

## 2022: retorn a la normalitat?

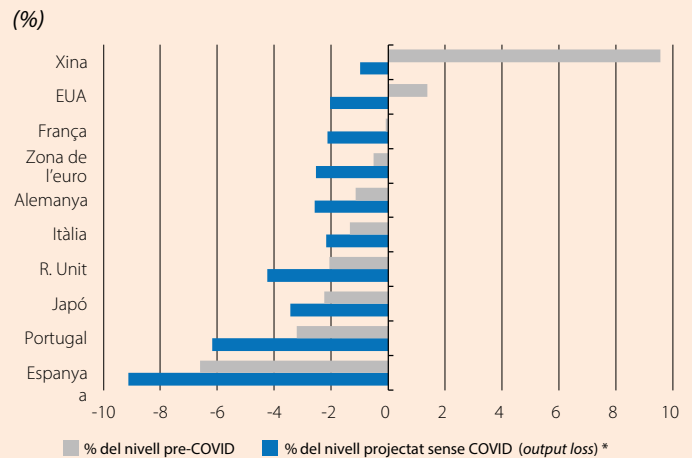
Durant una bona part de la crisi que ha colpejat l'economia internacional des de l'inici del 2020, hem anhelat el retorn a la normalitat i, per tant, la recuperació dels nivells de PIB i de les tendències econòmiques presents en el ja llunyà 4T 2019. Sense tenir en compte que el paisatge econòmic de fa dos anys tampoc era idíl·lic (risc d'estancament secular) i, sobretot, sense interioritzar que la COVID està accelerant canvis estructurals que tots vèiem a l'horitzó, però als quals érem incapaços de posar data. Per tant, si la pregunta és quan recuperarem la «normalitat econòmica» perduda en els dos últims anys, la resposta és que probablement mai. Més aviat que tard tornarem a produir la mateixa quantitat de béns i de serveis que al final del 2019 (ja ho han fet la Xina, els EUA i una bona part de l'OCDE) i, fins i tot, tancarem la bretxa amb el nivell tendencial en què hauríem d'estar situats sense la pandèmia (vegeu el primer gràfic). Però aquest producte interior brut s'assolirà amb una combinació de factors de producció diferent i amb una composició, tant pel costat de la demanda com pel costat de l'oferta, que també diferirà de l'existent en l'etapa pre-COVID. Aquestes diferències es poden observar en el perfil de reactivació de l'ocupació en països com Espanya, on es reflecteix clarament, a més de respostes encertades de política econòmica (ERTO, etc.), l'especial idiosincràsia de la fase de recuperació en què estem immersos.

En aquest sentit, al final de la crisi, hi haurà guanyadors i perdedors, i no tornarem a la casella de sortida, perquè el clàssic procés de destrucció creativa propi de tota recessió es veu intensificat aquesta vegada per la naturalesa especialment pertorbadora de la pandèmia, i per la seva confluència en el temps amb la disrupció originada per la digitalització, i per la necessitat de millorar la sostenibilitat del nostre model de producció. Si una crisi es produeix quan «el vell no acaba de morir i el nou no acaba de néixer», no hi ha millor definició per descriure el moment actual, especialment convuls i complex, en què s'ha produït el major desajustament entre l'oferta i la demanda des de la incorporació de la Xina a la cadena de producció mundial. La peculiar naturalesa d'aquesta crisi, una aturada econòmica vinculada a les restriccions a la mobilitat i no a un ajust dràstic dels preus dels actius financers o reals (recessió de balanços), ha comportat una recuperació intensa de la demanda després dels confinaments, ha dut al límit les cadenes de valor i ha posat de manifest que, a vegades, allò que és sofisticat és fràgil.

Per tant, mentre es van conformant les tendències subjacents que caracteritzaran l'economia post-COVID (canvis en els patrons de consum, reconsideració del paper del sector públic, nova estratègia dels bancs centrals, etc.), en els 12 propers mesos, l'activitat continuarà supeditada a: l'evolució de la pandèmia i els seus efectes sobre la mobilitat, el restabliment del funcionament de la cadena de subministraments i, finalment, l'adequació de la política econòmica a aquesta nova fase del cicle econòmic. O, el que és el mateix, la dinàmica de la recuperació vindrà determinada pel reajustament entre l'oferta i la demanda mundial, que dependrà de la flexibilitat de la producció per adaptar-se a una demanda que continuarà estimulada per unes condicions financeres extremadament expansives i per allò que persisteix dels plans fiscals d'estímul posats en marxa a banda i banda de l'Atlàntic. Tot es fia a la capacitat de resposta de l'oferta, llastada, en l'última dècada, per l'absència de reformes per augmentar la flexibilitat de l'estructura econòmica i per la feblesa de la inversió pública i privada. Si l'ajust es produeix en el primer semestre de l'any, s'absorbiran els desequilibris macroeconòmics latents i tornaríem a un escenari de reflació, tot i que amb l'economia mundial ja en fase d'aterratge suau cap als ritmes de creixement potencials.

En aquest escenari central, l'economia mundial registrarà encara creixements dinàmics el 2022 (el 4,5%), tot i que uns 1,5 p. p. per sota dels d'enguany. Una bona part de la desacceleració s'explicarà per la pèrdua d'impuls dels EUA (el 3,5% el 2022, en relació amb el 5,4% del 2021) i de la Xina (el 5,7%, en relació amb el 8,3%), que ja hauran deixat molt enrere el moment en què van recuperar el PIB perdut durant la crisi i, a poc a poc, s'acostaran a la seva zona de creixement tendencial. En el cas de la zona de l'euro, la velocitat de creure no canviarà gaire (el 4,7%, en relació amb el 5,1%), tant pel manteniment dels estímuls monetaris i fiscals (amb els fons NGEU) com per l'«efecte rebot» que cal esperar dels països de la regió amb un comportament relatiu més negatiu durant la segona part del 2021 (Alemanya i Espanya), si es compleixen les expectatives de recuperació de la indústria i del turisme.

### Variació acumulada en el PIB real fins al 3T 2021



**Nota:** \* Output loss correspon a la diferència en nivell del PIB versus projeccions realitzades per l'OCDE abans de l'inici de la pandèmia (octubre del 2019).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

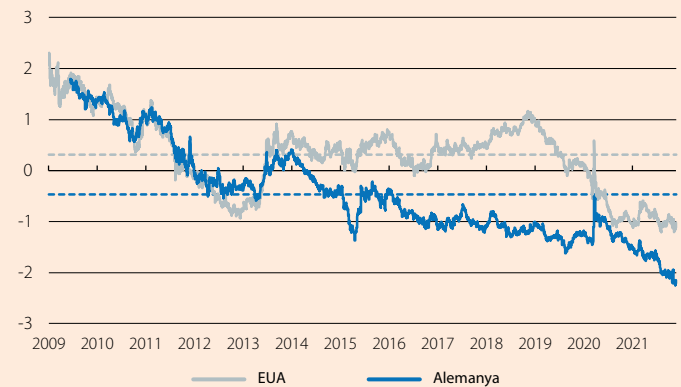
Més enllà del potencial distorsionador sobre l'activitat de noves variants del virus, com l'òmicron, les claus de l'escenari seran el comportament de la inflació, les estratègies de sortida dels bancs centrals i la valoració que, en cada moment, facin els mercats financers sobre la idoneïtat de les condicions financeres. El major risc és que els problemes en les cadenes de subministraments s'estenguin al llarg de tot l'any vinent o que les disruptions als mercats de treball, com el nord-americà, no siguin flor d'un dia. En aquest cas, serà molt improbable que els augments en la part més volàtil de la cistella de preus no s'acabin filtrant en menor o major mesura en la resta de rúbriques, tenint en compte, a més a més, que, al final de l'any vinent, s'estarà molt a prop de tancar l'*output gap* als països industrialitzats. Això faria perillar la hipòtesi de transitorietat en el comportament de la inflació defensada per una bona part de les autoritats monetàries.

Amb uns tipus d'interès reals en mínims històrics (vegeu el segon gràfic), és condició necessària, per evitar sorpreses negatives en l'estabilitat financera, que els bancs centrals mantinguin la credibilitat en tot moment. I això implicarà vigilar el comportament de les expectatives d'inflació i, per tant, evitar situar-se durant molt de temps per darrere de la corba. No obstant això, les diferències en la posició cíclica (la recuperació és molt asimètrica) i en la pròpia credibilitat dels bancs centrals ja s'estan traduint en ritmes molt diferents de normalització monetària entre els emergents i els països desenvolupats. Aquesta descoordinació monetària pot acabar provocant desajustaments en el comportament dels tipus de canvi, un altre dels riscos potencials a mitjà termini. Per tant, en el fons, per evitar els problemes de la Gran Recessió del 2009, la clau continua sent mantenir el canal financer al marge de possibles tensions.

En definitiva, el punt de partida de cara a l'any vinent és una economia mundial que recupera una bona part del creixement perdut durant la pandèmia, gràcies a l'èxit de les vacunes i a una extraordinària reactivació de la demanda de béns duradors que no ha pogut ser coberta per l'oferta, que crea colls d'ampolla que han acabat distorsionant les cadenes de valor i que provoca un repunt inesperat de la inflació. L'economia, com el futbol, és una manta curta. Si prioritzeu el creixement costi el que costi, el més probable és que acabis incorrent en desequilibris econòmics si no tens una oferta amb capacitat i amb flexibilitat per respondre. Així que, a la vora de l'inici del nou any, no podem descartar que els ingredients del còctel ens exposin a emocions inesperades: noves mutacions del virus, inflació per sobre dels objectius de bancs centrals, desajustaments entre l'oferta i la demanda, colls d'ampolla en una cadena productiva que pensàvem que era infal·libre, augment de la desigualtat, digitalització accelerada, nivells d'endeutament molt elevats, etc. En aquest sentit, no sembla que haguem de tornar a l'antiga normalitat. I ja se sap que, en temps excepcionals, les decisions també ho han de ser.

José Ramón Díez

### Rendibilitat real del deute sobirà als EUA i a Alemanya a 10 anys (%)



Notes: Correspon al bo a 10 anys genèric indexat a la inflació. Les línies discontinues mostren la mitjana des del 2009.

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