

Oscilación térmica en la economía internacional

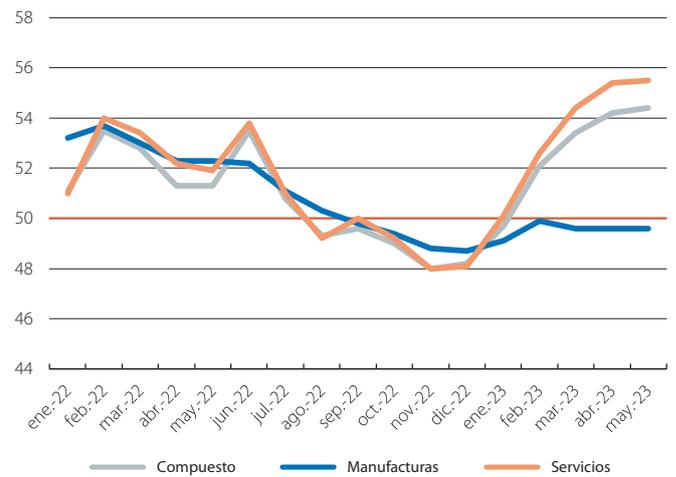
Actividad e inflación, a distintas temperaturas. La economía mundial cerró el primer semestre de 2023 con tres grandes dinámicas. En primer lugar, la actividad económica se mantuvo resiliente frente a las perspectivas sombrías que se habían barajado a finales de 2022, apoyada por unos mercados laborales robustos, la distensión de la crisis energética, la normalización de los cuellos de botella, la recuperación de la confianza, la reapertura de China y el dinamismo de los servicios (que sigue más que compensando la debilidad de las manufacturas). En segundo lugar, la inflación se vino reduciendo sostenidamente en todas las grandes economías internacionales, desde EE. UU. a China, pasando por Japón, Rusia, la eurozona, Brasil, etc. y hasta en Turquía. Sin embargo, gran parte del descenso refleja la corrección de la inflación energética, mientras que las presiones de precios subyacentes están aflojando de manera más gradual. En tercer lugar, las condiciones financieras siguieron endureciéndose, tanto por nuevas subidas de los bancos centrales como por la transmisión de los incrementos de tipos pasados. Con todo, estas dinámicas han modulado su tono en los últimos meses. Así, los indicadores más recientes sugieren un mayor enfriamiento de la actividad, mientras que el tensionamiento de la política monetaria, que debía estar a punto de tocar techo, parece querer tener algo más de recorrido.

Señales de enfriamiento en la actividad mundial. Entre los tres grandes gigantes de la economía global, ya hace trimestres que se proyecta un enfriamiento del crecimiento económico en EE. UU. y la eurozona, fruto de unas políticas monetarias restrictivas (para luchar contra la inflación), pero, también, por la vuelta definitiva a la normalidad tras un 2022 en el que todavía colearon algunos efectos de la COVID-19 sobre las cifras del PIB. Frente a estas dos economías avanzadas, China aceleró con fuerza en los primeros compases del año, espoleada por el abandono de la política COVID cero. Sin embargo, distintos indicadores sugieren que este rebote inicial ha perdido fuerza en los últimos meses. En junio, el PMI compuesto oficial se desaceleró hasta los 52,3 puntos (-0,6 puntos respecto a mayo), con un PMI manufacturero en zona contractiva y una ralentización en los servicios (de 54,5 puntos en mayo a 53,2 en junio). Esta pérdida de ímpetu no comprometerá el objetivo de PIB de las autoridades (un «alrededor del 5%» que se antoja conservador gracias a los efectos base), aunque han empezado a anunciar medidas de apoyo, como los primeros recortes de tipos del PBoC en 10 meses.

La actividad estadounidense resiste al entorno de elevados tipos de interés. Los indicadores de confianza siguieron en terreno claramente expansivo en junio (PMI compuesto en los 53 puntos y confianza del consumidor en su mayor nivel desde enero de 2022), mientras que el mercado laboral mantuvo una fortaleza notable y un crecimiento salarial sólido (+6,0% interanual en mayo, según el indicador de la Fed de Atlanta), si bien las peticiones iniciales de desempleo se acercaron a las 260.000 semanales en el promedio del mes (una cifra baja, pero que supone el peor registro desde otoño de 2021). Por otra parte, el sector inmobiliario dio nuevas señales positivas con un repunte del 12,2% intermensual en las ventas de nuevas viviendas. En conjunto, los datos del 2T apuntan a un avance intertrimestral del PIB del 0,4%, que supondría una desaceleración leve respecto al 0,5% del 1T (revisado al alza tras una estimación preliminar del 0,3%).

Mundo: PMI

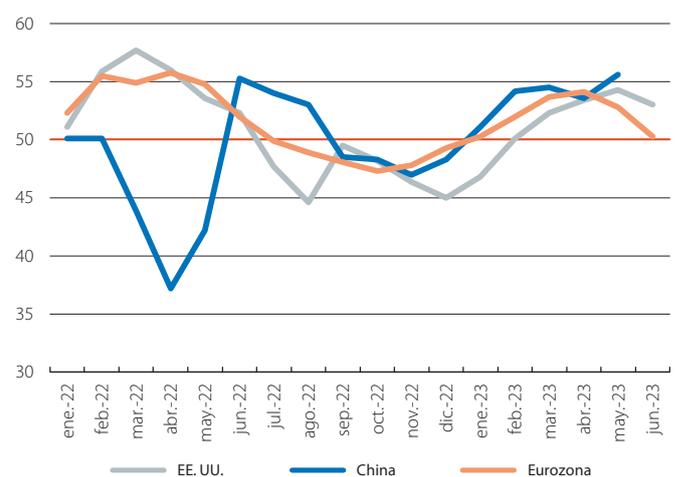
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

Economías internacionales: PMI compuesto

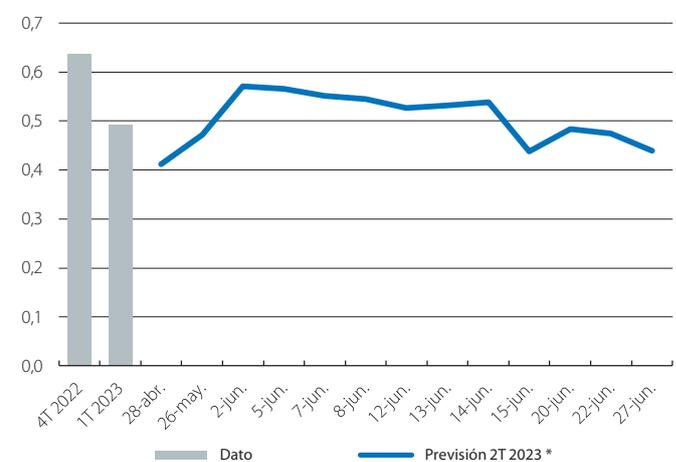
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

EE. UU.: PIB

Variación intertrimestral (%)



Nota: * Proyección del modelo GDPNow de la Fed de Atlanta.

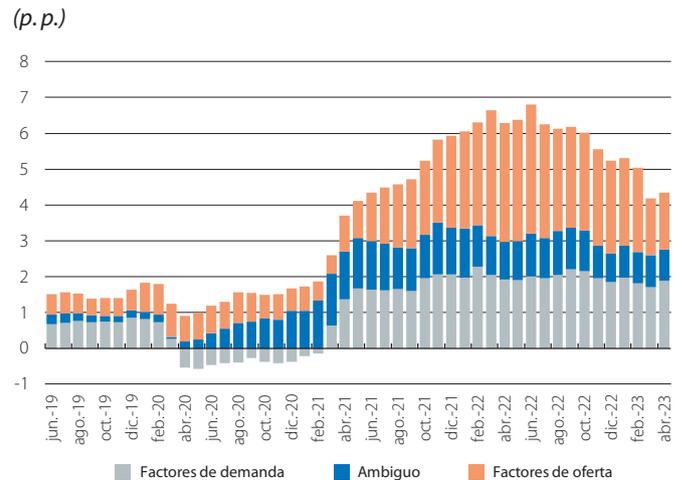
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Atlanta y de la BEA.

EE. UU. alcanza la menor inflación desde marzo de 2021. La inflación general mantuvo su tendencia de moderación en mayo y se desaceleró hasta el 4,0% interanual (datos del IPC), 9 décimas menos que el mes anterior gracias, sobre todo, a un fuerte descenso de los precios energéticos (-3,6% intermensual). Los otros componentes de la cesta tuvieron un comportamiento similar al del mes anterior: confirman las presiones desinflacionistas con respecto a lo observado en 2022 pero se mantienen en cotas elevadas, con cierta persistencia en la inflación núcleo (que excluye alimentos y energía), que cayó 2 décimas hasta el 5,3% interanual. Con todo, algunos componentes subyacentes mandaron señales positivas. En particular, la inflación de los servicios sin la vivienda, un indicador muy monitorizado por la Fed, descendió hasta el 2,9% (dato promedio de tres meses de la inflación intermensual desestacionalizada anualizada), muy por debajo del 6,5% de 2022.

La eurozona, de «más a menos» y con disparidades. Por un lado, la industria mantiene una situación de debilidad, con una producción industrial que apenas anotó un +0,2% interanual en abril y unos PMI manufactureros sostenidamente en zona contractiva (44,7 puntos en el promedio del 2T y 43,6 en junio). Así, los servicios (PMI en los 54,6 puntos en el promedio del trimestre, aunque bajando hasta los 52,4 en junio) y el mercado laboral (con una tasa de paro del 6,5% en mayo, mínimo histórico) continúan como principal sostén de la actividad. Por otro lado, también se observa un contraste entre la resiliencia de las economías de la periferia y la debilidad del núcleo. En concreto, las revisiones estadísticas del PIB del 1T confirmaron una Alemania en recesión técnica (-0,3% intertrimestral en el 1T 2023 y -0,5% en el 4T 2022). Sumado a la volatilidad de Irlanda (-4,6% intertrimestral) y la contracción de los Países Bajos (-0,7%), todo ello arrastró al conjunto de la eurozona (-0,1% intertrimestral tras una estimación inicial del +0,1%) a pesar del dinamismo de España (+0,5%) e Italia (+0,6%) y un avance moderado en Francia (+0,2%). Con todo, a lo largo del 2T las disparidades se han ido resolviendo a la baja, con un deterioro generalizado de los índices de confianza, tanto entre países como sectores, de modo que el PMI compuesto del conjunto de la eurozona pasó de unos 54,1 puntos en abril a un tímido 50,3 en junio, rozando la frontera entre la expansión y la contracción económica. Estas cautelas también se reflejaron en una revisión a la baja de las expectativas de crecimiento para Alemania (el Bundesbank anticipa un -0,3% para el PIB de 2023), aunque los últimos datos sugieren cierta recuperación en el 2T.

La inflación europea desciende sin darse demasiadas prisas. En junio, la inflación general del conjunto de la eurozona disminuyó hasta el 5,5% interanual (-0,6 p. p. respecto a mayo), mientras que, tras dos meses de moderación, la inflación núcleo repuntó 1 décima hasta el 5,4% interanual. Energía, alimentos y bienes industriales contribuyeron a la desinflación, pero los precios de los servicios volvieron a acelerarse. Con todo, este crecimiento interanual de los servicios se vio distorsionado por un efecto base de Alemania (relacionado con fuertes descuentos al transporte en 2022) y cabe esperar que la inflación núcleo retome una corrección gradual en los próximos meses. De hecho, una medida de la inflación no afectada por estos efectos base apunta a inflaciones claramente inferiores, aunque todavía elevadas (en concreto, el llamado *momentum*, es decir, la variación del IPCA promedio de tres meses sobre el promedio de los tres meses inmediatamente anteriores, debidamente anualizada y desestacionalizada, apunta a una general del 3,8% y una núcleo del 4,3% en junio).

EE. UU.: contribución a la inflación PCE



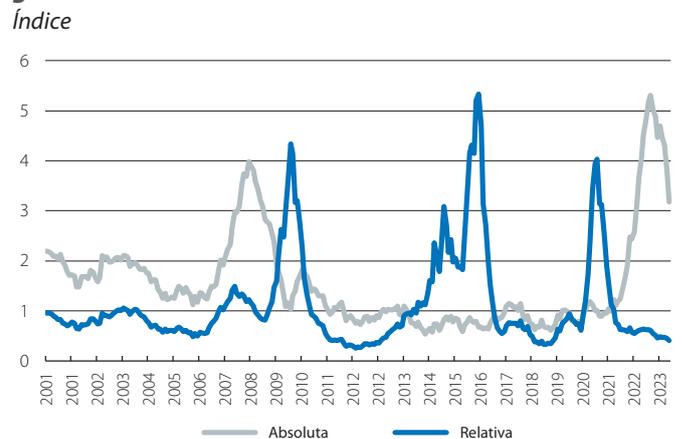
Notas: Contribuciones a la inflación interanual del PCE. Los factores de demanda y oferta se identifican a partir del comovimiento entre precios y cantidades de los componentes del PCE.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de San Francisco.

Alemania: actividad económica



Nota: WAI es el indicador de actividad (económica) semanal elaborado por el Bundesbank.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bundesbank y de Eurostat.

Eurozona: dispersión entre países de la inflación general



Nota: La dispersión absoluta se corresponde a la desviación estándar entre países; la dispersión relativa se calcula dividiendo la anterior por la media móvil de 6 meses de la inflación del conjunto de la eurozona.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.