

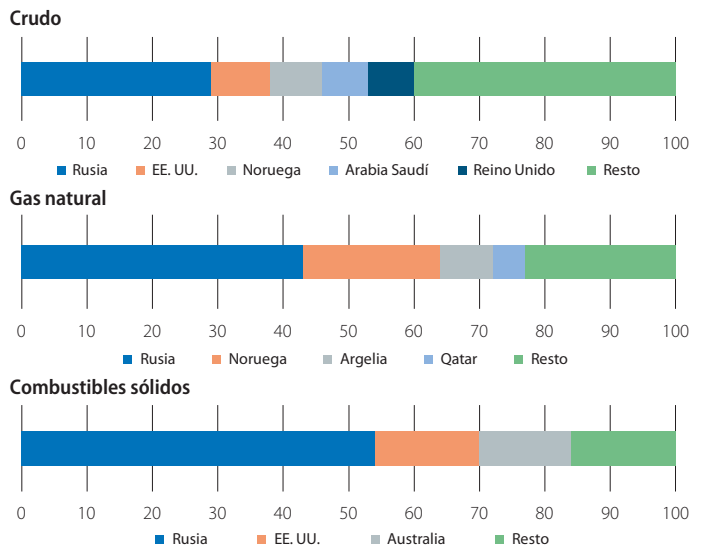
## Se acerca un otoño tormentoso

La guerra en Ucrania sigue condicionando el escenario internacional, no solo por el aumento de incertidumbre, sino por las consecuencias de convertir en «armas de guerra» el crudo y el gas. De hecho, las potencias occidentales buscan limitar las exportaciones rusas de energía para menguar los recursos del país eslavo, al tiempo que la UE busca alternativas para reducir su dependencia energética rusa. Rusia, por su parte, responde buscando mercados alternativos para su crudo (India y China, principalmente), mientras que recorta sus exportaciones de gas a Europa. Estas dinámicas introducen una elevada volatilidad en los mercados de energía e incertidumbre en los escenarios económicos mientras disparan los precios del gas y del crudo, que acumulan en el año hasta comienzos de julio una subida superior al 130% y al 45%, respectivamente.

La economía global se encuentra en uno de los momentos más complicados de los últimos 40 años. Los bancos centrales se enfrentan al difícil reto de controlar una inflación en máximos, tratando de llevar a la economía a un «aterrizaje suave». Sin embargo, la agresividad de las subidas de tipos que se anticipan (sobre todo en las grandes economías desarrolladas) para contener las expectativas de inflación eleva el riesgo de que en 2023 se materialice la tan temida estanflación. Este no es nuestro escenario central todavía, si bien las mayores expectativas de inflación y de tipos de interés están provocando una revisión generalizada de los escenarios. En nuestro caso, elevamos nuestras expectativas de inflación en todos los países y regiones tanto en 2022 como en 2023, mientras que recortamos sustancialmente la previsión de crecimiento para EE. UU. y la eurozona el próximo año, lo que reduciría en 0,7 p. p. el crecimiento esperado para el conjunto de los desarrollados en 2023, hasta el 1,6%. Por su parte, la previsión para el conjunto de los emergentes en 2023 se mantiene sin cambios en el 4,7% publicado en junio. De hecho, el mayor crecimiento esperado para los exportadores de energía y productos agrícolas, gracias al fuerte encarecimiento que acumulan estos productos, compensará el deterioro de los importadores netos, a la par que mantenemos sin cambios en el 5,2% la previsión de crecimiento de China el próximo año. En consecuencia, seguimos anticipando un crecimiento mundial del 3,2% en 2022, mientras que revisamos a la baja en 0,3 p. p., hasta el 3,4%, la estimación para 2023.

En EE. UU., los indicadores apuntan a cierta mejora de la actividad en el 2T, aunque los riesgos siguen siendo elevados. Después de un inicio de año decepcionante (-0,4% intertrimestral en el 1T), vemos factible que la economía crezca a ritmos en torno al 0,5% en el 2T. El consumo seguirá mostrando un notable dinamismo, sostenido por un mercado de trabajo robusto (la tasa de paro está en mínimos en el 3,6%) y por el uso del ahorro acumulado por las familias en los meses previos (la tasa de ahorro cayó hasta el 5,4% en mayo, frente al 8,0% en el 4T 2021) (véase el Focus «EE. UU.: ¿cómo el ahorro acumulado puede apoyar a la economía?» en este mismo informe). Sin

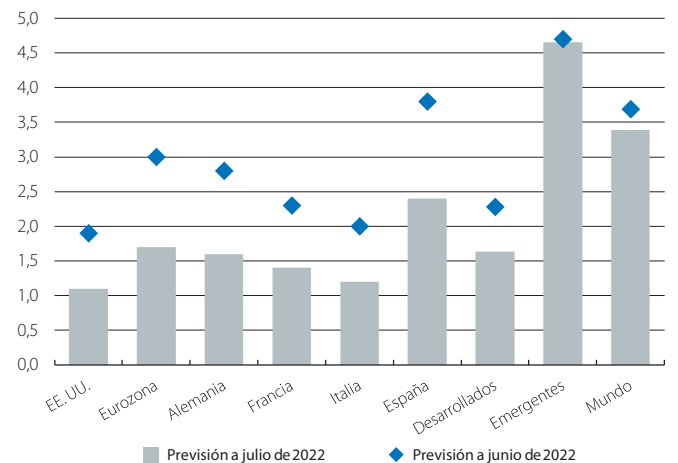
### UE: principales proveedores de energía (% del total en cada tipo de producto)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### Global: PIB 2023

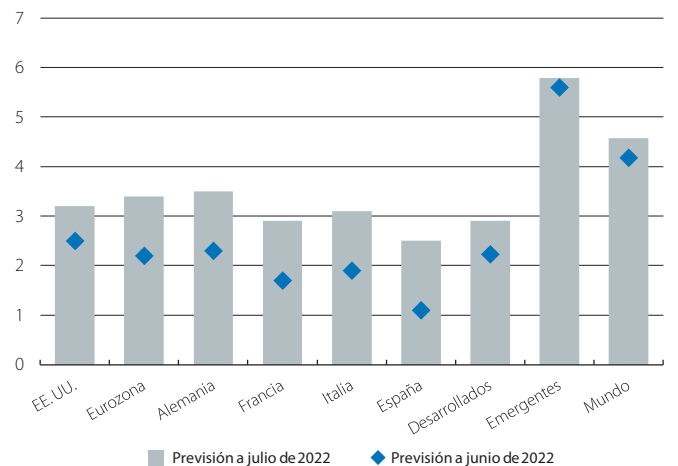
Variación anual (%)



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

### Global: inflación 2023

(%)



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

embargo, el decepcionante comportamiento de los principales indicadores de confianza en junio enfría las expectativas para el final de este año. Buena parte de este menor optimismo responde a los temores que alimenta el continuo aumento de costes y la elevada inflación (en mayo, la general un 8,6% y la subyacente en el 6,0%) así como el intenso endurecimiento de las condiciones financieras propiciado por la Fed.

De hecho, revisamos al alza las previsiones para la inflación general en el promedio de 2022 (+0,8 p. p., hasta el 7,8%) y en 2023 (+0,7 p. p., hasta el 3,2%), lo que ha ido acompañado de un nuevo ajuste al alza en los tipos de interés. Además, la Fed ha reiterado su compromiso con el control de la inflación, aunque eso eleve el riesgo de recesión, algo que empiezan a descontar los mercados financieros. En este contexto, volvemos a revisar a la baja nuestras previsiones de crecimiento: -0,2 p. p., hasta el 2,2% en 2022, y -0,8 p. p., hasta el 1,1%, en 2023. En el perfil trimestral anticipamos un fuerte enfriamiento de la actividad este invierno.

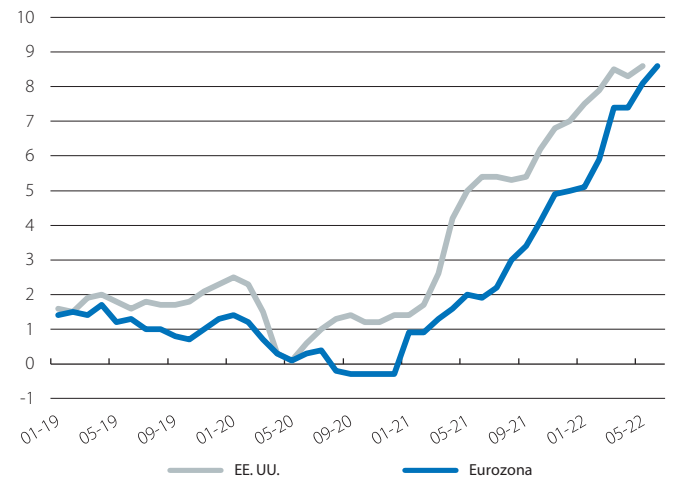
**La eurozona se enfrenta a importantes retos en los próximos meses.** Los principales indicadores de confianza siguen en junio en torno a los bajos niveles a los que cayeron en marzo, tras la invasión de Ucrania. Además, en junio algunas encuestas de opinión empiezan a apuntar a una ralentización del sector servicios que, hasta ahora, presentaba unas buenas perspectivas gracias al levantamiento de las restricciones por COVID y a la posibilidad del primer verano «normal» desde el estallido de la pandemia. En este sentido, también preocupa el encarecimiento de los servicios, alertando de que la inflación se está trasladando de bienes al resto de componentes de la cesta: en junio, la inflación general alcanzó un 8,6% y la subyacente un 3,7%. De este modo, revisamos al alza nuestra previsión de inflación general: 0,7 p. p. hasta el 7,5% en el promedio de 2022 y 1,2 p. p., hasta el 3,4% en 2023.

Este cóctel de elevada inflación con mayores tipos de interés explica la revisión a la baja de 1,3 p. p. del crecimiento previsto para la eurozona en 2023, hasta el 1,7%, tras un 2,9% previsto este año. Por el momento, confiamos en que la eurozona evite la recesión gracias al dinamismo del mercado de trabajo, al ahorro acumulado durante la pandemia y a las medidas fiscales nacionales implementadas para compensar el aumento de inflación, si bien prácticamente se estancaría en el 4T 2022 y en el 1T 2023. Sin embargo, los riesgos se concentran claramente a la baja, sobre todo si tenemos en cuenta la posibilidad, nada desdeñable, de que Rusia corte el suministro de gas a la región.

**Los países de la UE están acelerando el proceso de acumulación de inventarios de gas** para tratar de cumplir con el objetivo de alcanzar el 90% de la capacidad máxima de almacenaje en noviembre (inferior al 60% a comienzos de julio). Alemania es una de las grandes afectadas por estos cortes, ya que el gas ruso representa más del 60% de su consumo total. Esto explica que el Gobierno alemán haya activado ya el segundo de los tres niveles de su plan nacional de emergencia energético e insta a la población a reducir su consumo de energía.

**EE. UU. y eurozona: IPC**

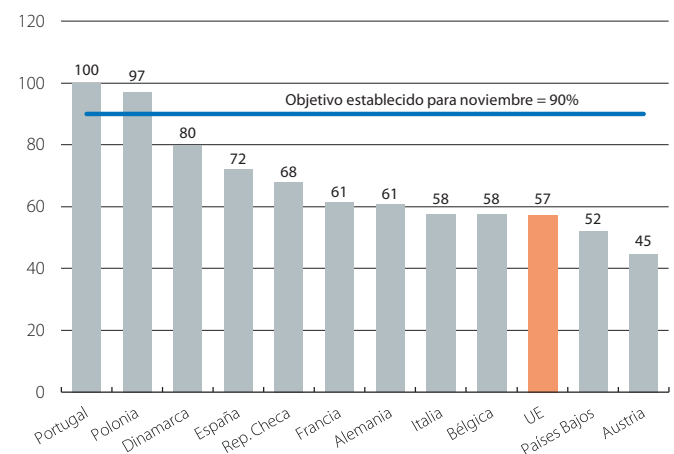
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y de Eurostat.

**UE: almacenamiento de gas \***

(% de la capacidad total)

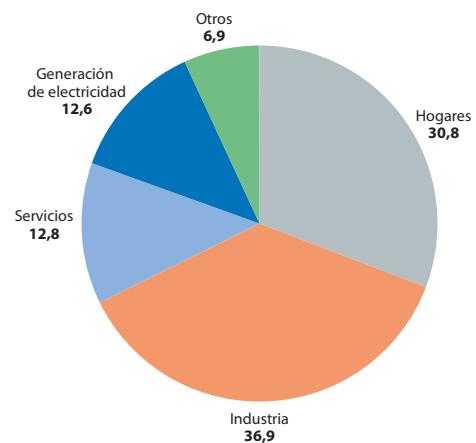


Nota: \* Datos a 27 de junio de 2022.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Aggregated Gas Storage Inventory.

**Alemania: consumo de gas por sectores**

(% del total de gas importado)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del ECONtribute. Policy Brief n.º 028.