

Nuevo escenario: perspectivas para las economías y los mercados internacionales

Tras un desempeño mejor de lo esperado en el 1S 2023, la actividad mundial ha sufrido un enfriamiento a lo largo del 3T, fruto de dinámicas dispares entre las grandes economías. A continuación, repasamos las perspectivas del entorno económico internacional.

Punto de partida: enfriamiento dispar

La actividad global se ha resentido de la pérdida de fuelle en China, donde la reactivación inicial del 1T 2023 fue dando paso a unos indicadores sostenidamente por debajo de lo esperado y que se han sumado a las persistentes dificultades del sector inmobiliario. Entre las economías avanzadas, la debilidad exhibida por la industria desde finales de 2022 ha empezado a emparar al sector servicios, si bien con intensidades distintas entre economías. En concreto, en EE. UU. los indicadores han dibujado una desaceleración suave de la actividad, con crecimientos alrededor del 0,5% intertrimestral y una notable resistencia del consumo, mientras que la debilidad se ha concentrado en la inversión residencial y aportaciones modestas del sector exterior. En cambio, el PIB de la eurozona ha mostrado atonía, con avances alrededor del 0,1% intertrimestral que acusan la flaqueza tanto del consumo como de la inversión y de la demanda exterior. Todas estas dinámicas quedan bien reflejadas en la comparativa entre datos y expectativas que recoge el segundo gráfico.

Supuestos clave: desinflación, desinflación y desinflación

Para entender las perspectivas de enfriamiento en economías como EE. UU. y, especialmente, la eurozona, hay que reiterar que ambas vienen de sufrir distorsiones inusualmente fuertes sobre la demanda y su capacidad productiva, primero con la pandemia de COVID-19¹ y después con la guerra de Ucrania. Distorsiones que toman tiempo en ser digeridas y que han coexistido con vientos de cola transitorios, como el apoyo de la política fiscal, el desvanecimiento de los cuellos de botella, cierto impulso cíclico de los servicios (con su normalización definitiva pospandemia) y los colchones de ahorro acumulados tras la COVID-19.

La inflación es la métrica en la que esta digestión se ha hecho más visible, sufriendo un repunte en EE. UU. ya en 2021 y acelerando un poco más tarde en la eurozona. Este repunte se vehicula en tres fases, empezando por los impactos iniciales (como los cuellos de botella asociados con la pandemia o la crisis energética por la guerra de

1. Que no solo congeló oferta y demanda, sino que dio lugar a fuertes reajustes en la economía, como los patrones de consumo o la potente respuesta de las políticas fiscal y monetaria.

Previsiones para economías y mercados internacionales

Variación anual (%), si no se indica lo contrario

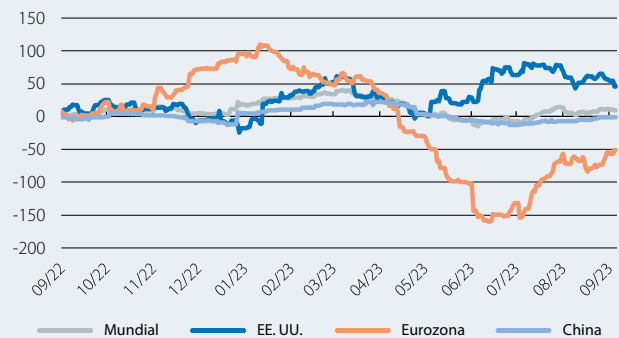
	2022	2023	2024
PIB mundial	3,5	3,0 (2,8)	2,9 (3,0)
PIB EE. UU.	2,1	2,0 (1,7)	0,8 (0,5)
Inflación EE. UU.	8,0	4,2 (4,0)	2,4 (2,1)
Fed - fed funds rate (fin de año)	4,50	5,75	4,25
PIB eurozona	3,5	0,5 (0,7)	0,7 (1,0)
Inflación eurozona	8,4	5,6 (5,3)	3,1 (2,7)
BCE - depo (fin de año)	2,00	4,00	3,50
Euríbor 12M (promedio)	1,1	3,9	3,6
PIB China	3,0	5,2 (5,7)	4,6 (4,9)
Petróleo Brent (€ por barril, promedio)	94	75,4 (72,5)	71,7 (68,6)
Gas natural (TTF) (€ por MWh, promedio)	132	43,1 (43,9)	50,4

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

Fuente: CaixaBank Research.

Sorpresas en la publicación de indicadores económicos

Índice



Nota: Registros positivos (negativos) señalan que los indicadores fueron mejores (peores) de lo esperado por el consenso de analistas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citi y de Bloomberg.

Ucrania) y siguiendo con los consiguientes efectos indirectos (el aumento de precios de bienes y servicios que, aun no estando directamente presionados por el shock inicial, se ven empujados por los costes de producción y el ajuste de precios relativos). Como muestra el tercer gráfico, estas dos fases empiezan a quedar atrás y los indicadores más adelantados, como el llamado *momentum*, reflejan una fuerte desinflación respecto a los peores puntos de 2022. Sin embargo, queda una tercera fase por transitar

antes de celebrar la normalización de la inflación: la de los efectos de segunda ronda (es decir, la retroalimentación entre precios, márgenes empresariales y salarios en respuesta al alza inicial de los propios precios). Esta fase tiende a dar inercia a la inflación y puede ralentizar el descenso final hacia el objetivo, pero que la desinflación se vaya cumpliendo según lo esperado es clave para que los bancos centrales no deban apuntar a un mayor debilitamiento de la demanda.

Perspectivas

En este contexto, y tras más de un año de fuertes subidas en los tipos de interés, recientemente la Fed, el BCE y la mayoría de los bancos centrales del mundo han reorientado su estrategia de política monetaria, apuntando al fin del ciclo de subidas de tipos pero, a la vez, señalando la intención de mantener los tipos alrededor de los niveles actuales, que consideran suficientemente restrictivos, por un buen periodo de tiempo. Así, y aunque no han cerrado la puerta a nuevos ajustes, los tipos de interés oficiales podrían haber alcanzado la cima de una meseta en la que, según expectativas implícitas en los mercados financieros, se mantendrán al menos durante buena parte de 2024.²

Ante la persistencia de unas condiciones monetarias restrictivas, y en un entorno de flaqueza de la demanda externa, cabe esperar que economías como EE. UU. y la eurozona exhiban poco dinamismo en los próximos trimestres. De hecho, la transmisión del tensionamiento monetario se está filtrando paulatinamente en el conjunto de la economía y ya es bien visible en la debilidad de la demanda de crédito y el endurecimiento de sus estándares, dos dinámicas que explican el deterioro del llamado «impulso del crédito» (véase el quinto gráfico).³

Con todo, el escenario cuenta con colchones, como la robustez que mantiene el mercado laboral, gracias a los cuales el enfriamiento de la actividad debería materializarse más en forma de languidez que de contracción.⁴ Así, tras unos próximos trimestres de relativo estancamiento, esperamos una revigorización de la economía mundial en 2024, aupada por una recuperación del poder adquisitivo de los hogares (de la mano del descenso de la inflación y el alza de los salarios).⁵

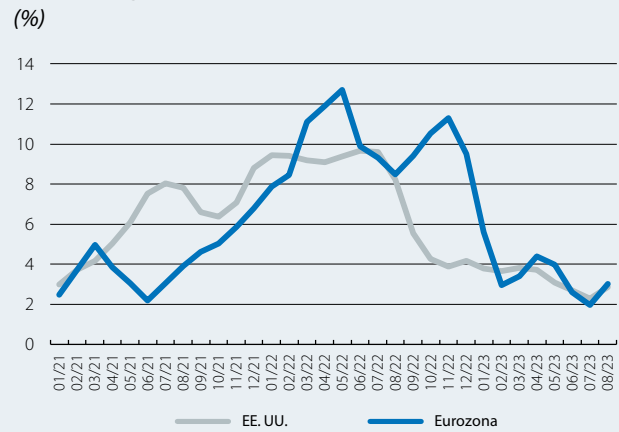
2. El BCE ya habría alcanzado esta meseta en septiembre, cuando situó el *depo* y el *refi* en el 4,00% y 4,50%, respectivamente, mientras que la Fed podría hacerlo en noviembre, cuando esperamos que fije su tipo objetivo en el rango 5,50%-5,75%.

3. Históricamente, este indicador ha relacionado bien las dinámicas del crédito con el crecimiento del PIB. Véase el Focus «[La política monetaria está consiguiendo enfriar la actividad? Una primera evaluación](#)» en el IM06/2023.

4. Por ejemplo, nuestro cuadro de previsiones de la eurozona proyecta tasas intertrimestrales del PIB alrededor del 0,0%-0,1% hasta el 1T 2024.

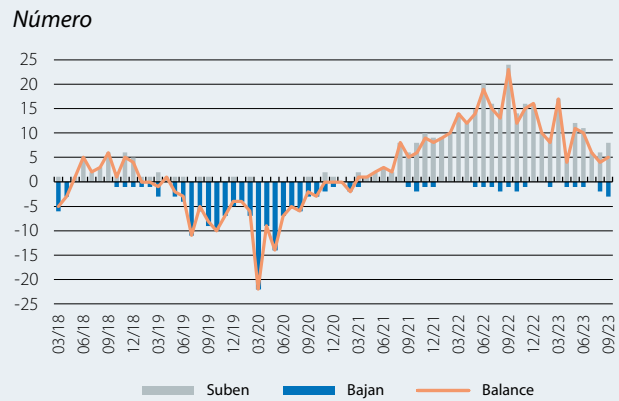
5. La economía también podría favorecerse de menores vientos de cara, como la crisis de sobreacumulación de inventarios que ha pesado sobre la industria en los últimos trimestres.

Inflación general: momentum*



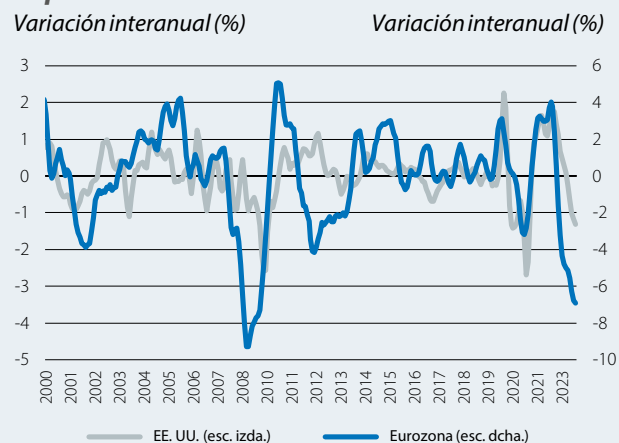
Nota: * El momentum se define como la variación, anualizada y desestacionalizada, del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y del BCE.

Bancos centrales que suben o bajan tipos en un mes dado



Nota: La muestra está formada por 35 bancos centrales de América del Norte, América del Sur, Europa, África, Asia y Oceanía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Impulso del crédito



Notas: El impulso de crédito se calcula como la variación del saldo vivo de crédito menos su variación el año anterior (como porcentaje del PIB nominal). Las variaciones son acumuladas de tres meses y el impulso de crédito que graficamos está suavizado con una media móvil.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.