

Economia internacional: la «normalització» va per barris

Una recuperació desigual en marxa. A la tornada de l'estiu, en disposar tant de les dades de creixement del 2T com d'indicadors d'activitat que arriben ja fins a l'agost, la visió sobre les perspectives macroeconòmiques globals s'ha aclarit. Si s'hagués de resumir en un concepte el que està succeint, el substantiu que caldria utilitzar és «normalització». És a dir, estem assistint a un moviment progressiu cap a zones del cycle econòmic gradualment menys afectades per la COVID-19 a moltes economies. Menys afectades no significa en absolut sense impacte (els últims embats de la variant Delta encara són entre nosaltres). Com tampoc implica que la posició cap a l'anhelada «normalització» sigui la mateixa per a tots els països. En termes generals, la Xina i, a distància, els EUA estan avançats en aquest recorregut, i, per aquest motiu, les ultimíssimes dades sobre un menor ritme d'activitat cal entendre-les en aquesta clau (malgrat que, certament, també estan afectades, en part, pels últims embats de la variant Delta esmentats més amunt i per les restriccions corresponents). Per la seva banda, altres economies, en particular a Europa, estan en fases més retardades de la recuperació i, per tant, més inicials d'aquesta «normalització».

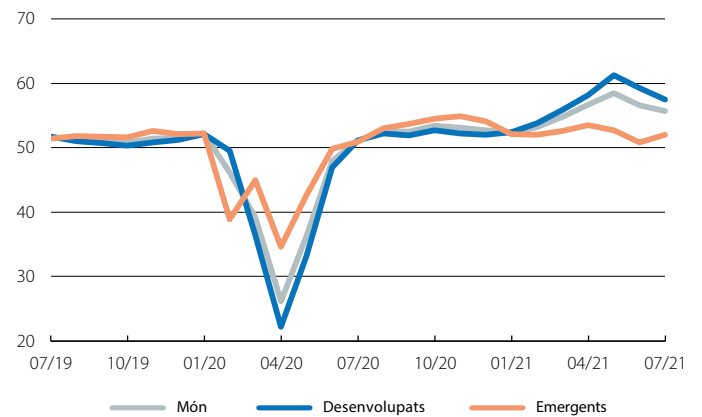
Cap a un 2022 menys atípic. Sembla que les tendències anteriors continuaran, i, amb la progressió de la vacunació i sense noves variants de la pandèmia que dificultin l'efecte de les vacunes, s'espera que es pugui anar basculant cap a un 2022 amb un ritme d'activitat mundial encara històricament elevat, però ja no amb les oscil·lacions del 2020 i del 2021. En aquest sentit, les previsions més recents de l'FMI, similars a les que utilitza el conjunt dels analistes, apunten a un creixement mundial una mica inferior al 5% el 2022 (el 6,0% previst per al 2021), amb els avançats a la vora del 4,5% i els emergents per damunt del 5%. També s'espera que les disrupcions d'oferta, en particular les disrupcions en les cadenes globals d'aprovisionament, que pressionen amb intensitat la inflació a gairebé totes les economies, vagin remetent i es confirmi que el xoc de preus té el caràcter temporal previst pels bancs centrals i pels analistes macroeconòmics.

ESTATS UNITS

L'activitat dels EUA se situa ja per damunt dels nivells pre-COVID. Potser la manera més sintètica de valorar el trànsit cap a la «normalització» de l'activitat és la distància en relació amb el nivell pre-pandèmic del PIB. En aquest sentit, i després de créixer l'1,6% intertrimestral en el 2T, la primera gran economia avançada que ha aconseguit aquesta fita és la nord-americana. Malgrat que la taxa d'avanç va ser una mica inferior a la prevista, és robusta i reflecteix amb claredat els efectes del paquet fiscal aprovat a mitjan març (1,9 bilions de dòlars) i de la reober-

Món: PMI compost

Nivell



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

Previsions de creixement de l'FMI

Juliol del 2021

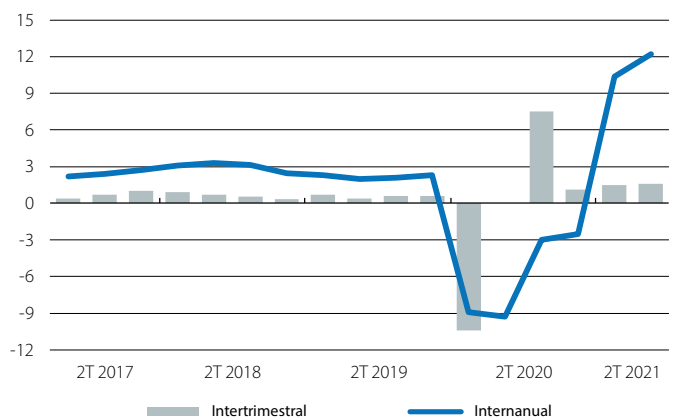
	2020	2021	2022	Acumulat 2020-2022
Economia mundial	-3,3	6,0 =	4,9 ↑	7,6
Economies avançades	-4,7	5,6 ↑	4,4 ↑	5,1
EUA	-3,5	7,0 ↑	4,9 ↑	8,3
Zona de l'euro	-6,7	4,6 ↑	4,3 ↑	1,8
Alemanya	-5,1	3,6 =	4,1 ↑	2,3
França	-8,2	5,8 =	4,2 =	1,2
Itàlia	-8,9	4,9 ↑	4,2 ↑	-0,5
Japó	-4,7	2,8 ↓	3,0 ↑	0,9
Regne Unit	-9,8	7,0 ↑	4,8 ↓	1,1
Economies emergents i en desenvolupament	-2,2	6,3 ↓	5,2 ↑	9,4
Xina	2,3	8,1 ↓	5,7 ↑	16,9
Índia	-7,3	9,5 ↓	8,5 ↑	10,1
Brasil	-4,1	5,3 ↑	1,9 ↓	2,9
Mèxic	-8,3	6,3 ↑	4,2 ↑	1,6
Rússia	-3	4,4 ↑	3,1 ↓	4,4

Notes: Les fletxes (ascendents o descendents) indiquen si s'ha revisat (a l'alça o a la baixa) en relació amb les previsions anteriors de l'FMI. El creixement de l'Índia és el de l'any fiscal, i no el natural com en el cas de la resta de països.

Font: CaixaBank Research, a partir de les previsions del juliol del 2021 de l'FMI.

EUA: PIB

Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

tura de l'economia. A curt termini, el segon element continuarà sent crucial, mentre que cal esperar poc impuls addicional des de la política econòmica (sempre tenint en compte que el que està actiu en les dimensions fiscals i monetàries continua sent excepcionalment alt).

A mesura que els plans fiscals es van materialitzant, es va cap a una nova etapa de la política monetària. Pel que fa a la política fiscal, com s'ha dit, no s'esperen canvis a curt termini, malgrat que, en una perspectiva temporal més àmplia, l'activisme fiscal no decau. Al setembre, el Congrés aprovarà un nou paquet de mesures destinades a millorar les infraestructures clàssiques del país. Tot i que la quantitat de la qual es parla és petita (equival, anualment, al 0,26% del PIB del 2020), es tracta del primer acord sobre les propostes presentades per l'Administració Biden a la primavera (l'*American Jobs Plan*, que versa sobre infraestructures, i l'*American Family Plan*, que té un enfocament social). En l'àmbit de la política monetària, les fortes dades del mercat laboral (creació de 943.000 llocs de treball al juliol) i d'inflació (el 5,4%) obren la porta al fet que la Fed anunciï que començarà a reduir les compres netes de deute (el *tapering*) abans que acabi l'any ([vegeu la secció de Mercats financers](#)).

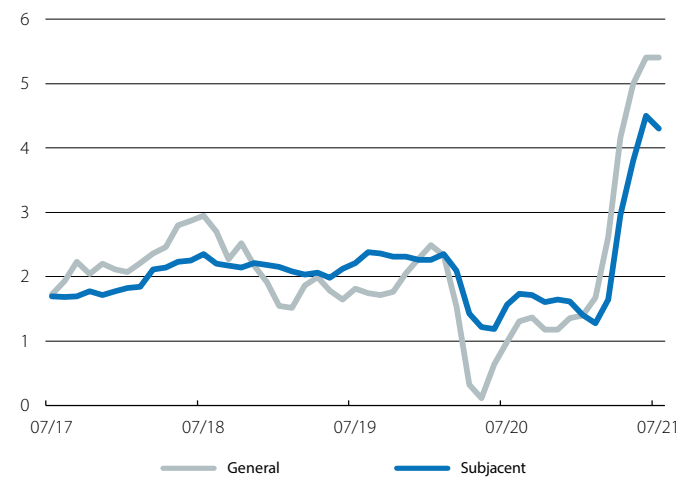
ZONA DE L'EURO

La reobertura progressiva i el dinamisme en la vacunació impulsen el creixement de la zona de l'euro. El PIB del conjunt de la regió va augmentar un extraordinari 2,0% intertrimestral i un 13,7% interanual en el 2T 2021 i va superar totes les previsions que s'havien fet. Això va situar el PIB de la regió al voltant del 3,0% per sota del nivell anterior a la pandèmia. Tots els grans països es van reactivar amb força, sobretot els del sud: Alemanya (l'1,6% intertrimestral vs. el -2,0% en el 1T), França (l'1,1% vs. el 0%), Itàlia (el 2,7% vs. el 0,2%) i Espanya (el 2,8% vs. el -0,4%). A més a més, les enquestes confirmen que aquest dinamisme de la zona de l'euro es manté a l'inici del 3T: l'índex de sentiment de la Comissió Europea va assolir nous màxims històrics (119,0 vs. 117,9) al juliol, i l'indicador PMI de Markit també va ratificar el bon pols de l'activitat fins a l'agost.

No obstant això, la incertesa continua sent elevada. L'expansió de la variant Delta ja ha provocat passos enrere en la reobertura (com ho testifica, per exemple, la reculada de l'indicador IFO d'Alemanya de l'agost). Així i tot, els seus efectes sobre l'activitat haurien de ser molt menors que en les onades anteriors (per l'adaptació dels agents i per la forta penetració de les vacunes, amb gairebé el 65% de la població ja vacunada). En balanç, és probable que el creixement a la regió estigui a punt de tocar sostre, i cal esperar una certa «normalització» en els mesos finals de l'any cap a ritmes d'avanç més moderats però encara elevats. En concret, estimem un creixement del 4,7% en el còmput anual del 2021 i del 4,9% el 2022. Són xifres que, a més a més, es veuran secundades pels primers reemborsa-

EUA: IPC

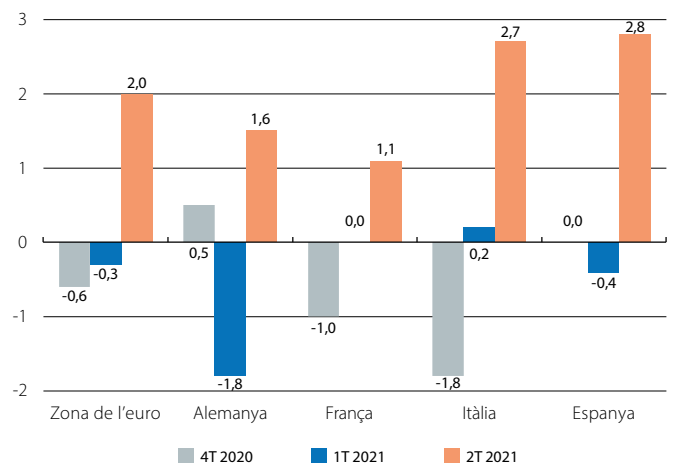
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: evolució del PIB

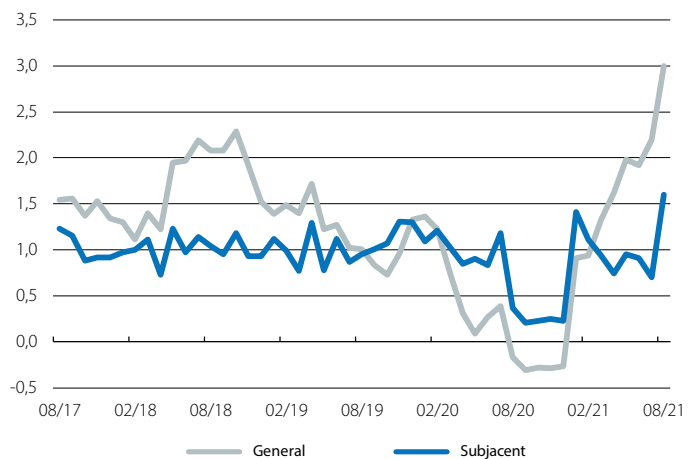
Variació intertrimestral (%)



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

Zona de l'euro: IPC *

Variació interanual (%)



Nota: * Les dades corresponen a l'IPCH.

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

ments de l'NGEU (els anomenats desemborsaments prefinancers, que es xifren en el 13% de l'NGEU i que ja han arribat a França, a Itàlia, a Espanya i a Portugal, entre altres països). En aquest context, a la zona de l'euro, la inflació ha rebotat (el 3,0% a l'agost vs. el 0,9% al gener). La inflació continuarà volàtil fins al final de l'any. Així i tot, el rebot reflecteix factors transitoris (efectes de calendari, reajustaments de l'IVA, petroli) que s'esvairan el 2022.

EMERGENTS

La Xina se situa a la zona madura de la «normalització». En el 2T, el PIB va créixer un notable 7,9% interanual (en termes intertrimestrals, l'avanç va ser del +1,3%). Són xifres una mica millors del que es preveia i que testifiquen que la tendència de fons de l'economia és de creixement sòlid. En aquest context, potser hagi sorprès que els indicadors més recents d'activitat industrial, de sentiment econòmic i d'exportacions suggereixen un cert alentiment en aquest 3T. No obstant això, i en línia amb el que s'ha comentat al començament, cal entendre-ho més com un moviment coherent amb la transició cap a taxes de creixement més moderades (afectat, això sí, per petits xocs episòdics de la pandèmia en algunes zones) que com un canvi de tendència. Aquesta evolució globalment positiva deixa un ampli marge de maniobra per relaxar els estímuls públics, per continuar amb la «neteja» dels deutes de baixa qualitat que, després del parèntesi provocat per la pandèmia, es va reprendre en el 4T 2020, i per avançar en la modernització del marc regulador de les *big tech* (gir que, cal reconèixer-ho, ha estat rebut amb dubtes als mercats).

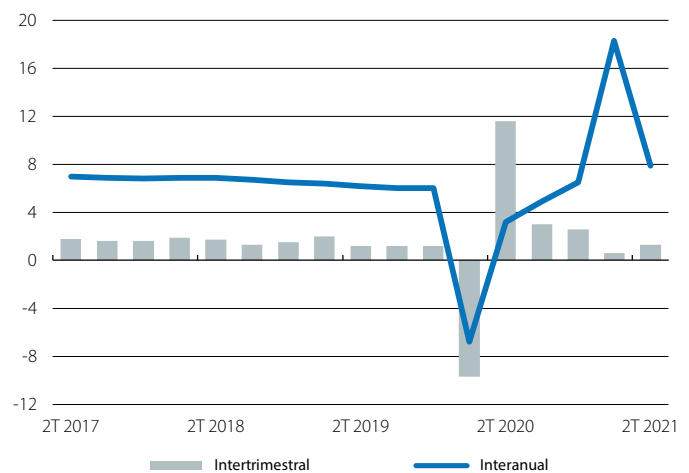
La resta d'emergents, a la cua de la «normalització». A diferència de la Xina, altres economies emergents de referència, tot i progressar de forma adequada, encara són lluny de tancar el forat que la pandèmia va obrir en el PIB. Així i tot, cal reconèixer que les xifres del 2T han estat bones. En concret, a l'Índia, el PIB va passar de créixer un mínim de l'1,6% interanual en el 1T 2021 al 20,1% en el 2T 2021, una xifra que, tot i que està afectada per l'efecte de base, també reflecteix un impacte final de la variant Delta menys intens del que es temia. Turquia, per la seva banda, amb un PIB que va créixer el 7,2% interanual en el 1T, va registrar un avanç del 21,7% en el 2T. Com en el cas del país asiàtic, la recuperació turca va ser prou intensa per pal·liar les restriccions imposades durant una part del trimestre (confinament de tres setmanes). Finalment, el PIB del Brasil va créixer el 12,4% interanual en el 2T, una millora clara en relació amb el -1,0% del trimestre precedent. Les perspectives per als propers trimestres són raonablement positives per als tres països, però, en el cas del Brasil, preocupa l'augment de la confrontació institucional i, en el de Turquia, la inflació excessiva (el 18,9% al juliol).

Alemanya: indicador IFO d'activitat empresarial
Índex (100 = 2015)



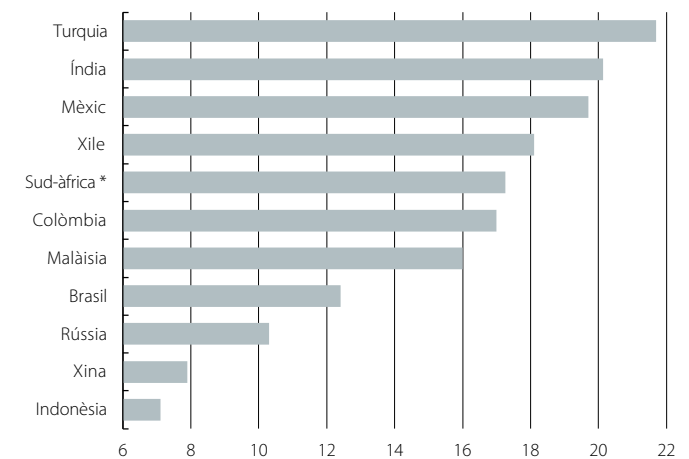
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Ifo Institute for Economic Research.

Xina: PIB
Variació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.

Emergents: PIB del 2T 2021
Variació interanual (%)



Nota: * Previsions.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades dels instituts nacionals d'estadística i de previsions pròpies.