

Després del diluvi, comença a escampar

Hi ha bones raons per anar guanyant confiança. En les últimes setmanes, les dades sanitàries i els indicadors d'activitat han provocat una dutxa d'optimisme a les principals economies avançades, que s'ha traduït en una revisió a l'alça de les previsions de creixement per al 2021 i per al 2022. La reobertura de la mobilitat interna i la reducció de les restriccions entre països (fonamental per a Europa), l'hoteleria aixecant els tancaments i ampliant els horaris i els hotels augmentant de forma progressiva l'ocupació reforcen les expectatives que la part central de l'any serà vigorosa a les economies avançades.

La vacuna es reforça com l'arma decisiva contra la COVID-19.

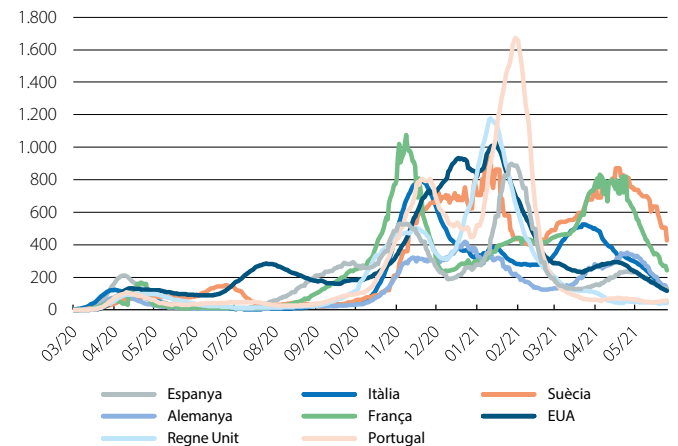
La clau que explica aquesta millora és l'esprint de les campanyes de vacunació al món desenvolupat. Al ritme actual, la immunitat de grup es podria assolir aquest estiu. Al juny, s'espera que, a Europa, més del 50% de la població ja hagi rebut, almenys, una dosi i, als EUA, més del 60%. Ara el principal risc és que les vacunes perdin eficàcia amb les noves variants del virus, molt presents encara en nombrosos països. Ara com ara, la mutació que s'estén per l'Índia és la més preocupant, perquè té una major capacitat de contagi i una mortalitat més elevada. La guerra contra la pandèmia és global, i, de moment, només es guanyen batalles als països rics amb accés a les vacunes.

ECONOMIES AVANÇADES

Les divergències ja s'estan reduint, entre sectors i entre països. El gir positiu en l'escenari és molt visible en les enquestes i en els indicadors d'alta freqüència coneguts des de l'abril, tant de mobilitat com d'activitat. Els senyals de reactivació són generalitzats i són especialment importants al sector serveis (ja no es limiten a la indústria) i també perceptibles als països ressagats. Als EUA, s'anticipa que el PIB superarà els nivells previs a la pandèmia en aquest segon trimestre. No obstant això, fins i tot als EUA, el país més avantatjat, encara hi ha sectors deprimits i queda camí per recórrer pel que fa al mercat laboral. Així, per exemple, als EUA, encara hi ha al voltant de 8 milions menys de persones treballant que a l'inici de la crisi. Malgrat que una part d'aquests treballadors han sortit del mercat laboral de manera permanent (alguns *baby boomers* han decidit jubilar-se de forma anticipada), s'estima que hi ha al voltant de 3 milions de persones que han sortit del mercat per altres raons, com la cura de persones. El mercat laboral serà, durant força temps, la pota més feble de la recuperació global: si s'inclouen els ERTO, només a les economies desenvolupades s'han perdut 30 milions de llocs de treball, segons les estimacions de *The Economist*.

La primavera també arriba a les economies europees. Les dades donen un senyal inequívoc que la zona de l'euro ha

Incidència acumulada de COVID-19 (Casos per 100.000 habitants acumulats en 14 dies)



Nota: Dades disponibles fins al 27 de maig del 2021.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat d'Espanya, del Johns Hopkins CSSE i d'UN World Population Prospects.

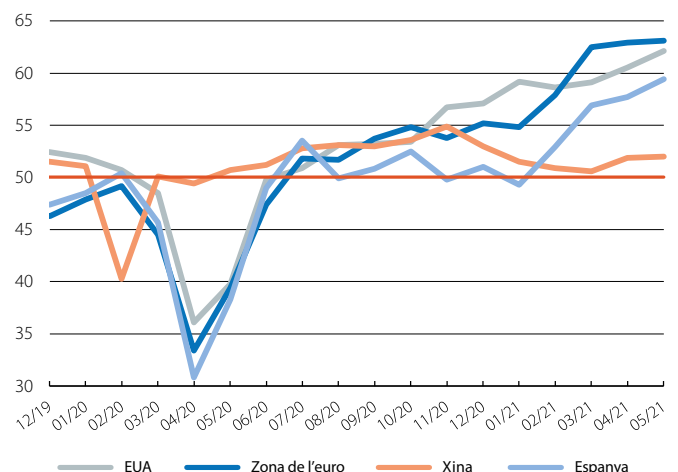
Vacunació al món

	Data de l'última dada	Dosis administrades	% de població vacunada	Dosis última setmana per 100.000 habitants
Israel	26-maig	10.571.337	62,9	304
Regne Unit	25-maig	61.995.062	56,5	6.097
Canadà	26-maig	21.939.046	53,5	6.609
Xile	25-maig	17.794.484	52,2	4.526
EUA	26-maig	289.212.304	49,4	3.565
Alemanya	26-maig	47.358.842	41,5	5.515
Espanya	25-maig	25.592.991	36,8	4.701
Itàlia	26-maig	32.368.381	36,3	5.645
Portugal	26-maig	5.317.986	36,0	4.985
França	25-maig	33.681.416	35,2	4.956
Polònia	26-maig	18.785.240	34,7	5.209
Dinamarca	26-maig	3.202.613	34,3	5.599

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat d'Espanya i d'Our World in Data - Oxford University.

PMI manufactures per països

Nivell



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

superat l'última ensopegada i que s'han anat evaporant els riscos a la baixa en les perspectives de creixement; de fet, ara es perceben a l'alça, sobretot per al 2022, i així ho recullen les nostres noves previsions. Potser, el més difícil és creure que la millora a la zona de l'euro ha vingut per quedar-se, ja que la decepció ha estat l'usual. Però la veritat és que la reactivació té l'aire de ser vigorosa (per exemple, el component d'expectatives de l'IFO alemany va assolir al maig màxims des del 2011) i permetrà que el *gap* entre les dues grans economies atlàntiques es redueixi. El creixement als EUA el 2021 serà molt superior al de la zona de l'euro (el 6,5%, en relació amb el 4,2%, segons les nostres estimacions, totes dues revisades a l'alça aquest mes), però això reflecteix ja més el passat (caigudes del PIB a la zona de l'euro en el 4T 2020 i en el 1T 2021) que el present i el futur: excepte sorpreses negatives, el creixement de la zona de l'euro en els trimestres centrals del 2021 pot, fins i tot, superar el dels EUA.

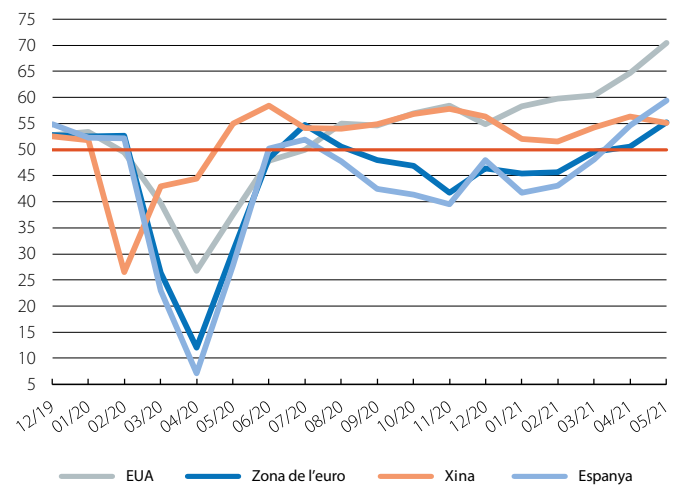
S'anticipen nous estímuls fiscals a les dues bandes de l'Atlàntic. L'Administració Biden continua hiperactiva i ha posat sobre la taula dos nous paquets fiscals amb una visió a llarg termini (10 anys) per un total de 4 bilions de dòlars (el 20% del PIB, aproximadament), un d'infraestructures i un altre de social. Europa també es comença a moure: els països ja han presentat els programes per poder rebre els fons del Pla de Recuperació, i és factible que comencin a arribar a partir del juliol, la qual cosa serà un estímul important per al sud i per a l'est de la UE. En aquest context, la Comissió Europea va pujar les previsions de creixement per a la UE el 2021 i el 2022 i va confirmar que el pacte d'estabilitat i creixement continuarà suspès fins al 2023, la qual cosa redueix el risc de retirar de forma prematura el suport a les economies més febles. En qualsevol cas, hi ha pocs dubtes sobre el fet que les regles fiscals hauran de ser repensades, ja que la immensa majoria de països superen els nivells de deute objectiu i alguns el dupliquen amb escreix.

S'aproximen canvis polítics de gran importància a Alemanya? També es miren amb gran expectació les pròximes eleccions legislatives alemanyes del setembre, ja que les últimes enquestes assenyalen un empat tècnic entre la CDU i el Partit Verd. Ara com ara, l'opció d'un Govern de coalició de les dues forces és la més probable. *A priori*, es tractaria d'un Govern equilibrat, amb més sensibilitat europeista, favorable a donar més poders a Brussel·les (capacitat de recaptar ingressos i d'emetre bons) i amb una major inversió en infraestructures i en noves tecnologies. Per tant, podria reforçar l'eix franco-alemany i tenir més possibilitat de tirar endavant reformes importants per a la UE.

Els riscos a l'alça sobre la inflació també es materialitzen, sobretot als EUA. Com ja hem advertit, la pujada de la inflació per damunt dels objectius dels bancs centrals als EUA i a la zona de l'euro era gairebé segura arran dels efectes de base. No obstant això, als EUA, el debat s'ha escalfat després de superar la inflació general el 4% a l'abril (molt més del que s'esperava) i de

PMI serveis per països

Nivell



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

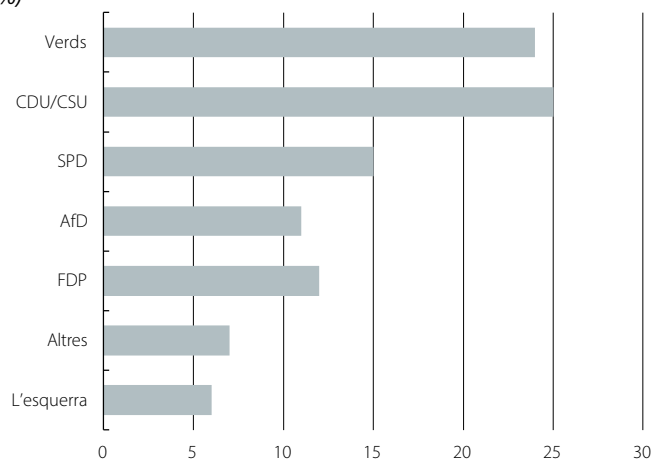
Previsions de la Comissió Europea

	PIB		Inflació		Deute públic		Saldo fiscal	
	Var. anual (%)		Var. anual (%)		(% del PIB)		(% del PIB)	
	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022
Zona de l'euro	4,3	4,4	1,7	1,3	102,4	100,8	-8,0	-3,8
Alemanya	3,4	4,1	2,4	1,4	73,1	72,2	-7,5	-2,5
França	5,7	4,2	1,4	1,1	117,4	116,4	-8,5	-4,7
Itàlia	4,2	4,4	1,3	1,1	159,8	156,6	-11,7	-5,8
Espanya	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

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, primavera del 2021).

Alemanya: si les eleccions parlamentàries fossin aquest diumenge, votaria per...

(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de POLITICO Research (28 de maig del 2021).

situar-se la subjacent en un elevat 3,0%, esperonada pel repunt de la demanda i pels colls d'ampolla que comencen a fer-se notar en alguns sectors. En aquest context, l'impacte sobre la rendibilitat dels bons és força contingut, segurament per la moderació en el ritme de creació d'ocupació (+266.000 a l'abril, en relació amb els 770.000 al març). En el nostre cas, la forta sorpresa a l'alça de la dada de l'abril ens ha empès a una revisió significativa de les previsions d'inflació nord-americanes (el 3,2% en la mitjana de l'any, en relació amb el 2,7% anterior). No obstant això, continuem pensant que el repunt de la inflació serà transitori (amb el màxim al maig). En concret, confiem en una caiguda gradual a partir de l'estiu, fins a acostar-se al 2% en el segon semestre del 2022.

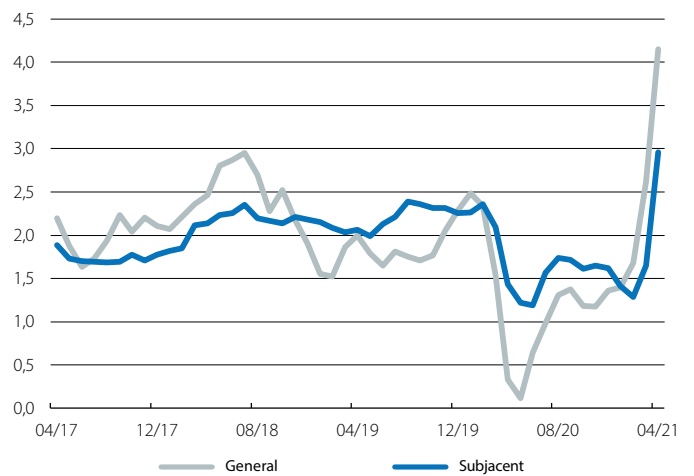
A la zona de l'euro, les tensions inflacionistes són més limitades. La inflació va augmentar a l'abril, fins a l'1,6% des de l'1,3% (en línia amb les nostres previsions). A curt termini, continuarà pujant (esperem un màxim lleugerament superior al 2,5% al final de l'estiu), però baixarà posteriorment, fins al voltant de l'1,5% en el 2T 2022. No obstant això, sobretot als EUA, continuen dominant els riscos a l'alça. Hi ha importants factors, únics, que abonen la persistència en taxes elevades: i) acceleració històrica de l'activitat, posterior a un col·lapse també històric (el creixement mundial s'acostarà al 6,0% el 2021, en relació amb el -3,3% del 2020); ii) gran quantitat d'estalvi per part de les famílies; iii) evidències de restriccions d'oferta en alguns sectors, i iv) estímuls fiscals i monetaris sense precedents. Per tant, cal esperar una especulació creixent sobre el moment de la reducció dels estímuls monetaris, la qual cosa, sens dubte, serà abans als EUA que a la zona de l'euro i afegirà nerviosisme als mercats financers (vegeu la secció de Mercats financers per a més detalls sobre la Fed i el BCE).

ECONOMIES EMERGENTS

Senyals més erràtics als emergents. A diferència dels països desenvolupats, en les últimes setmanes, els emergents mostren senyals mixtos i erràtics. Així i tot, el centre d'atenció continua sent la Xina, on les autoritats prioritzen elements com l'estabilitat financera en un context de creixement que s'estima robust en el conjunt del 2021 (el 8,3%). En aquest sentit, els últims moviments suggereixen una millora relativa de la qualitat del deute en els bons corporatius i un fons de demanda de crèdit privat sòlid. D'altra banda, el sector exterior continua sent una fortalesa per a l'economia asiàtica i es veu afavorit per la recuperació global. A mitjà termini, el XIX Congrés del Partit Comunista xinès de l'octubre va evidenciar que les autoritats són conscients dels desequilibris del creixement xinès, amb un pes excessiu de la inversió estatal en indústria pesant i un excés d'emissions de carboni, però les inèrcies de la Xina són grans.

EUA: IPC

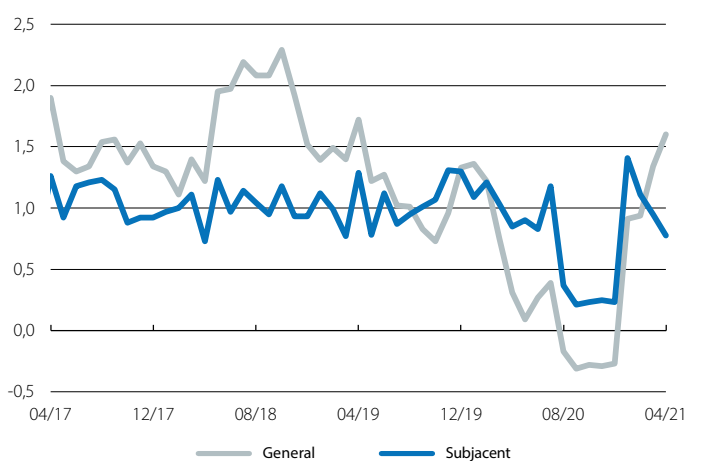
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

Zona de l'euro: IPC *

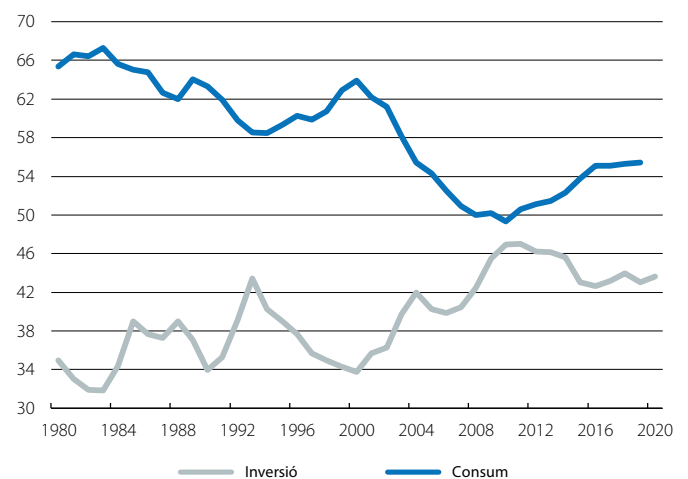
Variació interanual (%)



Nota: * Les dades es corresponen a l'IPCA.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Xina: inversió i consum

(% del PIB)



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