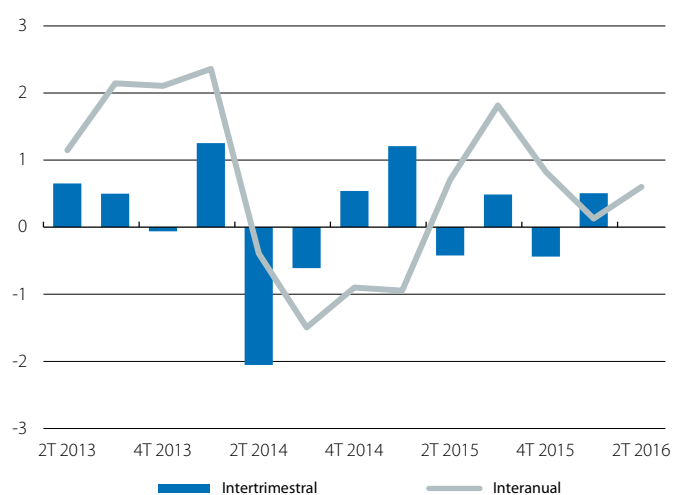
EUA: mercat laboral



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

Japó: PIB

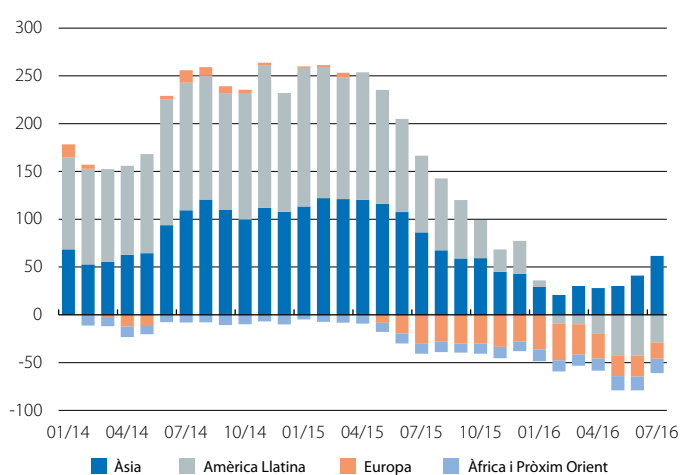
Variació intertrimestral i interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Comerç.

Emergents: entrades de capitals de cartera *

Acumulat de 12 mesos (milers de milions de dòlars EUA)



Nota: * Fluxos de renda variable i de deute.

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

posta a aquest flux d'indicadors més constructius, i en un context financer global d'inversors en clar *search for yield*, l'entrada de capitals financers amb destinació als emergents ha tendit a recuperar-se en els últims mesos.

Àsia: en el 2T, les economies xinesa i Índia aguanten el tipus.

L'economia xinesa va créixer el 6,7% interanual en el 2T, sense canvis en relació amb el ritme d'avanç del 1T, i el PIB de l'Índia va avançar el 7,1%, un creixement significatiu malgrat situar-se per sota del 7,9% del trimestre anterior. En el cas de la Xina, les dades de comptabilitat nacional i els indicadors més recents coneguts confirmen que l'economia es desaccelera a un ritme suau mentre progressa en el complex canvi de model productiu (model en què hauran de tenir més pes el consum i els serveis, enfront del tradicional binomi exportacions-inversió i indústria). En el cas indi, es continua posant de manifest que el notable ritme de creixement respon, principalment, a determinants interns (en particular, al dinamisme del consum). Un repte immediat per a l'Índia serà que el relleu en la direcció del banc central no afecti negativament la seva elevada credibilitat.

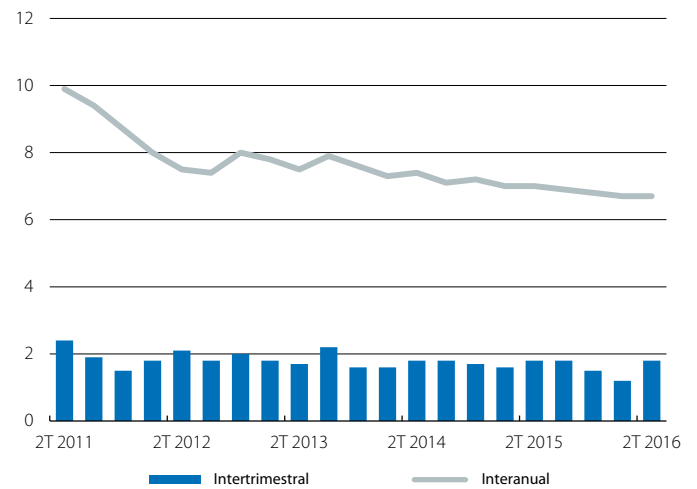
El Brasil, Mèxic, Turquia i Rússia, quatre països que encarnen diferents dilemes emergents.

Al Brasil, la confirmació de la destitució de la presidenta Rousseff, ja apartada amb anterioritat del càrrec, i els dubtes sobre la capacitat del Govern d'impulsar el necessari ajust públic mantenen el focus polític com a font d'incertesa. En aquest context, la sortida de la recessió continua sent complicada, com ho testifica la caiguda del PIB del 0,6% en el 2T (el -0,4% en el 1T). Tampoc no va ser positiva la dada de comptabilitat nacional del PIB de Mèxic, que va sorprendre amb el -0,2% intertrimestral en el 2T (el +0,5% en el 1T). Així i tot, cal entendre que aquesta sotragada serà temporal, reflex de la doble dependència (amb els EUA i amb el petroli) de l'economia mexicana. Turquia, per la seva banda, ha patit un xoc d'incertesa originat per les incògnites que planen sobre la futura evolució institucional del país després de l'intent de cop d'Estat del juliol, a les quals s'afegeixen importants pressions geopolítiques. Finalment, a Rússia, la reculada interanual del PIB en el 2T va ser del 0,6%, sensiblement inferior a l'esperada, la qual cosa suggereix que el país s'allunya de forma gradual de la fase aguda de la recessió, tot i que la sensació de fons continua sent de fragilitat en la recuperació.

Primeres matèries: pausa en la recuperació de les cotitzacions. Durant l'estiu, els preus de les primeres matèries han tendit a consolidar el *rally* experimentat en els mesos anteriors. Aquesta evolució de conjunt integra l'evolució alcista dels metalls bàsics (vegeu el focus «Preus dels metalls bàsics: una recuperació de poc pes», en aquest *Informe Mensual*), la tendència a la baixa de moltes de les primeres matèries agrícoles i el moviment més lateral de les energètiques. En particular, en aquest últim grup, destaca el viatge d'anada i tornada del petroli. Així, el barril de cru de qualitat Brent es va situar en els 50 dòlars el 30 de juny, va caure fins als 43 dòlars al començament d'agost (fonamentalment, a causa de la constatació d'un augment de l'oferta) i va tornar gairebé al punt de partida al final d'agost (quan van augmentar les especulacions sobre un possible acord de l'OPEP per dur a terme un ajust de l'oferta a la tardor).

Xina: PIB

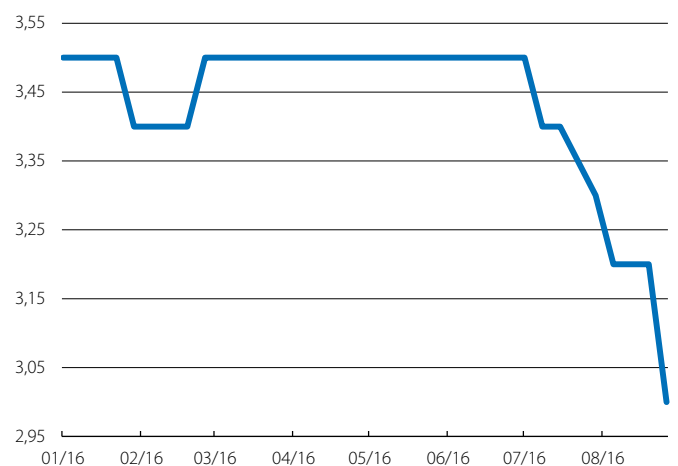
Variació intertrimestral e interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.

Turquia: creixement del PIB previst per al 2017

(% variació anual)



Nota: Consens dels analistes (Bloomberg).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Primeres matèries: cotitzacions

Índex (100 = 1/1/2014)



Nota: Índex CRB de primeres matèries.

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