

Nuevo escenario económico: ¿cambio de perspectivas en las economías y mercados internacionales?

Tres grandes dinámicas han caracterizado el desempeño de la economía internacional desde principios de año. En primer lugar, los precios energéticos se han destensionado y se han estabilizado en cotas mucho más bajas de lo temido hace unos meses, aunque todavía por encima de sus niveles prepandemia.¹ En segundo lugar, los indicadores han exhibido resiliencia por el lado de la actividad y una evolución mixta por el lado de la inflación, con descensos acusados en la inflación general pero una persistencia no desdeñable en los componentes más inerciales. Por estos motivos, y como tercera gran dinámica del año, los principales bancos centrales se han visto empujados a seguir endureciendo su política monetaria. Además de las subidas de tipos, en 2023 las condiciones financieras también se han tensionado tras la caída del Silicon Valley Bank (SVB) en EE. UU. y sus reverberaciones en los mercados financieros globales.² En conjunto, todos estos acontecimientos nos han llevado a reevaluar las perspectivas para la economía internacional y los mercados financieros.³

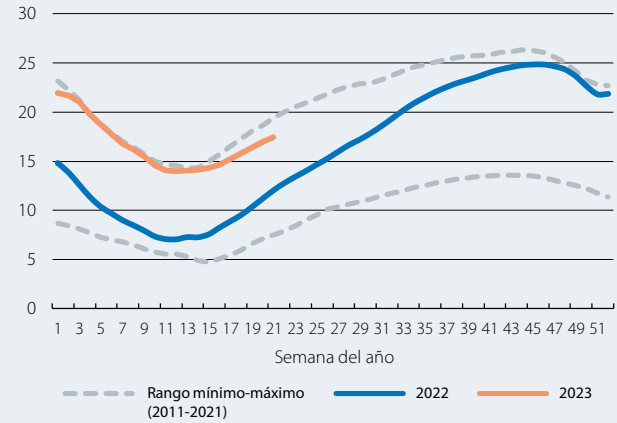
Distensión energética

2023 empezó con unos precios de la energía mucho menos tensionados de lo que se temía inicialmente, y este panorama se ha ido confirmando a lo largo de la primavera. En el mercado del gas, Europa consiguió superar el invierno sin contratiempos, gracias a unos niveles de reservas elevados y unas políticas efectivas de contención de la demanda y de la volatilidad de los precios, todo ello acompañado por un invierno más templado de lo habitual. Así, en mayo, los mercados de futuros cotizaban un precio del gas TTF de unos 50 €/MWh en promedio para el conjunto de 2023 y 2024. Estos niveles, sustancialmente inferiores a los más de 100 euros previstos a principios de año,⁴ ofrecerán algo de alivio a la actividad económica en los próximos trimestres.

Por su parte, el mercado de petróleo ha vivido unos meses más volátiles, con el barril de Brent fluctuando entre los 70 dólares (en momentos en los que el mercado se veía dominado por temores a un enfriamiento global) y casi los 90 dólares (cuando a las señales de una rápida reactivación de la economía china se le sumaron unos nuevos recortes en la

1. El precio del gas también ya se encuentra por debajo de sus registros previos a la guerra en Ucrania (los precios se venían tensionando desde el 3T 2021).
2. Véase el Focus «[Consideraciones sobre estabilidad financiera en tiempos de endurecimiento monetario](#)» en el IM05/2023.
3. Nuestro nuevo cuadro macroeconómico puede consultarse en las tablas de previsiones de este mismo [Informe Mensual](#).
4. Precios según la media móvil de 60 días, que es la métrica de referencia para nuestras proyecciones para el precio del gas. En parte, los menores precios también recogen la perspectiva de un enfriamiento de la actividad económica global.

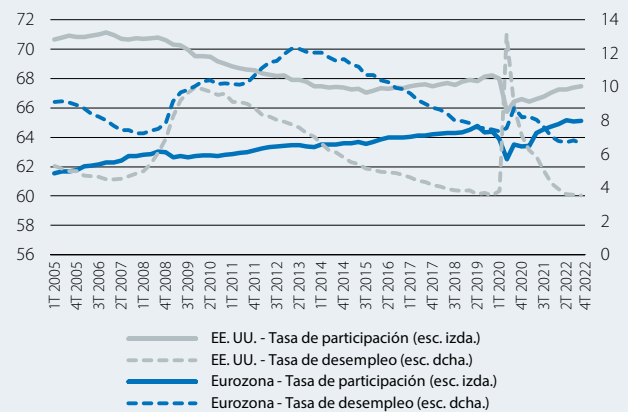
Eurozona: almacenamiento de gas * (% de consumo)



Nota: * Promedio de Alemania, Francia, Italia y España.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AGSI.

EE. UU. y eurozona: mercado laboral

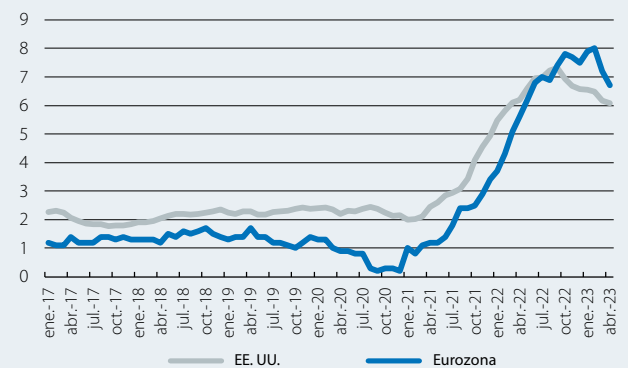
(% de población entre 15 y 74 años) (% de población activa entre 15 y 74 años)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

IPC: trimmed mean 15% *

Variación interanual (%)



Nota: * La inflación trimmed mean se calcula excluyendo (trim, en inglés) de la cesta promedio (mean, en inglés) los componentes con movimientos más abruptos en los precios. En este caso, el 15% de componentes con cambios más bruscos (16% para la serie de EE. UU.).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de la Fed de Cleveland.

producción de la OPEP). Esta volatilidad, junto con la perspectiva de una segunda mitad del año en la que el reimpulso de China pueda notarse más en el precio de las materias primas, nos lleva a mantener una previsión del barril de Brent alrededor de los 85 dólares (80 euros) para 2023.

Resiliencia de la actividad mundial

Los indicadores de actividad no solo mejoraron sostenidamente a lo largo del invierno y la primavera (por ejemplo, el índice PMI mundial pasó de un mínimo de 48 puntos en noviembre, en contracción económica, a superar los 54 puntos en abril, en zona claramente expansiva), sino que los PIB del 1T sorprendieron al alza en las grandes economías: frente a previsiones de 0,1%, 2,0% y -0,2% intertrimestrales para EE. UU., China y la eurozona, respectivamente, los datos reales fueron del 0,3%, 2,2% y 0,1%.⁵ Estas cifras muestran una actividad menos débil de lo esperado y, casi mecánicamente, su efecto arrastre nos lleva a aumentar nuestras previsiones de PIB para 2023.

Sin embargo, esto no significa que la actividad mundial deje atrás un escenario de enfriamiento para los próximos trimestres. En realidad, nuestras nuevas previsiones dibujan crecimientos trimestrales más bien modestos, especialmente en EE. UU. y el conjunto de la eurozona. Y es que los mayores tipos de interés ejercen un lastre que se irá haciendo más visible. De hecho, el enfriamiento sí se vislumbra en el desglose sectorial: el empuje del PMI comentado anteriormente procede principalmente de la expansión del sector servicios, mientras que distintos indicadores muestran una contracción de la actividad industrial en las grandes economías del mundo ya en los últimos meses.

Con todo, el menor dinamismo de la actividad encontrará un colchón en la robustez de los mercados laborales, que siguen con un desempleo en mínimos tanto en EE. UU. como en la eurozona y un notable avance de las tasas de actividad.

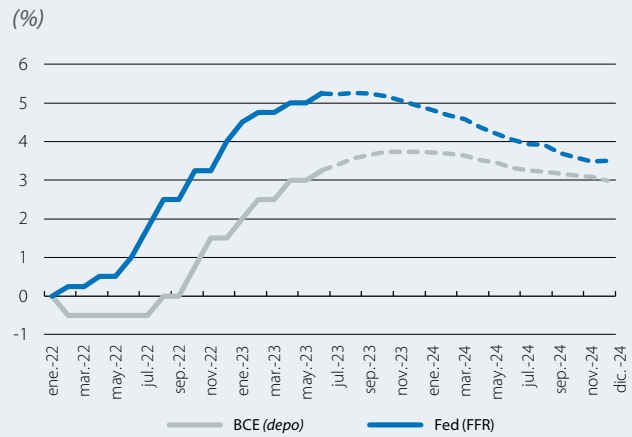
Una inflación subyacente más inercial

La inflación general ha descendido sostenidamente desde los picos alcanzados en 2022, y lo ha hecho principalmente gracias a los precios energéticos, tanto por su efecto base como por los menores costes de la energía.⁶ Este arrastre de la energía se filtrará, indirectamente, al resto de la cesta de precios en los próximos meses, lo que intensificará el descenso de la inflación. De hecho, las señales desinflacionistas empiezan a asomar la cabeza de manera

5. Aunque mejor de lo esperado, la cifra de la eurozona ha quedado ensombrecida por una revisión a la baja en Alemania (-0,3%, tras una estimación inicial del 0,0%). Sin embargo, sobre el dato de la eurozona también pesa una contracción del 2,7% en Irlanda (cuyos datos están siendo inusualmente volátiles). Con estas dos excepciones destacadas, en la mayoría de los países de la eurozona el PIB del 1T sorprendió al alza.

6. En la eurozona, la energía ha pasado de añadir casi 5 p. p. a la inflación general en otoño (cuando se llegó a un pico de inflación del 10,6%) a solo 0,2 p. p. en abril (cuando la inflación general fue del 7,0%).

Tipos de interés oficiales y expectativas de mercado



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed, del BCE y de Bloomberg.

más generalizada en las etapas intermedias de la cadena de formación de precios, donde los cuellos de botella se han normalizado, los precios industriales se desaceleran en todos los sectores (incluida la alimentación) y las encuestas reflejan una moderación en las intenciones de fijación de precios de las empresas. Es más, en EE. UU., el índice de alquileres, un componente clave que pesa el 40% de la cesta núcleo, encadena dos meses de moderación y ayudará a reducir la inflación en adelante.

Sin embargo, en lo que va de año, las presiones de precios subyacentes han mostrado más resistencia de lo inicialmente previsto.⁷ Aunque esto nos lleva a aumentar moderadamente nuestras previsiones de inflación para el conjunto de 2023 (más que compensando el efecto bajista de las nuevas previsiones de la energía), seguimos esperando una desaceleración gradual de los precios en los próximos trimestres, sustentada por los efectos indirectos comentados arriba, el enfriamiento de la demanda y la contención de los ciclos de retroalimentación entre salarios, márgenes y precios.

Tipos de interés altos durante más tiempo

Ante estas dinámicas en la crisis energética, la actividad y la inflación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas se han visto empujados a seguir subiendo tipos (hasta un *fed funds rate* entre 5,00%-5,25% en EE. UU. y un tipo *depo* en el 3,25% en Europa). Por otro lado, con unos tipos de interés en niveles claramente restrictivos, conscientes de que el impacto macroeconómico de los incrementos de tipos opera con rezago y con indicios claros de que la transmisión de la política monetaria funciona,⁸ recientemente los bancos centrales han adoptado

7. Por ejemplo, la inflación núcleo empezaba 2023 en el 5,6% en EE. UU. y el 5,3% en Europa en enero, y en abril seguía en el 5,5% en EE. UU. y el 5,6% en la eurozona.

8. Visión reforzada por el episodio del SVB. Véase, además, el Focus «¿La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación» en este mismo Informe Mensual.

una actitud más prudente. Sin poder descartar alguna subida más (caso de la Fed) o todavía apuntando a incrementos moderados (caso del BCE), la estrategia pasa por mantener los tipos en región restrictiva por un buen tiempo (más que llevarlos hacia cotas todavía más altas), y condicionando cualquier próximo paso a la evolución de los datos de actividad e inflación.

Así, poniendo el foco en Europa, recogemos el mensaje del BCE de la «necesidad de tipos sostenidamente altos» y nuestras nuevas previsiones contemplan que los tipos de interés alcancen un pico algo más elevado en los próximos meses (*depo* al 3,75%) y que se sostenga en estas cotas algo más de tiempo (el primer recorte no se produciría antes de mediados de 2024).

La exigencia del entorno persiste

Detrás de estos cambios en la coyuntura, persiste una constelación de riesgos que impiden dejar atrás la fragilidad del entorno. Además de los factores geopolíticos, entre los que sobresale la guerra en Ucrania, la caída del SVB ha puesto de relieve que, en un contexto de notables subidas de tipos de interés (y que se producen tras un largo periodo de tipos bajos), existe un riesgo de endurecimiento acusado de las condiciones financieras y el consiguiente enfriamiento abrupto de la economía. En el mismo sentido, también preocupa el estado de algunos mercados inmobiliarios, con fuertes subidas de precios en los últimos años, signos de sobrevaloración y elevado endeudamiento de los hogares, como analizamos recientemente.⁹ Asimismo, de persistir las presiones de precios subyacentes, los bancos centrales pueden verse forzados a endurecer todavía más la política monetaria, acentuando los riesgos anteriores.

Previsiones para economías y mercados internacionales

Variación anual (%), si no se indica lo contrario	2022	2023	2024
PIB mundial	3,4	2,8 (2,7)	3,0 (3,4)
EE. UU. PIB	2,1	1,2 (0,9)	0,8 (1,4)
EE. UU. inflación	8,0	4,2 (4,1)	2,2 (2,7)
Fed - <i>fed funds rate</i> (<i>fin de año</i>)	4,50	5,00	3,75
PIB eurozona	3,5	0,9 (0,5)	1,3 (1,6)
Inflación eurozona	8,4	5,5 (5,3)	2,6 (2,7)
BCE - <i>depo</i> (<i>fin de año</i>)	2,00	3,75 (3,50)	3,00 (2,50)
Euríbor 12M (<i>promedio</i>)	1,1	3,8 (3,4)	3,3 (2,6)
Tipo de cambio EUR/USD (<i>fin de año</i>)	1,06	1,12 (1,10)	1,15
PIB China	3,0	5,7 (5,2)	4,9 (5,1)
Petróleo Brent (<i>€ por barril, promedio</i>)	94	80	76
Gas natural (TTF) (<i>€ por MWh, promedio</i>)	132	51 (113)	55 (93)

Nota: Entre paréntesis, previsión anterior (solo cuando es diferente).

Fuente: CaixaBank Research.

9. Véase el Focus «[Los mercados inmobiliarios de las economías avanzadas ante el endurecimiento de la política monetaria \(parte I\)](#)» en el IM04/2023.