

El Cercle d'Economia, conjuntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

---

## Les claus econòmiques del mes

### Setembre 2022

#### La crisi energètica s'aguditza

**Oriol Aspachs**, Director d'Economia Espanyola a CaixaBank Research

---

**La crisi energètica s'ha aguditzat.** S'han confirmat els pitjors pronòstics i, finalment, les autoritat russes han tallat el subministrament de gas a través del gasoducte Nord Stream 1 fins que els països occidentals no retirin les sancions imposades, cosa que sembla improbable a curt termini. La interrupció del subministrament de gas rus a Europa, juntament amb les altes temperatures i les sequeres de l'estiu, ha comportat un fort repunt dels preus del gas a Europa. L'índex de referència TTF va arribar a cotitzar en 340 €/MWh, rècord històric i més del doble que a la darrerria de juny. Els mercats de futurs anticipen que el preu es mantindrà al voltant dels 200 €/MWh el 2023, molt per damunt del que s'esperava al juliol.

**Debilitat econòmica al tram final de l'any.** La debilitat de l'economia europea davant la crisi energètica ja és visible en els indicadors d'activitat disponibles per al 3T 2022. El PMI compost per a la zona de l'euro va caure a l'agost fins als 49,2 punts (49,9 punts al juliol), la qual cosa assenyala una lleugera caiguda de l'activitat aquest mateix trimestre. En particular, a Alemanya, el PMI compost se situa de forma clara per sota del llindar dels 50 punts per segon mes consecutiu (47,6 a l'agost, el valor més baix des del

juny del 2020) i l'indicador Ifo d'agost també va romandre en nivells molt baixos. El deteriorament de l'activitat econòmica a la zona de l'euro és particularment visible en el sector industrial, per bé que el sector serveis també dona alguns senyals d'esgotament. D'altra banda, als EUA els indicadors d'activitat també han continuat mostrant-se relativament dèbils.

**Les pressions inflacionistes persisteixen i es generalitzen.** Als EUA, la inflació general continua en cotes molt elevades amb un 8,3% a l'agost (8,5% al juliol), i a la zona de l'euro va assolir un nou màxim històric a l'agost: 9,1% (8,9% al juliol). A Espanya, la inflació general se situa en el 10,5%, i la subjacent ja ha escalat fins al 6,4%. L'elevada magnitud i persistència del xoc de l'energia ha fet que l'augment dels preus ja sigui molt generalitzat. El 80% dels béns de la cistella de consum presenta un augment de preu superior al 2%, i en una tercera part l'increment és superior al 10%.

**La generalització de las pressions inflacionistes al conjunt de la cistella preocupa doblement.** D'una banda, perquè redueix la capacitat de compra de les llars. Això és evident. Però, sobretot, perquè històricament ha estat difícil revertir aquest tipus de dinàmiques quan s'han posat en marxa. Si només augment el preu d'alguns béns, poques empreses pensen a apujar preus. Només les directament afectades. Però quan l'augment dels preus és generalitzat en molts béns, cada vegada són més les empreses que anticipen que els seus proveïdors, i també els seus competidors, es veuran forçats a apujar-los. I així, les pressions inflacionistes es van generalitzant i reforçant.

**El BCE endureix el to i apuja els tipus 75 p. b.** El BCE va situar el tipus de les operacions de finançament (refi) en l'1,25%. L'elevada inflació i l'expectativa que romangui per damunt del 2% durant un llarg període de temps van forçar el BCE a apugmentar els tipus d'interès amb una magnitud gens habitual, i a anunciar que en les pròximes reunions hi haurà més pujades.

**La Xina, seca i estancada.** Entre l'agudització de la crisi en el sector immobiliari, l'impacte continu de la política COVID zero i una de les majors sequeres en el país des que hi ha registres, la Xina no dona senyals de recuperació. Després d'una contracció del 2,6% del PIB en el 2T, que va portar el creixement interanual al 0,4%, les dades d'activitat disponibles per al 3T suggereixen que l'economia xinesa està lluny del dinamisme al qual ens tenia acostumats. En aquest context, el Banc Central de la Xina va sorprendre en retallar els tipus d'interès de referència i presentar diverses mesures de suport a projectes

d'infraestructures, la qual cosa és indicatiu de la preocupació de les autoritats del país davant l'alentiment de la seva economia.

**L'economia espanyola ja perd gas.** D'una banda, els indicadors d'activitat PMI, tant el de serveis com el manufacturer, presenten una clara tendència descendent i, de fet, e referent a la indústria ja es troba en nivells que assenyalen una caiguda de l'activitat. Això s'acompanya d'una reculada notable de la confiança, que també és especialment acusada en la indústria. El consum de les llars també s'està debilitant. Tant les vendes al detall en termes reals com les de les grans empreses van flexionar a la baixa en el mes de juliol. El monitor de consum en temps real de CaixaBank, que segueix l'evolució de la despesa realitzada amb les targetes de CaixaBank i el que es du a terme en els terminals de CaixaBank als comerços, assenyalava cap a la mateixa direcció i anticipa que aquesta tendència ha continuat durant el mes d'agost.

**Les dades conegudes durant l'estiu obliguen a revisar l'escenari macroeconòmic un cop més.** L'últim a fer-ho ha estat el BCE, que ha presentat un escenari amb menys creixement i més inflació que el del juny. Els majors preus del gas, uns tipus d'interès més elevats i un euro més depreciat portarien la zona de l'euro a un escenari de baix creixement i una inflació encara elevada el 2023 (0,9% i 5,5%, respectivament). A més, atesa la gran incertesa, el BCE va presentar un escenari alternatiu en què suposa un tall total dels fluxos de gas rus i de petroli marítim. Sota aquests supòsits, el PIB recularia un 0,9% el 2023 i creixeria només un 1,9% el 2024; mentre que la inflació arribaria fins gairebé un 7,0% en la mitjana anual del 2023 i encara seria del 2,3% el 2024.

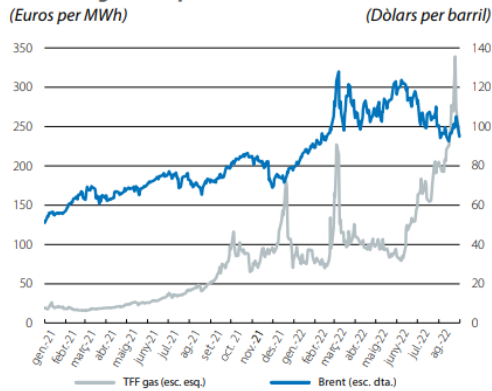
Oriol Aspachs  
Setembre del 2022

Amb la col·laboració de:



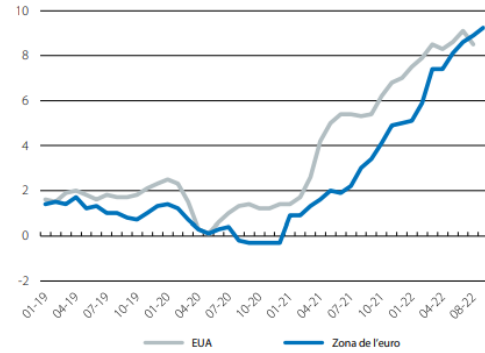
*“Les claus econòmiques del mes” és una publicació de CaixaBank Research i el Cercle d'Economia que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i el Cercle d'Economia no es responsabilitzen en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank Research i el Cercle d'Economia, i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.*

**Preus del gas i del petroli**  
(Euros per MWh)



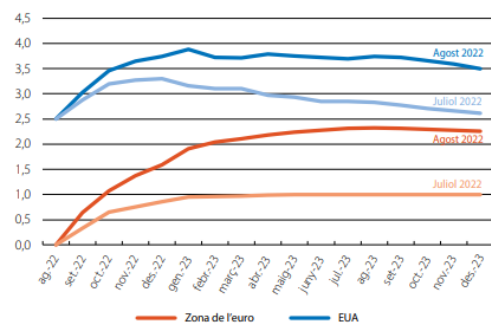
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**EUA i zona de l'euro: IPC**  
Variació interanual (%)



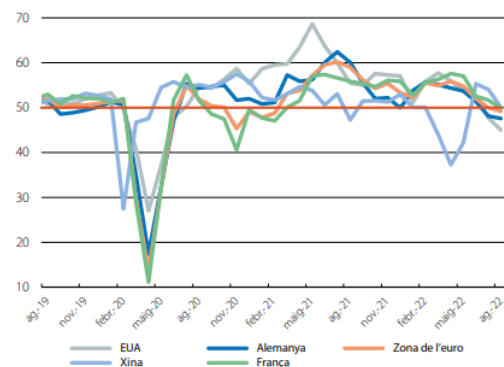
Nota: Dada flash de l'agost per a la zona de l'euro. Per als EUA, dades fins al juliol.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i d'Eurostat.

**Expectatives sobre els tipus d'interès de referència de la Fed i del BCE**  
(%)



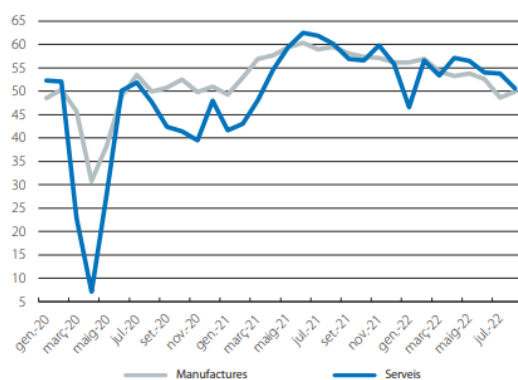
Nota: Forwards sobre l'EFFR i el tipus OIS de la zona de l'euro derivats a partir de les corbes d'interès de mercat.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Global: PMI**  
Nivell



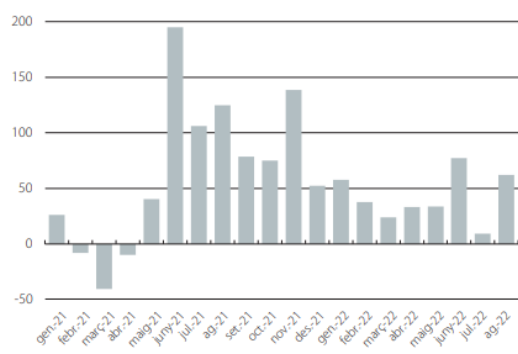
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de PMI Markit i d'S&P Global.

**Espanya: PMI**  
Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'IHS Markit.

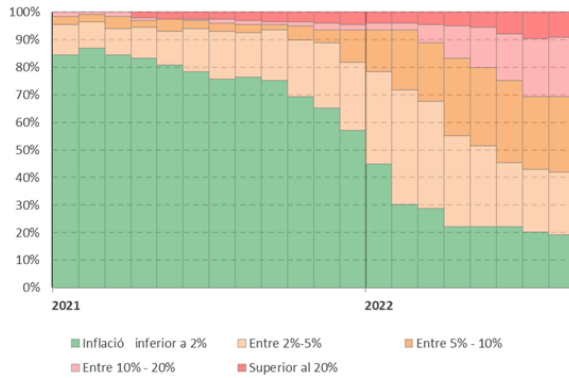
**Espanya: afiliats a la Seguretat Social\***  
Variació mensual (milers)



Nota: \* Sèrie desestacionalitzada.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Treball, Migracions i Seguretat Social.

### El semàfor de la inflació

(% de la cistella)



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

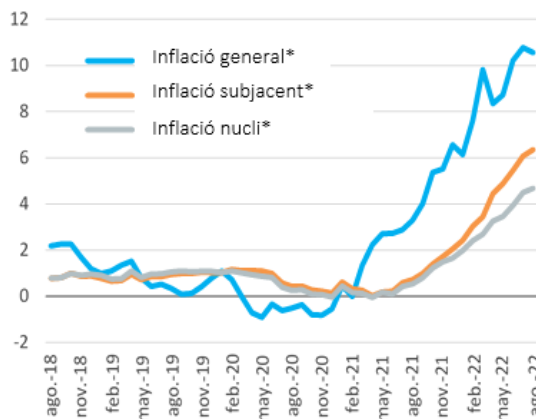
### Top 10 subclasses amb més inflació

	Inflació (%)	Pes en l'IPC
Combustibles líquids	79,1	0,6%
Altres olis comestibles	71,2	0,1%
Electricitat	60,6	3,7%
Farina i altres cereals	39,0	0,0%
Mantega	31,8	0,0%
Pastes alimentàries i cuscús	30,3	0,2%
Hidrocarburs líquids	27,2	0,4%
Salses i condiments	26,5	0,2%
Gasoli	26,4	2,9%
Llet desnatada	26,3	0,6%

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

### Evolució de la inflació

Variació interanual (%)

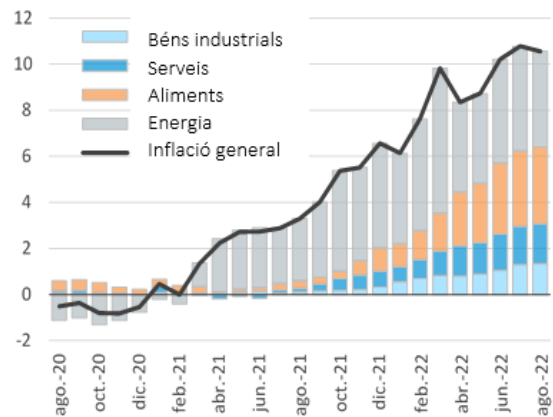


Nota: \*Subjacent exclou aliments no elaborats i energia. Nucli exclou tot tipus d'aliments i energia.

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

### Contribució per components

(p. p.)



Nota: \*Variació interanual.

## Previsions econòmiques del Banc Central Europeu

	2021	Setembre del 2022			Juny del 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>Inflació general</b> Var. anual (%)	2,6	8,1	5,5	2,3	6,8	3,5	2,1
<b>Inflació subjacent</b> Var. anual (%)	1,5	3,9	3,4	2,3	3,3	2,8	2,3
<b>Atur</b> (% població activa)	7,7	6,7	6,9	7,0	6,8	6,8	6,7

Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions del BCE.