

L'evolució de la pandèmia continuarà marcant el ritme de l'economia mundial

La variant òmicron complica l'inici de l'any i condiciona l'escenari per al conjunt del 2022. Quan pensàvem que el pitjor ja havia passat, la ràpida expansió de la variant òmicron ens recorda que la pandèmia és lluny d'estar controlada. Tot apunta a una frenada de l'activitat en el 1T 2022, tant al bloc de les economies desenvolupades com al de les emergents. Aquest feble inici d'any pot provocar que la desacceleració que esperem per al 2022 pugui ser, fins i tot, una mica més intensa del que estímem a la data de tancament d'aquest informe. Per tant, de nou, l'escenari global torna a estar condicionat per l'evolució de la pandèmia, tot i que els avanços en la vacunació, la disponibilitat de retrovirals i l'adaptació dels agents a l'hora d'operar en un context amb restriccions i amb una incertesa elevada poden suavitzar l'impacte sobre el creixement de les mesures que s'hagin d'adoptar en cas de nous rebrots.

Els colls d'ampolla persistiran en els propers mesos. Aquest agreujament de la pandèmia prolongarà, si més no a curt termini, els problemes de les cadenes globals de subministrament, ja que la Xina continua aplicant una política de COVID zero. De fet, els costos dels nolis tornen a pujar, i caldrà veure en quina mesura aquestes pressions alcistes sobre els preus són contrarestades per la menor pressió de la demanda en un context de desacceleració econòmica. Veiem un risc elevat que la inflació baixi en els primers mesos de l'any a un ritme menor del que esperem, sobretot a les economies avançades, però continuem confiant en una correcció a partir de la primavera.

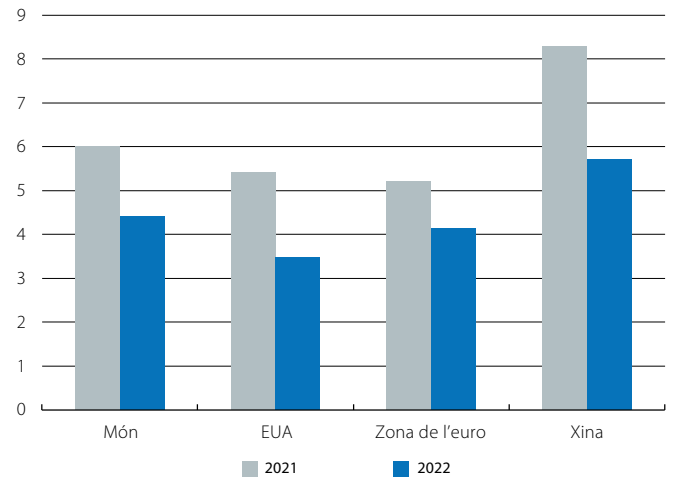
ESTATS UNITS

La inflació marcarà l'agenda econòmica el 2022. Els EUA també pateixen una intensificació de la pandèmia, la qual, tot i que, ara com ara, no s'estan endurint les restriccions (com sí que succeeix a la zona de l'euro), representa un factor de risc per al creixement. Un altre element que cal vigilar és la inflació, que segueix una senda alcista clara. Precisament, aquest augment de les perspectives d'inflació explica l'actitud clarament *hawkish* de la Fed, tot i els riscos que introdueix la pandèmia sobre l'escenari de creixement (vegeu la secció de [Mercats financers](#)). A més a més, a l'encariment de les entrades arran de la persistència dels colls d'ampolla, se suma l'augment del cost del factor treball. En aquest sentit, crida l'atenció que la taxa d'activitat es troba encara per sota del nivell prepandèmia, la qual cosa es pot explicar, en part, pels canvis en els patrons de comportament dels treballadors en un entorn de pandèmia, que es tradueix en una xifra rècord de vacants d'ocupació superior als 10 milions.

Els treballadors podrien estar incrementant el seu poder de negociació. A tall d'exemple, en una enquesta recent de Gallup, el 68% dels treballadors aprovaven els sindicats, el percentatge més alt dels 57 últims anys. Aquesta major «consciència de classe» en un context de clar desequilibri del mercat de treball explica que s'estiguin demandant salaris atractius per tornar o per romandre al lloc de treball, els quals, a més a més, han de

PIB: previsions

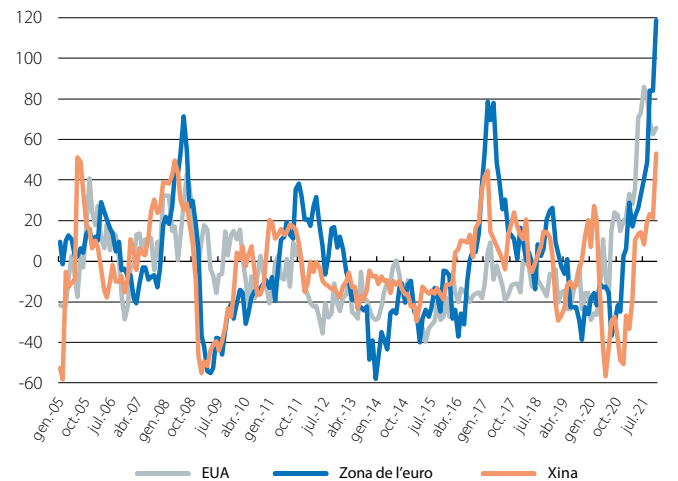
Variació anual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades internes.

Índex de sorpreses sobre la inflació

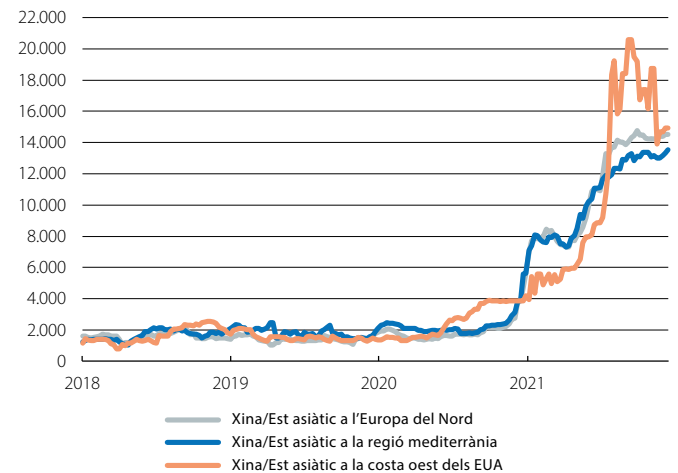
Desviació en relació amb el que s'esperava



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

Cost d'enviament d'un contenidor

Dòlars per un contenidor de 40 peus



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

garantir el poder adquisitiu en l'actual context de preus a l'alça (la inflació va marcar el 6,8% al novembre, màxim de 40 anys). Caldrà esperar per conèixer en quina mesura l'augment de la inflació acaba afectant la capacitat de compra del consumidor, que, ara com ara, continua recorrent a l'estalvi embassat per finançar la despesa. No obstant això, aquest «matalàs» ja s'ha utilitzat de manera important: la taxa d'estalvi ha passat de gairebé el 20% de la renda disponible al gener al 6,9% al novembre, lleugerament per sota de la mitjana prepadèmia.

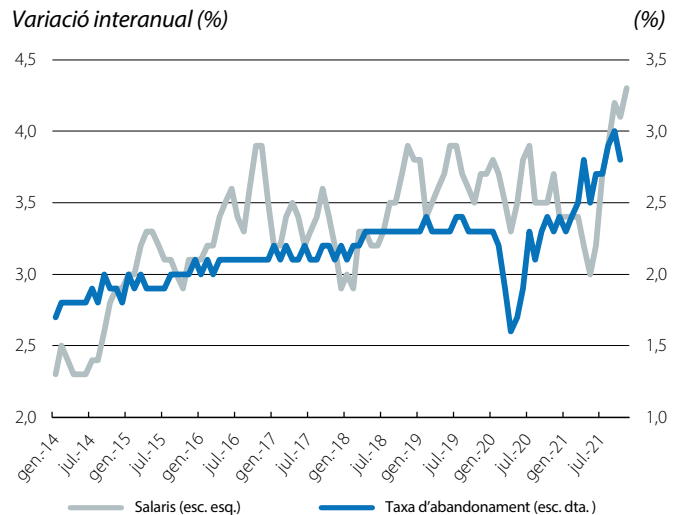
El nou pla fiscal de Biden, encallat. En aquest context, el pla fiscal *Build Back Better* d'1,75 bilions de dòlars de Joe Biden, centrat en una major despesa social i en mesures climàtiques, es va estancar al Senat arran de la falta de suport del senador demòcrata Joe Manchin. Aquesta negativa llança seriosos dubtes sobre les possibilitats que les mesures econòmiques del pla, tal com es plantegen en l'actualitat, puguin ser aprovades.

ZONA DE L'EURO

L'expansió de la variant òmicron força l'enduriment de les restriccions. La bona marxa de la vacunació no ha impedit una expansió preocupant del virus i ha obligat a adoptar fortes mesures restrictives en un context en què persisteixen els problemes d'oferta global. Alemanya és la que més dubtes planteja, no solament per les estrictes mesures adoptades per contenir al virus, sinó per l'elevada exposició als colls d'ampolla: gairebé el 90% del sector manufacturer reconeixia, a l'octubre, que patia problemes de proveïment, en relació amb una mica més del 50%, de mitjana, a la zona de l'euro. A més a més, i a nivell de tot Europa, cal considerar la possibilitat que alguns dels projectes inclosos als plans nacionals de recuperació desenvolupats en el marc de l'NGEU s'hagin d'ajornar per falta de materials. Per tant, els riscos per al creixement en el 1T 2022 es concentren clarament a la baixa.

Mentrestant, els riscos per a la inflació a curt termini se centren a l'alça. A les pressions inflacionistes generades pels colls d'ampolla se suma l'encariment de l'electricitat per la forta pujada dels preus del gas: s'han multiplicat per set des del gener i no deixen de batre rècords. Aquest comportament és degut al fet que els inventaris de gas es trobaven en nivells històricament baixos per afrontar l'arribada de l'hivern, al mateix temps que augmentaven les tensions geopolítiques amb Rússia (subministra el 30% del gas que consumeix Europa), a conseqüència de la paralització per part d'Alemanya de la certificació per posar en marxa el gasoducte del Nord Stream 2. No obstant això, la pressió sobre la inflació hauria de remetre després de la primavera, a mesura que es resolguin els colls d'ampolla globals, ja que, a diferència dels EUA, a la zona de l'euro, els salaris estan continguts. Això és degut, d'una banda, al fet que, a Europa, els convenis engloben períodes de temps amplis i fixen màxims en els mecanismes d'indexació i, de l'altra, al fet que els mecanismes de regulació temporal d'ocupació han frenat la pèrdua de llocs de treball, però a costa de limitar la capacitat dels treballadors d'exigir millores salarials aprofitant la reobertura econòmica. En conseqüència, el creixement interanual dels salaris negociats va recular fins a mínims històrics en el 3T. Per tant, creiem que l'augment de la inflació serà temporal i anticipem un descens gradual des dels màxims

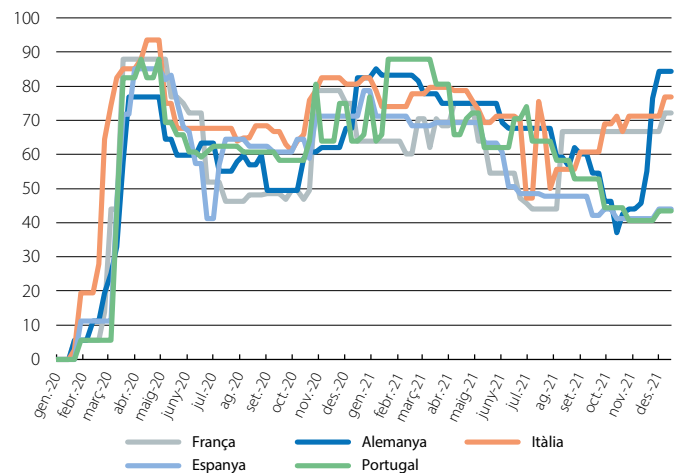
EUA: mercat laboral



Nota: Els salaris corresponen a la mitjana mòbil de tres mesos, creixement mitjà (segons dades de la Fed d'Atlanta). **Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

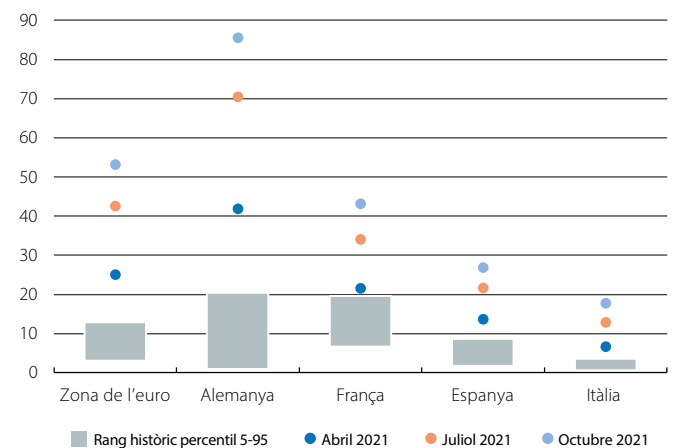
Zona de l'euro: índex de restriccions

(0 = sense restriccions; 100 = màxima restricció)



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

Zona de l'euro: escassetat de material i/o d'equipaments, factors que limiten la producció (% de respostes)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

actuals (el 4,9% al novembre-desembre). Així i tot, caldrà estar atents a l'evolució dels salaris en un context en què alguns països comencen a reconèixer certs problemes a l'hora de trobar mà d'obra.

ECONOMIES EMERGENTS

A la Xina, s'anticipa una desacceleració significativa el 2022. La política de COVID zero, les restriccions energètiques i els problemes del sector residencial són alguns dels majors reptes que afrontarà l'economia xinesa el 2022. En aquest sentit, les mesures adoptades per corregir els excessos del sector residencial (més del 12% del PIB xinès), restringint les possibilitats d'endeutament dels promotors, ja van explicar la forta correcció del sector durant el 2021, tendència que continuarà al llarg del 2022 (vegeu el Focus «[El sector immobiliari xinès: no és igual 8 que 80](#)», en aquest mateix Informe Mensual). La necessitat d'aquestes mesures queda justificada per l'impagament per part d'Evergrande de dos cupons al començament de desembre, la qual cosa li ha comportat la retallada de qualificació per part de Fitch a RD (impagament restringit).

Més positives són les perspectives per al sector exterior, reforçades per l'entrada en vigor, des de l'1 de gener del 2022, de l'Associació Econòmica Integral Regional (RCEP, per les sigles en anglès), el major acord de lliure comerç del món, signat per la Xina i per 14 economies més de l'Àsia Pacífic (l'Índia es va retirar el 2019): engloba gairebé el 30% de la població i del PIB mundials. En qualsevol cas, convé recordar que tant la política fiscal com la monetària tenen prou marge per actuar en cas d'un deteriorament de l'activitat més intenses del que s'espera.

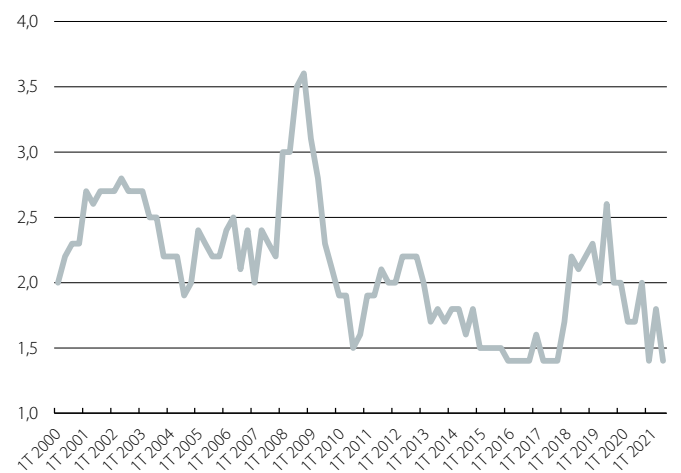
La resta d'economies emergents afronten el 2022 amb perspectives desiguals i condicionades, en part, per la seva vulnerabilitat externa. Les economies asiàtiques són, en general, les que presenten les perspectives més positives, mentre que, per a Rússia (el 2,5% vs. el 3,8% del 2021) i, sobretot, per al Brasil (el 0,8% vs. el 5,3%), anticipem una desacceleració substancial, arran, en part, de les pujades de tipus d'interès iniciades al començament del 2021 per contenir la inflació. Mèxic també frenarà de forma substancial el creixement el 2022 (el 3,0% vs. el 6,2%), per l'impacte negatiu sobre la inversió de la retòrica nacionalista del Govern de López Obrador i de les pujades de tipus d'interès que, previsiblement, es produiran quan la Fed iniciï el propi procés d'incrementos. Així, doncs, els riscos per a l'escenari de les economies emergents es concentren a la baixa. El principal factor de risc se centra en la normalització de la política monetària a les economies avançades, sobretot als EUA, per la inestabilitat que pot generar en alguns països, que, fins i tot, hauran de triar entre sostenir el creixement o evitar la sortida de capitals (vegeu el Focus «[Política monetària als emergents: dies difícils a la vista](#)», en aquest mateix Informe Mensual). Entre els més vulnerables, hi ha el Brasil, Egipte, l'Argentina, Sud-àfrica i Turquia. De fet, Turquia copa els titulars en les últimes setmanes per la forta depreciació de la lira i per les mesures, poc ortodoxes, aplicades per controlar aquest moviment (vegeu la secció de [Mercats financers](#)).

Europa: preu del gas *
(Euros per megawatt hora)



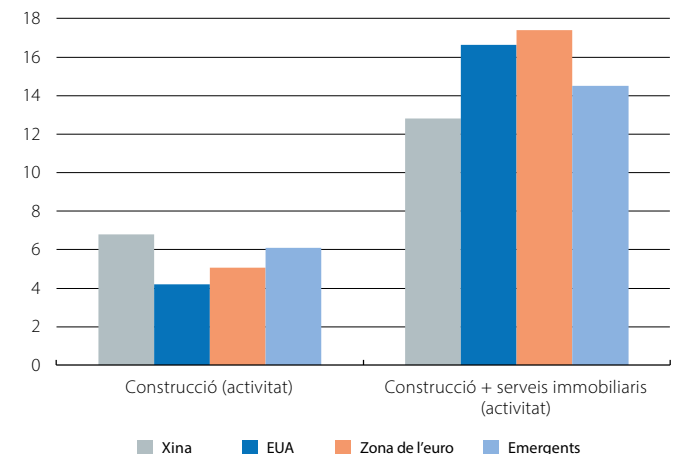
Nota: * Preu del futur a un mes de la referència de gas TTF Dutch.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Refinitiv.

Zona de l'euro: salaris negociats
Variació interanual (%)



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

El sector de la construcció: comparativa de mesures
(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de Goldman Sachs.