

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

---

## Les claves económicas del mes

### Septiembre 2022

#### La crisis energética se agudiza

**Oriol Aspachs**, Director de Economía Española en CaixaBank Research

---

**La crisis energética se ha agudizado.** Se han confirmado los peores pronósticos y finalmente las autoridades rusas han cortado el suministro de gas a través del gaseoducto Nord Stream 1 hasta que los países occidentales no retiren las sanciones impuestas, algo que parece improbable a corto plazo. La interrupción del suministro de gas ruso a Europa, junto a las altas temperaturas y las sequías de verano, ha comportado un fuerte repunte en los precios del gas en Europa. El índice de referencia TTF llegó a cotizar en los 340 €/MWh, récord histórico y más del doble que a finales de junio. Los mercados de futuros anticipan que el precio se mantendrá alrededor de los 200 €/MWh en 2023, muy por encima de lo que se esperaba en julio.

**Debilidad económica en el tramo final del año.** La debilidad de la economía europea ante la crisis energética ya es visible en los indicadores de actividad disponibles para el 3T 2022. El PMI compuesto para la eurozona cayó en agosto hasta los 49,2 puntos (49,9 puntos en julio), lo que apunta a una ligera caída de la actividad este mismo trimestre. En particular, en Alemania, el PMI compuesto se sitúa de forma clara por debajo del umbral de los 50 puntos por segundo mes consecutivo (47,6 en agosto, su valor más bajo desde junio de 2020), y el indicador Ifo de agosto también se mantuvo en niveles muy bajos. El deterioro de la actividad económica en la eurozona es particularmente visible en el sector industrial, si bien el sector servicios también da algunas señales de agotamiento. Por su parte, en EE. UU. los indicadores de actividad también se han mantenido relativamente débiles.

**Las presiones inflacionistas persisten y se generalizan.** En EE. UU., la inflación general se mantiene en cotas muy elevadas, con un 8,3% (8,5% en julio), y en la eurozona alcanzó un nuevo máximo histórico en agosto, 9,1% (8,9% en julio). En España, la inflación general se sitúa en el 10,5%, y la subyacente ya ha escalado hasta el 6,4%. La elevada magnitud y persistencia del shock de la energía ha hecho que el aumento de los precios ya sea muy generalizado. El 80% de los bienes de la cesta de consumo presenta un aumento de su precio superior al 2%, y en una tercera parte el incremento es superior al 10%.

**La generalización de las presiones inflacionistas al conjunto de la cesta preocupa doblemente.** Por un lado, porque reduce la capacidad de compra de los hogares. Esto es evidente. Pero, sobre todo, porque históricamente ha sido difícil revertir este tipo de dinámicas cuando se han puesto en marcha. Si solo aumenta el precio de algunos bienes, pocas empresas piensan en aumentar precios. Solamente las directamente afectadas. Pero cuando el aumento de los precios es generalizado en muchos bienes, cada vez son más las empresas que anticipan que sus proveedores, y también sus competidores, se verán forzadas a aumentarlos. Y así, las presiones inflacionistas se van generalizando y reforzando

**El BCE endurece el tono y sube los tipos en 75 p. b.** El BCE situó el tipo de las operaciones de financiación (refi) en el 1,25%. La elevada inflación y la expectativa de que se mantenga por encima del 2% durante un largo período de tiempo forzaron al BCE a aumentar los tipos de interés en una magnitud nada habitual y a anunciar que en las próximas reuniones habrá más subidas.

**China, seca y estancada.** Entre el agudizar de la crisis en el sector inmobiliario, el continuo impacto de la política COVID cero y una de las mayores sequías en el país desde que hay registros, China no da señales de recuperación. Tras una contracción del 2,6% del PIB en el 2T, que llevó el crecimiento interanual al 0,4%, los datos de actividad disponibles para el 3T sugieren que la economía china está lejos del dinamismo al que nos tenía acostumbrados. En este contexto, el Banco Central de China sorprendió al recortar los tipos de interés de referencia y presentar distintas medidas de apoyo a proyectos de infraestructuras, lo cual es indicativo de la preocupación de las autoridades del país ante la ralentización de su economía.

**La economía española ya está perdiendo gas.** Por un lado, los indicadores de actividad PMI, tanto el de servicios como el manufacturero, presentan una clara tendencia descendente y, de hecho, el referente a la industria ya se encuentra en niveles que apuntan a

una caída de la actividad. Ello está yendo acompañado de un notable retroceso de la confianza, que también es especialmente acusado en la industria. El consumo de los hogares también se está debilitando. Tanto las ventas minoristas en términos reales como las de las grandes empresas flexionaron a la baja en el mes de julio. El monitor de consumo en tiempo real de CaixaBank, que sigue la evolución del gasto realizado con las tarjetas de CaixaBank y el que se lleva a cabo en los terminales CaixaBank en comercios, apunta en la misma dirección y anticipa que esta tendencia se ha mantenido durante el mes de agosto.

### **Los datos conocidos durante el verano obligan a revisar el escenario macroeconómico una vez más.**

El último en hacerlo ha sido el BCE, que ha presentado un escenario con menos crecimiento y mayor inflación que el de junio. Los mayores precios del gas, unos tipos de interés más elevados, y un euro más depreciado llevarían a la eurozona a un escenario de bajo crecimiento y todavía elevada inflación en 2023 (0,9% y 5,5%, respectivamente). Además, dada la elevada incertidumbre, el BCE presentó un escenario alternativo en el que supone un corte total de los flujos de gas ruso y de petróleo marítimo. Bajo estos supuestos, el PIB retrocedería un 0,9% en 2023 y crecería solo un 1,9% en 2024; mientras que la inflación alcanzaría casi un 7,0% en el promedio anual de 2023 y todavía sería del 2,3% en 2024.

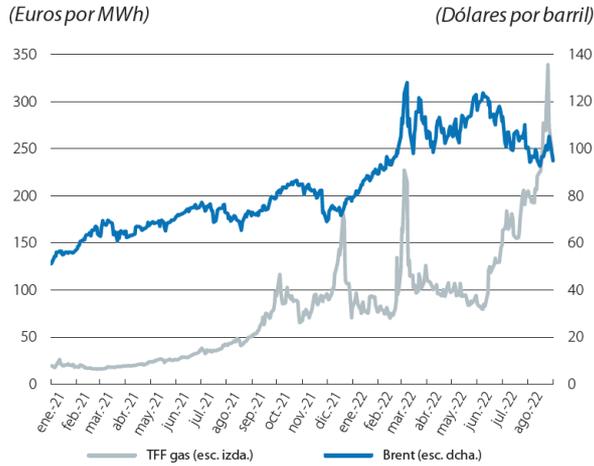
Oriol Aspachs  
Septiembre de 2022

Con la colaboración de:



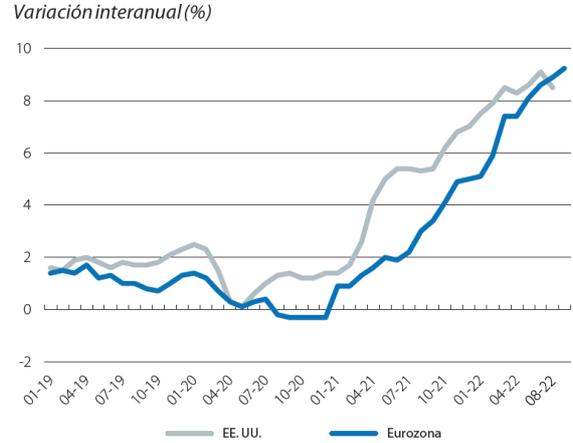
*«Las claves económicas del mes» es una publicación de CaixaBank Research y el Cercle d'Economia que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo que CaixaBank y el Cercle d'Economia no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y el Cercle d'Economia, y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.*

### Precios del gas y del petróleo



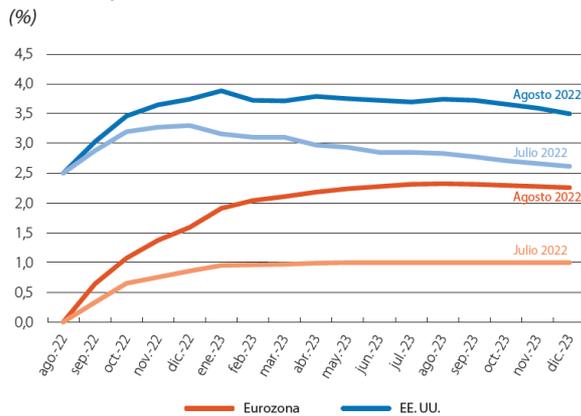
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### EE. UU. y eurozona: IPC



Nota: Dato flash de agosto para la eurozona. Para EE. UU., datos hasta julio.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y de Eurostat.

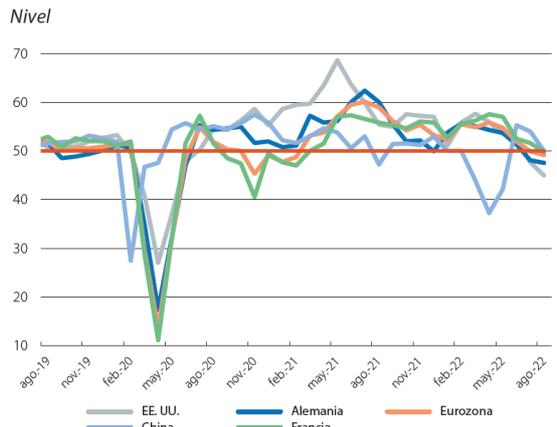
### Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE



Nota: Forwards sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona derivados a partir de curvas de interés de mercado.

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

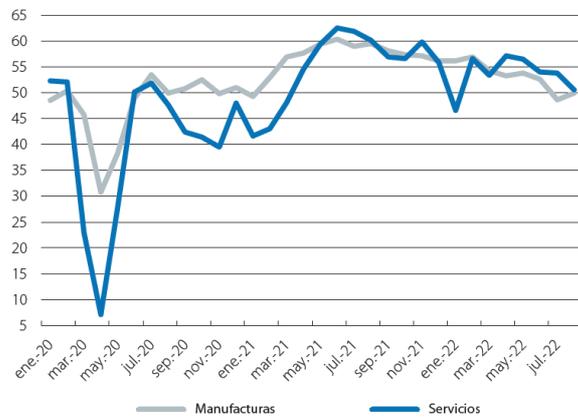
### Global: PMI



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de PMI Markit y S&P Global.

### España: PMI

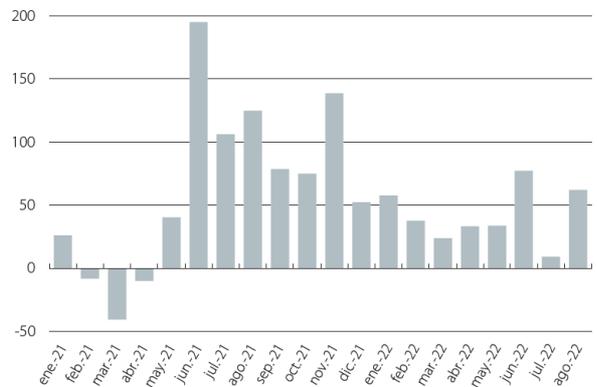
Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social \*

Variación mensual (miles)

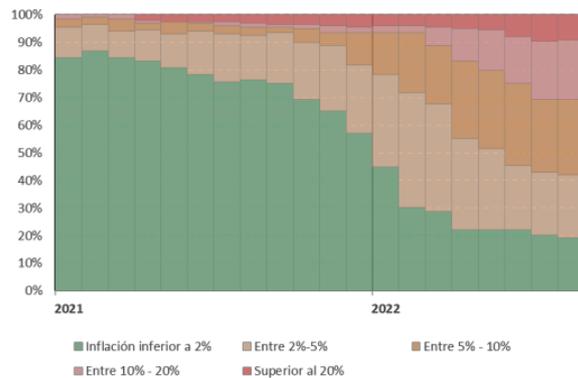


Nota: \* Serie desestacionalizada.

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

### El semáforo de la inflación

(% de la cesta)



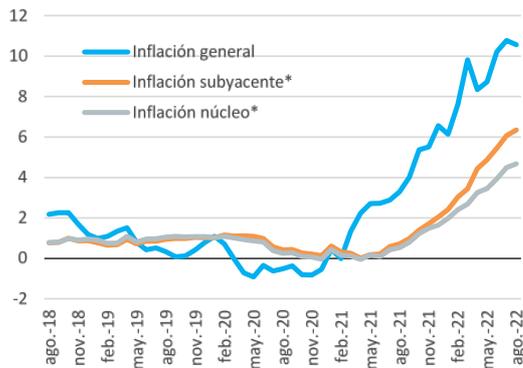
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### Top 10 subclases con julior inflación

	Inflación (%)	Peso en el IPC
Combustibles líquidos	79,1	0,6%
Otros aceites comestibles	71,2	0,1%
Electricidad	60,6	3,7%
Harinas y otros cereales	39,0	0,0%
Mantequilla	31,8	0,0%
Pastas alimenticias y cuscús	30,3	0,2%
Hidrocarburos licuados (buta...	27,2	0,4%
Salsas y condimentos	26,5	0,2%
Gasóleo	26,4	2,9%
Leche desnatada	26,3	0,6%

## Evolución del IPC

Variación interanual (%)

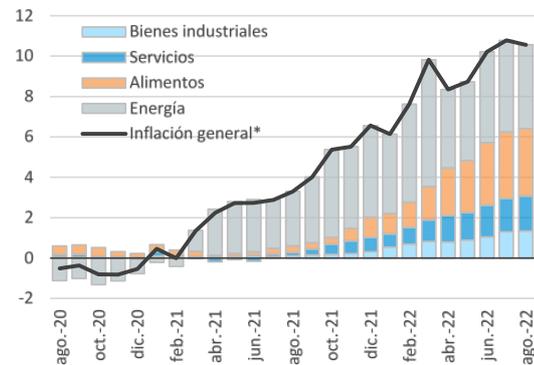


Nota: \* **Subyacente** excluye alimentos no elaborados y energía. **Núcleo** excluye todo tipo de alimentos y energía.

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

## Contribución a la inflación por componentes

(p. p.)



Nota: \*Variación interanual.

## Previsiones económicas del Banco Central Europeo

	2021	Septiembre de 2022			Junio de 2022		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>PIB</b>							
Var. anual (%)	5,2	3,1	0,9	1,9	2,8	2,1	2,1
<b>Inflación general</b>							
Var. anual (%)	2,6	8,1	5,5	2,3	6,8	3,5	2,1
<b>Inflación subyacente</b>							
Var. anual (%)	1,5	3,9	3,4	2,3	3,3	2,8	2,3
<b>Paro</b>							
(% población activa)	7,7	6,7	6,9	7,0	6,8	6,8	6,7

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones del BCE.