

Nou escenari econòmic: canvi de perspectives a les economies i als mercats internacionals?

Tres grans dinàmiques han caracteritzat el funcionament de l'economia internacional des de l'inici d'enguany. En primer lloc, els preus energètics s'han distensionat i s'han estabilitzat en cotes molt més baixes del que es temia uns mesos enrere, tot i que encara per damunt dels nivells pre-pandèmia.¹ En segon lloc, els indicadors han exhibit resiliència pel costat de l'activitat i una evolució mixta pel costat de la inflació, amb descensos intensos en la inflació general, però amb una persistència no menyspreable en els components més inercials. Per aquests motius, i com a tercera gran dinàmica de l'any, els principals bancs centrals s'han vist empesos a continuar endurint la seva política monetària. A més de les pujades de tipus, el 2023, les condicions financeres també s'han tensionat després de la caiguda del Silicon Valley Bank (SVB) als EUA i de les seves reverberacions als mercats financers globals.² En conjunt, tots aquests esdeveniments ens han empès a reavaluar les perspectives per a l'economia internacional i per als mercats financers.³

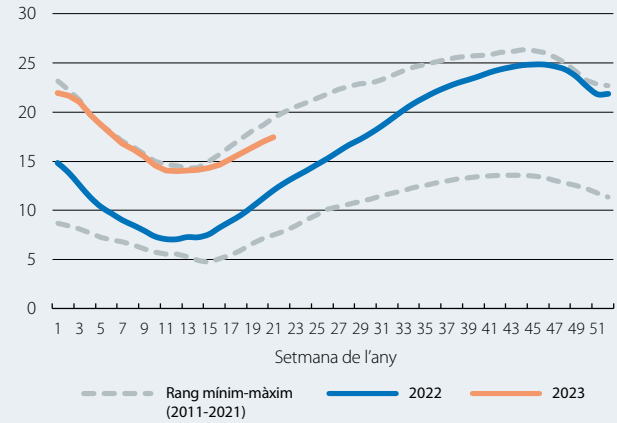
Distensió energètica

El 2023 va començar amb uns preus de l'energia molt menys tensionats del que es temia inicialment, i aquest panorama s'ha anat confirmant al llarg de la primavera. Al mercat del gas, Europa va aconseguir superar l'hivern sense contratemps, gràcies a uns nivells de reserves elevats i a unes polítiques efectives de contenció de la demanda i de la volatilitat dels preus, tot això acompanyat per un hivern més temperat de l'habitual. Així, al maig, els mercats de futurs cotitzaven un preu del gas TTF d'uns 50 €/MWh de mitjana per al conjunt del 2023 i del 2024. Aquests nivells, substancialment inferiors als més de 100 euros previstos a l'inici de l'any,⁴ oferiran una mica d'alleujament a l'activitat econòmica en els propers trimestres.

Per la seva banda, el mercat de petroli ha viscut uns mesos més volàtils, amb el barril de Brent fluctuant entre els 70 dòlars (en moments en què el mercat es veia dominat per temors a un refredament global) i gairebé els 90 dòlars (quan als senyals d'una reactivació ràpida de l'economia xinesa es van sumar unes noves retallades en la producció de l'OPEP). Aquesta volatilitat, juntament amb la perspectiva d'una segona meitat de l'any en què el reimpuls de la

1. El preu del gas ja es troba també per sota dels registres previs a la guerra a Ucraïna (els preus es venien tensionant des del 3T 2021).
2. Vegeu el Focus «[Consideracions sobre estabilitat financera en temps d'enduriment monetari](#)», a l'IM05/2023.
3. El nostre nou quadre macroeconòmic es pot consultar a les [taules de previsions d'aquest mateix Informe Mensual](#).
4. Preus segons la mitjana mòbil de 60 dies, que és la mètrica de referència per a les nostres projeccions per al preu del gas. En part, els preus més baixos també recullen la perspectiva d'un refredament de l'activitat econòmica global.

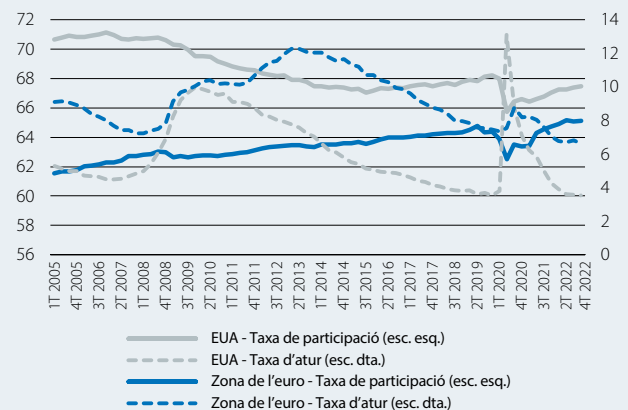
Zona de l'euro: emmagatzematge de gas * (% de consum)



Nota: * Mitjana d'Alemanya, França, Itàlia i Espanya.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'AGSI.

EUA i zona de l'euro: mercat laboral

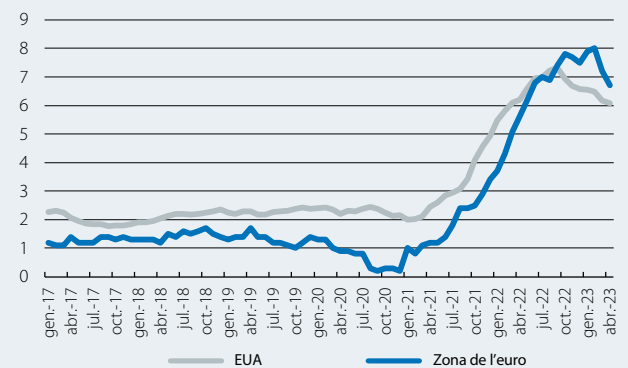
(% de població entre 15 i 74 anys) (% de població activa entre 15 i 74 anys)



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

IPC: trimmed mean 15% *

Variació interanual (%)



Nota: * La inflació trimmed mean es calcula exclouent (trim, en anglès) de la cistella mitjana (mean, en anglès) els components amb moviments més abruptes en els preus. En aquest cas, el 15% de components amb canvis més bruscos (el 16% per a la sèrie dels EUA).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Fed de Cleveland.

Xina es pugui notar més en el preu de les primeres matèries, ens empeny a mantenir una previsió del barril de Brent al voltant dels 85 dòlars (80 euros) per al 2023.

Resiliència de l'activitat mundial

Els indicadors d'activitat no solament van millorar de forma sostinguda al llarg de l'hivern i de la primavera (per exemple, l'índex PMI mundial va passar d'un mínim de 48 punts al novembre, en contracció econòmica, a superar els 54 punts a l'abril, en zona clarament expansiva), sinó que els PIB del 1T van sorprendre a l'alça a les grans economies: en relació amb les previsions de 0,1%, de 2,0% i de -0,2% intertrimestrals per als EUA, per a la Xina i per a la zona de l'euro, respectivament, les dades reals van ser del 0,3%, del 2,2% i del 0,1%.⁵ Aquestes xifres mostren una activitat menys feble del que s'esperava, i, de forma gairebé mecànica, el seu efecte arrossegament ens empeny a augmentar les nostres previsions de PIB per al 2023.

Tanmateix, això no significa que l'activitat mundial deixi enrere un escenari de refredament en els propers trimestres. En realitat, les nostres noves previsions dibuixen creixements trimestrals més aviat modestos, en especial als EUA i al conjunt de la zona de l'euro. I és que els tipus d'interès més alts són un llast que s'anirà fent més visible. De fet, el refredament sí que s'intueix en el desglossament sectorial: l'embranchada del PMI comentat més amunt procedeix, principalment, de l'expansió del sector serveis, mentre que diferents indicadors mostren una contracció de l'activitat industrial a les grans economies del món ja en els últims mesos.

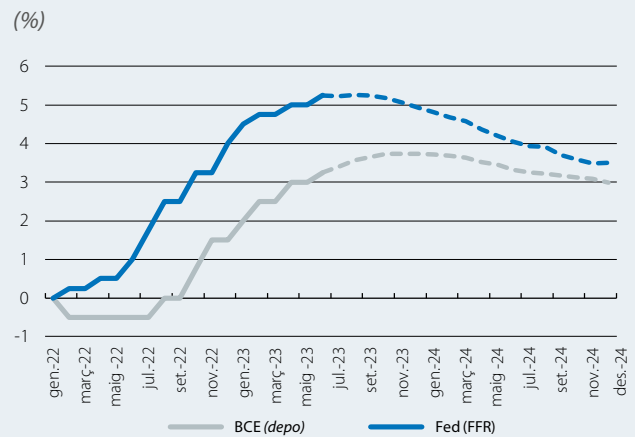
Així i tot, el menor dinamisme de l'activitat trobarà un matàs en la solidesa dels mercats laborals, que continuen amb un atur en mínims tant als EUA com a la zona de l'euro i amb un avanç notable de les taxes d'activitat.

Una inflació subjacent més inercial

La inflació general ha reulat de forma sostinguda des dels pics assolits el 2022, i ho ha fet, principalment, gràcies als preus energètics, tant pel seu efecte base com pels menors costos de l'energia.⁶ Aquest arrossegament de l'energia es filtrarà, de manera indirecta, a la resta de la cistella de preus en els propers mesos, la qual cosa intensificarà el descens de la inflació. De fet, els senyals desinflacionistes comencen a treure el cap de manera més generalitzada en les etapes intermèdies de la cadena de formació de preus, on els colls d'ampolla s'han normalit-

5. Tot i que ha estat millor del que s'esperava, la xifra de la zona de l'euro ha quedat enfosquida per una revisió a la baixa a Alemanya (el -0,3%, després d'una estimació inicial del 0,0%). No obstant això, sobre la dada de la zona de l'euro també pesa una contracció del 2,7% a Irlanda (on les dades són inusualment volàtils). Amb aquestes dues excepcions destacades, a la majoria de països de la zona de l'euro, el PIB del 1T va sorprendre a l'alça.
6. A la zona de l'euro, l'energia ha passat d'afegir gairebé 5 p. p. a la inflació general a la tardor (quan es va arribar a un pic d'inflació del 10,6%) a només 0,2 p. p. a l'abril (quan la inflació general va ser del 7,0%).

Tipus d'interès oficials i expectatives de mercat



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed, del BCE i de Bloomberg.

zat, els preus industrials es desacceleren a tots els sectors (inclosa l'alimentació) i les enquestes reflecteixen una moderació en les intencions de fixació de preus de les empreses. És més, als EUA, l'índex de lloguers, un component clau que pesa el 40% de la cistella nucli, encadena dos mesos de moderació i ajudarà a reduir la inflació d'ara endavant.

No obstant això, des de l'inici d'enguany, les pressions dels preus subjacents han mostrat més resistència del que s'havia previst inicialment.⁷ Malgrat que això ens empeny a augmentar de forma moderada les nostres previsions d'inflació per al conjunt del 2023 (compensant amb escreix l'efecte a la baixa de les noves previsions de l'energia), continuem esperant una desacceleració gradual dels preus en els propers trimestres, sustentada pels efectes indirectes comentats més amunt, pel refredament de la demanda i per la contenció dels cicles de retroalimentació entre salaris, marges i preus.

Tipus d'interès alts durant més temps

Arran d'aquestes dinàmiques en la crisi energètica, en l'activitat i en la inflació, els bancs centrals de les principals economies avançades s'han vist empesos a continuar apujant tipus (fins a un *fed funds rate* entre el 5,00% i el 5,25% als EUA i un tipus *depo* en el 3,25% a Europa). D'altra banda, amb uns tipus d'interès en nivells clarament restrictius, conscients que l'impacte macroeconòmic dels increments de tipus opera amb retard i amb indicis clars que la transmissió de la política monetària funciona,⁸ recentment els bancs centrals han adoptat una actitud més prudent. Sense poder descartar alguna pujada més (cas de la Fed) o encara apuntant a increments moderats (cas del BCE), l'es-

7. Per exemple, al gener, la inflació nucli va començar el 2023 en el 5,6% als EUA i en el 5,3% a Europa i, a l'abril, continuava en el 5,5% als EUA i en el 5,6% a la zona de l'euro.

8. Visió reforçada per l'episodi de l'SVB. Vegeu, a més a més, el Focus «La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació» en aquest mateix Informe Mensual.

estratègia passa per mantenir els tipus en zona restrictiva durant un bon temps (més que dur-los cap a cotes encara més altes), i condicionant qualsevol pròxim pas a l'evolució de les dades d'activitat i d'inflació.

Així, posant el focus a Europa, recollim el missatge del BCE de la «necessitat de tipus sostingudament alts», de manera que les nostres noves previsions contemplen que els tipus d'interès assoliran un pic una mica més elevat en els propers mesos (*depo* en el 3,75%) i es mantindran en aquestes cotes una mica més de temps (la primera retallada no es produiria abans de mitjan 2024).

L'exigència de l'entorn persisteix

Aquests canvis en la conjuntura s'expliquen per una constel·lació de riscos que impedeixen deixar enrere la fragilitat de l'entorn. A més dels factors geopolítics, entre els quals destaca la guerra a Ucraïna, la caiguda de l'SVB ha posat en relleu que, en un context de pujades notables dels tipus d'interès (i que es produeixen després d'un període llarg de tipus baixos), hi ha un risc d'enduriment intens de les condicions financeres, amb el consegüent refredament abrupte de l'economia. En el mateix sentit, també preocupa l'estat d'alguns mercats immobiliaris, amb fortes pujades de preus en els últims anys, amb signes de sobrevaloració i amb un endeutament elevat de les llars, com ho hem analitzat recentment.⁹ Així mateix, si persisteixen les pressions dels preus subjacents, els bancs centrals es poden veure forçats a endurir encara més la política monetària, la qual cosa intensificaria els riscos anteriors.

Previsions per a les economies i els mercats internacionals

Variació anual (%), llevat que s'indiqui el contrari	2022	2023	2024
PIB mundial	3,4	2,8 (2,7)	3,0 (3,4)
EUA PIB	2,1	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)
EUA inflació	8,0	4,2 (4,1)	2,2 (2,7)
Fed - <i>fed funds rate</i> (<i>final d'any</i>)	4,50	5,00	3,75
PIB zona de l'euro	3,5	0,9 (0,5)	1,3 (1,6)
Inflació zona de l'euro	8,4	5,5 (5,3)	2,6 (2,7)
BCE - <i>depo</i> (<i>final d'any</i>)	2,00	3,75 (3,50)	3,00 (2,50)
Euríbor 12M (<i>mitjana</i>)	1,1	3,8 (3,4)	3,3 (2,6)
Tipus de canvi EUR/USD (<i>final d'any</i>)	1,06	1,12 (1,10)	1,15
PIB Xina	3,0	5,7 (5,2)	4,9 (5,1)
Petroli Brent (€ per barril, <i>mitjana</i>)	94	80	76
Gas natural (TTF) (€ per MWh, <i>mitjana</i>)	132	51 (113)	55 (93)

Nota: Entre parèntesis, previsió anterior (només quan és diferent).

Font: CaixaBank Research.

9. Vegeu el Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)», a l'IM04/2023.