

## Economia global: winter is coming

**Cap a una recuperació global més asimètrica.** A mesura que ens acostem al final del 2021, es va confirmant que, malgrat que la recuperació avança, es va tornant més desigual en funció dels països. Aquesta no és, de fet, una novetat absoluta: quan la pandèmia va esclonar el 2020, i les onades es van anar repetint, fins i tot tractant-se d'un xoc global, va presentar diferents intensitats locals en funció de les característiques sectorials de l'economia; de l'estratègia més o menys agressiva de confinament, primer, i de vacunació, després, i, finalment, del grau d'estímul fiscal adoptat. I si el xoc va ser global, però l'impacte local, quelcom semblant està passant amb el retorn a la normalitat. Ara els factors clau que han definit l'actual 2021 fins avui han estat la variant delta, que s'ha expandit en contextos de vacunació molt dispers, i la disrupció de les cadenes globals d'aprovisionament. Com estan determinant les últimes tendències macroeconòmiques aquests dos elements? L'FMI, en les previsions més recents, dona forma a un escenari que ho sintetitza perfectament.

**L'FMI rebaixa de forma moderada les previsions per al 2021, a causa de la variant delta i de la disrupció de les cadenes globals d'aprovisionament.** A causa d'aquests dos factors, el Fons ha revisat en 1 dècima a la baixa el creixement mundial d'enguany, fins al 5,9%, a causa, fonamentalment, de l'empitjorament de les expectatives als països avançats i en determinats emergents. De cara al 2022, l'FMI manté sense canvis la previsió de creixement global, tot i que, en certa manera, en recompon la composició, amb una revisió a l'alça en alguns avançats i amb una correcció a la baixa en certs emergents. Tot això reafirma el caràcter asimètric de la recuperació, que continuarà liderada per la Xina i per avançats importants com els EUA i la zona de l'euro. Finalment, pel que fa al balanç de riscos, la institució destaca que, a curt termini, es concentren, com és habitual des de fa un any i mig, d'una banda, en la dinàmica de la pandèmia i, en particular, en el risc d'aparició de noves variants abans d'assolir un nivell ampli de vacunació i, de l'altra, en l'evolució de les tensions inflacionistes, que és una amenaça relativament més recent. En relació amb aquesta qüestió, l'FMI interpreta que és el resultat de la conjunció del desfasament entre l'oferta i la demanda relacionat amb la pandèmia i de l'alça dels preus de les primeres matèries.

**Complicacions a curt termini.** La interpretació predominant entre els economistes és que aquest desfasament entre l'oferta i la demanda i les pressions de preus de les primeres matèries tenen un caràcter temporal. Així i tot, i sense negar el que acabem d'esmentar, cal reconèixer que, a mesura que passen els mesos, aquesta temporalitat és cada vegada més qüestionada. En qualsevol cas, l'hivern s'acosta, com es deia en una sèrie famosa, i amb ell arribarà una major pressió sobre una part del consum (la temporada comença amb el Bachelor's Day xinès i amb el Black Friday occidental i continua amb el Nadal i amb les rebaixes) i sobre la despesa energètica, que viurà el seu repunt estacional anual. En aquest context, serà complicat pal·liar el

## Vacunació al món

	% de població amb almenys una dosi	% de població amb pauta completa	% de població a la qual s'ha administrat una pauta completa en els 30 últims dies
UE	68%	64%	3,3% ≈
EUA	65%	56%	2,7% ≈
Europa (incl. UE)	58%	53%	3,3% ≈
Amèrica del Nord	59%	49%	4,4% ≈
Amèrica del Sud	64%	45%	9,9% ↑↑
Oceania	53%	40%	14,3% ↑↑↑
Àsia	55%	39%	6,5% ↑
Món	48%	36%	5,4% ≈
Àfrica	8%	5%	1,4% ≈

*Nota:* Dades actualitzades el 19 d'octubre del 2021.

*Font:* CaixaBank Research, a partir de dades d'Our World in Data - Oxford University.

## FMI: previsions de creixement del PIB

Variació anual (%)

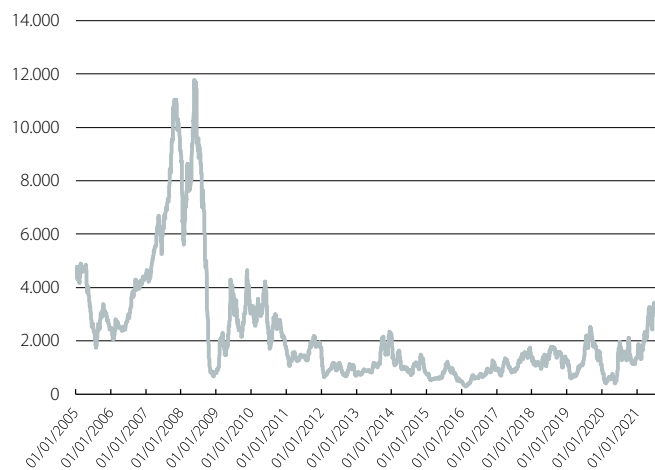
	Projeccions			Var. en relació amb el WEO del juliol *	
	2020	2021	2022	2021	2022
<b>Economia mundial</b>	-3,1	5,9	4,9	-0,1	0,0
<b>Economies avançades</b>	-4,5	5,2	4,5	-0,4	0,1
EUA	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3
Zona de l'euro	-6,3	5,0	4,3	0,4	0,0
Espanya	-10,8	5,7	6,4	-0,5	0,6
Portugal	-8,4	4,4	5,1	0,5	0,3
<b>Economies emergents i en desenvolupament</b>	-2,1	6,4	5,1	0,1	-0,1
Xina	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1

*Nota:* \* Per a Portugal, la variació es calcula en relació amb el WEO de l'abril.

*Font:* CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2021).

## Baltic Dry Index

(Punts)



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

desequilibri entre l'oferta i la demanda, el qual, a més de continuar-se traslladant als preus, reforçarà el caràcter asimètric de l'expansió, ja que és més palpable en certs països que en altres.

**ESTATS UNITS**

**Refredament temporal.** Un dels països que exemplifica el caràcter asimètric de la recuperació són els EUA. Així, va ser la primera de les grans economies avançades que, ja en el 2T 2021, va assolir els nivells de PIB pre-pandèmia. Ara, però, els indicadors dels EUA apunten a una moderació de l'activitat. En concret, el PIB nord-americà va frenar l'avanç en el 3T 2021, afectat per la variant delta i per la persistència dels colls d'ampolla. L'avanç es va situar en el 0,5% intertrimestral (el 4,9% inter-anual), el menor ritme des de l'inici de la pandèmia. De cara al 4T, els primers indicadors se situen encara en zones compatibles amb creixements significatius de l'activitat, tot i que per sota dels ritmes assolits durant la primera meitat de l'any (l'1,6% intertrimestral, de mitjana) (vegeu la [Nota Breve](#)). Per tot plegat, hem revisat a la baixa les nostres previsions per al 2021 (ara en el 5,4%, -0,6 dècimes) i per al 2022 (ara en el 3,5%, -0,6 dècimes). Unes taxes encara considerables, certament, però una mica menys del que s'esperava uns mesos enrere.

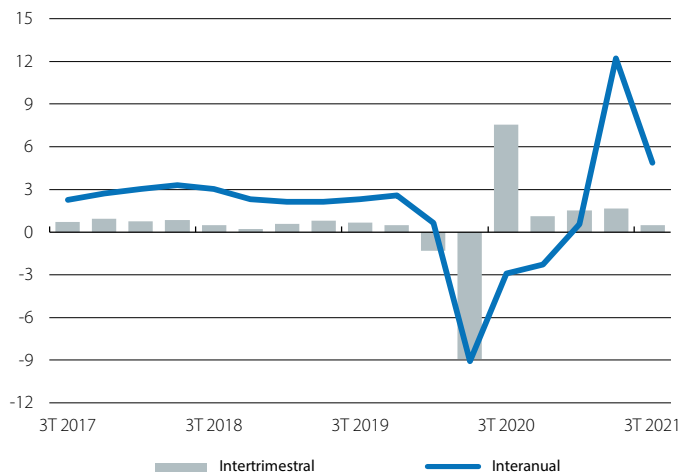
**Els riscos nord-americans continuen sent significatius.** En primer lloc, en un país amb un grau de vacunació elevat, però lluny de la immunitat de grup i amb un percentatge de la població reticent a vacunar-se, l'extensió de les noves variants del virus són un risc important per a l'activitat econòmica. En segon lloc, el rebot de la inflació en els últims mesos s'ha situat molt per damunt del que s'esperava (el 5,4% al setembre la general i el 4,0% la subjacent). Tot i que encara creiem que alguns dels augments de preus seran transitoris, les pressions que es comencen a notar sobre els salaris i la persistència en els retards dels subministraments es traslladaran en certa manera als preus dels consumidors, la qual cosa allarga de forma substancial un escenari en què la inflació nord-americana es pot mantenir en nivells elevats durant un període més llarg del que s'havia estimat prèviament. Finalment, un tercer front de risc, més delimitat en el temps, és el pressupostari, que continua obert com a font d'incertesa, però que, provisionalment, experimenta una treva. Com és sabut, el Tresor no es pot endeutar per damunt del límit establert pel sostre de deute, que estava suspès i que es va restablir l'1 d'agost (fins als 28,4 bilions de dòlars), de manera que el Tresor ha tingut una mica de marge per pagar les seves obligacions amb mesures extraordinàries. Però, a l'octubre, aquest límit ja s'havia assolit. De manera temporal, el Congrés ha augmentat lleugerament el sostre de deute (fins als 28,9 bilions de dòlars), la qual cosa amplia el marge fins al desembre i alleuja el risc a curt termini.

**ZONA DE L'EURO**

**A la zona de l'euro, efectes locals molt diferents del desfasament de l'oferta i la demanda.** Europa és una de les geografies on els efectes asimètrics d'aquest desfasament són més preva-

**EUA: PIB**

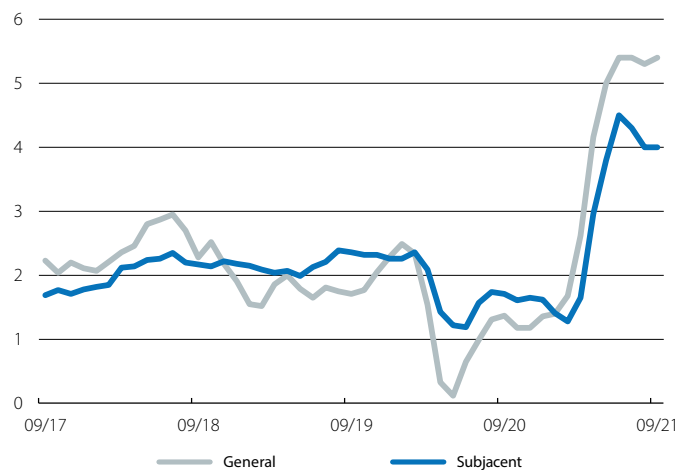
Variació (%)



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

**EUA: IPC**

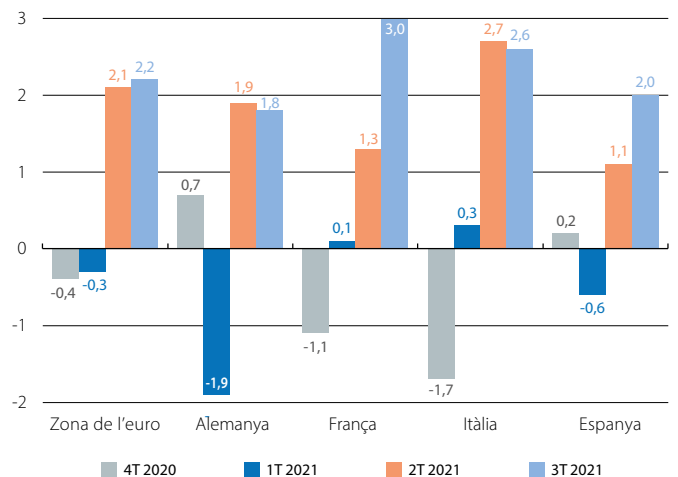
Variació interanual (%)



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.

lents, com ho han posat de manifest, tot i que de forma només incipient, les dades de creixement del 3T. Així i tot, el que preocupa és, sobretot, el final de l'any. Els casos d'Alemanya i de França exemplifiquen aquesta asimetria. Així, l'economia germànica, molt palanquejada amb el comerç mundial i molt integrada en els fluxos de béns intermedis i finals globals, podria passar de créixer l'1,8% intertrimestral en aquest 3T a fer-ho el 0,5% en el 4T. En canvi, França, més orientada cap a l'interior, passarà d'un creixement del 3,0% a situar-se a la vora de l'1% al final de l'any, per damunt, per tant, del registre alemany en els dos casos. La zona de l'euro en conjunt s'assembla més al cas alemany que al francès, amb un creixement que, després de situar-se en el 2,2% en el 3T, s'aproparà al 0,8% en el 4T (vegeu la [Nota Breve](#)).

**La inflació repunta, però el risc és la intensificació de les tensions.** Arran del desacoblament entre l'oferta i la demanda i de les tensions en les primeres matèries, en especial les energètiques, la inflació es va situar en el 4,1% a l'octubre (el 3,4% al setembre), i és probable un nou salt en el tram final del 2021. De cara al futur, preocupa, en especial, la dinàmica del preu del gas natural, ja que, al context de demanda estacional creixent, s'afegeix un nivell baix d'existències. En qualsevol cas, la intensitat d'aquest episodi s'hauria de mitigar quan acabi la temporada hivernal.

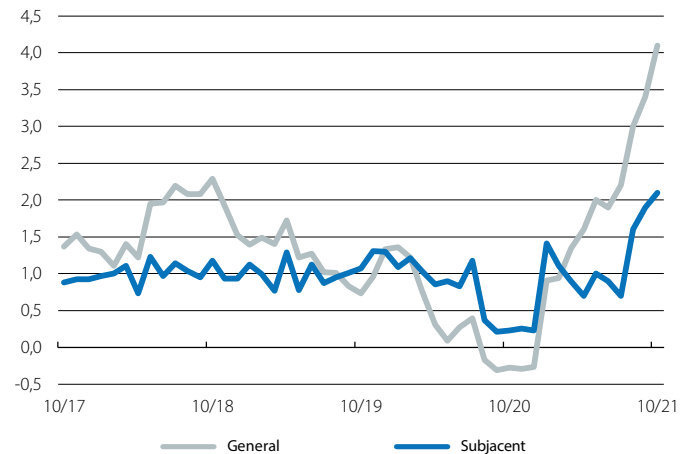
**EMERGENTS**

**Entre els emergents, tota l'atenció centrada en la Xina.** Al gegant asiàtic, els dos grans dubtes se centren en el pols de l'activitat i en els efectes de la crisi d'Evergrande sobre el conjunt del país. Pel que fa a la primera d'aquestes qüestions, el PIB va créixer el 4,9% interanual en el 3T 2021, llstat per la variant delta i pels colls d'ampolla en les cadenes de subministraments. En termes intertrimestrals, l'avanç va ser molt contingut, del 0,2% (vegeu la [Nota Breve](#)). Més enllà de l'alentiment durant el trimestre, els indicadors més recents d'activitat mostren un to una mica mixt. Així, per exemple, la producció industrial va decebre al setembre (el 3,1% interanual, en relació amb el 3,8% esperat i amb el 5,2% de l'agost), mentre que les vendes al detall van avançar el 4,4% al setembre (per damunt del 3,5% esperat i del 2,5% de l'agost). En positiu també, les exportacions van mantenir el repunt al setembre, amb un avanç del 28,1% interanual (el 25,6% a l'agost) i el PMI del setembre va mostrar un repunt en serveis, que va compensar el declivi de l'agost.

**Evergrande, un risc gestionable.** Pel que fa a la crisi de solvència d'Evergrande, el major promotor immobiliari xinès, amb uns passius equivalents, aproximadament, al 2% del PIB, el principal risc és el contagi al mercat local d'habitatge, que, al seu torn, podria llstar un creixement econòmic ja pressionat. Així i tot, cal recordar que l'Estat disposa de prou capacitat per contrarestar aquest risc potencial i que el banc central ja ha anunciat que l'estabilitat del sector immobiliari és una prioritat que té molt en compte (i això cal entendre-ho com un missatge preparatori de futures intervencions estabilitzadores).

**Zona de l'euro: IPC \***

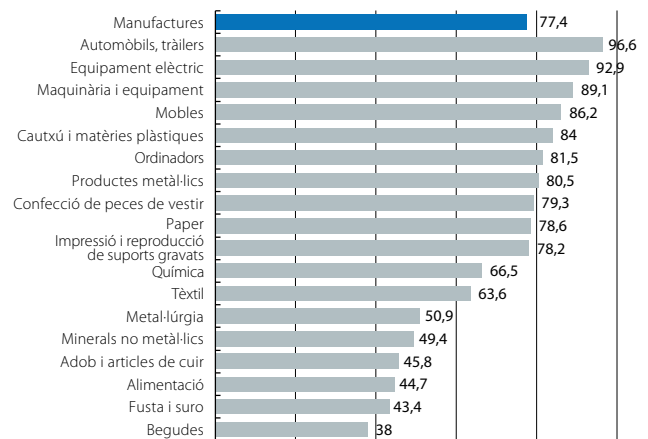
Variació interanual (%)



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

**Alemanya: escassetat de productes intermedis a la indústria manufacturera**

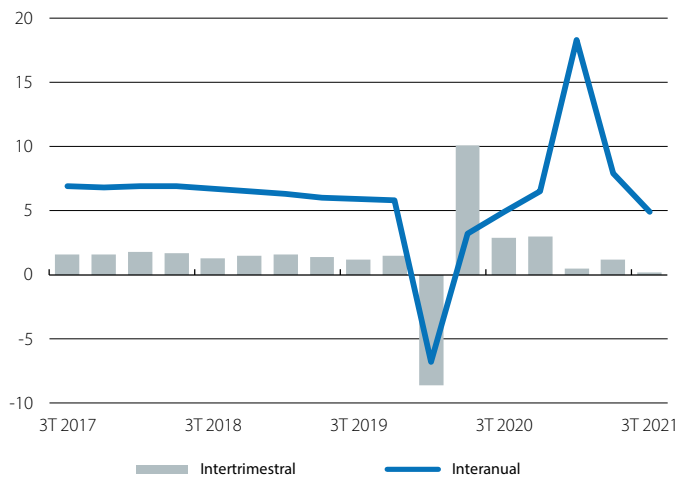
(% d'enquestats)



*Font:* CaixaBank Research, a partir de dades de l'Ifo Business Survey, setembre del 2021.

**Xina: PIB**

Variació (%)



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