

Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional

Encaramos la recta final del año tras un verano marcado por la celebración de las Olimpiadas en París y por un breve episodio de turbulencias financieras, debido, en parte, a los temores de que la economía estadounidense pueda entrar en recesión. Se ha demostrado que estos temores han sido algo exagerados y la economía mundial mantiene la tendencia de los últimos trimestres, si bien las perspectivas para la última parte del año se han debilitado. Toca pues reajustar los escenarios económicos y financieros con toda la nueva información disponible en los últimos meses.

El crudo acusa con especial intensidad el deterioro en las expectativas de crecimiento global

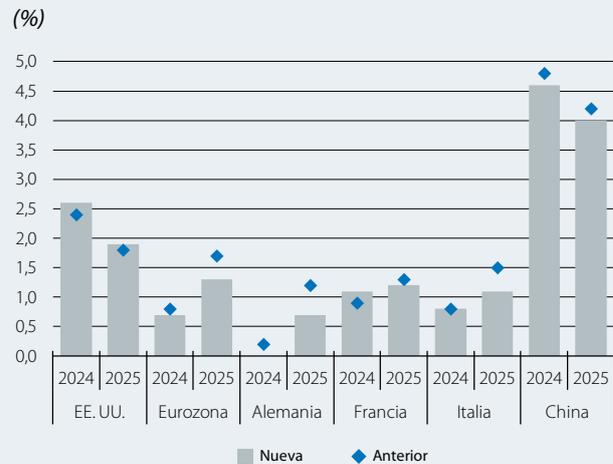
Precisamente, este enfriamiento en las expectativas de crecimiento es uno de los motivos que explica la caída en el precio de las principales materias primas en los últimos meses. Resulta especialmente llamativo el ajuste mostrado por los precios de la energía, que provoca una notable revisión de nuestro escenario central para sus cotizaciones.¹ Así, para el petróleo, situamos en 2024 el precio medio del barril de Brent en 80,4 dólares, y en 76 dólares en diciembre, casi 7 y 10 dólares, respectivamente, por debajo del escenario previo a la revisión. Para 2025, prevemos un precio medio inferior a los 75 dólares, con diciembre por debajo de 74 dólares, 7 y 4 dólares, respectivamente, menor que en el escenario anterior. Estas previsiones, no obstante, están sujetas a una elevada incertidumbre por el aumento de la inestabilidad geopolítica en Oriente Medio, tal y como está poniendo de manifiesto el último episodio hasta la fecha: el riesgo inminente de que el conflicto armado se extienda por la región elevó el precio del crudo más de un 5,0% en menos de dos jornadas. Respecto al precio del gas, se ha mantenido bastante estable gracias a unas condiciones de oferta y de demanda favorables. No obstante, el posible impacto de la no renovación en diciembre de un acuerdo quinquenal de compra a Rusia por la negativa ucraniana a que el gas se transporte a través de su territorio, aconseja revisar al alza su precio. Para 2024, el precio medio se podría situar en 33,8 euros/kWh, con diciembre en 40,8 euros/kWh, frente a los 30,2 y 35,5 euros/kWh, respectivamente, previstos en el escenario anterior. En 2025, situamos el precio medio en 39,6 euros/kWh y 40,6 euros/kWh a diciembre, frente a los 32,9 y 34,3 euros/kWh, respectivamente, del escenario anterior.

En EE. UU., la atención se centra en el mercado de trabajo, mientras que la inflación pasa a un segundo plano

La gran sorpresa positiva en el 1S ha sido EE. UU., con un crecimiento de «menos a más»: 0,3% intertrimestral en el 1T y 0,7% en el 2T. Precisamente, esta inesperada fortaleza de la actividad conlleva, automáticamente, una revisión al

1. Véase el Focus «Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos», en este mismo Informe Mensual.

Previsiones de crecimiento del PIB



Fuente: CaixaBank Research.

alza del crecimiento previsto este año y el próximo, pese a que, como ya veníamos anticipando, nos dirigimos a un escenario de ralentización hacia ritmos de crecimiento más sostenibles y cercanos a su potencial en los próximos trimestres (en torno al 0,5% intertrimestral). De este modo, revisamos al alza el crecimiento estimado en 2024 en 0,2 p. p., hasta el 2,6%, y el de 2025 en 0,1 p. p., hasta el 1,9%.

La resiliencia del consumo de las familias en el actual contexto de tipos de interés elevados ha sido clave. Además, los últimos datos de ventas minoristas, gasto de las familias y renta disponible apuntan a que su impulso se mantendrá a corto plazo. Sin embargo, ya hay evidencias de que el consumo privado empezaría a resentirse: la tasa de morosidad de los créditos al consumo ha subido hasta máximos desde 2011, el ahorro «extra» acumulado tras la pandemia se ha agotado, al tiempo que la tasa de ahorro ha caído a cerca de mínimos de la última década y la creación de empleo ha decepcionado en los últimos meses.

De hecho, desde junio, la creación mensual de empleo (un promedio de 168.000) se ha situado muy por debajo de la media de los dos años previos (314.000), a la vez que la tasa de paro ha ido subiendo paulatinamente y supera el 4,0%, con una ratio de vacantes de empleo que ha caído con fuerza desde los máximos de finales de 2021 y ya marca valores cercanos a los previos a la pandemia. Además, el Departamento de Trabajo de EE. UU. anunció que la revisión de las cifras de empleo no agrícola arrojaría en el periodo de abril de 2023 y marzo de 2024 un nivel de empleo de unas 800.000 personas por debajo de las cifras actuales.

Mientras, la inflación general se ha comportado mejor de lo que anticipábamos pese a que en servicios se resiste a caer. Así, recortamos la previsión para la inflación general en 2024 en 0,3 p. p., hasta el 2,9%; y la de 2025 en 0,2 p. p., hasta el 2,0%. Para la inflación núcleo, estimamos un 3,3%

para 2024 y un 2,4% para 2025, frente al 3,7% y el 2,6%, respectivamente, actual.

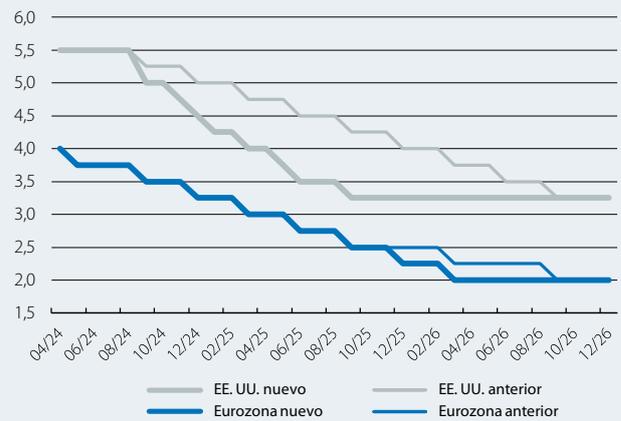
Precisamente, la situación del mercado de trabajo es ahora la variable clave para la Fed, como ya señaló Powell en Jackson Hole, al reconocer que había llegado el momento de ajustar la política monetaria para evitar que el mercado de trabajo se enfríe más, a la vez que se mostró satisfecho con la evolución de la inflación. De hecho, su primera bajada de tipos en septiembre, de 50 p. b., fue toda una declaración de intenciones y puso de manifiesto el compromiso de la Fed para evitar un «debilitamiento no deseado», lo que nos ha obligado a reconsiderar nuestro escenario de tipos de interés para plantearnos una Fed más agresiva. Así, anticipamos dos bajadas más de 25 p. b. en lo que resta de año, para cerrar en el 4,5% (5,0% en el escenario anterior). En 2025, esperamos cinco recortes de 25 p. b., hasta situarlos en diciembre en el tipo neutral del 3,25%, adelantando al próximo año todas las bajadas que previamente esperábamos en 2026.

La debilidad de Alemania lastra al conjunto de la eurozona

La eurozona se ha comportado según lo esperado, si bien el agregado oculta una notable disparidad por países. Resulta especialmente preocupante la debilidad de Alemania: apenas ha crecido un 0,1% intertrimestral en el año y la evolución de los principales indicadores de clima y opinión empresarial no permiten confiar en un repunte significativo de su actividad en lo que resta de año. Además, Alemania afronta una serie de retos que comprometen su capacidad de crecimiento y de recuperación a medio plazo: elevados superávits por cuenta corriente, inversión pública muy reducida, irrupción de nuevos competidores para su histórica industria automovilística, etc. Por tanto, recortamos 0,2 p. p. el crecimiento previsto para 2024, hasta el 0,0%, y reducimos 0,5 p. p. el de 2025, hasta el 0,7%. Respecto a Italia, si bien se ha comportado incluso algo mejor de lo esperado, los retrasos en la ejecución de los fondos NGEU nos llevan a ser algo menos optimistas con su evolución futura, con lo que mantenemos sin cambios, en el 0,8%, el crecimiento previsto para 2024 y recortamos el de 2025 en 0,4 p. p., hasta el 1,1%. Por su parte, Francia acelerará en el 3T su avance gracias al impulso por la celebración de las Olimpiadas en París este verano, que, no obstante, será transitorio. Con todo, gracias a este evento elevamos el crecimiento previsto en 2024 en casi 0,2 p. p., hasta el 1,1%, pero reducimos en 0,1 p. p., hasta el 1,2%, la estimación de 2025. En balance, la previsión de crecimiento para la eurozona se revisa en 2024 -0,1 p. p., hasta el 0,7%, y en 2025 -0,4 p. p., hasta el 1,3%.

En este contexto de enfriamiento, la inflación se está comportando en consonancia con lo esperado, si bien la mayor resistencia a caer de la inflación en servicios eleva, marginalmente, nuestras expectativas. Así, subimos 0,1 p. p. la previsión para la inflación general, tanto en 2024 como en 2025, hasta el 2,2% y el 2,0%, respectivamente. En cuanto a la inflación núcleo, subimos 0,2 p. p. y 0,1 p. p. la previ-

Expectativas de los tipos de interés de referencia (%)



Fuente: CaixaBank Research.

sión para 2024 y 2025, hasta el 2,8% y el 2,2%, respectivamente. Con todo, la convergencia de la inflación hacia su objetivo proseguirá en los próximos meses.

Este escenario de crecimiento económico algo más débil con una inflación que avanza hacia su objetivo, permitirá al BCE ser algo más agresivo en sus rebajas de tipos. En este sentido, creemos que, hasta 2026, podría recortar los tipos de interés en 25 p. b. en seis ocasiones, hasta llegar al tipo neutral del 2,0% en marzo de 2026.

China no podrá alcanzar su objetivo de crecimiento sin nuevos y más abultados estímulos

El gigante asiático también está decepcionando: el crecimiento del PIB se frenó en el 2T 2024 hasta el 0,7% intertrimestral (1,5% en el 1T 2024) y no parece factible que la actividad repunte en los próximos trimestres. El sector residencial se reafirma como el gran lastre de la economía y las medidas de estímulo implementadas hasta la fecha no están teniendo el efecto deseado, lo que provoca un notable deterioro en la confianza de los agentes. Este mayor pesimismo también afecta a la inversión privada que se encuentra estancada, y al consumo privado, que no termina de despegar, ya que la disposición a ahorrar de las familias se encuentra cerca de máximos. En consecuencia, revisamos a la baja en 0,2 p. p. el crecimiento previsto para 2024 y 2025, hasta el 4,6% y el 4,0%, respectivamente. Para asegurar que se alcance el objetivo del 5,0%, serían necesarias medidas de estímulo fiscal más abultadas que las vigentes, si bien la preocupación por la sostenibilidad de la deuda supone una importante limitación (superaría el 100% del PIB en 2028, según el FMI). De hecho, el último paquete de medidas aprobado el 24 de septiembre se centra, sobre todo, en nuevas medidas de relajación monetaria (vuelven a recortar el coeficiente de reservas), pero no se ha hecho oficial ningún tipo de estímulo fiscal, más allá de reconocer que tendrán que «emitir y usar» bonos del Gobierno para mejorar la implementación del «papel impulsor de la inversión gubernamental».

Rita Sánchez Soliva