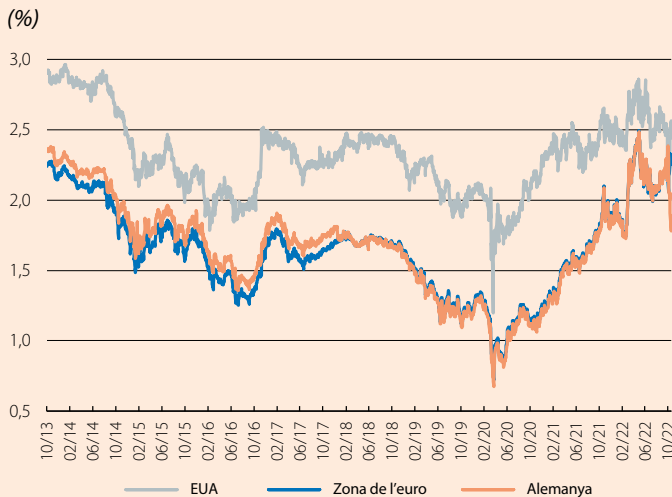


Temps de transformació

El punt de partida de l'economia internacional de cara al 2023, després de les sorpreses negatives de tota mena que han anat afectant l'escenari, és ben conegut per tothom: augment del risc geopolític, disruptcions als mercats energètics, fragilitat macroeconòmica, resposta dràstica dels bancs centrals a l'amenaça inflacionista i increment de la inestabilitat financera. Un panorama poc esperançador, l'origen del qual rau en el desequilibri persistent entre oferta i demanda que han anat alimentant els successius xocs als quals ens hem enfrontat en els últims anys (COVID, guerra a Ucraïna, colls d'ampolla, etc.). I el desenllaç del qual és l'augment generalitzat de les pressions inflacionistes i la intensa desaceleració del creixement que ja es percep en els indicadors d'activitat des de l'estiu, amb el dubte de si tot acabarà en una reculada puntual de l'activitat (un parell de trimestres de creixement negatiu) o si haurèm d'afrontar una crisi més important, amb afectacions sobre el mercat de treball (estagflació?).

La volatilitat que, en els últims mesos, presenten variables clau per a les previsions macroeconòmiques (preus de l'energia, tipus d'interès i tipus de canvi), la dificultat d'incorporar en els escenaris les novetats en l'àmbit geopolític i els seus efectes sobre les expectatives, i, finalment, el problema de calibrar la resposta de les polítiques monetària i fiscal als desafiaments que van apareixent dia a dia, confereixen al 2023 una complexitat especial en el sempre procel·lós exercici de les previsions econòmiques. En especial quan la sensibilitat dels mercats va augmentant arran de l'enduriment de les condicions financeres globals que s'ha produït en els 12 últims mesos (+300 p. b. de mitjana a les economies avançades), moviment liderat per una Reserva Federal que, després dels dubtes inicials, s'ha posat a tirar del gran grup sense mirar enrere.¹

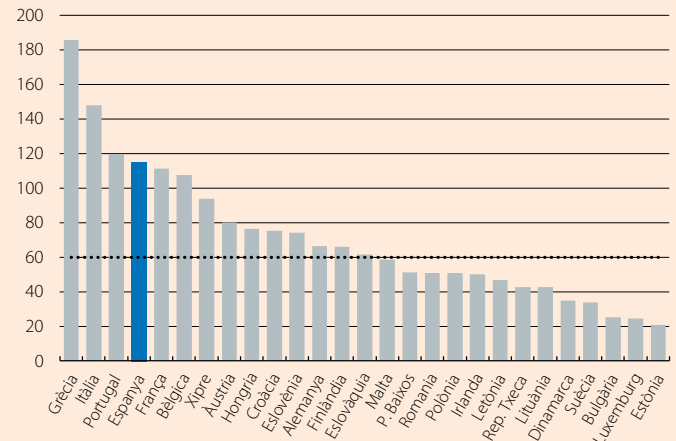
Swaps vinculats a la inflació, 5Y5Y



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

Deute públic

(% del PIB)



Nota: Previsió de la Comissió Europea per a l'any 2022 (Spring Forecasts). La línia puntejada correspon al 60% del PIB, límit establert pels Tractats Europeus.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'AMECO.

Precisament, la digestió d'aquest canvi de règim en la política monetària i, per tant, en la capacitat (flexibilitat) dels bancs centrals de sufocar qualsevol episodi d'inestabilitat financera serà una de les claus de l'escenari a mitjà termini. Sent conscients, després de l'avis per a navegants de la minicrisi britànica, que es va tancar amb la dimissió de Liz Truss, de la importància que la política fiscal estigui alineada amb el desafiament monetari. Els temps canvien també per a la combinació òptima de política econòmica que demanda la conjuntura econòmica. Ignorar la restricció pressupostària amb una política fiscal desordenada allunyaria la meta que intenten assolir les autoritats monetàries i incrementaria el risc d'accidents financers. En aquest cas, la incertesa fiscal pot obligar a fer majors pujades de tipus d'interès, quelcom equivalent a pitjar el fre i l'accelerador alhora, com ens ho recordava l'FMI a la seva última reunió semestral.

Per tant, la coordinació entre Govern i entre bancs centrals, quan els objectius dels costats fiscal i monetari són diferents, es convertirà, en els propers mesos, en una de les claus que determinarà el bon funcionament del cycle econòmic el 2023. No és fàcil passar de quelcom semblant a la dominància fiscal a un règim en què torna a ser prioritària l'estabilitat macroeconòmica a curt

1. Per a més detalls, vegeu l'article «[Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023](#)», en aquest mateix Dossier.

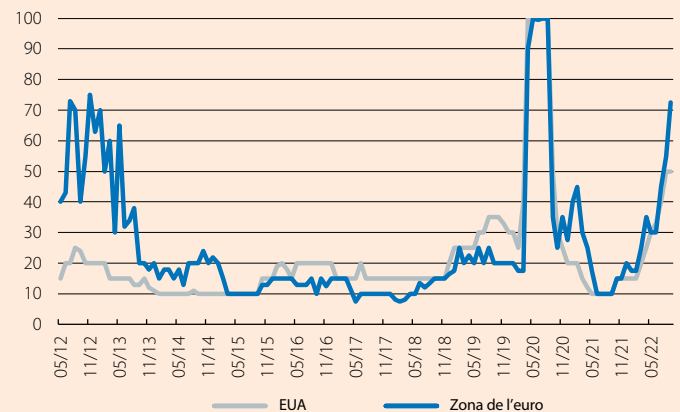
termini, en especial amb el soroll que poden introduir els desajustaments en els tipus de canvi. En gran part, aquest joc determinarà el nivell d'arribada en el procés de pujada dels tipus d'interès (*terminal rate*) i el temps que trigarà la inflació a tornar-se a aproximar als objectius.

En aquest context, l'economia mundial podria créixer el 2,7% el 2023, amb una desacceleració clara en els ritmes mitjans d'activitat tant als països avançats (l'1% en relació amb el 2,4% del 2022), com a les economies emergents (el 4% en relació amb el 7% del 2022). Amb l'escassa visibilitat existent en aquests moments, és molt complicat intentar extrapolar el perfil del cycle econòmic, però és lògic pensar que els sis propers mesos han de ser els de màxima feblesa per a Europa, mentre que, en el cas dels EUA, els efectes de les pujades de tipus d'interès de la Fed s'haurien de fer notar més a la primavera, tenint en compte els retards amb què la política monetària afecta l'activitat. El refredament que veurem en la demanda dels països avançats fins a l'estiu i la millora incipient que es comença a percebre en les restriccions a la producció podrien propiciar una normalització progressiva dels desequilibris entre oferta i demanda a mesura que vagi avançant l'any. Això permetria una moderació de la inflació i una estabilització de les condicions financeres i crearia les bases per a un retorn a les taxes de creixement potencial a partir de la tardor del 2023, les quals, probablement, seran inferiors a les existents abans de la pandèmia. El dubte és el cost que caldrà pagar a curt termini en termes d'activitat i d'ocupació per controlar el problema de la inflació i, per tant, l'ajust a la baixa del PIB en els dos propers trimestres. Aquesta ràtio de sacrifici vindrà determinada per: la possibilitat d'estabilitzar els mercats de primeres matèries energètiques, la credibilitat dels bancs centrals i l'evolució dels efectes de segona ronda i, per tant, la capacitat de repartir de manera equitativa, mitjançant pactes de rendes, els efectes del deteriorament de la relació real d'intercanvi que s'està produint en un gran nombre de països.

Per tant, l'economia mundial haurà de continuar afrontant importants desafiaments el 2023, tenint en compte les dinàmiques disruptives que continuen presents en l'escenari. Amb la incògnita del funcionament de l'economia xinesa i de l'evolució del conflicte a Ucraïna, les claus seran minimitzar els danys sobre el mercat de treball de l'enduriment monetari i mantenir-lo aïllat del soroll al canal financer. Serà un any de transició en què cal sedimentar les condicions per al retorn a una certa normalitat a partir del 2024, tot i que poden aparèixer obstacles pel camí, i, per tant, la política econòmica haurà de ser flexible i utilitzar la cirurgia per optimitzar uns graus de llibertat cada vegada més reduïts. En definitiva, continuarem immersos en aquesta fase en què el vell no acaba de morir i el nou no acaba de néixer. I així ho posen de manifest grans debats oberts com: la idoneïtat de les estratègies i dels objectius actuals d'inflació, el paper que jugarà la Xina en la dècada vinent, els límits a l'endeutament en l'economia mundial o el futur de la globalització.

José Ramón Díez

Probabilitat de recessió del consens de Bloomberg (%)



Notes: Mitjana entre els analistes que participen al consens de Bloomberg. Probabilitat de recessió en els 12 propers mesos.

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