

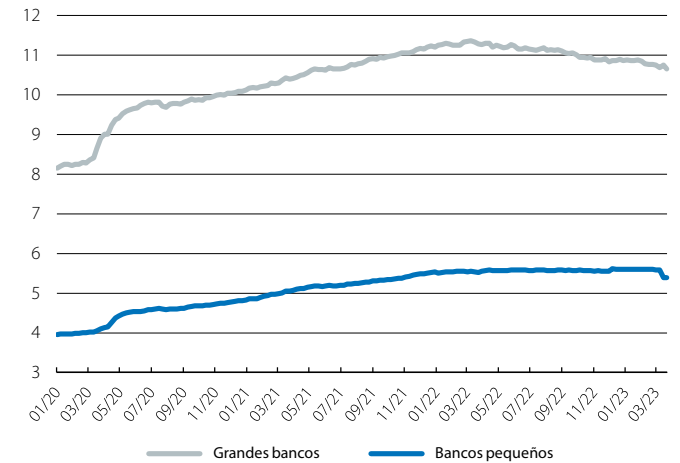
Triángulo amoroso en la economía internacional: actividad, inflación y estabilidad financiera

El escenario económico gana nuevos ingredientes. En marzo, el grueso de los indicadores publicados reiteró un panorama de menor debilidad en las cifras de actividad y mayor inercia en las presiones de precios subyacentes. Sin embargo, la caída del Silicon Valley Bank (SVB) desató turbulencias financieras y puso de manifiesto que las rápidas y contundentes subidas de tipos de los bancos centrales están endureciendo las condiciones financieras (véanse más detalles del episodio en la [coyuntura de Mercados Financieros de este informe](#)). Aunque su efecto todavía no sea fácilmente visible en los datos macroeconómicos, el endurecimiento monetario apunta a un cierto cambio de perfil en el escenario económico: datos más resilientes a corto plazo, pero menos boyantes en el tramo final del año, cuando las subidas de tipos de los bancos centrales ya habrán tenido tiempo de filtrarse al conjunto de la economía y su impacto debería visibilizarse sobre los grandes agregados económicos. Por ejemplo, en EE. UU. el episodio del SVB generó un cierto trasvase de depósitos desde las entidades pequeñas y medianas hacia las de mayor tamaño. Los depósitos siguen siendo notablemente elevados, pero este movimiento resalta la exigencia sobre la llamada «banca regional» estadounidense. Y, en tanto que es un subsector importante en el crédito comercial, industrial e inmobiliario, puede pesar sobre las posibilidades de un aterrizaje suave en 2023.

El mercado laboral, un puntal de apoyo. Los precios de la energía (mucho más distendidos que en 2022, pero aun así elevados respecto a cotas prepandemia), la alta inflación, el endurecimiento monetario y sus derivadas, y la incertidumbre continúan soplando de cara y dificultando el desempeño de la economía mundial. Pero, frente a estos vientos adversos, el mercado laboral de las principales economías internacionales sigue con un desempeño robusto, tanto en creación de ocupación y bajo desempleo como en dinamismo salarial. Así, en EE. UU. y la eurozona, las tasas de paro se mantienen en mínimos del ciclo económico o muy cerca de ellos (3,6% y 6,6% en febrero, respectivamente) mientras crece la participación laboral (74% y 79% entre los menores de 65 años, respectivamente, en ambos casos casi 0,5 p. p. más que hace un año). Por su parte, el crecimiento salarial aceleró hasta el 5% a finales de 2022 en la eurozona según datos de Eurostat (en concreto, el componente salarial de los costes laborales por hora), mientras que en EE. UU. distintos indicadores lo sitúan entre el 4,6% (ingresos salariales medios por hora) y el 6,1% (indicador de la Fed de Atlanta), algo por debajo de los máximos alcanzados en 2022.

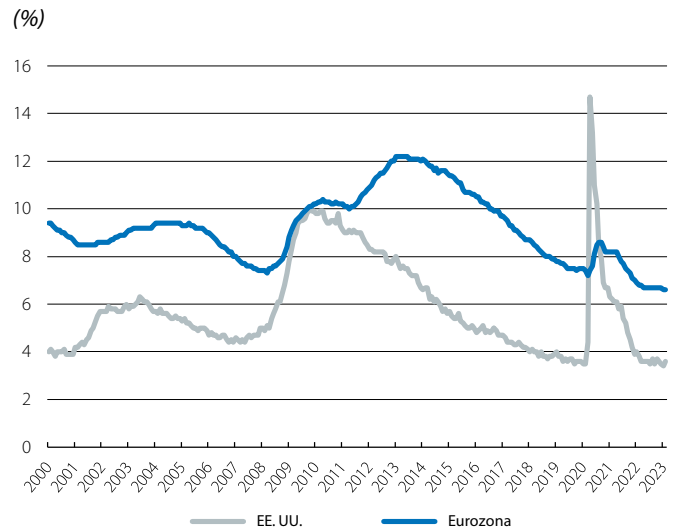
Cambio de composición en la inflación. En 2022, el dramático repunte de los precios energéticos para los consumidores europeos (con crecimientos superiores al 40% interanual en distintos momentos) se convirtió en la principal causa de las elevadas tasas de inflación, tanto de manera directa (el componente energético explicaba el 50% de toda la inflación) como indirecta (a través de su presión sobre los costes productivos, el repunte de la energía se trasladó, y sigue haciéndolo, al conjunto de la cesta de bienes y servicios). Sin embargo, tanto por efectos base como por la distensión de los precios energéticos que viene consolidándose en los últimos meses, la presión alcista de la energía está desvaneciéndose.

EE. UU.: depósitos bancarios por tamaño de entidad (Billones de dólares)



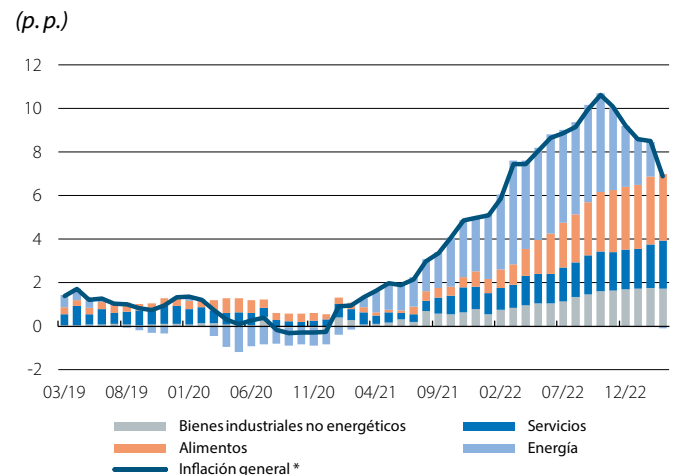
Notas: Datos desestacionalizados. Último dato: 22 de marzo de 2023.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de EE. UU.

Tasa de paro (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y BLS.

Eurozona: contribuciones a la variación interanual del IPCA *



Nota: * Variación interanual del IPCA (%).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

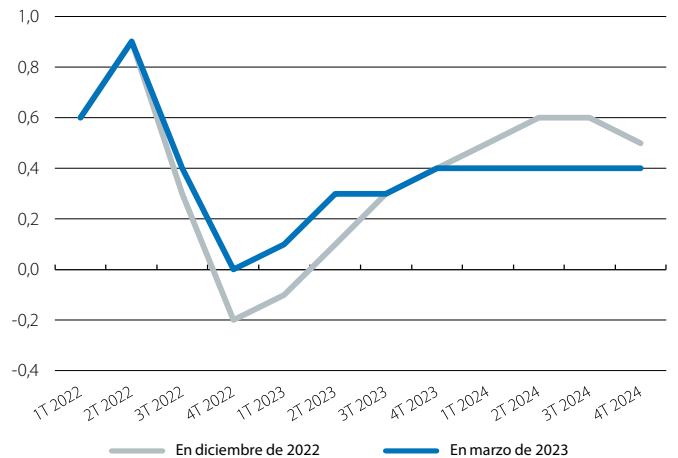
ciéndose. Por ello, en marzo la inflación general de la eurozona cayó con fuerza hasta el 6,9% (-1,6 p. p.), con la primera contribución negativa de los precios energéticos desde 2021. Esta dinámica, que debería continuar en lo que queda de año, da lugar a una recomposición de la inflación europea, ahora con una mayor presencia de los alimentos, los bienes no energéticos y los servicios. De hecho, la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) aceleró hasta el 5,7% (+0,1 p. p.). Esta menor distancia entre inflación general y núcleo se asemeja al caso de EE. UU., donde en febrero la general bajó hasta el 6,0% interanual y la inflación núcleo se situó en el 5,5%.

Resiliencia de la actividad: versión europea. Tras evitar la contracción en el 4T (PIB estanco, gracias al tirón del +0,9% intertrimestral del gasto público frente al -0,9% del consumo privado), la eurozona ganó tracción en el 1T 2023, con un PMI compuesto en zona expansiva y acelerando (54,1 puntos en marzo). La mejora fue generalizada por países, pero con disparidad entre sectores (crecimiento en servicios, con 53,0 puntos en el conjunto del trimestre, pero contracción en las manufacturas, con un promedio trimestral de 48,2). Otros indicadores muestran un desempeño más mixto. Por un lado, el índice de sentimiento ESI ha frenado su recuperación, estancándose en los últimos meses (99,3 puntos en marzo, +5,5 puntos respecto a otoño, pero -0,4 frente a enero). Por otro lado, las últimas cifras de ventas minoristas y producción industrial registraron un rebote intermensual en enero de 2023, pero su comparativa interanual refleja un desempeño relativamente modesto (+0,3% y +0,7%, respectivamente). Todo ello dibuja una actividad más resiliente pero que no se escapa de un contexto de relativa flaqueza, bien resumido por la actualización de marzo en las previsiones del BCE: en vez de una contracción del 0,1% intertrimestral, ahora la entidad prevé que en el 1T 2023 el PIB consiga avanzar un 0,1%.

Resiliencia económica: versión americana. Por su parte, la actividad estadounidense parece mantenerse más sólida y, tras un avance del 0,6% intertrimestral en el 4T 2022, el modelo de previsión de la Fed de Atlanta venía sugiriendo un crecimiento del PIB parecido en el 1T 2023. Con todo, las repercusiones de la caída del SVB se presentan como un nuevo viento de cara que los indicadores disponibles todavía no recogen. Y es que, de hecho, en marzo la confianza de los consumidores del Conference Board mejoró en 0,8 puntos, hasta los 104,2, mientras que el PMI compuesto se alejó de la zona contractiva al alcanzar los 53,3 puntos (50,1 en febrero).

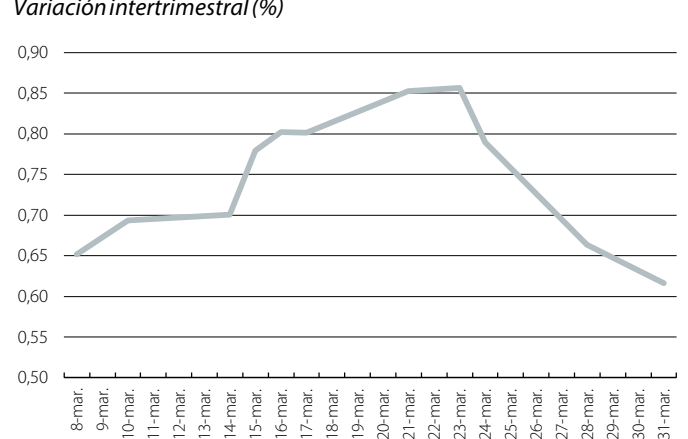
China consolida su reactivación. La economía china parece estar arrancando con fuerza tras el abandono de la estrategia COVID cero y todo apunta a un sólido rebote del PIB en estos primeros meses de 2023, que deja atrás el estancamiento económico de finales de 2022. En concreto, distintos indicadores de movilidad (como los viajes en metro) han saltado por encima de sus valores prepandemia, mientras que los índices PMI se han situado en terreno ampliamente expansivo a lo largo de todo el 1T (promedio de 56,3 puntos en el sector servicios y de 51,5 en las manufacturas). Asimismo, las ventas minoristas avanzaron un 3,5% interanual en el conjunto de enero y febrero, con una mejora generalizada entre bienes y servicios. En este contexto de reactivación, en marzo se constituyó la decimocuarta Asamblea Nacional Popular, donde el Gobierno anunció un objetivo de crecimiento «alrededor del 5%» para este año, inferior al 5,5% y al 6,0% de los años anteriores.

Eurozona: proyecciones del BCE para el PIB
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de las proyecciones macroeconómicas del BCE de diciembre de 2022 y marzo de 2023.

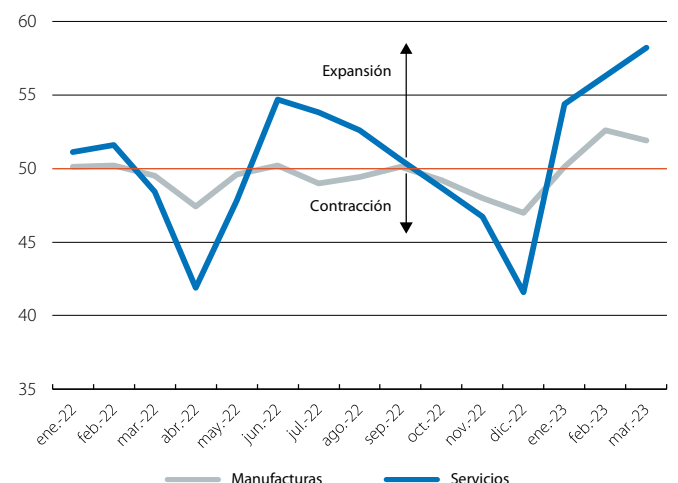
EE. UU.: previsión del PIB del 1T 2023 según GDPNow *
Variación intertrimestral (%)



Notas: * GDPNow es el modelo nowcasting de la Fed de Atlanta. La evolución muestra cómo cambia la previsión a medida que se van publicando indicadores.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Atlanta.

China: PMI
Nivel



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