

¿Estanflación o «permacrisis»?

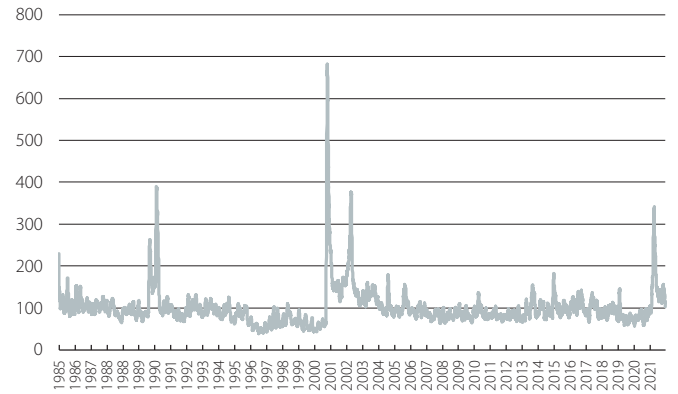
Shock geopolítico: un entorno de mayor riesgo en el horizonte. En los últimos meses se han multiplicado los *shocks* del lado de la oferta y de la demanda, lo que ha resultado en un escenario económico con más inflación y menos crecimiento de lo que anticipábamos hace unos trimestres. A las herencias de la pandemia –cuellos de botella, demanda embalsada y un mercado laboral en recuperación– se han añadido la guerra de Ucrania, el *shock* energético resultante y políticas monetarias restrictivas, con los ciclos de subidas de tipos de interés más rápidos en décadas en economías como EE. UU. o la eurozona. En este entorno, la palabra estanflación volvió a entrar en nuestro léxico. Sin embargo, lo que quizás define más el entorno actual es el elevado grado de incertidumbre y un contexto internacional donde las tensiones geopolíticas han vuelto al centro del escenario. En lo que va de año, el índice de riesgo geopolítico GPR llegó a los 160 puntos. Desde 1985, en promedio anual, solo entre 2001 y 2003 el índice había superado los 150 puntos. Así, no es de extrañar que el diccionario británico Collins haya nombrado la «permacrisis» (periodo prolongado de inestabilidad) como palabra del año.

Shock energético: precios del gas persistentemente altos. Uno de los principales determinantes del escenario actual es la crisis energética. En noviembre, el precio promedio del gas al contado en el principal índice de referencia europeo (TTF) disminuyó hasta los 118 €/MWh (–15% respecto a octubre), apoyado por un alto nivel de reservas en el conjunto de la UE, cercano al 92% a finales de noviembre (frente a un rango medio para este mismo periodo del 82%, en los últimos cinco años), como resultado del elevado grado de sustitución de importaciones y la reducción del consumo. Con todo, este descenso se produjo en un mes con temperaturas relativamente cálidas y, en cualquier caso, los precios todavía son un 44% superiores a lo observado hace un año y seis veces mayores que el promedio histórico (de unos 20 €/MWh). Además, los contratos de futuros siguen apuntando a precios por encima de los 100 €/MWh en los próximos dos años, lo que sugiere que los elevados precios de la energía continuarán condicionando la actividad de empresas y familias.

Shock inflacionista: ¿el pico queda finalmente atrás? Como resultado de la moderación de precios de la energía, la inflación general en la eurozona se situó en el 10,0% en noviembre (frente al 10,6% en octubre), el primer descenso desde mediados de 2021. La inflación subyacente (sin energía y alimentación) se mantuvo estable, en el 5,0%. En EE. UU., la trayectoria de moderación de la inflación se mantuvo en octubre (último dato disponible), con una caída de la inflación general hasta el 7,7% (frente al 8,2% en septiembre) y de la subyacente al 6,3% (frente al 6,6% en septiembre). Este enfriamiento de la inflación puede apoyar una moderación en el ritmo de subidas de tipos de interés por parte de la Fed y el BCE. Todavía es pronto para dictaminar que la inflación ha tocado techo, y probablemente habrá volatilidad en los datos, pero sí que cabe esperar una gradual senda de moderación a lo largo de 2023. En concreto, los propios efectos de base, la mayor estabilidad de los precios energéticos, la relajación de los cuellos de botella, el enfriamiento de la actividad económica y unos efectos de segunda ronda limitados deberían, en su conjunto, permitir la corrección de los desequilibrios entre oferta y demanda y, así, sustentar una reducción paulatina de la inflación el año que viene.

Global: índice de riesgo geopolítico (GPR)

Nivel (100 = promedio del periodo 1985-2019)

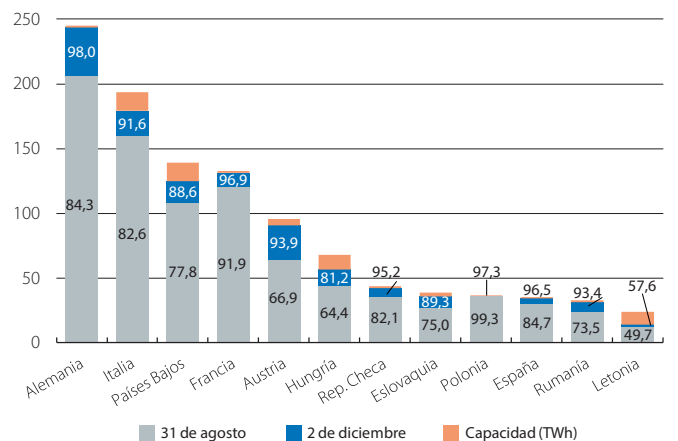


Nota: Se muestra la media móvil de 30 días. El índice de riesgo geopolítico se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos. Un valor más elevado del índice señala un aumento del riesgo geopolítico.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, abril, 112 (4), pp. 1194-1225 (datos descargados desde <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> el 12 de diciembre de 2022).

Europa: reservas de gas

Nivel de almacenamiento (TWh % de la capacidad total)

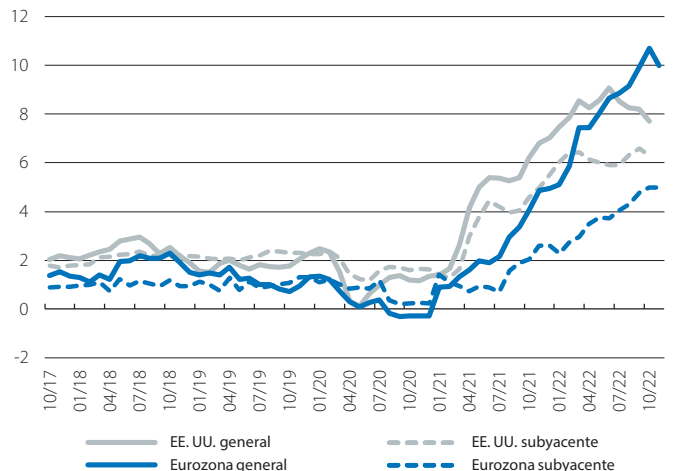


Nota: En el gráfico se añaden los porcentajes a los que corresponden los niveles de almacenamiento en cada momento, con respecto a la capacidad total de cada país.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Gas Infrastructure Europe.

EE.UU. y eurozona: IPC

Variación interanual (%)



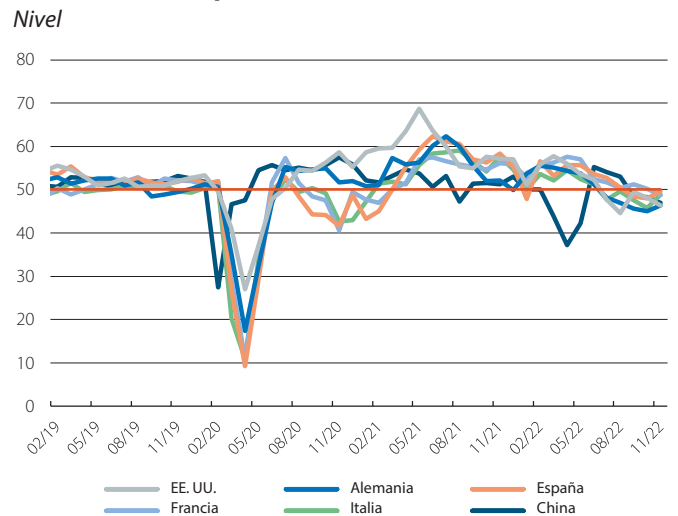
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

Shock de oferta: los riesgos a la baja se han moderado. En la eurozona, el dato del PMI compuesto (47,8 en noviembre frente al 47,3 en octubre) fue mejor de lo esperado, aunque acorde con una ligera contracción del PIB en el 4T. La mejora se concentró en los datos del PMI manufacturero (del 46,4 al 47,1 en noviembre), una dinámica que podría reflejar la normalización de las cadenas de suministro. Por su parte, el PMI de servicios se mantuvo sin cambios, y también en zona de contracción (48,6 puntos). La publicación del índice Ifo de confianza empresarial de Alemania en noviembre subraya este mismo mensaje. A pesar del ligero repunte en noviembre (de 84,5 a 86,3 puntos), los datos son coherentes con una caída de la actividad. Por otro lado, en EE. UU. los datos también mostraron señales de enfriamiento en la actividad. En concreto, el ISM de manufacturas se situó en noviembre por debajo de los 50 puntos por primera vez desde mayo de 2020, mientras que, en el mercado laboral, el ritmo de creación de empleo se moderó hasta los 263.000 puestos de trabajo, una cifra relativamente elevada pero inferior a la de octubre.

Shock alimentario: economías emergentes en situación de vulnerabilidad. Como apuntaba recientemente el Banco Mundial, la inflación de los precios alimentarios ha excedido la inflación general en un 90% de los 156 países con datos disponibles. Las economías en desarrollo y emergentes se encuentran en situación de particular vulnerabilidad, y alrededor de un 90% de las mismas tiene niveles de inflación alimentaria superiores al 5%. A pesar de la reciente moderación de precios, los riesgos siguen siendo elevados. El deterioro del entorno geopolítico, y la guerra de Ucrania en particular, es la preocupación número uno. Sin embargo, hay que añadir el entorno global de mayor inflación y tipos de interés más altos, lo cual crea presiones alcistas sobre los costes de la alimentación por unos mayores costes de materias primas, salarios y costes de capital. Asimismo, el Banco Mundial apunta que el porcentaje de la población mundial en situación de inseguridad alimentaria seguirá aumentando, agravando todos los efectos adversos que esta genera a largo plazo.

Sucesión de shocks en China: las restricciones sanitarias seguirán lastrando la economía. La actividad en China sigue mostrando señales de debilidad en el 4T. Mientras el país lucha para contener el mayor rebrote de casos de COVID-19 desde el inicio de la pandemia, al mismo tiempo que las autoridades se debaten con la política COVID cero, la actividad da fuertes señales de ralentización. El PMI compuesto oficial de China sufrió su quinta caída consecutiva en noviembre, situándose en los 47,1 puntos (frente al 49,0 en octubre). Además, el último repunte de casos es el que presenta los mayores riesgos desde la primera ola, por su extensión geográfica: más de 100 ciudades han reportado casos en los últimos días (frente a unas 50 en abril). El bajo nivel de cobertura de vacunas, junto con la falta de capacidad del sistema sanitario, no deja antever una reapertura sostenida de la economía china en los próximos meses (véase el Focus «Los síntomas de China: más que COVID» en este mismo informe). A pesar de que han emergido señales de un esfuerzo concertado para flexibilizar la política sanitaria, todavía queda un largo camino por recorrer. La baja inmunidad de la población es un gran condicionante para la reapertura sostenida de la economía, y es probable que sea necesario mantener restricciones relativamente elevadas para contener la presión en el sistema sanitario a corto plazo. Asimismo, la experiencia de reapertura en otros países asiáticos demuestra que los índices de movilidad tardan más de seis meses en normalizarse.

Global: PMI compuestos



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

Global: inflación de precios de los alimentos

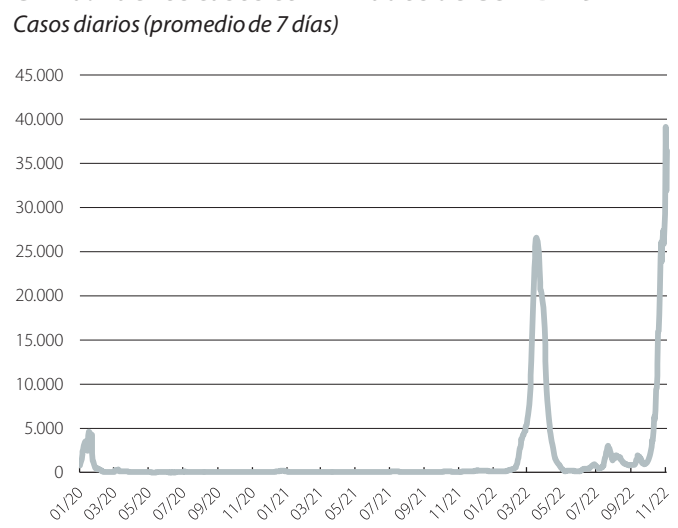
Variación interanual (%)

País	Inflación nominal de la alimentación	País	Inflación real de la alimentación
Zimbabue	321%	Zimbabue	52%
Líbano	208%	Líbano	46%
Venezuela	158%	Irán	32%
Turquía	99%	Sri Lanka	20%
Argentina	87%	Ruanda	17%
Sri Lanka	86%	Hungría	15%
Iran	84%	Colombia	15%
Ruanda	41%	Uganda	15%
Surinam	40%	Turquía	13%
Laos	39%	Macedonia del Norte	13%

Notas: Se muestra el top 10 de países con inflación (real y nominal) de precios de alimentos más alta. La inflación real de precios de alimentos se calcula como la inflación de alimentos menos la inflación general.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del último informe de seguridad alimentaria del Banco Mundial (noviembre de 2022).

China: nuevos casos confirmados de COVID-19



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad Johns Hopkins, vía Our World in Data.