

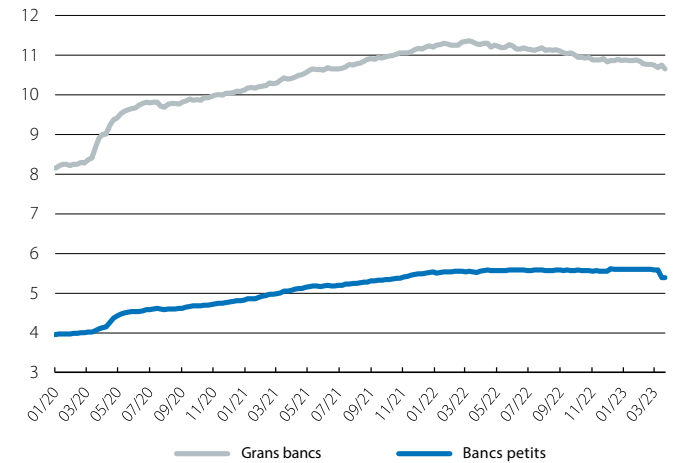
## Triangle amorós a l'economia internacional: activitat, inflació i estabilitat financera

**L'escenari econòmic guanya nous ingredients.** Al març, el gros dels indicadors publicats va reiterar un panorama de menys feblesa en les xifres d'activitat i de més inèrcia en les pressions dels preus subjacents. No obstant això, la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) va generar turbulències financeres i va posar de manifest que les ràpides i contundents pujades de tipus dels bancs centrals estan endurint les condicions financeres (vegeu més detalls de l'episodi a la [conjuntura de Mercats financers d'aquest informe](#)). Malgrat que el seu efecte no és encara fàcilment visible en les dades macroeconòmiques, l'enduriment monetari apunta a un cert canvi de perfil en l'escenari econòmic: dades més resilientes a curt termini, però menys pròsperes en el tram final de l'any, quan les pujades de tipus dels bancs centrals ja hauran tingut temps de filtrar-se al conjunt de l'economia i s'hauria de visibilitzar el seu impacte sobre els grans agregats econòmics. Per exemple, als EUA, l'episodi de l'SVB va generar un cert transvasament de dipòsits des de les entitats petites i mitjanes cap a les més grans. Els dipòsits continuen sent notablement elevats, però aquest moviment ressalta l'exigència sobre l'anomenada «banca regional» nord-americana. I, tenint en compte que és un subsector important en el crèdit comercial, industrial i immobiliari, pot pesar sobre les possibilitats d'un aterratge suau el 2023.

**El mercat laboral, un puntal de suport.** Els preus de l'energia (molt més distesos que el 2022, però, així i tot, elevats en relació amb les cotes prepanidèmia), la inflació alta, l'enduriment monetari i les seves derivades, i la incertesa continuen bufant de cara i dificultant el funcionament de l'economia mundial. Però, malgrat els vents adversos, el mercat laboral de les principals economies internacionals manté un funcionament robust, tant en creació d'ocupació i en un atur baix com en dinamisme salarial. Així, als EUA i a la zona de l'euro, les taxes d'atur es mantenen en mínims del cycle econòmic o molt a la vora d'ells (el 3,6% i el 6,6% al febrer, respectivament), mentre creix la participació laboral (el 74% i el 79% entre els més joves de 65 anys, respectivament, en els dos casos gairebé 0,5 p. p. més que un any enrere). Per la seva banda, el creixement salarial es va accelerar fins al 5% al final del 2022 a la zona de l'euro, segons les dades d'Eurostat (en concret, el component salarial dels costos laborals per hora), mentre que, als EUA, diferents indicadors el situen entre el 4,6% (ingressos salarials mitjans per hora) i el 6,1% (indicador de la Fed d'Atlanta), una mica per sota dels màxims assolits el 2022.

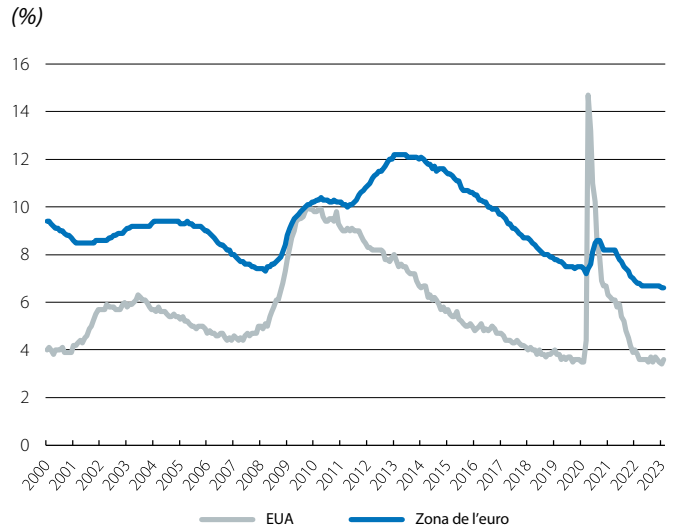
**Canvi de composició en la inflació.** El 2022, el repunt dramàtic dels preus energètics per als consumidors europeus (amb creixements superiors al 40% interanual en diferents moments) es va convertir en la principal causa de les elevades taxes d'inflació, tant de manera directa (el component energètic explicava el 50% de tota la inflació) com indirecta (a través de la pressió sobre els costos productius, el repunt de l'energia es va traslladar, i continua fent-ho, al conjunt de la cistella de béns i de serveis). No obstant això, tant per efectes de base com per la distensió dels preus energètics que s'ha consolidat en els últims mesos, la pres-

**EUA: dipòsits bancaris per dimensió de l'entitat**  
(Bilions de dòlars)



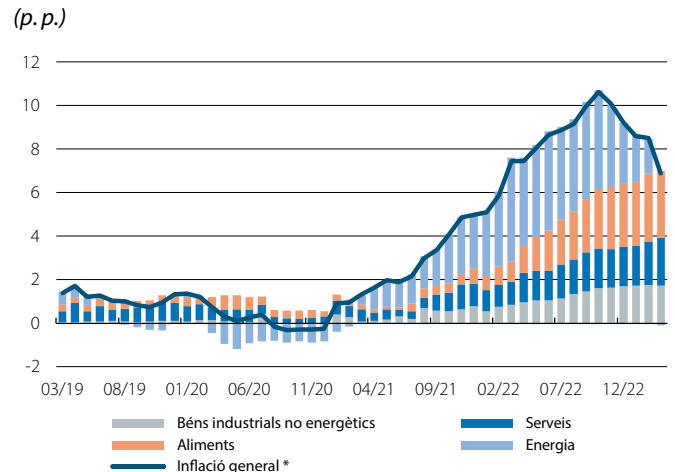
**Notes:** Dades desestacionalitzades. Última dada: 22 de març del 2023.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal dels EUA.

### Taxa d'atur



**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del BLS.

### Zona de l'euro: contribucions a la variació interanual de l'IPCH \*



**Nota:** \* Variació interanual de l'IPCH (%).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

sió alcista de l'energia s'està esvaint. Per aquest motiu, al març, la inflació general de la zona de l'euro va caure amb força fins al 6,9% (-1,6 p. p.), amb la primera contribució negativa dels preus energètics des del 2021. Aquesta dinàmica, que hauria de continuar fins al final d'enguany, comporta una recomposició de la inflació europea, ara amb més presència dels aliments, dels béns no energètics i dels serveis. De fet, la inflació nucli (que exclou l'energia i els aliments) es va accelerar fins al 5,7% (+0,1 p. p.). Aquesta menor distància entre la inflació general i la inflació nucli s'assembla al cas dels EUA, on, al febrer, la general va baixar fins al 6,0% interanual i la nucli es va situar en el 5,5%.

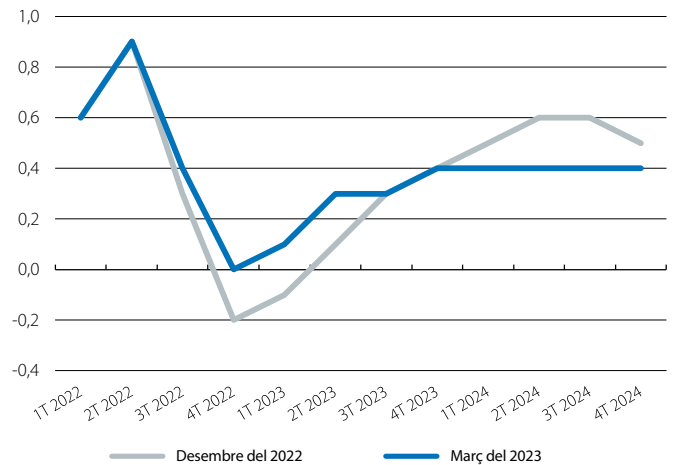
**Resiliència de l'activitat: versió europea.** Després d'evitar la contracció en el 4T (PIB estanc, gràcies a l'embranchada del +0,9% intertrimestral de la despesa pública, en relació amb el -0,9% del consum privat), la zona de l'euro va guanyar tracció en el 1T 2023, amb un PMI compost en zona expansiva i accelerant-se (54,1 punts al març). La millora va ser generalitzada per països, però amb disparitat entre sectors (creixement en serveis, amb 53,0 punts en el conjunt del trimestre, però contracció en les manufactures, amb una mitjana trimestral de 48,2). Altres indicadors mostren un funcionament més mixt. D'una banda, l'índex de sentiment ESI ha frenat la recuperació i s'ha estancat en els últims mesos (99,3 punts al març, +5,5 punts en relació amb la tardor, però -0,4 en relació amb el gener). De l'altra, les últimes xifres de vendes al detall i de producció industrial van registrar un rebot intermensual al gener del 2023, però la seva comparativa interanual reflecteix un funcionament relativament modest (el +0,3% i el +0,7%, respectivament). Tot plegat dibuixa una activitat més resilient, però que no defuig un context de relativa feblesa, ben resumit per l'actualització del març en les previsions del BCE: en lloc d'una contracció del 0,1% intertrimestral, ara l'entitat preveu que, en el 1T 2023, el PIB avançarà el 0,1%.

**Resiliència econòmica: versió americana.** Per la seva banda, sembla que l'activitat nord-americana és més sòlida, i, després d'un avanç del 0,6% intertrimestral en el 4T 2022, el model de previsió de la Fed d'Atlanta suggeria un creixement del PIB semblant en el 1T 2023. Així i tot, les repercussions de la caiguda de l'SVB són un nou vent de cara que els indicadors disponibles encara no recullen. I és que, de fet, al març, la confiança dels consumidors del Conference Board va millorar en 0,8 punts, fins als 104,2, mentre que el PMI compost es va allunyar de la zona contractiva en assolir els 53,3 punts (50,1 al febrer).

**La Xina consolida la seva reactivació.** Sembla que l'economia xinesa està arrencant amb força després de l'abandonament de l'estratègia de COVID zero, i tot apunta a un rebot sòlid del PIB en aquests primers mesos del 2023, que deixa enrere l'estancament econòmic del final del 2022. En concret, diferents indicadors de mobilitat (com els viatges amb metro) han saltat per damunt dels valors pre-pandèmia, mentre que els índexs PMI s'han situat en terreny àmpliament expansiu al llarg de tot el 1T (mitjana de 56,3 punts al sector serveis i de 51,5 al de manufactures). Així mateix, les vendes al detall van avançar el 3,5% interanual en el conjunt del gener i del febrer, amb una millora generalitzada entre béns i serveis. En aquest context de reactivació, al març es va constituir la catorzena Assemblea Nacional Popular, on el Govern va anunciar un objectiu de creixement «al voltant del 5%» per a enguany, inferior al 5,5% i al 6,0% dels anys anteriors.

**Zona de l'euro: projeccions del BCE per al PIB**

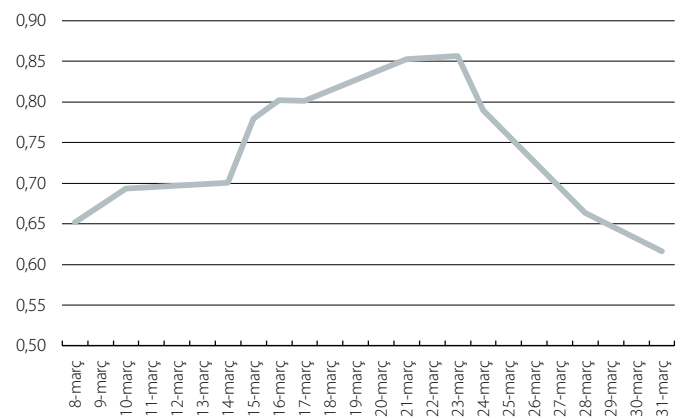
Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de les projeccions macroeconòmiques del BCE del desembre del 2022 i del març del 2023.

**EUA: previsió del PIB del 1T 2023 segons GDPNow \***

Variació intertrimestral (%)

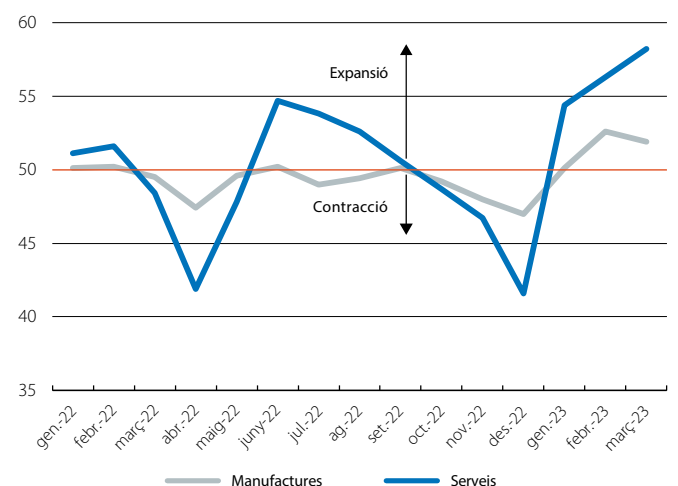


Notes: \* GDPNow és el model nowcasting de la Fed d'Atlanta. L'evolució mostra com canvia la previsió a mesura que es van publicant indicadors.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed d'Atlanta.

**Xina: PMI**

Nivell



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