

La recuperación económica global: el juego del frío y caliente

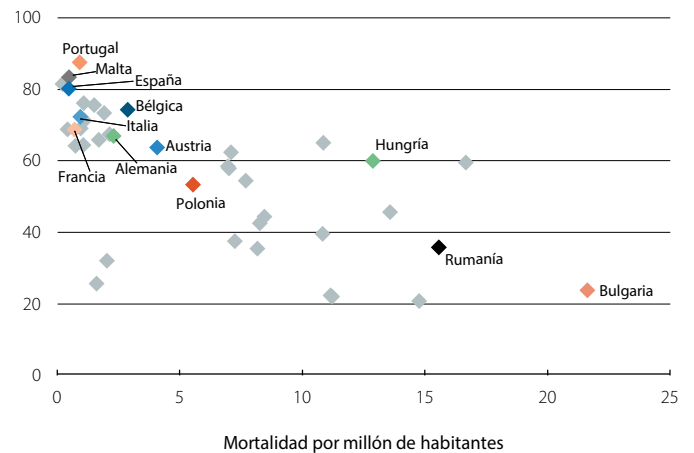
Nueva variante, mismo mensaje: es importante que la vacunación llegue a todos. A lo largo de los últimos dos años, la pandemia nos ha ido enseñando que, aunque parezca que todos los países están delante de un mismo fenómeno, su impacto no es igual para todos ellos. A punto de entrar en la época navideña y en los meses de frío en el hemisferio norte, Europa se enfrenta a una nueva ola de contagios y comprueba el impacto de las vacunas: el repunte de contagios y la mortalidad está siendo mucho más fuerte en países y regiones con porcentajes de vacunación más bajos. Asimismo, las nuevas variantes del coronavirus tampoco dan señales de tregua en otras regiones del mundo. Estructuras económicas distintas, avances desiguales en los programas de vacunación y políticas sanitarias diferenciadas nos hacen prever que su impacto se sentirá a lo largo de los próximos meses. Así pues, el virus seguirá siendo el principal riesgo sobre las perspectivas económicas, ya sea por lo que significa en términos de cambio de hábitos de consumo, ocio y trabajo o por el impacto que pueda seguir ejerciendo sobre las cadenas globales de aprovisionamiento. A ello hay que añadir la crisis energética que junto a la logística añade presión a una inflación ya tensionada. Si hace un año acertábamos con la previsión de que la vacunación empujaría la actividad económica, su indudable efecto positivo tampoco ha podido traer un milagro económico, particularmente teniendo en cuenta su despliegue desigual. Así, entre hemisferio norte y sur, economías avanzadas y emergentes, poblaciones más y menos vacunadas, el panorama que encontramos a las puertas de celebrar estas fechas tan señaladas presenta tantos colores como las luces navideñas.

ECONOMÍAS AVANZADAS

La economía estadounidense entre señales de vitalidad y sobrecalentamiento. Tras una marcada deceleración en el 3T (de un crecimiento intertrimestral del 1,6% en el 2T, la economía estadounidense creció un modesto 0,5% en el 3T), algunos indicadores para el 4T sorprendieron en positivo y destacaron particularmente los datos de sentimiento empresarial y del mercado laboral. En este último ámbito, en octubre se generaron 531.000 puestos de trabajo, mientras que la tasa de paro mantuvo su descenso, hasta el 4,6%. Por su parte, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) se mantuvo en zona expansiva en noviembre, marcando un modesto retroceso con respecto a octubre (56,5 vs. 57,6). A pesar de confirmar los vientos favorables de la economía estadounidense, la encuesta señala aumentos significativos en costes de producción, que se irán trasladando tarde o temprano a mayores precios al consumidor, y confirma la tensión del lado de la oferta, debido a la escasez de suministros y de disponibilidad de mano de obra. Las dinámicas salariales (los salarios avanzaron un 4,9% interanual en octubre) remarcan las preocupaciones sobre el sobrecalentamiento de la economía. En este contexto, el Congreso dio la aprobación final a la vertiente de infraestructuras del Plan Biden, por valor de 1,2 billones de dólares. Asimismo, la

Europa: vacunación y mortalidad en noviembre de 2021

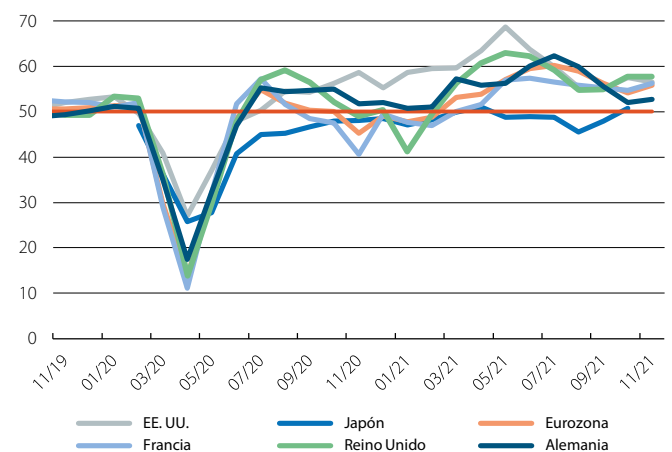
Población con pauta completa (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Our World in Data, Universidad de Oxford.

Avanzados: PMI compuesto

Nivel

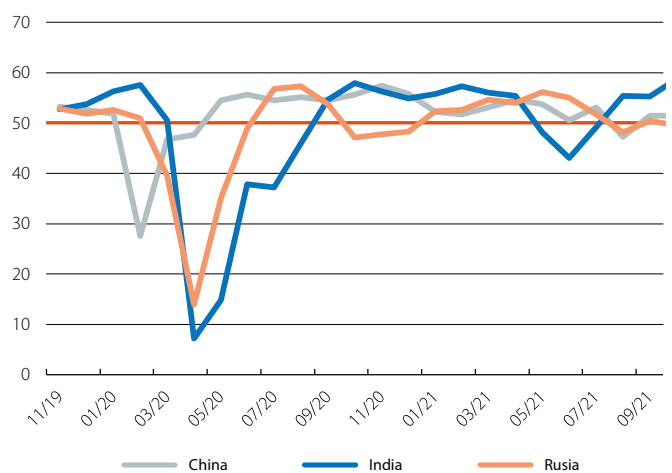


Nota: El índice para noviembre corresponde al flash. Los datos de Japón son hasta octubre.

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

Emergentes: PMI compuesto

Nivel



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

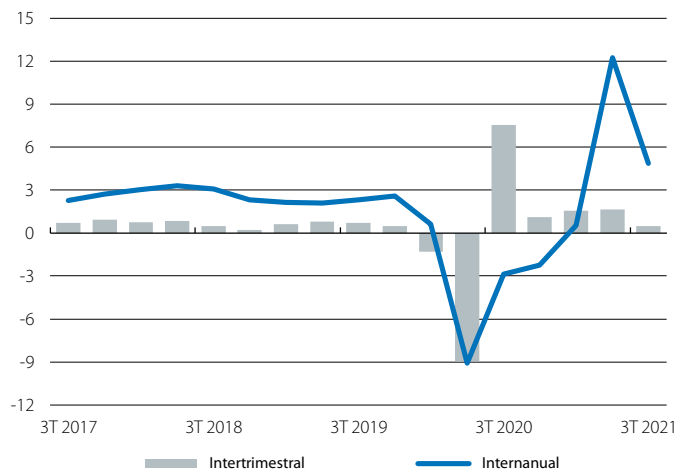
Cámara de Representantes aprobó el paquete de gasto social y climático de 1,75 billones. Esta propuesta, sin embargo, debe ir ahora al Senado y probablemente regresará a la Cámara, por lo que el camino hasta la aprobación final todavía es largo.

Preocupa la inflación en EE. UU. mientras en la eurozona las señales son más tibias. La inflación estadounidense volvió a sorprender en positivo, con una subida de 0,8 p. p. en octubre hasta llegar al 6,2%, mientras que la subyacente se situó en el 4,6%. Destaca en particular el aumento generalizado de precios en prácticamente todos los componentes, síntoma más evidente de la escasez de oferta, provocada por las dificultades en las cadenas de suministros y la «Gran Renuncia», una vez que la rigidez de la oferta de trabajo tras la pandemia está aumentando las presiones sobre los precios. Los datos más recientes sugieren que estas presiones se extenderán durante el primer semestre de 2022, lo que nos lleva a aumentar sustancialmente las previsiones de inflación para EE. UU. (del 3,6 al 4,6% la general, del 3,2 al 4,3% la subyacente en 2022). En este entorno, la Reserva Federal debería empezar a subir tipos a lo largo de 2022 (dos veces, según nuestras más recientes previsiones). Por su parte, en Europa, las perspectivas inflacionistas nos dan una imagen algo distinta, a pesar de compartir algunos factores comunes con EE. UU., como los elevados precios de la energía y los cuellos de botella globales. En concreto, la inflación general de la eurozona se situó en el 4,9% en noviembre, en tanto que la subyacente llegó al 2,6%. No solo las presiones del lado del mercado de trabajo no se están produciendo todavía en la eurozona, sino que, además, una parte de la inflación se desvanecerá mecánicamente a partir de enero de 2022, una vez que se deshaga el efecto de base del recorte temporal del IVA en Alemania en el segundo semestre de 2020. En este sentido, deberemos esperar hasta 2023 para observar subidas de tipos por parte del BCE (para más detalles, véase la coyuntura de Mercados).

Se enfría el clima, pero el sentimiento económico en Europa se mantiene abrigado. Mientras el aumento de contagios en diversos países europeos preocupa, millones de ciudadanos vuelven a confinamientos generalizados. Sin embargo, los indicadores de confianza europeos dan señales de mejora: los PMI de noviembre sorprendieron en positivo en Alemania (52,8 vs. 52,0), Francia (56,6 vs. 54,7) y en el conjunto de la eurozona (55,8 vs. 54,2). Con todo, estos indicadores todavía no recogen el impacto del endurecimiento de restricciones sanitarias. Lo que sí recogen son las presiones alcistas de los precios, ya que las expectativas para costes de producción marcan máximos históricos, en parte, ante la crisis en las cadenas de suministros globales. En este sentido, los cuellos de botella en dichas cadenas están afectando particularmente al «motor alemán», dada su elevada exposición al sector industrial, en particular a la industria automotriz, altamente integrada en las cadenas de valor globales. Asimismo, el índice Ifo de confianza empresarial alemán encadenó una nueva caída (su quinta consecutiva, hasta los 96,5 puntos), lo que señala importantes riesgos a la baja para el crecimiento de la economía alemana en los próximos trimestres. De hecho, para el conjunto de la eurozona, los riesgos sobre nuestras previsiones de crecimiento también son a la baja (5,1% en 2021, 4,7% en 2022), de la mano de los nuevos rebrotes y de la persistencia de los problemas globales de oferta.

EE. UU.: PIB

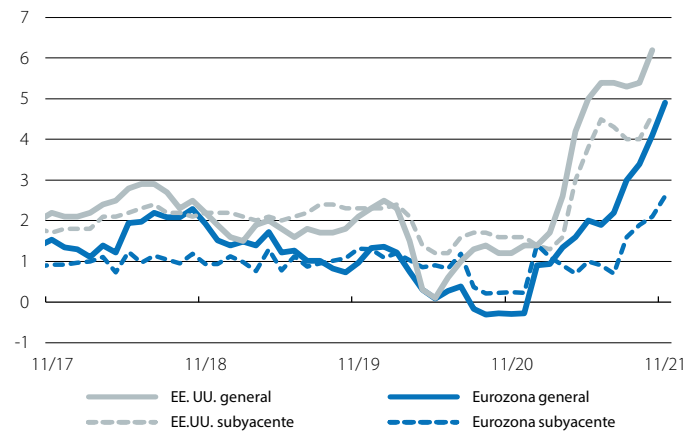
Variación (%)



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

EE. UU. y eurozona: IPC

Variación interanual (%)

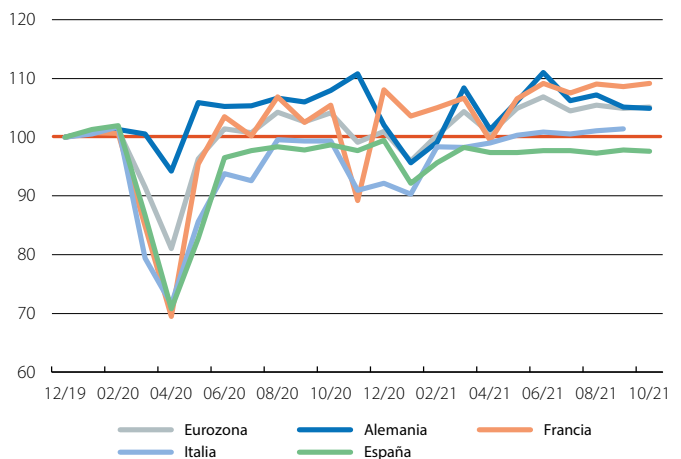


Notas: Los datos de noviembre para la eurozona corresponden a la estimación flash. Para EE. UU. los datos son hasta octubre.

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

Eurozona: ventas minoristas

Índice (100 = diciembre 2019)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

La economía nipona vuelve a zona de contracción. La actividad de la economía japonesa vive un 2021 en rueda dentada, movida en función de los avances de la pandemia y los obstáculos en las cadenas de suministro globales. El PIB japonés retrocedió un 0,8% intertrimestral en el 3T (+1,4% interanual), tras un modesto avance del 0,4% intertrimestral en el 2T (y una caída del 1,1% en el 1T). Sin embargo, la reciente reapertura de numerosas actividades económicas debería traer de nuevo la actividad nipona a terreno de expansión en el 4T.

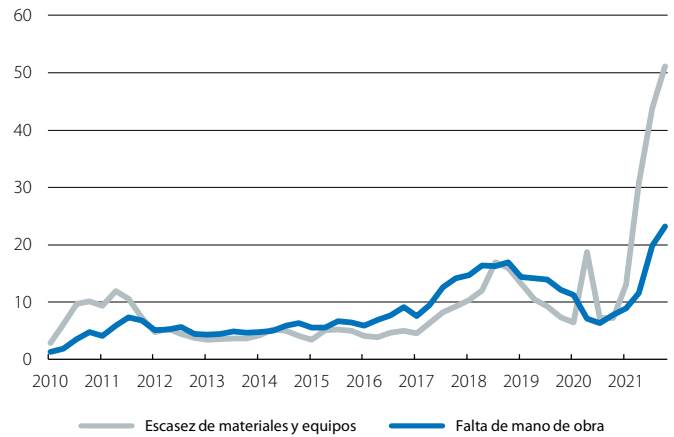
ECONOMÍAS EMERGENTES

China se enfrenta a una masa de aire frío con ráfagas del sector inmobiliario. La economía china sigue dando señales mixtas entre el estallido de la crisis en el sector inmobiliario y la recuperación de la producción industrial y de las ventas minoristas, y tras la disminución de las presiones causadas del lado de la oferta por la crisis energética y las restricciones sanitarias impuestas. Sin embargo, el sector inmobiliario sigue pesando en la evolución de la actividad china, lo que sigue afectando a la inversión, con una caída de esta en activos fijos en octubre (-2,5% interanual frente al -1,7% en septiembre). En un entorno regulatorio particularmente desfavorable a empresas con elevadas ratios de endeudamiento, la crisis en el sector seguirá representando un riesgo importante a la economía, teniendo en cuenta el significativo efecto arrastre del sector. No obstante, las autoridades chinas ya están tomando medidas para contener los efectos de esta crisis, como lo demuestran la relajación de algunas regulaciones en el mercado inmobiliario e hipotecario y el aumento de la emisión de deuda por parte de gobiernos locales. A pesar de alguna turbulencia a corto plazo, se espera que el crecimiento de China se mantenga en torno al 5% en 2022.

Los emergentes particularmente expuestos al calor de la inflación. Aunque casi todas las economías emergentes recuperarán previsiblemente sus niveles de PIB prepandemia a lo largo de 2022, el repunte de la inflación sigue lastrando sus perspectivas económicas, al afectar a los flujos financieros hacia estas economías y al acarrear un endurecimiento de las políticas monetarias. A pesar de la disparidad significativa entre países, la respuesta fiscal y las caídas del PIB asociadas a la pandemia supusieron un aumento de casi 10 p. p. en la deuda pública de las economías emergentes (del 54,7% del PIB en 2019 al 64,3% en 2021, según el FMI). Asimismo, la discrepancia en políticas monetarias este año también fue clara. Por ejemplo, si por un lado Brasil se «adelantó» a la curva de tipos en 2021, con aumentos significativos de tipos de interés por parte de su banco central, los desequilibrios fiscales preocupan a medio plazo. Por otro lado, en Turquía, a pesar del bajo nivel de deuda, los recientes recortes de tipos de interés han intensificado la fuerte depreciación de la lira turca y, en caso de un mayor repunte de la inflación, podrían forzar una inversión de tendencia de la política monetaria a lo largo de 2022. En este entorno, el *tapering* de los bancos centrales en economías avanzadas, la inestabilidad política y la ralentización de la economía china seguirán también pesando en las perspectivas económicas.

Eurozona: factores que limitan la producción manufacturera

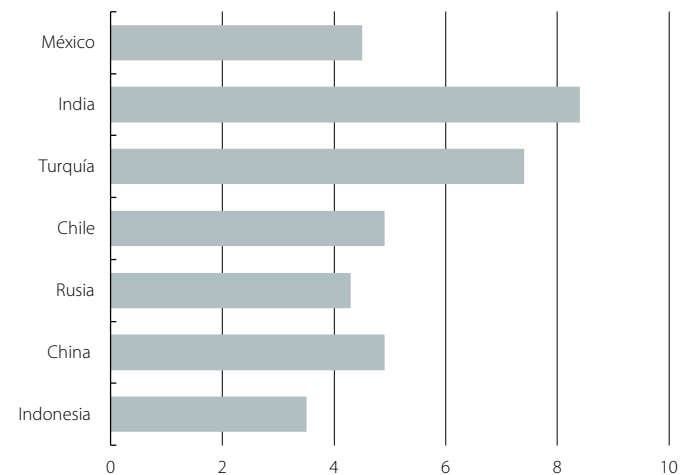
(% de respuestas afirmativas)



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

Emergentes: PIB del 3T 2021

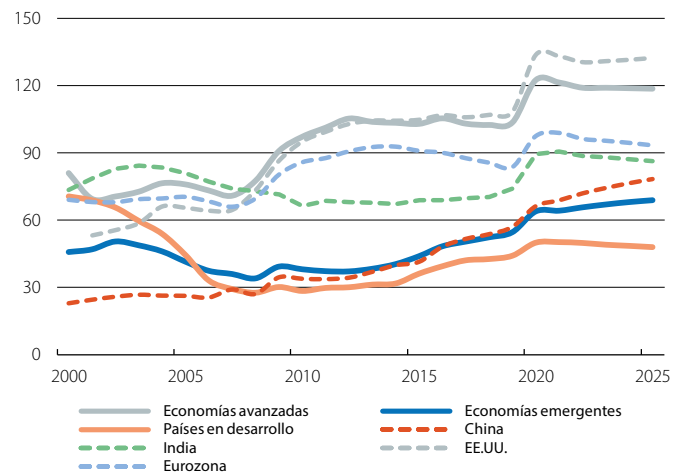
Variación interanual (%)



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

Mundo: deuda pública

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.