

Nou escenari: perspectives per a les economies i per als mercats internacionals

Després de funcionar millor del que s'esperava en el 1S 2023, l'activitat mundial ha patit un refredament al llarg del 3T, fruit de dinàmiques disperses entre les grans economies. Tot seguit, repassem les perspectives de l'entorn econòmic internacional.

Punt de partida: refredament dispar

L'activitat global s'ha ressentit de la pèrdua d'embranchada de la Xina, on la reactivació inicial del 1T 2023 va anar donant pas a uns indicadors sostingudament per sota del que s'esperava i que s'han sumat a les dificultats persistents del sector immobiliari. Entre les economies avançades, la feblesa exhibida per la indústria des del final del 2022 ha començat a afectar el sector serveis, tot i que ho ha fet amb intensitats diferents entre economies. En concret, als EUA, els indicadors han dibuixat una desacceleració suau de l'activitat, amb creixements al voltant del 0,5% intertrimestral i una notable resistència del consum, mentre que la feblesa s'ha concentrat en la inversió residencial i en les aportacions modestes del sector exterior. En canvi, el PIB de la zona de l'euro ha mostrat atonia, amb avanços al voltant del 0,1% intertrimestral, que evidencien la feblesa tant del consum com de la inversió i de la demanda exterior. Totes aquestes dinàmiques queden ben reflectides en la comparativa entre dades i expectatives que recull el segon gràfic.

Supòsits clau: desinflació, desinflació i desinflació

Per entendre les perspectives de refredament en economies com els EUA i, en especial, la zona de l'euro, cal reiterar que les dues venen de patir distorsions inusualment fortes sobre la demanda i sobre la seva capacitat productiva, primer amb la pandèmia de COVID-19¹ i després amb la guerra d'Ucraïna. Distorsions que necessiten temps per ser digerides i que han coexistit amb vents de cua transitoris, com el suport de la política fiscal, l'esvaïment dels colls d'ampolla, un cert impuls cíclic dels serveis (amb la seva normalització definitiva postpandèmia) i els matalassos d'estalvi acumulats després de la COVID-19.

La inflació és la mètrica en què aquesta digestió s'ha fet més visible: ha patit un repunt als EUA ja el 2021 i s'ha accelerat una mica més tard a la zona de l'euro. Aquest repunt es vehicula en tres fases, començant pels impactes inicials (com els colls d'ampolla associats a la pandèmia o la crisi energètica per la guerra d'Ucraïna) i seguint amb els consegüents efectes indirectes (l'augment de preus dels béns i dels serveis, que, fins i tot sense estar directa-

1. Que no solament va congelar l'oferta i la demanda, sinó que va donar lloc a forts reajustaments en l'economia, com els patrons de consum o la potent resposta de les polítiques fiscal i monetària.

Previsions per a les economies i per als mercats internacionals

Variació anual (%), si no s'indica el contrari

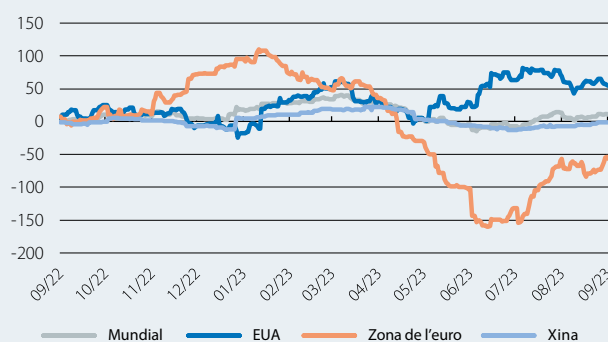
	2022	2023	2024
PIB mundial	3,5	3,0 (2,8)	2,9 (3,0)
PIB EUA	2,1	2,0 (1,7)	0,8 (0,5)
Inflació EUA	8,0	4,2 (4,0)	2,4 (2,1)
Fed - fed funds rate (final de l'any)	4,50	5,75	4,25
PIB zona de l'euro	3,5	0,5 (0,7)	0,7 (1,0)
Inflació zona de l'euro	8,4	5,6 (5,3)	3,1 (2,7)
BCE - depo (final de l'any)	2,00	4,00	3,50
Euríbor 12M (mitjana)	1,1	3,9	3,6
PIB Xina	3,0	5,2 (5,7)	4,6 (4,9)
Petroli Brent (€ per barril, mitjana)	94	76,3 (72,5)	73,9 (68,6)
Gas natural (TTF) (€ per MWh, mitjana)	132	43,1 (43,9)	50,4

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

Font: CaixaBank Research.

Sorpresa en la publicació d'indicadors econòmics

Índex



Nota: Els registres positius (negatius) assenyalen que els indicadors van ser millors (pitjors) del que esperava el consens d'analistes.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Citi i de Bloomberg.

ment pressionats pel xoc inicial, es veuen esperonats pels costos de producció i per l'ajust de preus relatius). Com ho mostra el tercer gràfic, aquestes dues fases comencen a quedar enrere, i els indicadors més avançats, com l'anomenat *momentum*, reflecteixen una forta desinflació en relació amb els pitjors punts del 2022. No obstant això, queda una tercera fase per transitar abans de celebrar la normalització de la inflació: la dels efectes de segona ronda (és a dir, la retroalimentació entre preus, marges

empresarials i salaris en resposta a l'alça inicial dels propis preus). Aquesta fase tendeix a donar inèrcia a la inflació i pot alentir el descens final cap a l'objectiu, però que la desinflació es vagi complint segons el que s'espera és clau perquè els bancs centrals no hagin d'apuntar a un major afebliment de la demanda.

Perspectives

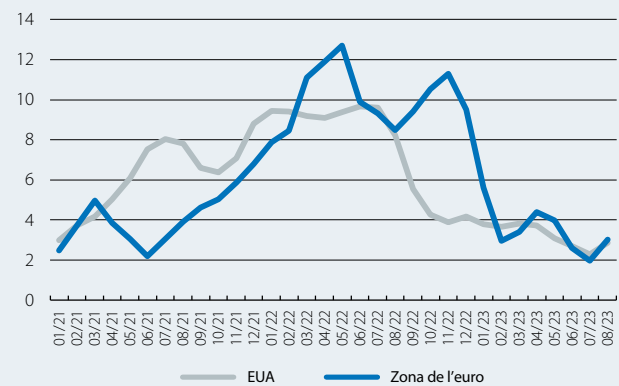
En aquest context, i després de més d'un any de fortes pujades dels tipus d'interès, recentment, la Fed, el BCE i la majoria de bancs centrals del món han reorientat l'estratègia de política monetària, han apuntat al final del cicle de pujades de tipus i, alhora, han assenyalat la intenció de mantenir els tipus al voltant dels nivells actuals, que consideren prou restrictius, durant un bon període de temps. Així, i malgrat que no han tancat la porta a nous ajustos, els tipus d'interès oficials podrien haver assolit el cim d'un altiplà en què, segons les expectatives implícites als mercats financers, es mantindran almenys durant una bona part del 2024.²

Atesa la persistència d'unes condicions monetàries restrictives, i en un entorn de feblesa de la demanda externa, cal esperar que economies com els EUA i la zona de l'euro exhibeixin poc dinamisme en els propers trimestres. De fet, la transmissió del tensionament monetari s'està filtrant de forma gradual en el conjunt de l'economia i ja és ben visible en la feblesa de la demanda de crèdit i en l'enduriment dels seus estàndards, dues dinàmiques que expliquen el deteriorament de l'anomenat «impuls del crèdit» (vegeu el cinquè gràfic).³

Així i tot, l'escenari disposa de matalassos, com la fortalesa que manté el mercat laboral, gràcies als quals el refredament de l'activitat s'hauria de materialitzar més en forma de decaïment que de contracció.⁴ Així, després d'uns propers trimestres de relatiu estancament, esperem una revigorització de l'economia mundial el 2024, esperonada per una recuperació del poder adquisitiu de les llars (gràcies al descens de la inflació i a l'alça dels salaris).⁵

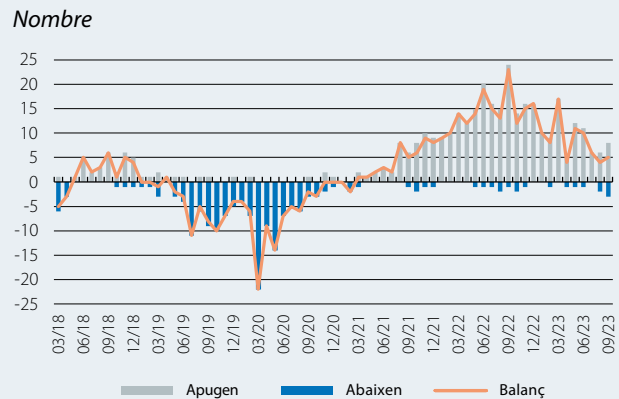
- 2. El BCE ja hauria assolit aquest altiplà al setembre, quan va situar el *depo* i el *refi* en el 4,00% i en el 4,50%, respectivament, mentre que la Fed podria fer-ho al novembre, quan esperem que fixi el tipus objectiu en el rang 5,50%-5,75%.
- 3. Històricament, aquest indicador ha relacionat bé les dinàmiques del crèdit amb el creixement del PIB. Vegeu el Focus «[La política monetària està aconseguint refredar l'activitat? Una primera avaluació](#)», a l'IM06/2023.
- 4. Per exemple, el nostre quadre de previsions de la zona de l'euro projecta taxes intertrimestrals del PIB al voltant del 0,0%-0,1% fins al 1T 2024.
- 5. L'economia també es podria beneficiar d'uns vents de cara menys forts, com la crisi de sobreacumulació d'inventaris que ha pesat sobre la indústria en els últims trimestres.

Inflació general: momentum *
(%)



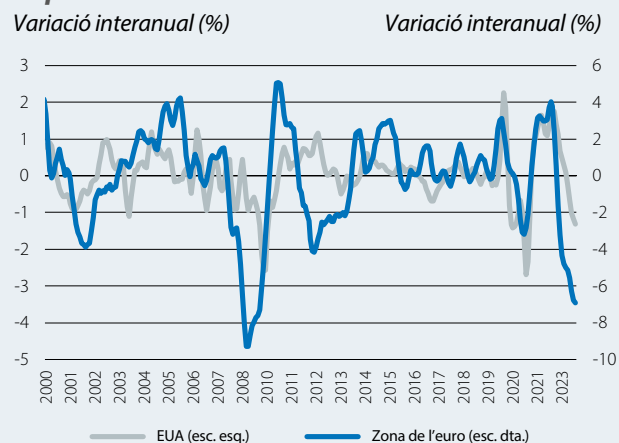
Nota: * El momentum es defineix com la variació, anualitzada i desestacionalitzada, de l'IPC mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i del BCE.

Bancs centrals que apugen o abaixen tipus en un mes donat



Nota: La mostra està formada per 35 bancs centrals d'Amèrica del Nord, d'Amèrica del Sud, d'Europa, d'Àfrica, d'Àsia i d'Oceania.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Impuls del crèdit



Notes: L'impuls del crèdit es calcula com la variació del saldo viu de crèdit menys la seva variació l'any anterior (com a percentatge del PIB nominal). Les variacions són acumulats de tres mesos i l'impuls del crèdit que mostrem al gràfic està suavitzat amb una mitjana mòbil.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Fed.