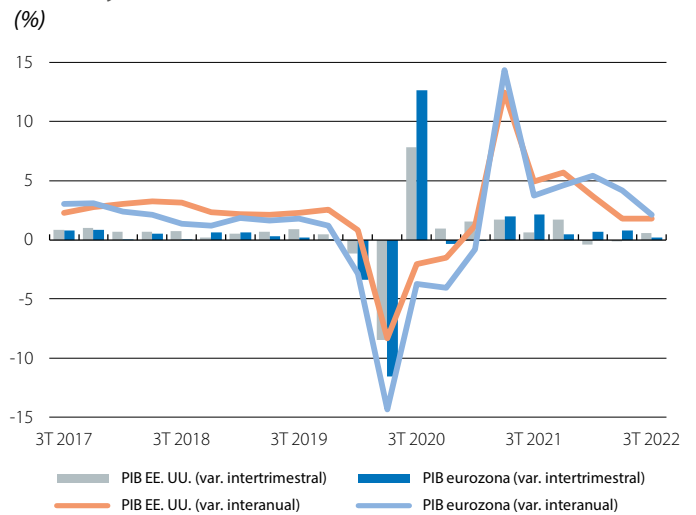


¿Dónde está el ojo del huracán?

La huella de la política monetaria y de la crisis energética empieza a sentirse en las economías avanzadas. El crecimiento del PIB de la eurozona en el 3T 2022 fue mejor de lo esperado, pero la probabilidad de ver retrocesos en los próximos meses es significativa. Así, el PIB creció un 0,2% en términos intertrimestrales (vs. 0,8% en el 2T), lo que corresponde a un avance interanual del 2,1%. Las sorpresas más positivas llegaron desde la economía alemana, que logró evitar una contracción, con un avance del 0,3% intertrimestral, y de Italia, que registró en este trimestre un crecimiento del 0,5% intertrimestral. Esta resistencia de algunas de las mayores economías de la eurozona se puede explicar por la buena campaña de verano para el sector de servicios. Sin embargo, a pesar de que todavía no se dispone del detalle por componentes, la evolución de los principales indicadores de actividad apunta a un patrón de «más a menos» a lo largo del trimestre. En EE. UU., el PIB creció un 1,8% interanual, con un avance del 0,6% respecto al trimestre anterior, tras encadenar dos caídas en el 1T y el 2T (-0,4% y -0,1% intertrimestral, respectivamente). Aunque el dato también fue positivo, si se analiza por componentes, destacó el enfriamiento del consumo privado y el desplome de la inversión inmobiliaria, dos claras señales de debilitamiento de la demanda interna, en medio del más fuerte ciclo de contracción monetaria por parte de la Fed en más de 40 años, que acumula ya desde marzo un total de subidas en el tipo de interés de 375 p. b. (véase la [Coyuntura de Mercados](#)).

La actividad se enfría «significativamente» en otoño, la inflación no tanto. Los primeros indicadores de actividad apuntan a un claro deterioro de la situación económica a partir de septiembre. En la eurozona, donde el BCE acumula ya una subida de los tipos de interés de 200 p. b. desde julio, con dos subidas consecutivas de 75 p. b. en septiembre y octubre, el índice empresarial PMI compuesto mantuvo su tendencia de caída, emplazándose en los 47,3 puntos (vs. 48,1 en septiembre), su nivel más bajo en casi dos años, consistente con una pérdida progresiva de dinamismo desde el 2T. En las palabras de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, la actividad económica se está enfriando «significativamente», una contracción que puede intensificarse debido a la pérdida de poder adquisitivo de las familias y al deterioro de la confianza. En EE. UU., el PMI compuesto volvió a caer a los 48,2 puntos en octubre, tras la breve mejora registrada en septiembre (49,5 puntos vs. 44,6 en agosto). Aunque en el caso americano los índices ISM todavía se emplazaron en territorio expansivo (por encima de los 50 puntos), lo cierto es que también se han ido deteriorando. Mientras, la inflación sigue sin dar señales de enfriamiento. En la eurozona, volvió a repuntar, hasta el 10,7% en octubre (vs. 9,9% en septiembre), empujada por las subidas de precios en la alimentación, la energía y los bienes industriales. El dato de inflación de septiembre también sorprendió al alza en EE. UU., con un fuerte avance intermensual del componente subyacente, que se emplazó en el 6,6% interanual (8,2% la general). En conjunto, con la fortaleza todavía demostrada por el mercado laboral a ambos lados del Atlántico y la inercia de algunos de estos componentes de precios, estos datos pueden pronosticar un periodo más largo de precios altos y condiciones monetarias restrictivas.

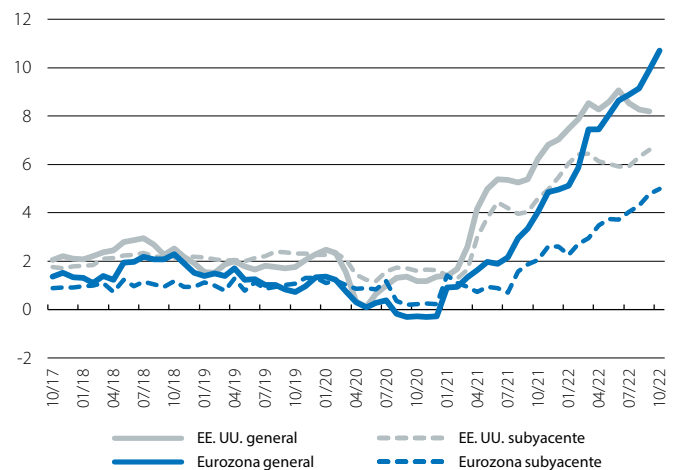
EE. UU. y eurozona: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis y de Eurostat.

EE. UU. y eurozona: IPC

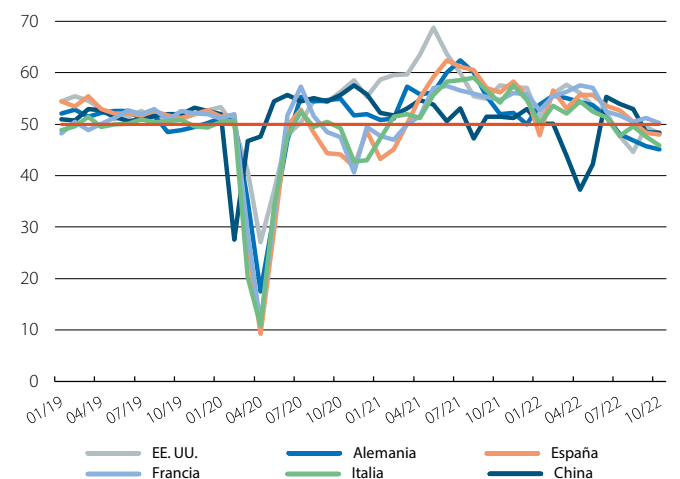
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

Global: PMI compuestos

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit, vía Refinitiv.

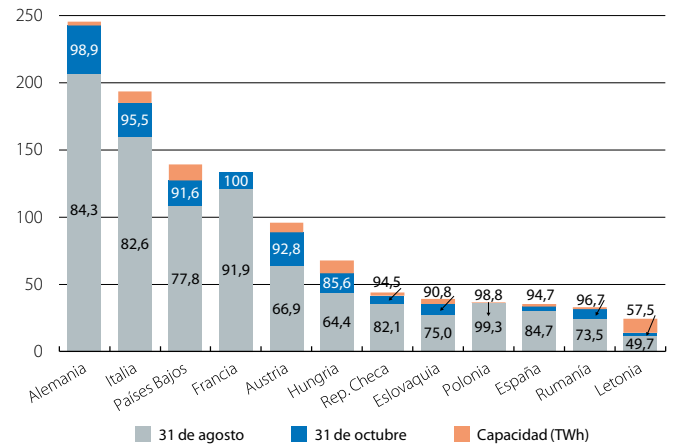
El mercado energético europeo permanece calmado mientras la meteorología y las reservas lo permiten. El precio promedio de los futuros del gas para 2023 cayó un 18% en el mes de octubre (155 €/MWh frente a 189 €/MWh en septiembre) en el TTF holandés, el mercado que funciona como principal referencia para el mercado europeo. A pesar de situarse en un nivel siete veces superior al promedio histórico, el descenso de precios se ha debido principalmente al elevado nivel de reservas, del 95% a finales de octubre, frente a un 80% a finales de agosto. En este contexto, en las últimas semanas se han acumulado noticias de buques metaneros en espera para descargar gas natural licuado en los principales puertos europeos. Esta situación de distensión de precios y de exceso de oferta puede, sin embargo, ser temporal. Dos variables clave a seguir son el ahorro de consumo logrado por los países de la UE y el nivel de reservas. Sin final a la vista en la guerra en Ucrania, en los próximos meses se estará jugando también el invierno 2023-2024.

Riesgos macrofinancieros, políticas fiscales y mercado inmobiliario. En un periodo de enfriamiento de la economía global y de políticas monetarias restrictivas más largo e intenso de lo esperado, será particularmente relevante seguir los planes fiscales nacionales y el mercado inmobiliario. En la eurozona, los precios inmobiliarios han repuntado un 20% con respecto al nivel prepandemia (4T 2019), con avances cercanos o superiores al 30% en muchos países. En EE. UU., el repunte ha sido cercano al 40% (véase el Focus «[EE. UU.: ¿desaceleración controlada o aterrizaje forzoso del mercado inmobiliario?](#)» en este mismo informe), mientras que China sigue enfrentándose a una severa crisis inmobiliaria y está entre las economías del G20 donde los precios del inmobiliario menos han crecido en el periodo. Otra fuente de riesgos macrofinancieros será la política fiscal, tanto en economías emergentes como avanzadas. Como la reciente turbulencia en los mercados y la crisis política en el Reino Unido han demostrado, habrá tolerancia cero para planes fiscales «menos frescos que una lechuga» (véase el Focus «[Tumulto en el Reino Unido, aviso a navegantes](#)» en este mismo informe). Las cuentas de países con Gobiernos recién elegidos estarán bajo un intenso escrutinio: a la atención de la presidenta Giorgia Meloni y del presidente Lula da Silva.

En China, ¿la prosperidad a corto plazo se extenderá al largo plazo? El PIB chino sorprendió al alza en el 3T 2022 y creció un 3,9% con respecto al 2T (3,9% también en términos interanuales), más que recuperándose del desplome del 2T. Pero la fuerza de la recuperación parece haber ido a menos en otoño. Los datos ya disponibles para octubre señalan un fuerte deterioro del sector servicios, tras el repunte de casos y los nuevos confinamientos en el país, así como una ralentización de las exportaciones. La debilidad de la economía china podría intensificarse en los próximos meses, como consecuencia de las paradas y arranques intermitentes impuestos por la política COVID cero y el enfriamiento de la demanda global. A medio plazo, los mensajes principales del XX Congreso del Partido Comunista de China han sido claros: la seguridad y la autosuficiencia serán prioridades indiscutibles. Quedará por ver cómo se traducirán las nuevas claves políticas en el desarrollo del mercado interno y de la política externa.

Europa: reservas de gas

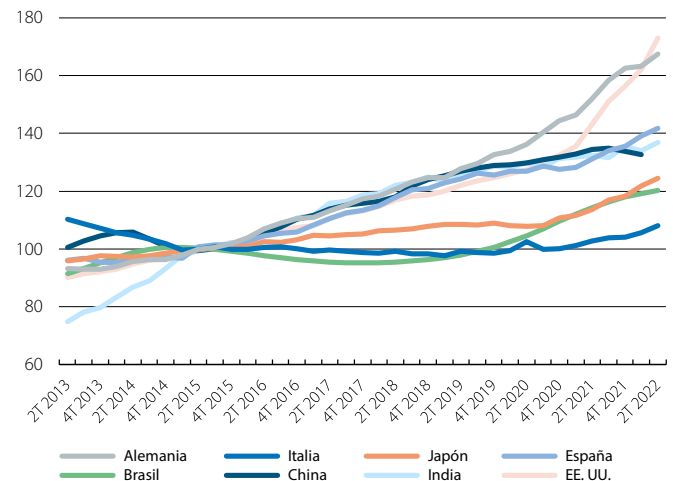
Nivel de almacenamiento (TWh y % de la capacidad total)



Nota: Reservas de gas a 31 de octubre. En el gráfico se añaden los porcentajes a los que corresponden los niveles de almacenamiento en cada momento con respecto a la capacidad total de cada país.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Gas Infrastructure Europe.

Global: precios de la vivienda

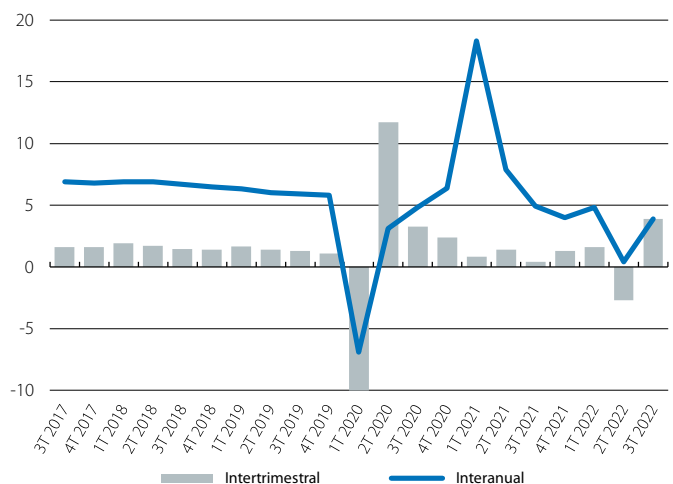
Índice (100 = 2015)



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

China: PIB

Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.