

Tras el diluvio, empieza a escampar

Hay buenas razones para ir ganando confianza. En las últimas semanas, los datos sanitarios y los indicadores de actividad han provocado una ducha de optimismo en las principales economías avanzadas que se ha traducido en una revisión al alza en las previsiones de crecimiento para 2021 y 2022. La reapertura de la movilidad interna y la reducción de las restricciones entre países (fundamental para Europa), la hostelería levantando los cierres y ampliando horarios y los hoteles aumentando progresivamente su ocupación refuerzan las expectativas de que la parte central del año será vigorosa en las economías avanzadas.

La vacuna se refuerza como el arma decisiva contra la COVID-19.

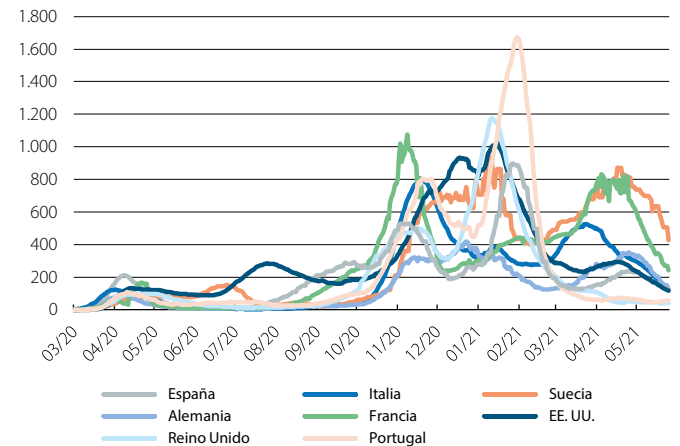
La clave detrás de esta mejora es el sprint de las campañas de vacunación en el mundo desarrollado. Al ritmo actual, la inmunidad de grupo podría alcanzarse este verano. En junio, se espera que en Europa más del 50% de la población ya haya recibido al menos una dosis y en EE. UU., más del 60%. Ahora, el principal riesgo es que las vacunas pierdan eficacia con las nuevas variantes del virus, muy presentes todavía en numerosos países. Por el momento, la mutación que se extiende por India es la más preocupante, por su mayor capacidad de contagio y mayor mortalidad. La guerra contra la pandemia es global y, por el momento, solo se están ganando batallas en los países ricos con acceso a las vacunas.

ECONOMÍAS AVANZADAS

Las divergencias ya están reduciéndose, entre sectores y entre países. El giro positivo en el escenario es muy visible en las encuestas y en los indicadores de alta frecuencia conocidos desde abril, tanto de movilidad como de actividad. Las señales de reactivación son generalizadas, especialmente importantes en el sector servicios (ya no se limitan a la industria) y también perceptibles en los países rezagados. En EE. UU., se anticipa que el PIB supere los niveles previos a la pandemia en este segundo trimestre. No obstante, incluso en EE. UU., el más aventajado, aún hay sectores deprimidos y queda camino por recorrer en lo que respecta al mercado laboral. Así, por ejemplo, en EE. UU. todavía hay en torno a 8 millones menos de personas trabajando que al inicio de la crisis. Aunque una parte de ellos han salido del mercado laboral de forma permanente (algunos *baby boomers* han decidido jubilarse de forma anticipada), se estima que hay alrededor de 3 millones de personas que han salido del mercado por razones como el cuidado de personas. El mercado laboral será durante bastante tiempo la pata más débil de la recuperación global: si se incluyen los ERTE, solo en las economías desarrolladas se han perdido 30 millones de empleos, según estimaciones de *The Economist*.

La primavera también llega a las economías europeas. Los datos dan una señal inequívoca de que la eurozona ha supera-

Incidencia acumulada de COVID-19 (Casos por 100.000 habitantes acumulados en 14 días)



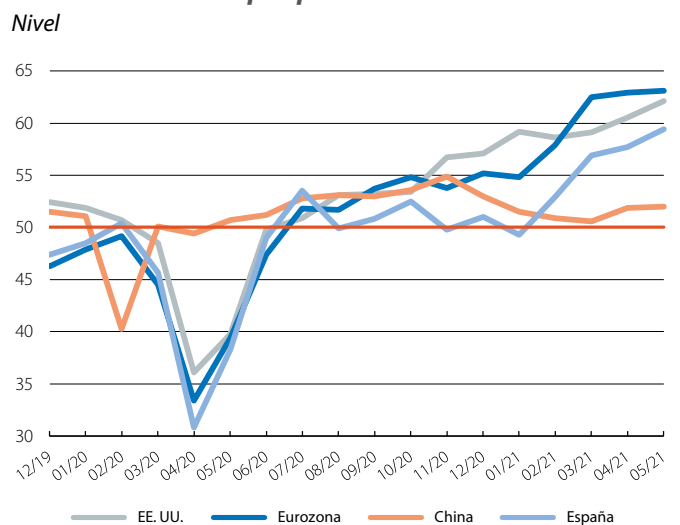
Nota: Datos disponibles hasta el 27 de mayo de 2021.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad de España, Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

Vacunación en el mundo

| | Fecha del último dato | Dosis administradas | % de población vacunada | Dosis última semana por 100.000 habitantes |
|-----------------|-----------------------|---------------------|-------------------------|--|
| Israel | 26-may. | 10.571.337 | 62,9 | 304 |
| Reino Unido | 25-may. | 61.995.062 | 56,5 | 6.097 |
| Canadá | 26-may. | 21.939.046 | 53,5 | 6.609 |
| Chile | 25-may. | 17.794.484 | 52,2 | 4.526 |
| EE. UU. | 26-may. | 289.212.304 | 49,4 | 3.565 |
| Alemania | 26-may. | 47.358.842 | 41,5 | 5.515 |
| España | 25-may. | 25.592.991 | 36,8 | 4.701 |
| Italia | 26-may. | 32.368.381 | 36,3 | 5.645 |
| Portugal | 26-may. | 5.317.986 | 36,0 | 4.985 |
| Francia | 25-may. | 33.681.416 | 35,2 | 4.956 |
| Polonia | 26-may. | 18.785.240 | 34,7 | 5.209 |
| Dinamarca | 26-may. | 3.202.613 | 34,3 | 5.599 |

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Sanidad de España y de Our World in Data - Oxford University.

PMI manufacturas por países



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

do el último bache y se han ido evaporando los riesgos a la baja en las perspectivas de crecimiento; de hecho, ahora, se perciben al alza, sobre todo para 2022, y así lo recogen nuestras nuevas previsiones. Quizás, lo más difícil sea creerse que la mejora en la eurozona ha venido para quedarse, dado que la decepción ha sido lo usual. Pero la verdad es que la reactivación tiene visos de ser vigorosa (por ejemplo, el componente de expectativas del Ifo alemán alcanzó en mayo máximos desde 2011) y permitirá que el *gap* entre las dos grandes economías atlánticas se reduzca. El crecimiento en EE. UU. en 2021 será muy superior al de la eurozona (6,5% frente 4,2%, según nuestras estimaciones, ambas revisadas al alza este mes), pero eso refleja ya más el pasado (caídas del PIB en la eurozona en el 4T 2020 y 1T 2021) que el presente y lo que está por venir: salvo sorpresas negativas, el crecimiento de la eurozona en los trimestres centrales de 2021 puede incluso superar al de EE. UU.

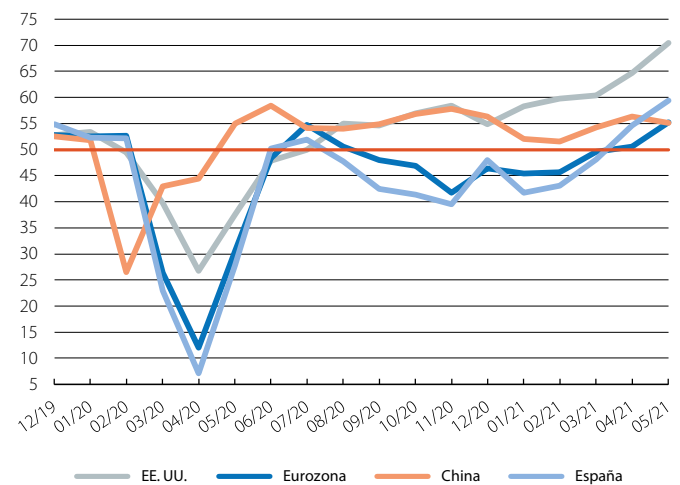
Se anticipan nuevos estímulos fiscales a ambos lados del Atlántico. La Administración Biden sigue hiperactiva y ha puesto sobre la mesa dos nuevos paquetes fiscales con visión de largo plazo (10 años) por un montante total de 4 billones de dólares (20% del PIB, aproximadamente), uno de infraestructuras y otro social. Europa también empieza a moverse: los países ya han presentado sus programas para poder recibir los fondos del Plan de Recuperación y es factible que empiecen a llegar a partir de julio, lo que supondrá un importante estímulo para el sur y el este de la UE. En este contexto, la Comisión Europea subió sus previsiones de crecimiento para la UE en 2021 y 2022 y confirmó que el pacto de estabilidad y crecimiento seguirá suspendido hasta 2023, lo que reduce el riesgo de retirar prematuramente el apoyo a las economías más débiles. En cualquier caso, existen pocas dudas de que las reglas fiscales deberán ser repensadas, puesto que la inmensa mayoría de los países sobrepasan los niveles de deuda objetivo y algunos más que lo duplican.

¿Se avecinan cambios políticos de calado en Alemania? También se miran con gran expectación las próximas elecciones legislativas alemanas de septiembre, dado que las últimas encuestas señalan un empate técnico entre la CDU y el Partido Verde. Hoy por hoy, la opción de un Gobierno en coalición de ambas fuerzas es la más probable. *A priori*, se trataría de un Gobierno equilibrado, con más sensibilidad europeísta, favorable a dar más poderes a Bruselas (capacidad de recaudar ingresos y emitir bonos) y a una mayor inversión en infraestructuras y nuevas tecnologías. Por tanto, podría reforzar el eje francoalemán y tener más posibilidad de sacar adelante reformas importantes para la UE.

Los riesgos al alza sobre la inflación también se materializan, sobre todo en EE. UU. Como veníamos advirtiendo, la subida de la inflación por encima de los objetivos de los bancos centrales en EE. UU. y la eurozona era casi segura de la mano de los efectos de base. Sin embargo, en EE. UU., el debate se ha calentado tras superar la inflación general el 4% en

PMI servicios por países

Nivel



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

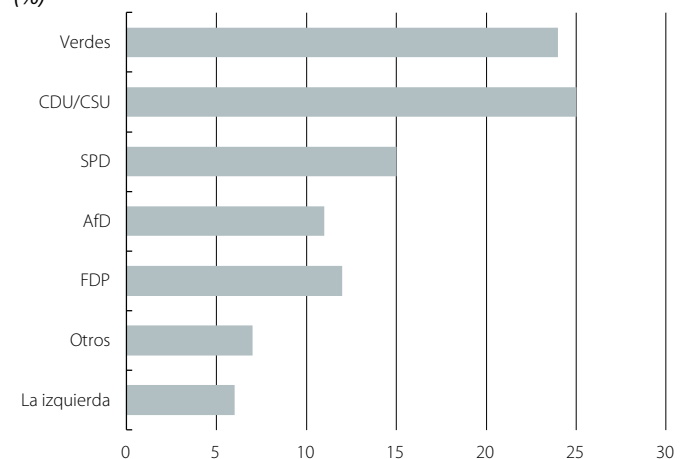
Previsiones de la Comisión Europea

| | PIB | | Inflación | | Deuda pública | | Saldo fiscal | |
|-----------------|-------------|------------|-------------|------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| | Var. an (%) | | Var. an (%) | | (% del PIB) | | (% del PIB) | |
| | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 |
| Eurozona | 4,3 | 4,4 | 1,7 | 1,3 | 102,4 | 100,8 | -8,0 | -3,8 |
| Alemania | 3,4 | 4,1 | 2,4 | 1,4 | 73,1 | 72,2 | -7,5 | -2,5 |
| Francia | 5,7 | 4,2 | 1,4 | 1,1 | 117,4 | 116,4 | -8,5 | -4,7 |
| Italia | 4,2 | 4,4 | 1,3 | 1,1 | 159,8 | 156,6 | -11,7 | -5,8 |
| España | 5,9 | 6,8 | 1,4 | 1,1 | 119,6 | 116,9 | -7,6 | -5,2 |
| Portugal | 3,9 | 5,1 | 0,9 | 1,1 | 127,2 | 122,3 | -4,7 | -3,4 |

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Primavera de 2021).

Alemania: si las elecciones parlamentarias fuesen este domingo, votaría por...

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de POLITICO Research (28 de mayo de 2021).

abril (mucho más de lo esperado) y situarse la subyacente en un elevado 3,0%, aupada por el repunte de la demanda y los cuellos de botella que empiezan a hacerse notar en algunos sectores. En este contexto, el impacto sobre la rentabilidad de los bonos está siendo bastante contenido, seguramente, por la moderación en el ritmo de creación de empleo (+266.000 en abril frente a 770.000 en marzo). En nuestro caso, la fuerte sorpresa al alza del dato de abril nos ha llevado a una revisión significativa de las previsiones de inflación estadounidenses (3,2% en el promedio del año, frente al 2,7% anterior). No obstante, seguimos pensando que el repunte de la inflación será transitorio (con el máximo en mayo). En concreto, confiamos en una caída gradual a partir del verano, hasta acercarse al 2% en el segundo semestre de 2022.

En la eurozona, las tensiones inflacionistas son más limitadas. La inflación aumentó en abril, hasta el 1,6% desde el 1,3% (en línea con nuestras previsiones). A corto plazo, seguirá subiendo (esperamos un máximo ligeramente superior al 2,5% a finales de verano), pero descenderá posteriormente, hasta alrededor del 1,5% en el 2T 2022. No obstante, sobre todo en EE. UU., siguen dominando los riesgos al alza. Hay importantes factores, únicos, que abonan la opción de persistencia en las elevadas tasas: i) aceleración histórica de la actividad, siguiendo a un colapso también histórico (el crecimiento mundial se acercará al 6,0% en 2021 frente al -3,3% en 2020); ii) gran cantidad de ahorro por parte de las familias; iii) evidencias de restricciones de oferta en algunos sectores, y iv) estímulos fiscales y monetarios sin precedentes. Por tanto, cabe esperar una creciente especulación sobre el momento de la reducción de los estímulos monetarios, lo que, sin duda, será antes en EE. UU. que en la eurozona y traerá nerviosismo a los mercados financieros (véase la sección de Mercados financieros para detalles sobre la Fed y el BCE).

ECONOMÍAS EMERGENTES

Señales más erráticas en los emergentes. A diferencia de los países desarrollados, en las últimas semanas, los emergentes muestran señales mixtas y erráticas. Con todo, el centro de atención sigue siendo China, donde las autoridades están priorizando elementos como la estabilidad financiera en un contexto de crecimiento que se estima robusto en el conjunto de 2021 (8,3%). En este sentido, los últimos movimientos sugieren una relativa mejora de la calidad de la deuda en los bonos corporativos y un fondo de demanda de crédito privado sólido. Por otro lado, el sector exterior sigue siendo una fortaleza para la economía asiática y se ve favorecido por la recuperación global. A medio plazo, el XIX Congreso del Partido Comunista chino de octubre evidenció que las autoridades son conscientes de los desequilibrios del crecimiento chino, con un peso excesivo de la inversión estatal en industria pesada y un exceso de emisiones de carbono, pero las inercias de China son grandes.

EE. UU.: IPC

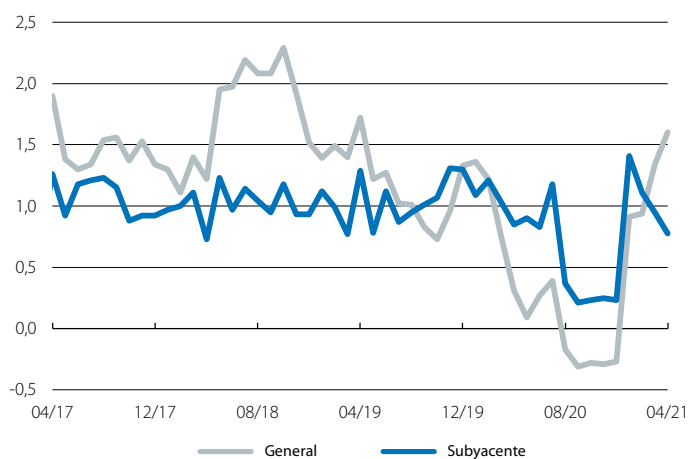
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC*

Variación interanual (%)

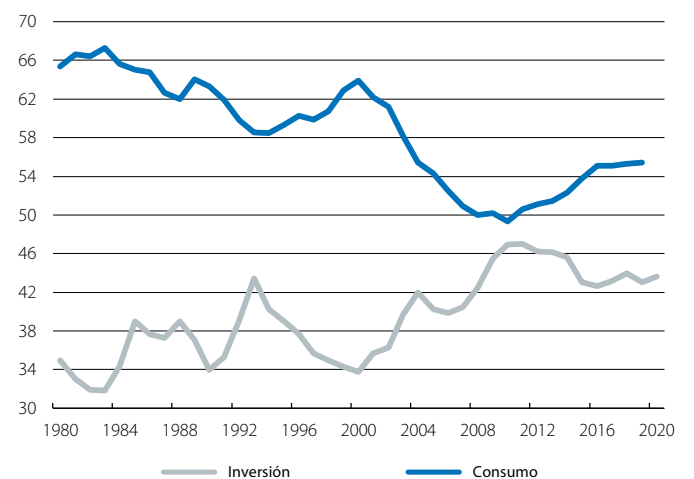


Nota: * Los datos se corresponden al IPCA.

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

China: inversión y consumo

(% del PIB)



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