

La inflación dicta la agenda de los bancos centrales en todo el mundo

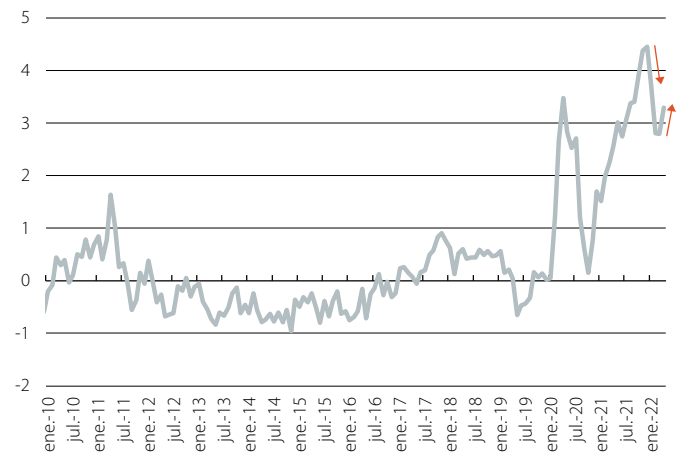
La guerra en Ucrania sigue siendo la clave del escenario global. El escenario sigue condicionado por el desarrollo de la guerra en Ucrania y por la persistente aplicación de una política de COVID cero en China. Ambos eventos vuelven a agravar los problemas de suministros de las cadenas de valor globales, presionando al alza el precio de *inputs* clave para la industria, y el de buena parte de las materias primas, tanto industriales como agrícolas. El resultado, unas tasas de inflación en máximos históricos en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes que están obligando a los bancos centrales a actuar para anclar las expectativas de medio plazo de inflación, a pesar del deterioro que en algunos casos se observa en la actividad económica y en sus perspectivas. Tan solo China, Rusia, Japón y Turquía se desmarcan de esta tendencia monetaria general.

El BCE ya está preparado para actuar. Hasta la fecha, es el único banco central del G7 (excepto Japón) que todavía no ha subido los tipos de interés oficiales, pero Lagarde dejó claro, mediante una entrada en el blog del BCE, que esto podría cambiar en la reunión de julio. Hay quien puede plantearse si ahora es buen momento, dado el aumento de incertidumbre y el deterioro de las perspectivas de crecimiento para la región. Sin embargo, con una inflación que en mayo marcó máximos del 8,1%, y sin visos de que haya tocado techo, es necesario anclar las expectativas de inflación a medio plazo, ya que las consecuencias de no actuar ahora pueden ser más perjudiciales en el futuro (véase el Focus «[La subida de tipos en la eurozona, a examen](#)» en este mismo informe).

Aumentan los riesgos para el crecimiento en los próximos meses en la eurozona. La confianza de los agentes se desplomó en marzo, al inicio de la guerra en Ucrania, para luego estabilizarse en abril y mayo en esos niveles bajos. El deterioro más acusado se observa en la industria, principal afectada por los cuellos de botella en las cadenas globales y el fuerte aumento en sus costes de producción, y en las familias, muy preocupadas por la pérdida de poder adquisitivo que están sufriendo por la subida de la inflación. Más resistencia parece mostrar, de momento, la confianza del sector servicios, la gran beneficiada por el final de las restricciones por COVID. En balance, tras un comienzo de año moderadamente positivo (el PIB de la eurozona creció un 0,2% intertrimestral en el 1T 2021), no se puede asegurar que el PIB de la eurozona mantenga el tono en el 2T 2022. Además, se incrementan los riesgos a la baja para la segunda mitad del año: después de que Rusia haya cortado el suministro de gas a Polonia, Bulgaria, Finlandia y Países Bajos, la amenaza de que extienda estos cortes al resto de Europa es más real que nunca. De hecho, la Comisión Europea, en su informe de perspectivas económicas de primavera, ha presentado unos escenarios de previsiones alternativos: en uno de ellos estima que, si Rusia cortara el suministro de gas, el crecimiento económico medio de la eurozona en 2022 prácticamente sería nulo y la inflación podría alcanzar, en promedio del año, casi el 9,0%.

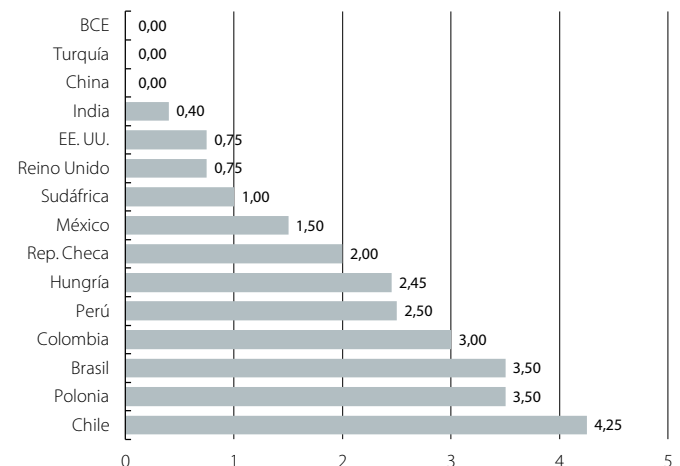
La debilidad del PIB de EE. UU. del 1T 2022 no alterará la hoja de ruta de la Fed. Es cierto que el comportamiento de la economía estadounidense sorprendió al caer un 0,4% intertrimestral en el 1T 2022, pero el análisis por componentes matiza la lectu-

Presiones en las cadenas de suministros globales



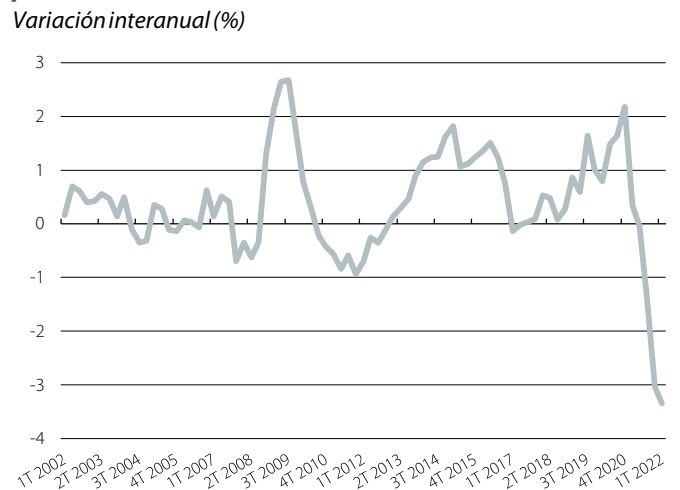
Nota: La media del índice Global Supply Chain Pressure es cero. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York.

Global: subidas de tipos de interés en 2022 * (p. b.)



Nota: * Entre enero y mayo. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Eurozona: salarios negociados deflactados por la inflación



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

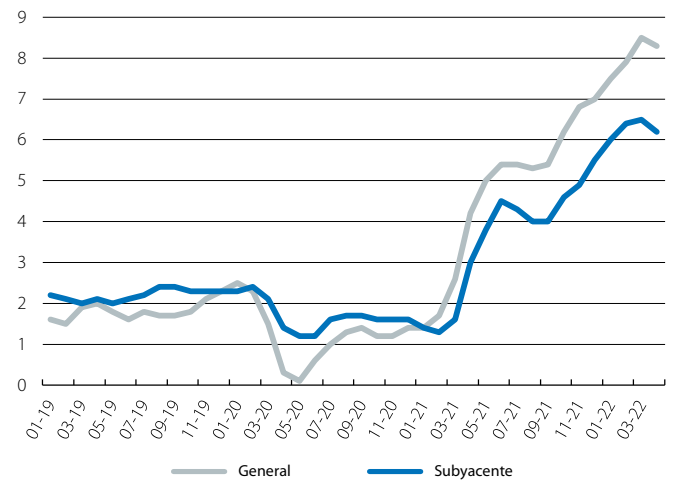
ra negativa de este resultado: la demanda interna mantuvo el dinamismo, gracias al impulso del consumo privado y de la inversión no residencial. Además, el mercado de trabajo sigue mostrando un tono sólido: en abril se crearon 428.000 nuevos empleos, la tasa de paro se mantuvo estable en un bajo 3,6% y los salarios crecieron un 5,5% interanual. En este contexto de vigor de la demanda interna, la inflación descendió en abril, tras marcar máximos de 40 años el mes previo, si bien todavía se sitúa en referencias muy elevadas: 8,3% la general y 6,2% la subyacente. En los próximos meses, la inflación seguirá bastante presionada al alza por el tensionamiento del mercado laboral, los efectos de la guerra en Ucrania y los cierres en China por su política de COVID cero. Estos factores harán que la inflación, aunque en descenso, se mantenga en cotas elevadas y no volvería al entorno del 2,0% hasta finales de 2023, justificando el tono claramente *hawkish* de la Fed, que ha afirmado su intención de subir los tipos de interés por encima de niveles considerados «neutrales» si fuese necesario. Estas condiciones financieras más restrictivas, la falta de acuerdo sobre gran parte del Plan de Biden *Build Back Better* y un comienzo de año más débil de lo esperado nos llevan a recortar nuestra previsión de crecimiento medio en 2022 para EE. UU. en 0,75 p. p, hasta el 2,4%.

Inicio de año desigual en las otras dos grandes economías del G7. De un lado, el Reino Unido sorprendió al crecer en el 1T 2022 un notable 0,8% intertrimestral (8,7% interanual), lo que sitúa la actividad un 0,7% por encima de los niveles pre-COVID. Este aparente buen resultado, no obstante, oculta una intensa evolución de la actividad de «más a menos» a lo largo del trimestre, tendencia que se prolongará durante el 2T 2022, tal y como anticipan las previsiones de mayo del Banco de Inglaterra. Del otro lado, Japón, cayó un 0,2% intertrimestral en el 1T 2022 (+0,2% interanual), como consecuencia de las estrictas restricciones aplicadas para contener los rebotes de COVID-19. De este modo, durante el último año, la economía nipona no ha logrado registrar dos trimestres seguidos con crecimiento positivo.

La política de COVID cero en China tiene un claro impacto sobre su actividad, mientras que la guerra en Ucrania empieza a pasar factura a la economía rusa. En China, el crecimiento del PIB superó en el 1T 2022 nuestras expectativas (4,8% interanual), pero la mayoría de los indicadores de actividad y comercio exterior ya mostraron una fuerte ralentización en marzo y abril, compatible con una caída del PIB en el 2T 2022. Para paliar el impacto de su política de COVID cero, tanto el Gobierno como el banco central han puesto en marcha una serie de medidas de estímulo económico, aunque creemos que no serán suficientes. De hecho, el deterioro que contemplamos para el 2T nos lleva a reducir en 1 p. p. el crecimiento previsto para 2022 hasta el 3,7%, muy por debajo del objetivo del 5,5% del Gobierno. Por su parte, Rusia moderó su crecimiento interanual en el 1T 2022 hasta el 3,5%, tras el 5,0% del 4T 2021. Se trata de una fuerte ralentización debida al intenso retroceso de la actividad en marzo a consecuencia de la guerra en Ucrania. Las perspectivas para Rusia se han deteriorado sustancialmente a raíz del conflicto, ya que, al margen de la duración del mismo, la economía se verá muy penalizada por las sanciones de Occidente y la fuerte salida de la inversión extranjera (por ejemplo, más de 300 multinacionales ya han cesado o limitado su actividad en el país). En consecuencia, anticipamos una caída del PIB ruso en 2022 del 8,0%, pero los riesgos están concentrados claramente a la baja.

EE. UU.: IPC

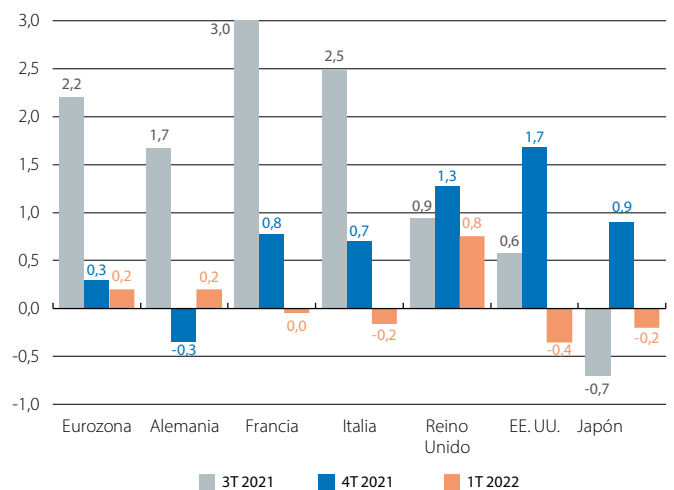
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS.

Global: PIB

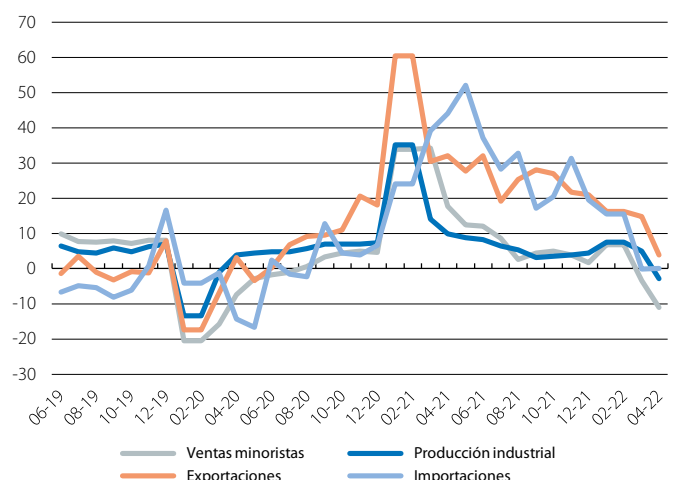
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del BEA y de Bloomberg.

China: indicadores de actividad y comercio exterior

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.