

La vacunació avança, però la recuperació global va a un ritme menor

La recuperació perd impuls de forma temporal. Els últims indicadors mostren que la velocitat de recuperació del primer semestre es modera, al mateix temps que la inflació se situa, en la majoria dels casos, força per damunt dels objectius dels bancs centrals. No obstant això, la reactivació no es veu compromesa, ja que la majoria d'economies continuen avançant a ritmes significatius. L'evolució de la pandèmia continua sent una de les claus de l'escenari econòmic, i, en aquest sentit, cal estar pendents de les campanyes de vacunació. Les economies desenvolupades se situen al capdavant, tot i que tampoc avancen juntes: Europa és ara l'alumne avantatjat (el 62% amb la pauta completa), mentre que els EUA s'han estancat des de l'estiu (el 55%). Entre les grans emergents, la Xina lidera el procés (més del 70% amb la pauta completa), molt per davant de Turquia (el 51%), del Brasil (el 41%) o de Rússia (el 29%). La bona notícia és que, llevat que sorgeixin noves variants més agressives, és molt probable que, a nivell global, s'assoleixi la immunitat de grup a l'estiu del 2022, gràcies a les vacunes o al fet haver-se immunitzat després de superar la malaltia.

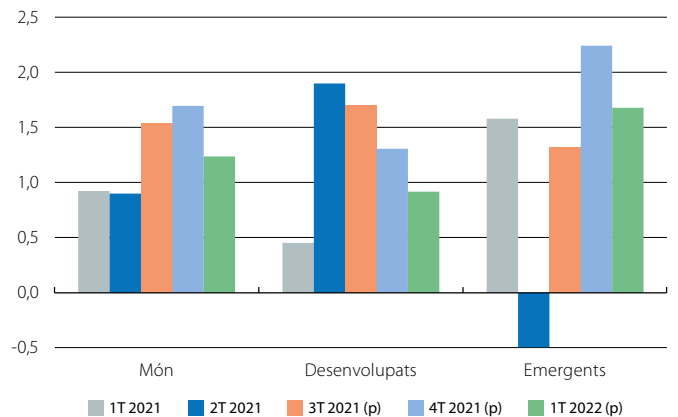
Les distorsions en les cadenes globals de subministraments, la principal amenaça a curt termini. El fort rebot en el consum, especialment en manufactures, i les polítiques de COVID Zero adoptades a la Xina i a altres economies asiàtiques (centrals en les grans cadenes globals manufactureres) generen problemes de proveïment de subministraments de tal magnitud que han obligat a frenar, i fins i tot a aturar, la producció en alguns sectors industrials (automòbil, ordinadors i construcció es trobarien entre els més afectats). Així mateix, aquesta distorsió pressiona a l'alça els costos de producció. Aquesta és una dinàmica que està en les fases inicials i que es podria intensificar en el futur, la qual cosa podria exacerbar un dels riscos més rellevants en l'actualitat, el de les tensions inflacionistes que ja s'observen en els preus al consum en nombroses economies.

ESTATS UNITS

L'expansió de la variant Delta i les restriccions d'oferta, claus per a l'escenari nord-americà en els propers mesos. Després de superar ja en el 2T els nivells de PIB pre-pandèmia, les perspectives per al 3T continuen sent positives, malgrat que amb ritmes de creixement lleugerament inferiors (prop de l'1,4% intertrimestral). D'una banda, el consum privat perdrà força quan s'hagi diluït l'impacte dels xecs estímul distribuïts en el 2T 2021, quan s'acabin els ajuts extres a l'atur i quan es freni el relaxament de les restriccions a la mobilitat arran de l'augment de casos per la variant Delta. De l'altra, les empreses hauran d'afrontar l'esmentada escassetat de subministraments i les dificultats per cobrir les vacants de treball. De fet, en aquest

Evolució del PIB

Variació intertrimestral (%)

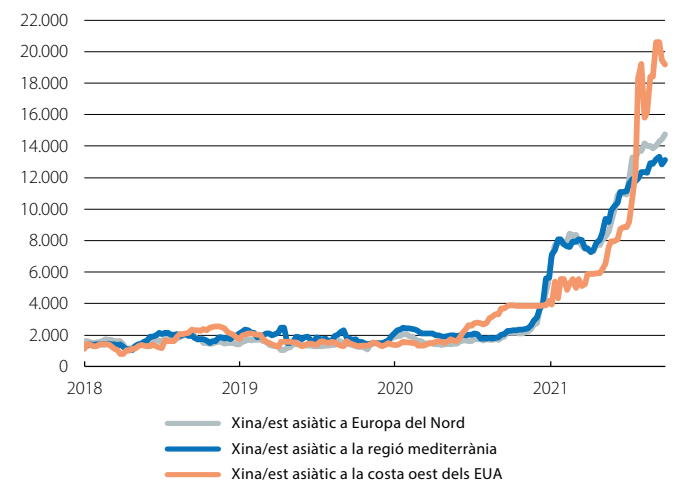


Notes: Els agregats es calculen incloent només les principals economies desenvolupades i les emergents. En tots els casos, els agregats es calculen a preus de mercat i no en termes de paritat de poder adquisitiu. (p) Previsions.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Cost d'enviament d'un contenidor

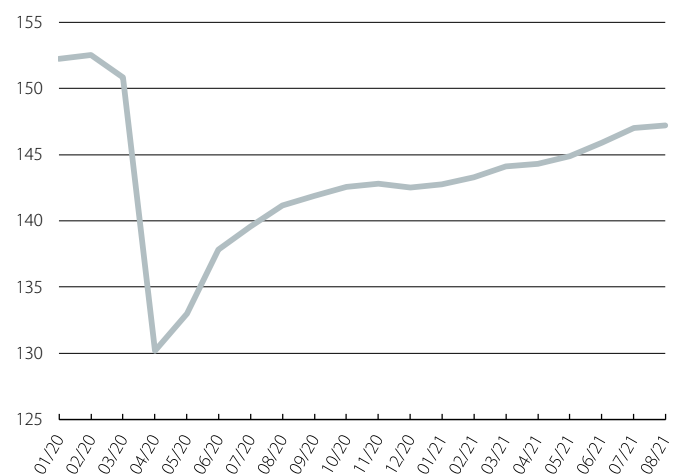
(Dòlars per un contenidor de 40 peus)



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

EUA: total d'ocupats

(Milions)



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

últim àmbit, destaca que gairebé el 85% dels empresaris nord-americans declaren que tenen dificultats per cobrir les seves vacants. Aquesta escassetat de mà d'obra, però, hauria d'anar a menys amb la finalització de les ajudes extres a l'atur al setembre. En aquest context de demanda elevada i de disrupcions en l'oferta, la inflació dels EUA va recular lleugerament a l'agost, tot i que encara se situava en nivells històricament elevats. En concret, l'IPC general va avançar el 5,3% interanual a l'agost, lleugerament per sota del mes anterior (-0,1 p. p.) i en línia amb les expectatives del mercat, mentre que la inflació subjacent es va situar en el 4,0%, 3 dècimes per sota del registre del juliol. D'ara endavant, projectem una moderació gradual de la inflació, a mesura que s'absorbeixi l'estalvi acumulat i s'alleguin les distorsions pel costat de l'oferta. No obstant això, continuem veient un risc substancial que la inflació es mantingui en nivells elevats.

El Congrés afronta una tardor calenta. Quan es publiqui aquest *Informe Mensual*, s'hauria d'haver donat el vistiplau final a una part de les mesures proposades per Biden, centrades en millorar les infraestructures clàssiques del país, per valor de 550.000 milions de dòlars (tot i que, en el moment d'escriure aquestes línies, s'havia ajornat la primera votació sobre aquest tema). A més a més, a curt termini, el Congrés ha d'aprovar algun tipus d'acord sobre el sostre del deute, ja que, cap a la meitat d'octubre, el Tresor del país es podria quedar sense recursos per afrontar els seus pagaments (vegeu el Focus «[Donant voltes al sostre del deute als EUA](#)», disponible a la web). Finalment, cal definir els detalls sobre nombroses mesures proposades per l'Administració sota els programes *The American Jobs Plan* (sobre infraestructures) i *The American Family Plan* (amb un enfocament social) (vegeu el Focus «[Activisme fiscal als EUA: molt soroll per no res?](#)» disponible a la web).

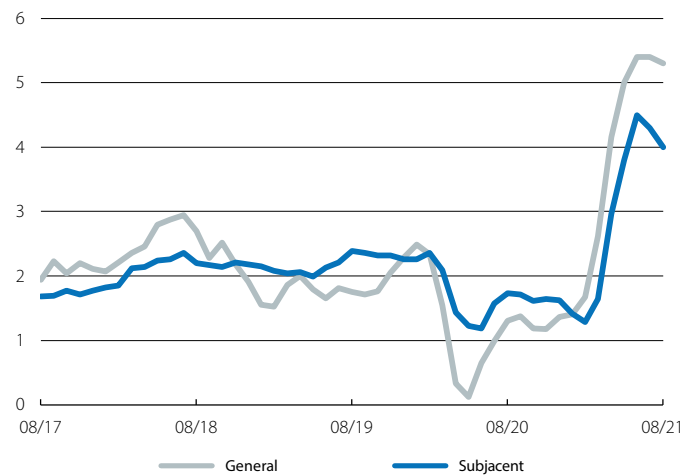
ZONA DE L'EURO

Avanços molt positius en el procés de vacunació. La zona de l'euro ha accelerat de manera significativa el procés de vacunació a l'estiu, i, per exemple, Portugal i Espanya ja tenen al voltant del 80% de la població amb la pauta completa. Això explica que, en termes d'activitat, la variant Delta estigui causant menys perjudicis que en altres zones del món. No obstant això, cal vigilar l'impacte negatiu que comencen a causar les distorsions de les cadenes d'oferta global, sobretot als països amb un pes important del sector manufacturer en les economies, com Alemanya (el 22%). De fet, segons Eurostat, el percentatge net d'empreses del sector a la zona de l'euro que, en el 3T 2021, reconeixien limitacions en la producció per falta de materials i de maquinària arribava al 40%, màxim històric de la sèrie (35 anys). Al mateix temps, sembla que s'està produint una escassetat creixent de mà d'obra, un altre factor que podria impactar de forma negativa sobre l'oferta.

El creixement de la zona de l'euro serà molt dinàmic en el 3T. Aquests problemes d'oferta es fan sentir en l'evolució dels principals indicadors de confiança, que, en la majoria dels casos, van caure de nou al setembre. No obstant això, tots ells mante-

EUA: IPC

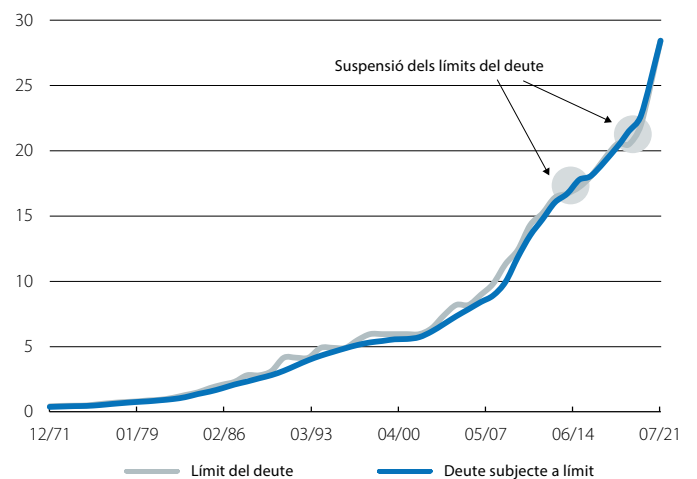
Variació interanual (%)



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

EUA: sostre del deute

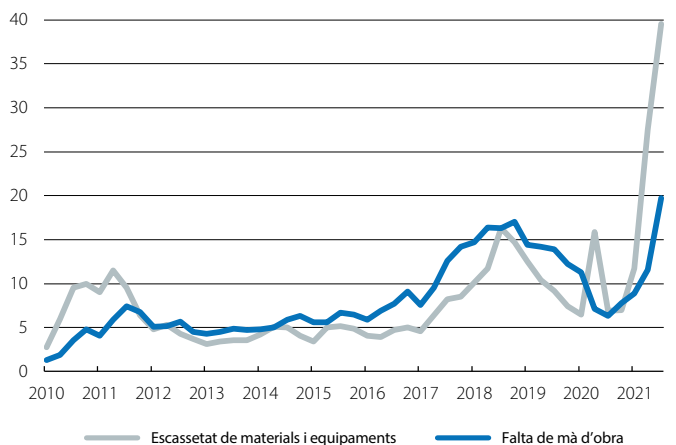
(Bilions de dòlars)



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

Zona de l'euro: factors que limiten la producció manufacturera

(% de respostes)



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

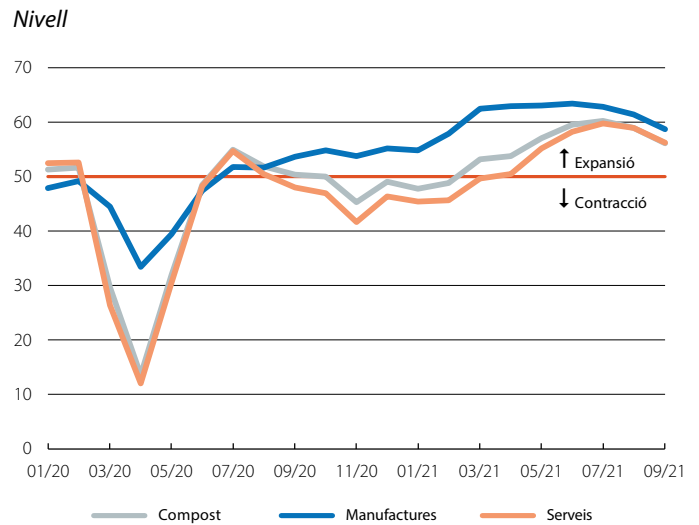
nen nivells força elevats i fan pensar que el creixement del 3T serà superior al del 2T. No serà fins al 4T quan el creixement es redueixi de manera significativa, a causa, en bona part, dels problemes de subministrament global, tot i que registrarà taxes molt per damunt del seu creixement mitjà a llarg termini. Així mateix, els riscos d'un alentiment més abrupte, causat pels colls d'ampolla, encara no poden ser descartats. En aquest context de dinamisme en la demanda i d'incipients problemes d'oferta, la inflació s'ha disparat fins a superar el 3,0%, impulsada, a més a més, per la forta pujada de l'electricitat, provocada per l'encariment del gas i dels drets d'emissió de la UE. Aquests factors persistiran en els propers mesos, de manera que la inflació es mantindrà al voltant d'aquests valors fins al final d'enguany, tot i que esperem que es redueixi fins al voltant del 2,0% durant el primer semestre del 2022.

EMERGENTS

La Xina pateix les conseqüències de les seves polítiques de COVID Zero i la crisi d'Evergrande augmenta els riscos per als propers mesos. El país en què es va originar la pandèmia i el primer que semblava que la tenia sota control està aplicant una política de «tolerància zero» amb la variant Delta. Aquestes polítiques han incrementat les distorsions que ja es venien observant en les cadenes globals d'oferta i, a més a més, retallaran el creixement del 3T 2021. Un altre factor de risc per als propers mesos és la delicada situació financera d'Evergrande: és la segona promotora més gran del país, amb actius equivalents al 2,0% del PIB xinès i amb uns passius superiors als 300.000 milions de dòlars, repartits entre 128 bancs i més de 121 institucions no bancàries. No obstant això, s'estima que el risc de contagi financer global per un impagament de la companyia seria molt limitat, ja que els inversors xinesos són els posseïdors de més del 80% del seu deute. A més a més, les autoritats xineses ja han començat a actuar per reduir les tensions financeres i per assegurar el flux de crèdit (el banc central ha injectat uns 17.000 milions de dòlars) i el més probable és que treballin per aconseguir una reestructuració ordenada. Malgrat que els riscos per al creixement a curt termini s'han incrementat, encara és factible assolir un creixement al voltant del 8% el 2021.

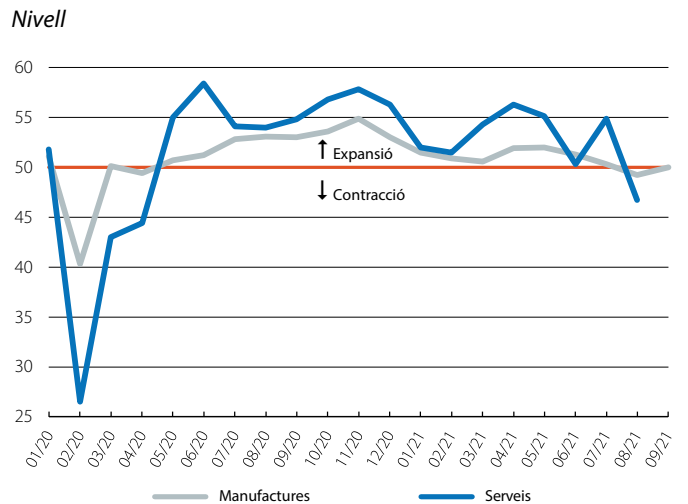
Comportament desigual de la resta d'economies emergents en el 3T. Les últimes dades apunten al fet que, a una gran part de l'Àsia emergent, el creixement també es frenarà de manera significativa en el 3T, sobretot als països del sud-est asiàtic, ja que es troben força endarrerits en el procés de vacunació i, a més a més, presenten una dependència elevada del turisme internacional, encara en hores baixes. A Àsia, l'excepció serà l'Índia, que registrarà un rebot important de l'activitat en el 3T. Després d'un 2T molt dinàmic, l'Europa emergent també es frenarà en el 3T, a causa, sobretot, del refredament de l'activitat a la indústria, molt afectada pels problemes de subministraments en les cadenes globals. D'altra banda, després d'un 2T força satisfactori, una bona part de l'Amèrica Llatina intensificarà el creixement en el 3T.

Zona de l'euro: índex PMI



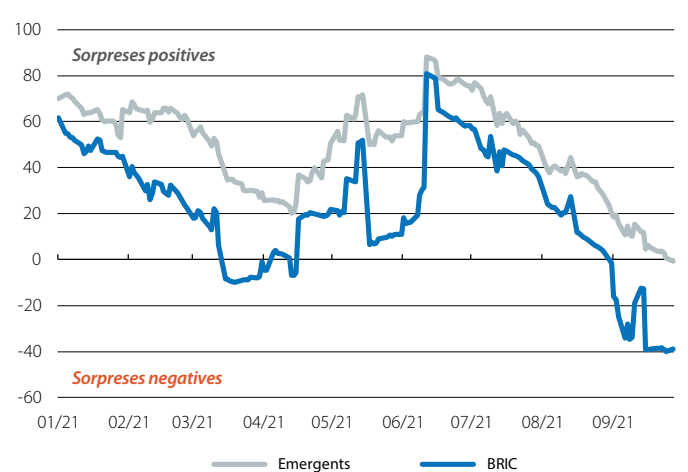
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Xina: índex PMI



Nota: Les dades del PMI dels serveis corresponen al mes d'agost.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Índex de sorpreses econòmiques* (%)



Nota: * Balanç ponderat de les desviacions típiques dels errors de previsió, mesurats com la diferència entre la dada publicada i la mitjana del consens de Bloomberg.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.