

Pandexit: una recuperació diferent

Les últimes setmanes han confirmat que l'economia internacional ha marcat un punt d'inflexió, a partir del qual s'anirà configurant una recuperació que tindrà característiques especials, tenint en compte l'excepcionalitat de la crisi i de les respostes de política econòmica. El *pandexit* reflectirà l'aplicació de programes fiscals expansius no vistos en les últimes dècades, el manteniment d'unes condicions financeres extremadament laxes per part dels bancs centrals, les conseqüències sobre la despesa privada de l'acumulació de l'estalvi forçós i l'acceleració del procés de digitalització de les nostres economies. Sense oblidar que l'optimització de la via de la recuperació i, per tant, l'amplificació de l'efecte dels multiplicadors fiscals només s'aconseguiran aplicant les reformes econòmiques tants cops ajornades (vegeu el Dossier d'aquest *Informe Mensual*). Això facilitaria que la reactivació sigui inclusiva i neutral des d'un punt de vista mediambiental.

Ara com ara, en aquesta fase inicial de la recuperació, la visibilitat encara és reduïda, i, per tant, de manera encertada, s'ha decidit mantenir el rumb i no canviar el to de les receptes aplicades des de l'inici de la crisi. El soroll encara és molt elevat i afecta el comportament de les variables econòmiques, amb sorpreses a l'alça tant en l'àmbit de preus com, per exemple, en el de la confiança dels agents, on assistim a nivells màxims d'optimisme empresarial en gairebé dècada i mitja. Quelcom normal si tenim en compte els desajustaments provocats per la pandèmia en l'oferta global i en el funcionament de les cadenes de valor, amb efectes sobre la logística, la gestió d'existències, el proveïment de primeres matèries essencials (semiconductors), etc. El retorn a la normalitat hauria de comportar l'obertura dels colls d'ampolla ocasionats per la ràpida recuperació de la demanda. La realitat és que, només un any després de l'inici de la recessió, els intercanvis de béns i de serveis han recuperat els nivells pre-COVID, quan, en la crisi financera del final dels noranta, van trigar gairebé 24 mesos, senyal que difícilment veurem una involució en el procés de globalització, més enllà dels lògics ajustos per reduir la fragilitat de les cadenes de valor.

Encertadament, les autoritats econòmiques han decidit que és preferible no precipitar-se i esperar a veure com evolucionen les variables econòmiques a partir de l'estiu, després del fort repunt de l'activitat que esperem per als mesos centrals de l'any. L'única cosa urgent continua sent el control de la pandèmia, perquè la proporció de la població vacunada a la majoria del món emergent, llevat d'una part de l'Europa de l'Est i l'Orient Mitjà, és molt baixa, la qual cosa fa que sigui vulnerable a la variant delta, que es propaga ràpidament i introdueix riscos significatius a la baixa en les perspectives de creixement. Per tant, a curt

termini, la prioritat és incrementar el percentatge de població vacunada, via indispensable per limitar les mutacions del virus que allunyen el punt en què s'assolirà una immunitat de grup completa. En aquest sentit, només amb el 28% de la població mundial amb, almenys, una dosi, l'FMI ha estimat en 50.000 milions de dòlars el cost que tindria el programa d'immunització global, amb un efecte potencial positiu sobre l'activitat mundial d'uns 9 bilions de dòlars el 2025.

En aquest context, les novetats més rellevants de les últimes setmanes han estat la ràpida expansió de la variant delta del virus, la nova revisió a l'alça de les previsions de creixement nominal als EUA i a Europa i, en especial, l'inici d'un subtil canvi de to de la Fed, que representa el tret de sortida al procés de normalització monetària més complex de la història, amb implicacions potencials sobre l'estabilitat financera mundial. L'important, més enllà de les valoracions que puguem fer els economistes sobre si el banc central nord-americà va per darrere de la corba amb una inflació assolint el nivell psicològic del 5%, és que els mercats, ara com ara, continuen comprant el missatge de la transitorietat inflacionista, amb el bo nord-americà a 10 anys mantenint-se en la zona de l'1,5% i amb les expectatives d'inflació a mitjà termini perfectament ancorades (al voltant del 2,5%). És a dir, es continua descomptant un escenari ideal (*goldilocks*), caracteritzat per un creixement elevat i durador, per un xoc temporal de la inflació i per unes autoritats monetàries extremadament cauteloses amb l'estratègia de sortida i aixecant el peu de l'accelerador suaument. Un escenari que continua donant suport al comportament positiu dels mercats, però que, al mínim dubte dels inversors sobre la transitorietat del repunt inflacionista, pot propiciar correccions en els actius financers, en especial a l'estiu, quan la reducció de la liquiditat augmenta la sensibilitat a les sorpreses negatives.

En definitiva, en aquest primer semestre, s'ha certificat que les principals economies del món recuperaran durant el 2021 els nivells de PIB perduts durant la crisi, tot i que, en els propers mesos, continuarem afrontant un escenari complex, supeditat a l'efecte de les potencials mutacions del virus i als desajustaments que poden estar provocant les disruptions en les cadenes de producció mundials. Res semblant a la incertesa d'un any enrere, quan dubtàvem de l'efectivitat de les vacunes, o, fins i tot, a la preocupació anterior a la crisi pel risc d'una situació a la japonesa o d'estancament secular.

José Ramón Díez Guijarro