

## Economía internacional: la «normalización» va por barrios

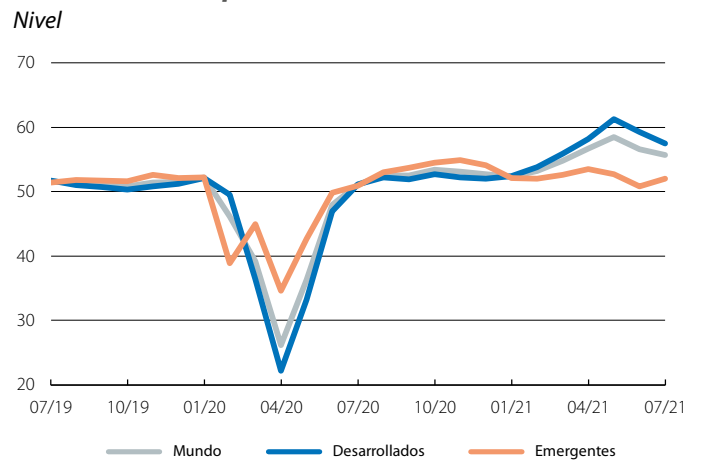
**Una recuperación desigual en marcha.** A la vuelta del verano la visión sobre las perspectivas macroeconómicas globales se ha clarificado, al disponer tanto de los datos de crecimiento del 2T como de indicadores de actividad que alcanzan ya hasta agosto. Si se tuviese que resumir en un concepto lo que está sucediendo, el sustantivo a utilizar es «normalización». Es decir, a lo que estamos asistiendo es a un progresivo movimiento hacia zonas del ciclo económico paulatinamente menos afectadas por la COVID-19 en muchas economías. Menos afectadas no significa en absoluto sin impacto (los coletazos de la variante Delta todavía están entre nosotros). Como tampoco implica que la posición hacia la ansiada «normalización» sea la misma para todos los países. En términos generales, China y, a distancia, EE. UU. están avanzados en este recorrido, y por ello los datos de menor ritmo de actividad ultimísimos hay que entenderlos en esta clave (aunque ciertamente también afectados en parte por los mencionados coletazos de la variante Delta y las correspondientes restricciones). Por su parte, en otras economías, en particular en Europa, se está en fases más retardadas de la recuperación y, por tanto, más iniciales de esta «normalización».

**Hacia un 2022 menos atípico.** Las tendencias anteriores tienen visos de continuidad y, con la progresión de la vacunación mediante y en ausencia de nuevas variantes de la pandemia que escapen al efecto de las vacunas, lo que se espera es ir basculando hacia un 2022 con un ritmo de actividad mundial aún históricamente elevado, pero ya no con las oscilaciones de 2020 y 2021. En ese sentido, las previsiones más recientes del FMI, similares a las que manejan el conjunto de los analistas, apuntan a un crecimiento mundial algo inferior al 5% en 2022 (6,0% previsto para 2021), con los avanzados cercanos al 4,5% y los emergentes por encima del 5%. También se espera que las disrupciones de oferta, en particular las disrupciones en las cadenas globales de aprovisionamiento, que están presionando con intensidad a la inflación en prácticamente todas las economías, vayan remitiendo y se confirme que el *shock* de precios tiene el carácter temporal previsto por los bancos centrales y los analistas macroeconómicos.

### ESTADOS UNIDOS

**La actividad de EE. UU. ya se sitúa por encima de los niveles pre-COVID.** La forma quizás más sintética de valorar el tránsito hacia la «normalización» de la actividad es la distancia respecto al nivel de PIB prepandémico. En ese sentido, y tras crecer un 1,6% intertrimestral en el 2T, la primera gran economía avanzada que ha alcanzado este hito es la estadounidense. Aunque la tasa de avance fue algo menor de lo previsto, es robusta y refleja con claridad los efectos del paquete fiscal aprobado a mediados de marzo (1,9 billones de dólares) y la reapertura de la eco-

### Mundo: PMI compuesto



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

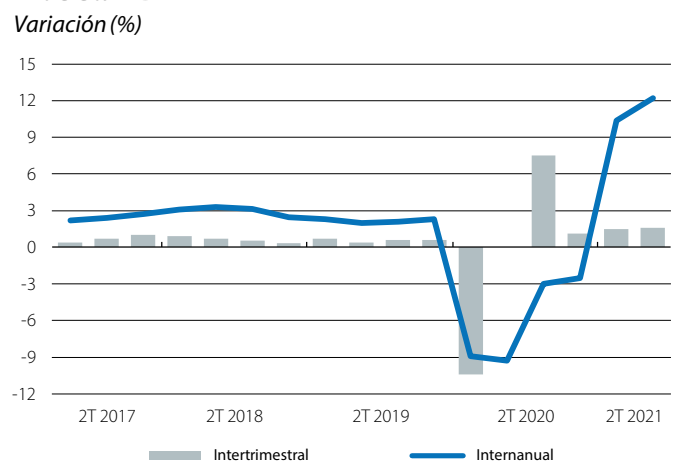
### Previsiones de crecimiento del FMI Julio de 2021

	2020	2021	2022	Acumulado 2020-2022
<b>Economía mundial</b>	-3,3	6,0 =	4,9 ↑	7,6
<b>Economías avanzadas</b>	-4,7	5,6 ↑	4,4 ↑	5,1
EE. UU.	-3,5	7,0 ↑	4,9 ↑	8,3
Eurozona	-6,7	4,6 ↑	4,3 ↑	1,8
Alemania	-5,1	3,6 =	4,1 ↑	2,3
Francia	-8,2	5,8 =	4,2 =	1,2
Italia	-8,9	4,9 ↑	4,2 ↑	-0,5
Japón	-4,7	2,8 ↓	3,0 ↑	0,9
Reino Unido	-9,8	7,0 ↑	4,8 ↓	1,1
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	-2,2	6,3 ↓	5,2 ↑	9,4
China	2,3	8,1 ↓	5,7 ↑	16,9
India	-7,3	9,5 ↓	8,5 ↑	10,1
Brasil	-4,1	5,3 ↑	1,9 ↓	2,9
México	-8,3	6,3 ↑	4,2 ↑	1,6
Rusia	-3	4,4 ↑	3,1 ↓	4,4

**Notas:** Las flechas (ascendentes o descendentes) indican si se ha revisado (al alza o a la baja) respecto a las anteriores previsiones del FMI. El crecimiento de la India es el del año fiscal, y no el natural como en el resto de países.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones de julio de 2021 del FMI.

### EE. UU.: PIB



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

nomía. A corto plazo, el segundo elemento va a seguir siendo crucial, mientras cabe esperar poco impulso adicional desde la política económica (siempre teniendo en cuenta que lo que está activo en las dimensiones fiscales y monetarias sigue siendo excepcionalmente alto).

**Mientras los planes fiscales se van materializando, se va hacia una nueva etapa de la política monetaria.** Por lo que se refiere a la política fiscal, como se ha dicho, no se esperan cambios a corto plazo, aunque en una perspectiva temporal más amplia, el activismo fiscal no decae. En septiembre, el Congreso aprobará un nuevo paquete de medidas destinadas a mejorar las infraestructuras clásicas del país. Aunque la cantidad que se baraja es pequeña (equivale anualmente a un 0,26% del PIB de 2020), se trata del primer acuerdo sobre las propuestas presentadas por la Administración Biden en primavera (el *American Jobs Plan*, que versa sobre infraestructuras, y el *American Family Plan*, que tiene un enfoque social). En el ámbito de la política monetaria, los fuertes datos del mercado laboral (creación de 943.000 empleos en julio) y de inflación (5,4%) abren la puerta a que la Fed anuncie que comienza a reducir las compras netas de deuda (el *tapering*) antes de que finalice el año ([véase la sección de Mercados Financieros](#)).

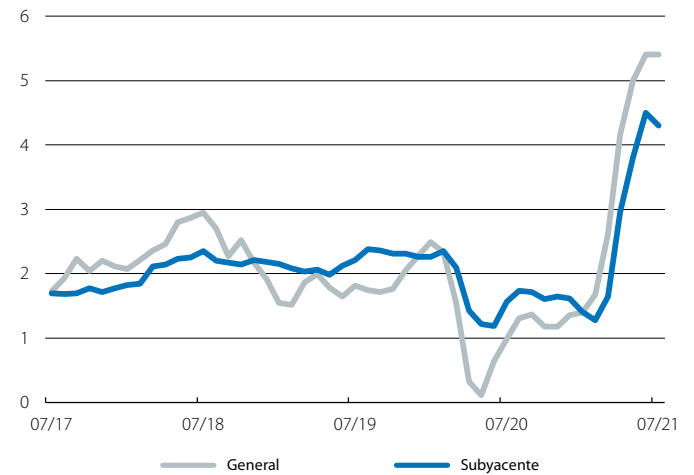
**EUROZONA**

**La progresiva reapertura y el dinamismo en la vacunación impulsan el crecimiento de la eurozona.** El PIB del conjunto de la región aumentó un extraordinario 2,0% intertrimestral y un 13,7% interanual en el 2T 2021 (superando las previsiones que se manejaban). Ello situó el PIB de la región en torno a un 3,0% por debajo de su nivel prepandemia. Todos los grandes países se reactivaron con fuerza, sobre todo los del sur: Alemania (1,6% intertrimestral vs. -2,0% en el 1T), Francia (1,1% vs. 0%), Italia (2,7% vs. 0,2%) y España (2,8% vs. -0,4%). Además, las encuestas confirman que este dinamismo de la eurozona se mantiene en el inicio del 3T: el índice de sentimiento de la Comisión Europea alcanzó nuevos máximos históricos (119,0 vs. 117,9) en julio y el indicador PMI de Markit también ratificó el buen pulso de la actividad hasta agosto.

**No obstante, la incertidumbre sigue siendo elevada.** La expansión de la variante Delta ya ha provocado pasos atrás en la reapertura (como atestigua, por ejemplo, el retroceso del indicador IFO de Alemania de agosto). Con todo, sus efectos en la actividad deberían ser mucho menores que en anteriores oleadas (por la adaptación de los agentes y por la fuerte penetración de las vacunas, con cerca del 65% de la población ya vacunada). En balance, es probable que el crecimiento en la región esté cerca de tocar techo y cabe esperar una cierta «normalización» en los meses finales del año hacia ritmos de avance más moderados pero aún elevados. En concreto, estimamos un crecimiento del 4,7% en el cómputo anual de 2021 y del 4,9% en 2022. Son cifras, además, que se van a ver apoyadas por los primeros reembolsos del NGEU (los llamados desembolsos pre-

**EE. UU.: IPC**

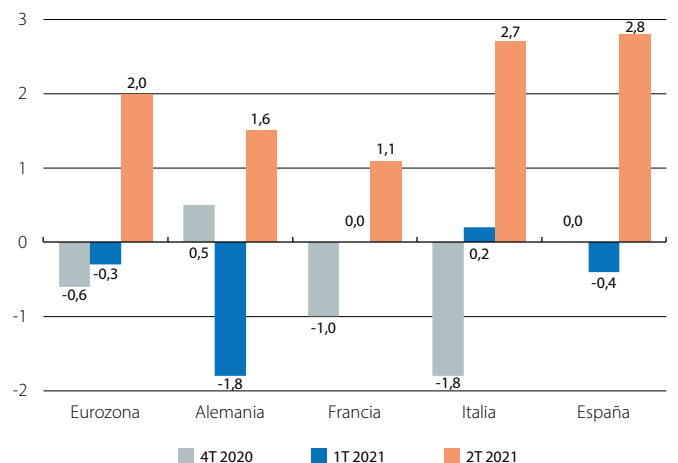
Variación interanual (%)



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

**Eurozona: evolución del PIB**

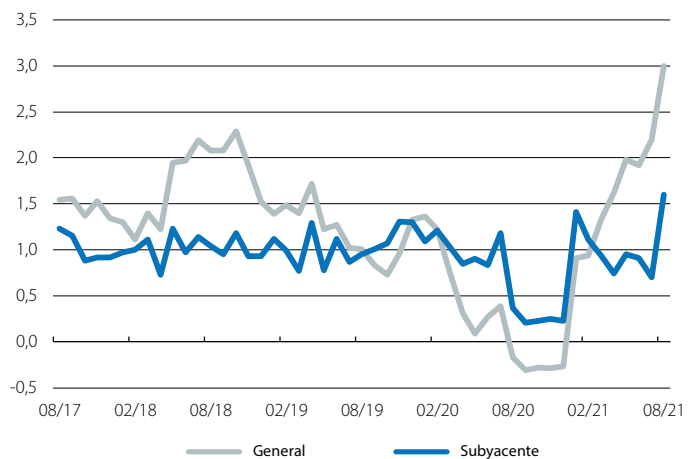
Variación intertrimestral (%)



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

**Eurozona: IPC \***

Variación interanual (%)



Nota: \* Los datos se corresponden al IPCA. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

financieros, que se cifran en el 13% del NGEU y que ya han llegado a Francia, Italia, España y Portugal, entre otros países). En este contexto, la inflación en la eurozona ha rebotado (3,0% en agosto vs. 0,9% en enero). La inflación seguirá volátil en lo que queda de año. Con todo, el rebote refleja factores transitorios (efectos de calendario, reajustes del IVA, petróleo) que se desvanecerán en 2022.

## EMERGENTES

**China, en la zona madura de la «normalización».** En el 2T el PIB creció un notable 7,9% interanual (en términos intertrimestrales, el avance fue del +1,3%). Son cifras algo mejores de lo previsto y que atestiguan que la tendencia de fondo de la economía es de crecimiento sólido. En este contexto, quizás haya sorprendido que los indicadores más recientes de actividad industrial, sentimiento económico y exportaciones sugieren una cierta ralentización en este 3T. Sin embargo, y en línea con lo comentado al inicio, cabe entenderlo más como un movimiento coherente con la transición hacia tasas de crecimiento más comedidas (aderezado, eso sí, con pequeños *shocks* episódicos de la pandemia en algunas zonas), que como un cambio de tendencia. Esta evolución globalmente positiva deja un amplio margen de maniobra para relajar los estímulos públicos, continuar con la «limpieza» de las deudas de baja calidad que, tras el paréntesis acontecido durante la pandemia, se reemprendió en el 4T 2020, y avanzar en la modernización del marco regulatorio de las *big tech* (giro que hay que reconocer que ha sido recibido con dudas en los mercados).

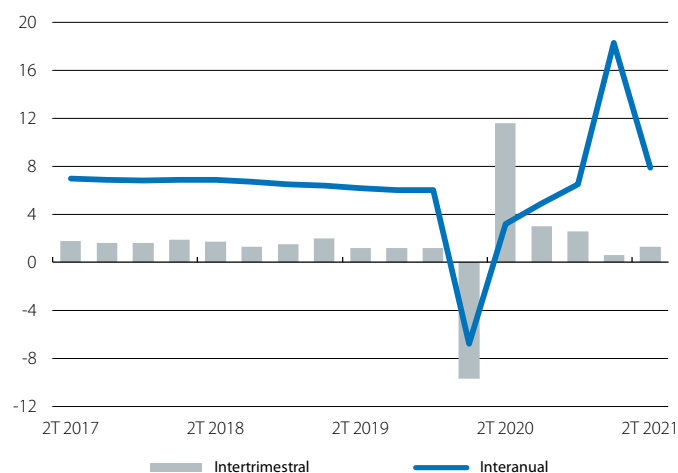
**El resto de emergentes, a la cola de la «normalización».** A diferencia de China, otras economías emergentes de referencia, aunque progresan adecuadamente, todavía están distantes de cubrir el agujero de PIB que la pandemia abrió. Con todo, cabe reconocer que las cifras del 2T han sido buenas. Concretamente, en la India el PIB pasó de crecer un mínimo 1,6% interanual en el 1T 2021 al 20,1% en el 2T 2021, una cifra que, aunque está afectada por el efecto de base, también refleja un impacto final de la variante Delta menor de lo temido. Turquía, por su parte, cuyo PIB había crecido un 7,2% interanual en el 1T, registró un avance del 21,7% en el 2T. Como en el caso del país asiático, la recuperación turca fue suficientemente intensa para paliar las restricciones que se impusieron en parte del trimestre (confinamiento de tres semanas). Finalmente, el PIB de Brasil creció en dicho 2T un 12,4% interanual, en clara mejoría con el -1,0% del trimestre precedente. Las perspectivas para los próximos trimestres son razonablemente positivas para los tres países, pero en el caso de Brasil preocupa el aumento de confrontación institucional y en el de Turquía, la inflación excesiva (18,9% en julio).

### Alemania: indicador IFO de actividad empresarial Índice (100 = 2015)



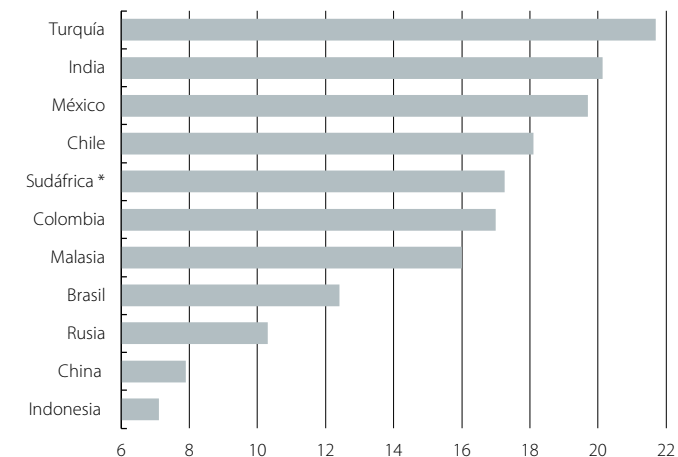
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ifo Institute for Economic Research.

### China: PIB Variación (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china.

### Emergentes: PIB del 2T 2021 Variación interanual (%)



Nota: \* Previsiones.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de institutos nacionales de estadística y previsiones propias.