

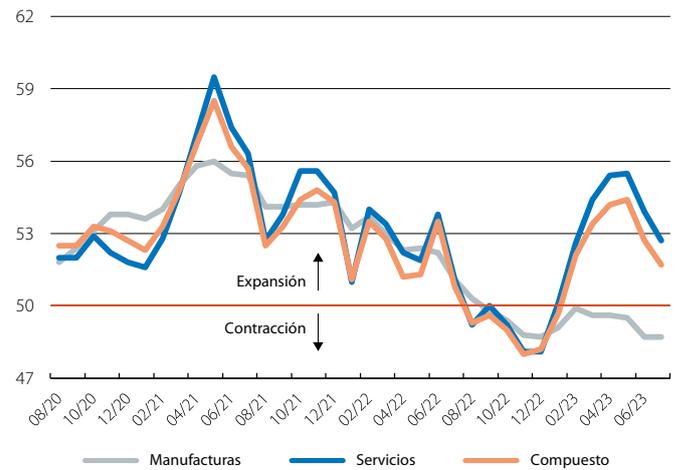
## Deterioro de expectativas en la economía mundial

La economía mundial se desacelerará en el último tramo del año. Hay varios factores que justifican esta hipótesis. La reactivación de China tras su reapertura ha sido más débil de lo esperado y los problemas de su sector inmobiliario están afectando a su sistema financiero. Los tipos de interés a escala global siguen en terreno contractivo (pese a que algunas economías emergentes han empezado a recortar tipos) y los bancos centrales de las principales economías desarrolladas ya han declarado que los tipos permanecerán elevados durante bastante tiempo (*high for longer*). Además, tras varios años de políticas fiscales muy expansivas, sobre todo en Europa y EE. UU., se espera cierta corrección de cara a 2024. Precisamente, el deterioro de las cuentas públicas justificó que la agencia Fitch recortara un escalón la calificación crediticia de EE. UU. (AA+, desde AAA).

**EE. UU. empieza a mostrar señales de cierto agotamiento.** El PIB creció en el 2T un 0,5% intertrimestral (0,5% en el 1T), gracias a la reactivación de la inversión no residencial (1,5% vs. 0,2%) y a la resistencia del gasto público (0,8% vs. 1,2%). Pese a lo positivo del dato, comienzan a observarse ciertas evidencias del impacto de la subida acumulada por los tipos de interés desde comienzos de 2022. El consumo de las familias frenó hasta un 0,4% (1,0% anterior) ante el práctico estancamiento del gasto en bienes duraderos, al tiempo que la inversión residencial encadenó su noveno trimestre de caída (-0,9% vs. -1,0%). Diversos indicadores mejoraron en julio (las ventas minoristas crecieron un 0,7% mensual y la producción industrial aumentó un 1,0%, tras dos meses cayendo), pero se espera un enfriamiento en los próximos meses. De hecho, el PMI compuesto cayó en agosto por tercer mes consecutivo y se situó ya en el 50,4, referencias que apuntan a un estancamiento de la actividad. Por otro lado, el mercado de trabajo sigue muy robusto, pero hay ciertos signos de normalización: en el promedio de julio y agosto se crearon unos 170.000 nuevos empleos, por debajo de los 200.000 de media de los tres meses previos (revisados sustancialmente a la baja) y las ratios de vacantes por desempleado siguen descendiendo desde los máximos de 2022. En balance, cabe esperar cierta moderación del ritmo de crecimiento, especialmente en los meses finales del año, si bien la resiliencia de la que ha hecho gala la economía ha reducido la probabilidad de una recesión en los próximos meses (incluso la Fed ha eliminado esta opción de los escenarios barajados en su última reunión).

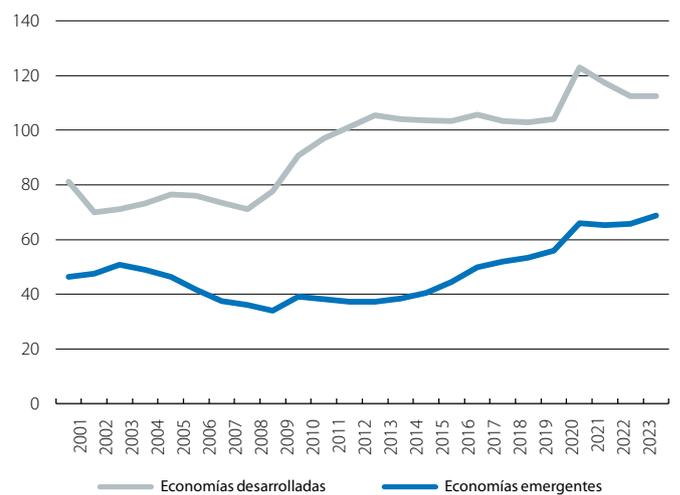
**Las presiones inflacionistas en EE. UU. siguen elevadas pero corrigiendo.** Los salarios nominales apenas muestran corrección: en el promedio de julio y agosto mantienen un avance interanual del 4,4%, similar al crecimiento medio en el resto del año. Este comportamiento de los salarios puede limitar la intensidad de la corrección que vienen mostrando las medidas subyacentes de los precios: en julio, la inflación núcleo cayó 0,2 p. p., hasta el 4,7%, mientras que la general repuntó 0,2 p. p., hasta el 3,2%. Respecto a la inflación de servicios sin vivienda (un indicador clave para la Fed), viene descendiendo desde finales del pasado año y en julio, prácticamente, se mantuvo sin cambios (4,0% vs. 3,9%).

### Global: PMI Índice



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

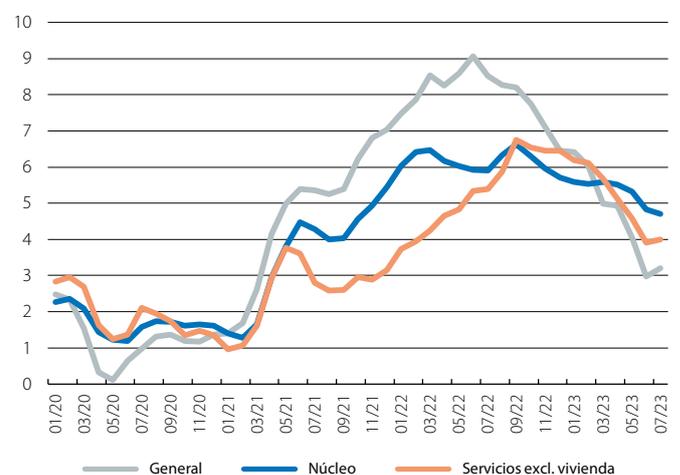
### Global: deuda pública (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

### EE. UU.: IPC

#### Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del Bureau of Labor Statistics.

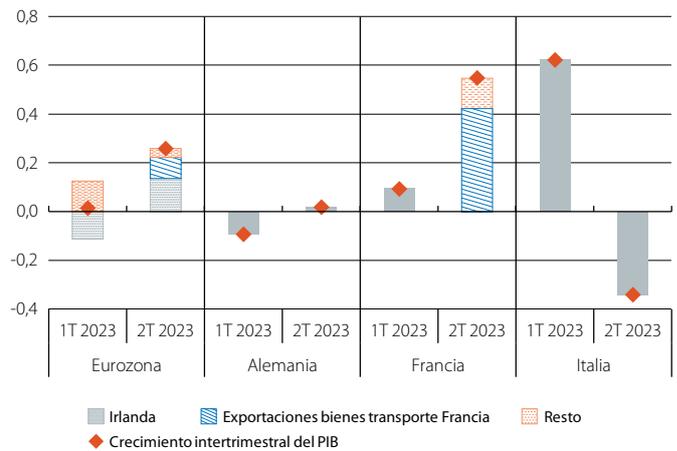
**La resistencia de la eurozona en el 2T 2023 no lo es tanto.** La eurozona creció en el 2T un 0,3% intertrimestral, tras estancarse en el 1T. Sin embargo, la mayor parte de este crecimiento se explica por factores excepcionales: el fuerte crecimiento de Francia (0,5% vs. 0,1% en el 1T) se explica por el envío puntual de un buque, y el crecimiento de Irlanda sigue caracterizado por su volatilidad (+3,3% vs. -2,8%). De excluirse ambos elementos, la eurozona apenas habría crecido, dado que Italia retrocedió un 0,3% (+0,6% anterior) y Alemania se estancó, tras dos trimestres de caída. Estos datos muestran la debilidad de la eurozona, lo que contrasta con el dinamismo del mercado de trabajo: el empleo en la eurozona en el 1S 2023 creció un 0,8% respecto al 2S 2022, con una tasa de paro que en junio se mantuvo en mínimos del 6,4%. Además, la tasa de vacantes de empleo se encuentra todavía en el 2T cerca de máximos (3,1%) y el 25% de empresas en manufacturas y el 33% en servicios reconocen estar afectadas por la falta de mano de obra. Este tensionamiento del mercado laboral condiciona la evolución de los salarios: en términos nominales, los salarios negociados en convenio crecieron en el 2T a un ritmo interanual del 4,3% (4,4% anterior), cerca de los máximos de 30 años aunque significativamente por debajo de una inflación que va moderándose (en julio y agosto, la general se situó en el 5,3%, 0,2 p. p. menos que en junio, mientras que la núcleo, en el 5,3% en agosto, siguió aupada por efectos de base).

**La incertidumbre en la eurozona sigue siendo muy elevada.** El PMI volvió a caer en agosto (indicador compuesto en los 46,7 vs. 48,6 en julio), afectado por una actividad en el sector servicios en retroceso (47,9 vs. 50,9), al tiempo que persiste la debilidad de las manufacturas (43,5 vs. 42,7). Además, la reactivación de las reglas fiscales dentro del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2024 probablemente supondrá menores vientos de cola en adelante. Alemania, pese a la debilidad de su economía, ya ha recortado el gasto para 2024 en un 6,4% (solo aumenta el gasto en defensa). Por otro lado, aún no se ha trasladado completamente a la actividad el impacto de las subidas de tipos (425 p. b., desde junio de 2022) y, de hecho, las declaraciones de Lagarde apuntan a que las condiciones monetarias seguirán tensionadas durante bastante tiempo. En consecuencia, no se pueden descartar nuevas revisiones a la baja sobre nuestro escenario, sobre todo para 2024 (0,7% en 2023 y 1,0% en 2024, actualmente).

**China sigue decepcionando.** El PIB creció en el 2T 2023 solo un 0,8% intertrimestral, tras el 2,2% del 1T 2023, debido, entre otros, a los problemas de su sector inmobiliario. De hecho, en verano los problemas inmobiliarios generaron nuevos episodios de tensiones financieras. Country Garden, el mayor promotor privado del país, no pudo afrontar el pago de los intereses de dos bonos internacionales; al tiempo que el gigante chino en gestión de activos, Zhongzhi Enterprise Group, anunciaba que su elevada exposición al sector inmobiliario le obligaba a suspender el pago de sus productos de ahorro y a reestructurar su deuda. Otra evidencia de la debilidad de la economía es la evolución de los precios: en julio, la inflación se situaba en el -0,3% interanual, con unos precios de producción que, por décimo mes consecutivo, registraban una variación interanual negativa (-4,4%). En este contexto, la respuesta de política fiscal y monetaria ha sido bastante gradual.

**Eurozona: PIB \***

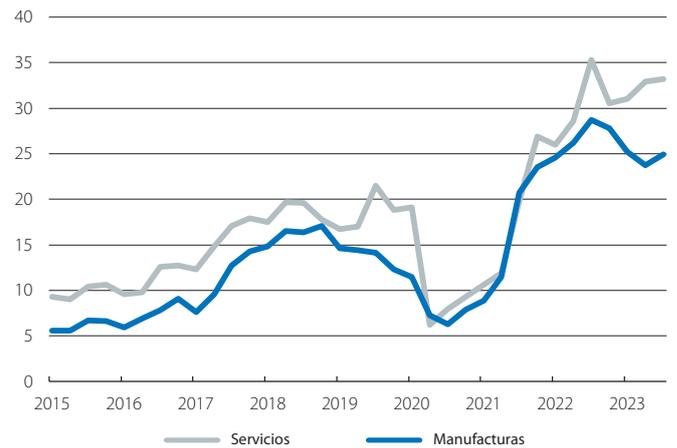
Aportación al crecimiento de factores excepcionales (p. p.)



**Nota:** \* Crecimiento intertrimestral.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global, vía Refinitiv.

**Eurozona: empresas con problemas para encontrar mano de obra**

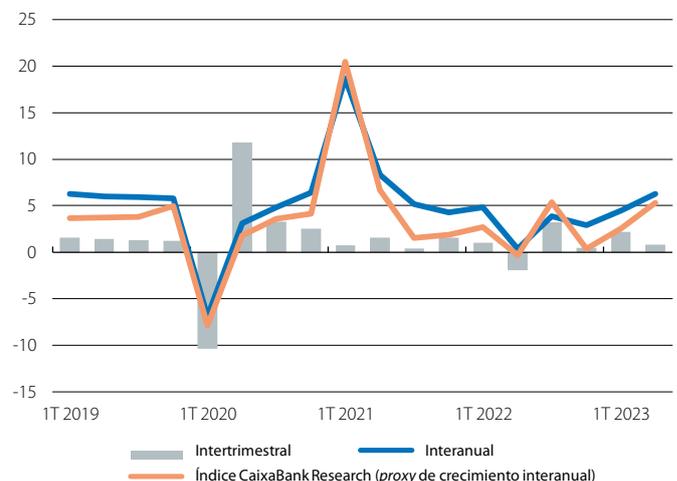
(% de las encuestadas)



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

**China: PIB**

Variaciones (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china, vía Refinitiv.