

Europa se beneficia de un invierno relativamente suave

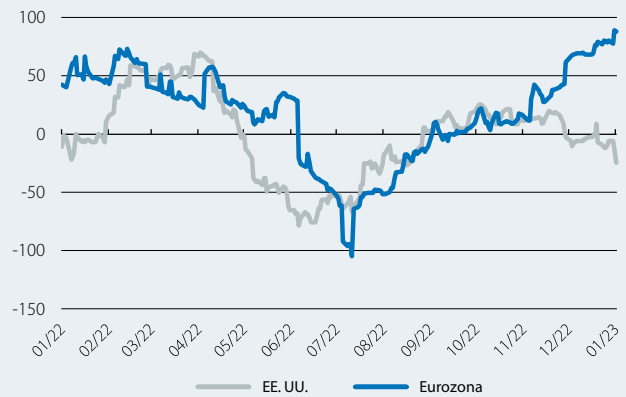
Por primera vez en muchos meses, las perspectivas para la economía europea han comenzado a mejorar. Este cambio de sentimiento compensa, en parte, cierta sobre-reacción negativa sufrida en verano, cuando se temía que el aumento de la demanda de gas para calefacción en invierno pudiera forzar algún tipo de racionamiento de energía a la industria para no vaciar las reservas antes de primavera. Sin embargo, en esta ocasión la meteorología ha jugado a nuestro favor: el invierno está siendo más suave de lo habitual y está conteniendo el consumo de gas (en 2022, fue un 15% menor que el consumo medio de los dos años previos, según Bruegel), lo que está aliviando la presión sobre los precios y favoreciendo que las reservas de gas se mantengan cerca de máximos para estas fechas (en torno al 80%). Este factor, sumado a las medidas tomadas frente a la crisis energética (centradas, sobre todo, en fomentar el ahorro de energía) han modificado sustancialmente los escenarios de energía que manejamos y ahora vemos factible que los precios del crudo y, sobre todo, del gas, sean bastante inferiores a lo que temíamos hace unos meses (véase el Focus «Energía: 2022 quedó atrás, ¿2023 será tan convulso?» en este mismo informe).

Lo que parece claro es que, aunque podamos asistir a un recrudescimiento del invierno en las próximas semanas, es ya poco probable que suframos racionamientos de energía a corto plazo, lo que diluye los escenarios más pesimistas manejados hace unos meses. Además, buena parte de los indicadores, tanto de actividad como de demanda, han mostrado un comportamiento más favorable de lo esperado en los últimos meses. Esta mejora de las expectativas para la eurozona no es incompatible con el comportamiento mostrado por el PIB en el 4T 2022. La región creció un 0,1% intertrimestral pero gracias, en gran medida, al sorprendente crecimiento de Irlanda (3,5% intertrimestral), ya que ni Alemania (-0,2%) ni Italia (-0,1%) evitan caer y Francia prácticamente se estancó (0,1%).

De hecho, la caída sufrida por Alemania empaña el optimismo exhibido por diversos organismos oficiales a comienzos de año, que declaraban que el país habría evitado caer en el 4T. Con todo, el retroceso del 4T ha sido más suave de lo esperado hace unos meses y hay que tener en cuenta que el dato es preliminar, por lo que está sujeto a revisiones. Además, la recuperación de los principales indicadores de confianza empresarial apunta a que el inicio de 2023 podría no ser tan negativo como se temía a la vuelta de verano, hipótesis que se ve reforzada por la evolución seguida por el índice de actividad semanal elaborado por el Bundesbank, que muestra tibias evidencias de mejora de la actividad en este inicio de año, si bien dentro de un contexto de clara debilidad. En este sentido, el propio Ejecutivo alemán estima que el crecimiento podría alcanzar un 0,2% en 2023, frente a la recesión del 0,4% que

Índice de sorpresas económicas *

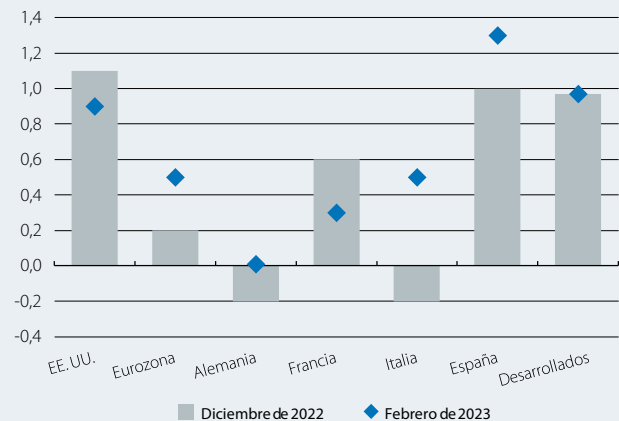
Nivel



Notas: * Se define como las desviaciones ponderadas históricas de las diferencias entre los datos publicados y las expectativas de los analistas. Un valor positivo implica que el dato publicado ha sido mejor de lo esperado; y si es negativo, señala que el dato decepcionó.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup y de Refinitiv.

Global: previsiones PIB 2023

Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones propias.

anticipaba en otoño de 2022. En consecuencia, parece que el deterioro de la actividad en el 1T 2023 será menos pronunciado de lo que nos temíamos en verano, lo que explica la revisión al alza de nuestras previsiones para el crecimiento del PIB en 2023, hasta un 0,0%; frente a una recesión del 0,2% estimada hace unos meses.

Italia, pese al tropiezo de final de año, ha tenido un comportamiento mucho mejor de lo esperado, y ha logrado el mejor desempeño económico de la región a lo largo de 2022, tendencia que puede prolongarse según señalan los principales indicadores de clima industrial. De hecho, el ESI registró una sustancial mejora a lo largo del 4T y en diciembre alcanzaba valores de 100,3, frente a un 95,8 en la eurozona, 94,6 en Alemania o 93,3 en Francia. Respecto a Francia, *a priori*, una de las menos expuestas al gas ruso, ha tenido un comportamiento algo menos positivo de lo

que esperábamos, debido, en gran parte, a que ha tenido que lidiar con los problemas de generación eléctrica de una red muy dependiente de centrales nucleares con problemas de mantenimiento. Tanto es así que casi el 40% de sus reactores nucleares han sufrido interrupciones de servicio, lo que ha provocado que la generación de electricidad en Francia haya sido la menor en siete años y ha obligado al país a ser importador neto de energía.

En suma, las revisiones al alza sobre el crecimiento en 2023 se generalizan entre los principales países:¹ +0,2 p. p. en Alemania, hasta el 0,0%; +0,7 p. p. en Italia, hasta el 0,5%; compensando el -0,3 p. p. en Francia, hasta el 0,3%; ello explica que revisemos al alza en 0,3 p. p. el crecimiento de la eurozona, hasta el 0,5%. Para 2024, mantenemos prácticamente sin cambios el escenario vigente.

Por otro lado, paralelamente a esta mejora en el desempeño de los últimos meses y de las perspectivas con las que la actividad económica empieza 2023, también han ganado algo de fuerza los vientos de cara para la segunda mitad del año. Y es que en el último mes se han revisado significativamente al alza las expectativas de endurecimiento de la política monetaria del BCE por la mayor persistencia que el banco central prevé en la inflación. De hecho, nuestro escenario de tipos de interés se ha revisado al alza y ahora pensamos que el tipo de referencia del BCE puede alcanzar un 3,5% hacia mediados de este año.

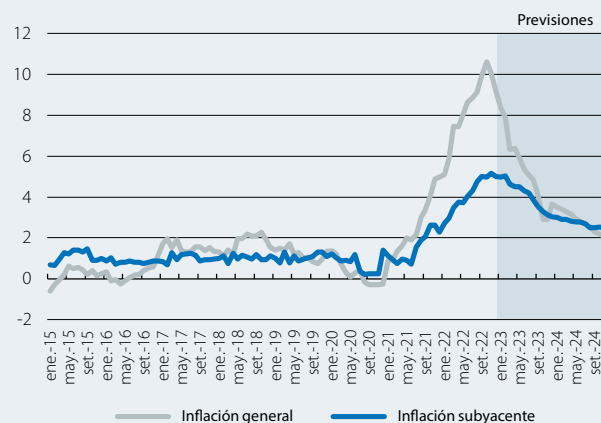
En este contexto de mejora de las perspectivas económicas, la inflación ha comenzado a dar tímidas señales de moderación, si bien todavía se sitúa en valores muy elevados (9,2% en diciembre). A lo largo de 2023, el descenso de la inflación general se intensificará gracias a la estabilización de los precios de la energía, a la normalización de los cuellos de botella y a la desaceleración económica (véase el [Dossier en este mismo informe](#)). De este modo, podría cerrar 2023 algo por debajo del 4%, aunque es probable que los efectos de segunda ronda y la retirada de las distintas medidas fiscales implementadas para compensar el encarecimiento de la energía mantengan una inercia considerable y que no se alcance el objetivo del 2% hasta finales de 2024.

Este mejor comportamiento de la economía europea contrasta con las evidencias de un mayor enfriamiento del esperado para la economía estadounidense a finales de 2022 y comienzo de 2023, lo que ha llevado a revisar a la baja el crecimiento previsto para EE. UU., si bien seguimos confiando en que evite un escenario de recesión (véase el Focus [«EE. UU.: aterriza como puedas»](#) en este *Informe Mensual*).

1. Para España, revisamos al alza el crecimiento de 2023 en 0,3 p. p., hasta el 1,3% (véase el Focus [«Mejoran las perspectivas para la economía española»](#) en este mismo informe).

Eurozona: inflación general y subyacente

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de previsiones propias.

Con todo, hay que tener en cuenta que, si bien las expectativas para la economía europea han mejorado, el escenario que barajamos no deja de ser casi de estancamiento y la incertidumbre sigue siendo muy elevada. La guerra en Ucrania no tiene visos de acabar a corto plazo y el fin de la política COVID cero de China afectará a la economía global. De hecho, la reapertura de la economía china es un arma de doble filo para las economías desarrolladas. De un lado, es bastante probable que se produzca un notable repunte de la actividad en primavera (una vez que se hayan superado las primeras olas tras la reapertura) y se estimulen las cadenas globales de oferta. Pero, del otro, esta reactivación ejercerá una clara presión de demanda sobre buena parte de las materias primas industriales, entre ellas crudo y gas, lo que elevará sus precios. Es más, nuestro escenario contempla una clara aceleración de la actividad china en el segundo semestre de 2023, coincidiendo con el periodo en el que Europa debe rellenar de nuevo sus reservas de gas para afrontar el invierno 2023-2024, en un escenario en el que, *a priori*, el suministro de gas ruso a Europa seguirá siendo casi nulo. Llegado el momento, la variable «invierno» volverá a ser clave en la elaboración de los escenarios. En suma, aunque los peores escenarios se han disipado a corto plazo, todavía es demasiado pronto para cantar victoria en un año que seguirá caracterizado por una elevada incertidumbre y complejidad.

Rita Sánchez Soliva