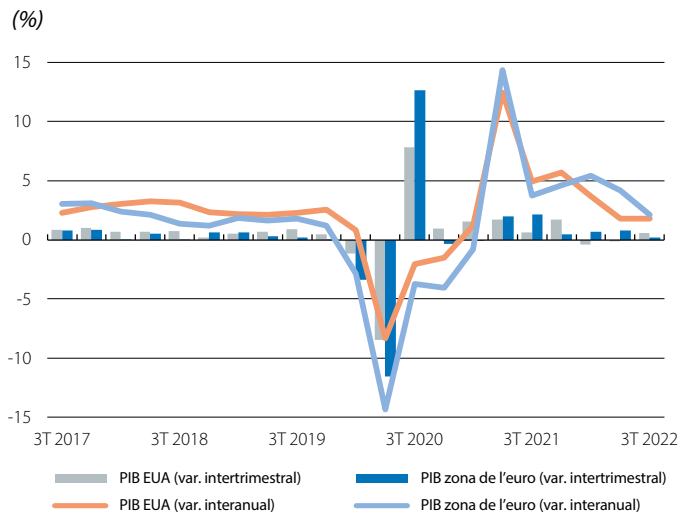


On és l'ull de l'huracà?

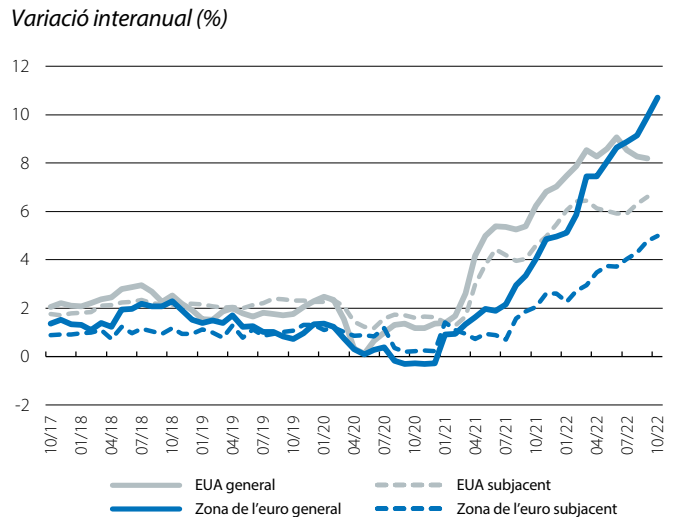
La petjada de la política monetària i de la crisi energètica es comença a sentir a les economies avançades. El creixement del PIB de la zona de l'euro en el 3T 2022 va ser millor del que s'esperava, però la probabilitat de veure reculades en els propers mesos és significativa. Així, el PIB va créixer el 0,2% en termes inter trimestrals (vs. el 0,8% en el 2T), la qual cosa correspon a un avanç interanual del 2,1%. Les sorpreses més positives van arribar des d'Alemanya, que, amb un avanç del 0,3% intertrimestral, va aconseguir evitar una contracció, i des d'Itàlia, que va registrar, en aquest trimestre, un creixement del 0,5% intertrimestral. Aquesta resistència d'algunes de les economies més grans de la zona de l'euro es pot explicar per la bona campanya d'estiu del sector serveis. No obstant això, malgrat que encara no es disposa del detall per components, l'evolució dels principals indicadors d'activitat apunta a un patró de «més a menys» al llarg del trimestre. Als EUA, el PIB va créixer l'1,8% interanual, amb un avanç del 0,6% en relació amb el trimestre anterior, després d'encadenar dues caigudes en el 1T i en el 2T (el -0,4% i el -0,1% intertrimestral, respectivament). Malgrat que la dada també va ser positiva, si s'analitza per components, van destacar el refredament del consum privat i l'enfonsament de la inversió immobiliària, dos senyals clars d'afebliment de la demanda interna, enmig del cicle de contracció monetària més fort per part de la Fed en més de 40 anys, que acumula, ja des del març, un total de 375 p. b. de pujades en el tipus d'interès (vegeu la [Conjuntura de Mercats](#)).

L'activitat es refreda «significativament» a la tardor, la inflació, no tant. Els primers indicadors d'activitat apunten a un deteriorament clar de la situació econòmica a partir del setembre. A la zona de l'euro, on el BCE acumula ja una pujada dels tipus d'interès de 200 p. b. des del juliol, amb dues pujades consecutives de 75 p. b. al setembre i a l'octubre, l'índex empresarial PMI compost va mantenir la tendència de caiguda i es va situar en els 47,3 punts (vs. 48,1 al setembre), el nivell més baix en gairebé dos anys, coherent amb una pèrdua progressiva de dinamisme des del 2T. En les paraules de la presidenta del BCE, Christine Lagarde, l'activitat econòmica es refreda «significativament», una contracció que es pot intensificar a causa de la pèrdua de poder adquisitiu de les famílies i del deteriorament de la confiança. Als EUA, el PMI compost va tornar a caure als 48,2 punts a l'octubre, després de la breu millora registrada al setembre (49,5 punts vs. 44,6 a l'agost). Malgrat que, en el cas nord-americà, els índexs ISM encara es van situar en territori expansiu (per damunt dels 50 punts), la veritat és que també s'han anat deteriorant. Mentrestant, la inflació continua sense donar senyals de refredament. A la zona de l'euro, va tornar a repuntar, fins al 10,7% a l'octubre (vs. el 9,9% del setembre), impulsada per les pujades de preus en l'alimentació, en l'energia i en els béns industrials. La dada d'inflació del setembre també va sorprendre l'alça als EUA, amb un fort avanç intermensual del component subjacent, que es va situar en el 6,6% interanual (el 8,2% la general). En conjunt, amb la fortalesa encara demostrada pel mercat laboral a banda i banda de l'Atlàntic i amb la inèrcia d'alguns d'aquests components de preus, aquestes dades poden pronosticar un període més llarg de preus alts i de condicions monetàries restrictives.

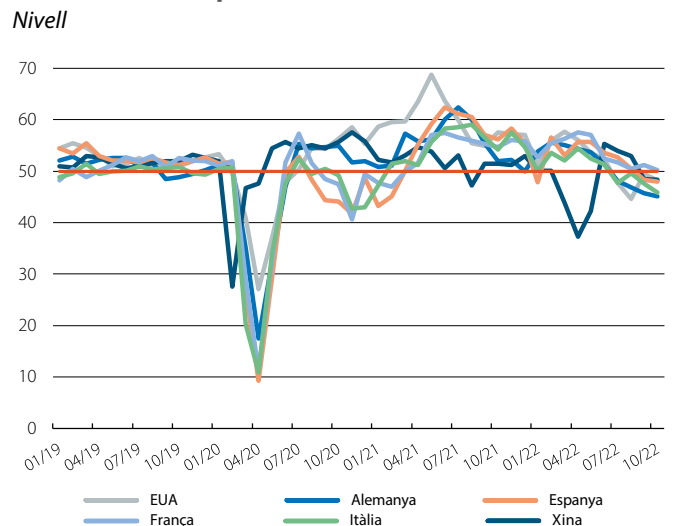
EUA i zona de l'euro: PIB



EUA i zona de l'euro: IPC



Global: PMI composts



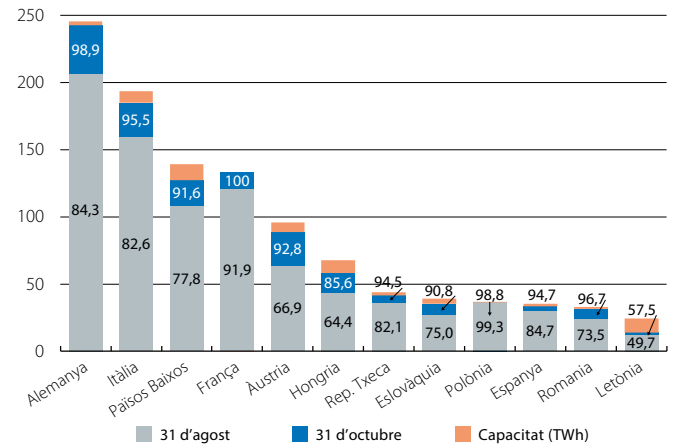
El mercat energètic europeu es manté calmat mentre la meteorologia i les reserves ho permeten. El preu mitjà dels futurs del gas per al 2023 va caure el 18% a l'octubre (155 €/MWh en relació amb els 189 €/MWh del setembre) en el TTF holandès, el mercat que funciona com a principal referència per al mercat europeu. Malgrat situar-se en un nivell set vegades superior a la mitjana històrica, el descens de preus ha estat degut principalment a l'elevat nivell de reserves, del 95% al final d'octubre, en relació amb el 80% del final d'agost. En aquest context, en les últimes setmanes, s'han acumulat notícies de vaixells metaners esperant per descarregar gas natural liquat als principals ports europeus. Aquesta situació de distensió de preus i d'excés d'oferta pot, malgrat tot, ser temporal. Dues variables clau que cal seguir són l'estalvi de consum assolit pels països de la UE i el nivell de reserves. Sense un final a la vista a la guerra a Ucraïna, en els propers mesos l'hivern també jugarà el seu paper.

Riscos macrofinancers, polítiques fiscals i mercat immobiliari. En un període de refredament de l'economia global i de polítiques monetàries restrictives més llarg i intens del que s'esperava, serà particularment rellevant seguir els plans fiscals nacionals i el mercat immobiliari. A la zona de l'euro, els preus immobiliaris han repuntat el 20% en relació amb el nivell pre-pandèmia (4T 2019), amb avanços pròxims o superiors al 30% a molts països. Als EUA, el repunt s'ha aproximat al 40% (vegeu el Focus «[EUA: desacceleració controlada o aterratge forçós del mercat immobiliari?](#)», en aquest mateix informe), mentre que la Xina es continua enfrontant a una severa crisi immobiliària i se situa entre les economies del G20 en què els preus de l'immobiliari han crescut menys durant el període. Una altra font de riscos macrofinancers serà la política fiscal, tant en economies emergents com avançades. Com ho han demostrat la turbulència recent als mercats i la crisi política al Regne Unit, hi haurà tolerància zero per a plans fiscals «menys frescos que un enciam» (vegeu el Focus «[Tumult al Regne Unit, avis per a navegants](#)», en aquest mateix informe). Els comptes de països amb Governos escollits recentment estaran sota un intens escritori: a l'atenció de la presidenta Giorgia Meloni i del president Lula da Silva.

A la Xina, la prosperitat a curt termini s'estendrà a llarg termini? El PIB xinès va sorprendre a l'alça en el 3T 2022, va créixer el 3,9% en relació amb el 2T (el 3,9% també en termes interanuals) i es va recuperar amb escreix de l'enfonsament del 2T. Però sembla que la força de la recuperació ha anat a menys a la tardor. Les dades ja disponibles per a l'octubre mostren un fort deteriorament del sector serveis, després del repunt de casos i dels nous confinaments al país, així com un alentiment de les exportacions. La feblesa de l'economia xinesa es podria intensificar en els propers mesos, a conseqüència de les parades i arrencades intermitents imposades per la política de COVID zero i pel refredament de la demanda global. A mitjà termini, els missatges principals del XX Congrés del Partit Comunista de la Xina han estat clars: la seguretat i l'autosuficiència seran prioritats indiscutibles. Caldrà veure com es traduiran les noves claus polítiques en el desenvolupament del mercat intern i de la política externa.

Europa: reserves de gas

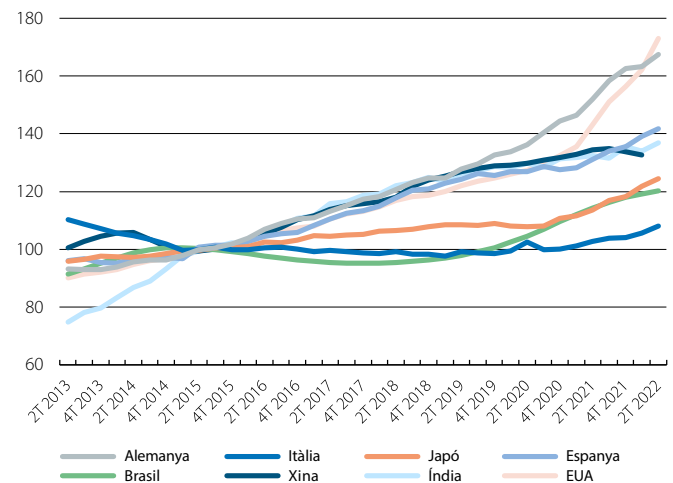
Nivell d'emmagatzematge (TWh i % de la capacitat total)



Nota: Reserves de gas a 31 d'octubre. Al gràfic s'afegeixen els percentatges corresponents als nivells d'emmagatzematge a cada moment en relació amb la capacitat total de cada país.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Gas Infrastructure Europe.

Global: preus de l'habitatge

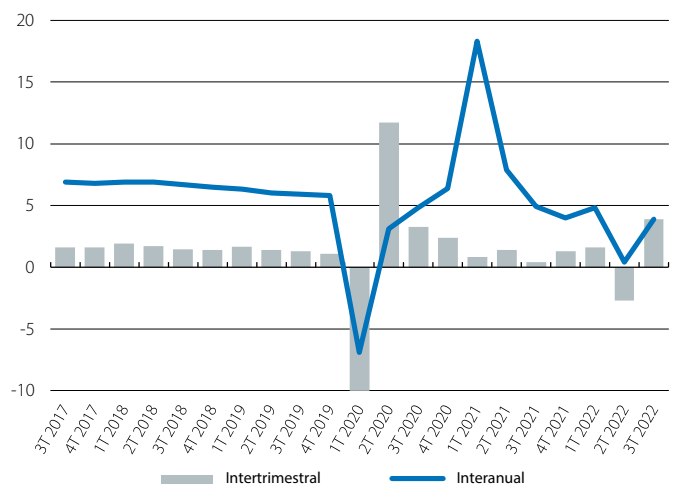
Índex (100 = 2015)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Xina: PIB

Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.