

El Cercle d'Economia, juntament amb CaixaBank Research, us ofereix cada mes una breu anàlisi de la situació econòmica global.

---

## Les claus econòmiques del mes

Març 2021

### El gran teatre econòmic: la inflació torna a escena i condiciona la Reconstrucció Econòmica

Oriol Aspachs, Director d'Estudis de CaixaBank Research

---

Com un meteoròleg quan s'apropa un canvi de temps, com un metge quan té un pacient per curar, com un enginyer al qual li demanen dissenyar un nou mecanisme o com un artista quan comença a pintar un quadre. Així ens sentim, al capdavant, els economistes. Després de mesos escoltant els epidemiòlegs, intentant desxifrar les implicacions dels seus diagnòstics per a l'escenari econòmic, **de sobte ha reaparegut en escena un dels nostres personatges favorits i ha encès un debat apassionat. Em refereixo a la inflació, que duia molts anys absent. En funció de com es comporti, i de com reaccionem al seu retorn, el tan anhelat desenllaç de la Reconstrucció Econòmica serà un o altre. Deixa'm que t'ho expliqui.**

Que la inflació ha estat absent es posa de manifest quan mirem enrere i observem la trajectòria que ha dibuixat en els últims anys. Per exemple, a la zona de l'euro, ha avançat a un ritme inferior a l'1% anual des del 2014. Aquest ha estat el seu comportament més habitual (per no dir mitjà), però, en diverses ocasions, es va quedar immòbil o, fins i tot, es va retirar mentre l'activitat econòmica continuava interpretant el seu paper. En els 10 anys anteriors, en canvi, semblava que es desplaçava amb un pas més ferm, a un ritme superior al 2% anual, i sempre de bracet de l'activitat. Però la falta de connexió que ha exhibit recentment amb la resta de l'economia, i que encara ens té desconcertats, no es limita només a l'escenari europeu. A nivell global també semblava que la història de la inflació havia arribat al seu final i culminava, així, una pèrdua gradual però sostinguda de protagonisme en l'escena econòmica internacional.

**El retorn a escena de la inflació ha estat abrupte.** A la zona de l'euro, va escalar fins al 0,9% al febrer després de tancar el 2020 en el -0,3%. Als EUA, també es va acostar als registres negatius de l'any passat, però ja flirteja amb l'1,5%. Hi ha diversos factors que expliquen aquest canvi de comportament (aspectes tècnics, l'impacte de canvis impositius o la normalització del preu del petroli), i tots jugaran un paper similar: augmentaran encara més el protagonisme de la inflació en els propers mesos i l'aproparan de manera puntual al 3% (a la zona de l'euro, una mica per sota; als EUA, una mica per damunt). De tota manera, el suport que li donaran serà temporal. Després es retiraran.

Però la història de la inflació continuarà. Altres elements aniran entrant en escena, canviaran el decorat per complet i propiciaran que mantingui un paper destacat, està per veure si fins i tot protagonista. **El títol de la nova temporada te'l pots imaginar: Reconstrucció Econòmica, i, probablement, la podràs veure abans del que t'imagines, espero.** Als principals països desenvolupats, el ritme de vacunació avança a bon ritme, tot i que amb diferències entre ells, i el més important és que la vacuna està demostrant que és molt efectiva. Als EUA, ja hi ha estats en què s'han reduït de manera notable les restriccions, i els indicadors d'activitat apunten a un avanç del PIB pròxim al 2% intertrimestral en el 1T i a un ritme encara més alt en el 2T, quan una gran part de la població ja podria estar immunitzada. La zona de l'euro es manté com una plaça de segona i haurà d'esperar fins al 2T per començar a reduir les restriccions a la mobilitat i a l'activitat. Serà llavors quan l'activitat econòmica començarà a agafar velocitat.

En aquesta mena d'actes, en què l'activitat entra en escena, la inflació solia guanyar protagonisme, però la falta de sintonia que les dues han mostrat en els últims anys ens obligarà a seguir el seu retrobament amb atenció. **Si la inflació reapareix associada a colls d'ampolla o a una reactivació més forta del que es preveu de la demanda embassada, podria posar en una situació difícil la política fiscal i la política monetària.**

La política monetària ha jugat un paper aparentment plàcid en els últims anys. Sense la inflació, ha dut a terme una actuació molt agressiva, ha mantingut unes condicions financeres extraordinàriament laxes i s'ha convertit en un puntal de l'activitat econòmica. Però **el repunt de les expectatives d'inflació que ja s'observa en la cotització de diversos indicadors financers i l'alça dels tipus d'interès a llarg termini**

**han posat en guàrdia les principals autoritats monetàries.** Fabio Panetta, membre del comitè executiu del BCE, ha deixat clar que interpreten el repunt de la inflació com un fenomen temporal i que faran tot el necessari perquè les condicions financeres continuïn sent molt laxes. A Europa, on la recuperació econòmica encara és incipient, és fonamental que així sigui. En canvi, als EUA, ara com ara la Fed està sent més permissiva amb el tensionament dels tipus d'interès, però es podria haver d'enfrontar a un paper difícil d'interpretar. Un enduriment abrupte de les condicions financeres frenaria la recuperació de l'activitat i desencadenaria episodis de turbulències als mercats financers, ja que les cotitzacions es basen en l'expectativa que els tipus d'interès es mantindran molt baixos durant un període llarg de temps. En gran part, aquesta expectativa l'ha alimentat la pròpia actuació de la Fed en els últims anys.

**Al flanc fiscal, hi ha un consens ampli: és millor pecar per excés de generositat que per excés de responsabilitat** (sovint, el debat es planteja en aquests termes, com si fossin posicions antagòniques i utilitzant unes paraules carregades de prejudicis). Però el retorn a escena de la inflació i la falta de previsibilitat del seu comportament fan témer que el paquet fiscal de l'Administració Biden, d'uns contundents 1,9 bilions de dòlars, contribueixi als riscos de sobreescalfament de l'economia nord-americana.

En fi. **Sembla que la història de la inflació continuarà i que el gran teatre econòmic comptarà amb un dels seus principals i més controvertits protagonistes. Confio que no ens obligarà a fer un gir de guió.** Per evitar-ho, en els propers mesos, caldrà actuar amb audàcia. Més enllà d'advertir del canvi de temps que s'aproxima, hem de posar en funcionament els mecanismes adequats perquè el pacient es recuperi de manera ràpida i sana. Ja ho veus, a la pràctica, un sent que l'economia és més un art que una ciència.

Oriol Aspachs  
Març de 2021

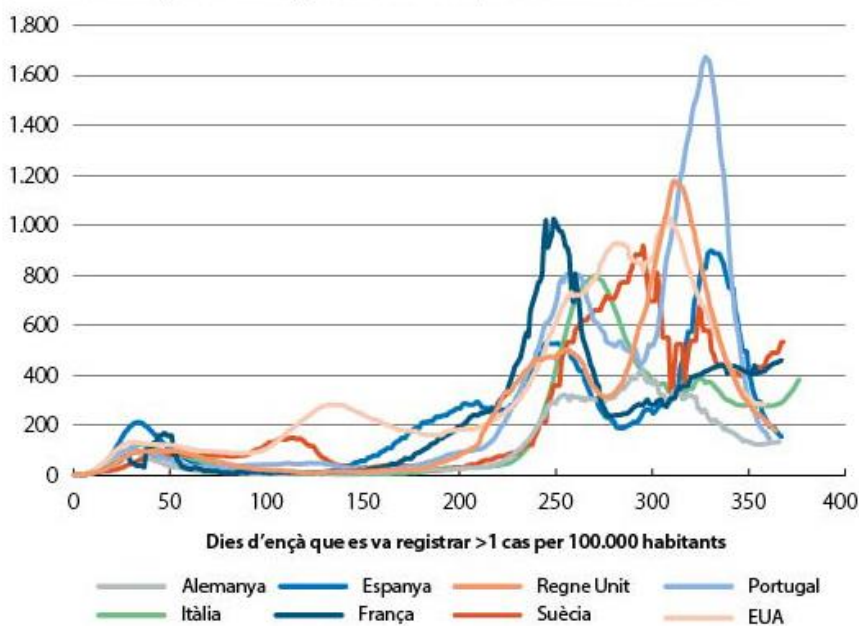
Amb la col·laboració de:



“Les claus econòmiques del mes” és una publicació de CaixaBank Research i el Cercle d’Economia que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank i el Cercle d’Economia no es responsabilitzen en cap cas de l’ús que se’n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank Research i el Cercle d’Economia, i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

## Incidència acumulada de COVID-19

Casos per 100.000 habitants acumulats en 14 dies  
(des del dia que es va registrar >1 mort per milió d’habitants)



**Nota:** Dades disponibles fins al 4 de març de 2021.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat d'Espanya, Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

## Evolució de la COVID-19 al món: campanya de vacunació

	Data de la primera dada	Data de l'última dada	Dosis administrades	% de població immunitzada*	Dosis en l'última setmana per 100.000 hab.
Israel	19-des.	3-març	8.436.312	41,3%	8.688
Estats Units	20-des.	3-març	80.540.474	8,1%	3.575
Polònia	28-des.	3-març	3.619.316	3,4%	1.616
Grècia	28-des.	3-març	991.409	3,3%	1.867
Dinamarca	27-des.	2-març	653.450	3,2%	1.927
Noruega	27-des.	2-març	510.991	3,1%	1.798
Espanya	4-gen.	2-març	4.217.429	2,8%	1.675
Alemanya	27-des.	3-març	6.813.173	2,7%	1.311
Portugal	27-des.	3-març	900.831	2,6%	1.770
França	27-des.	2-març	4.839.444	2,5%	1.207
Itàlia	27-des.	3-març	4.757.890	2,5%	1.255
Canadà	14-des.	3-març	2.091.700	1,5%	1.016
Regne Unit	13-des.	2-març	21.599.027	1,3%	3.819
Xina	15-des.	28-febr.	52.520.000	1,1%	307
Rússia	15-des.	3-març	5.489.342	0,8%	342

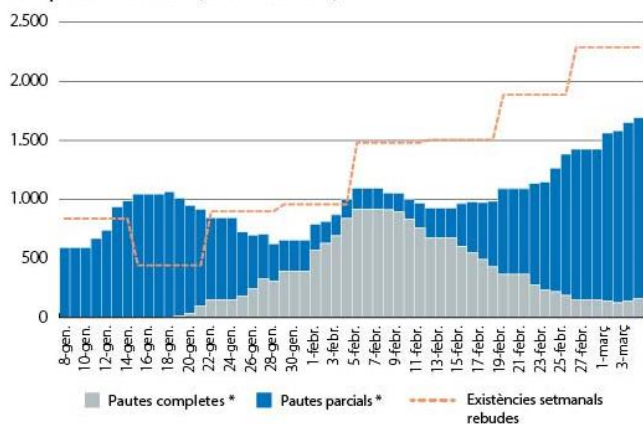
**Notes:** Dades actualitzades el 4 de març de 2021. \* Suposant que per immunitzar la població de més de 16 anys cal una mitjana d'1,7 dosis per persona. L'objectiu del Ministeri de Sanitat d'Espanya és immunitzar el 70% de la població de més de 16 anys al final de l'estiu.

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

## Evolució de la COVID-19 a Espanya: campanya de vacunació

Ritme de vacunació i recepció setmanal d'existències

Dosis per 100.000 habitants (acumulats de 7 dies)



El ritme de vacunació necessari per immunitzar:\*\*

• 70% de la població de més de 16 anys el 30 de setembre

**3.059** dosis setmanals per 100.000 hab.  
1,8 vegades major que l'actual

• 90% de la població de més de 65 anys el 31 de maig

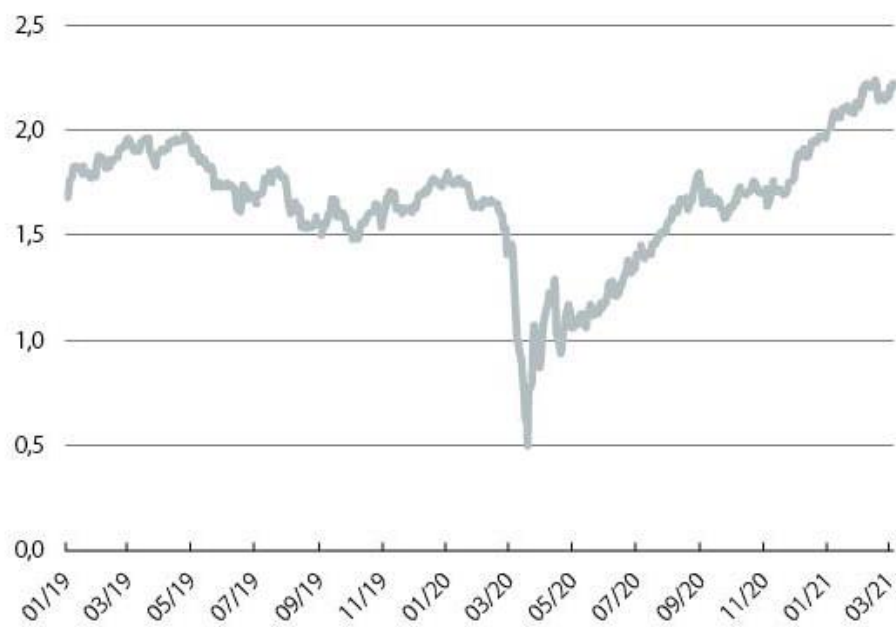
**2.075** dosis setmanals per 100.000 hab.  
1,2 vegades major que l'actual

**Notes:** \* Pauta completa: 2a dosi de les vacunes de Pfizer o Moderna, o 1a dosi de la d'AstraZeneca. Pauta parial: 1a dosi de les vacunes de Pfizer o Moderna. \*\* Suposant que per immunitzar la població de més de 16 anys (més de 60 anys) cal una mitjana d'1,7 dosis (2 dosis) per persona. L'objectiu del Ministeri de Sanitat és immunitzar el 70% de la població de més de 16 anys al final de l'estiu.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Sanitat.

## EUA: expectatives d'inflació

(%)

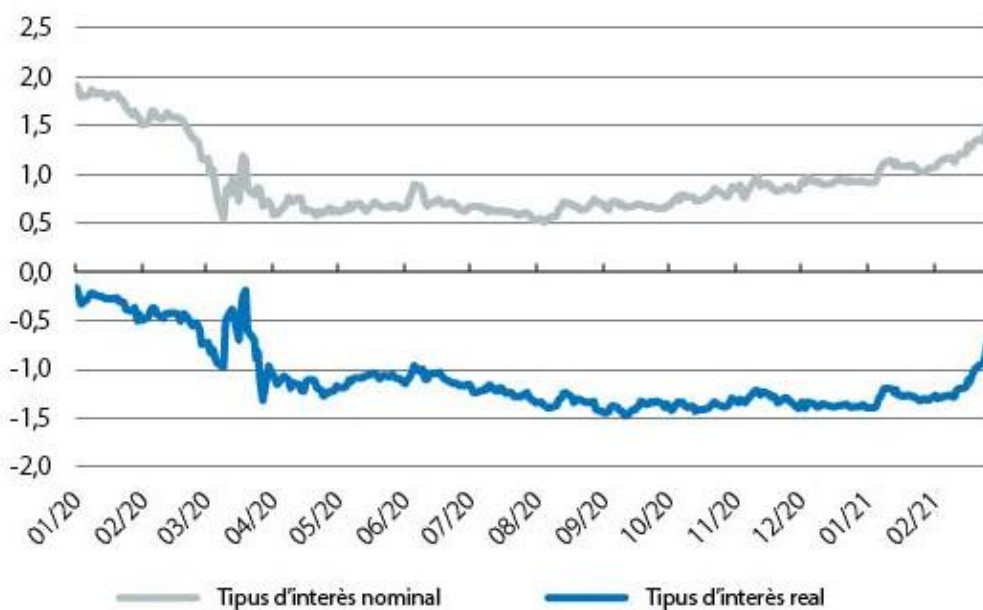


**Nota:** 10-Year Breakeven Inflation Rate.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Fed de St Louis.

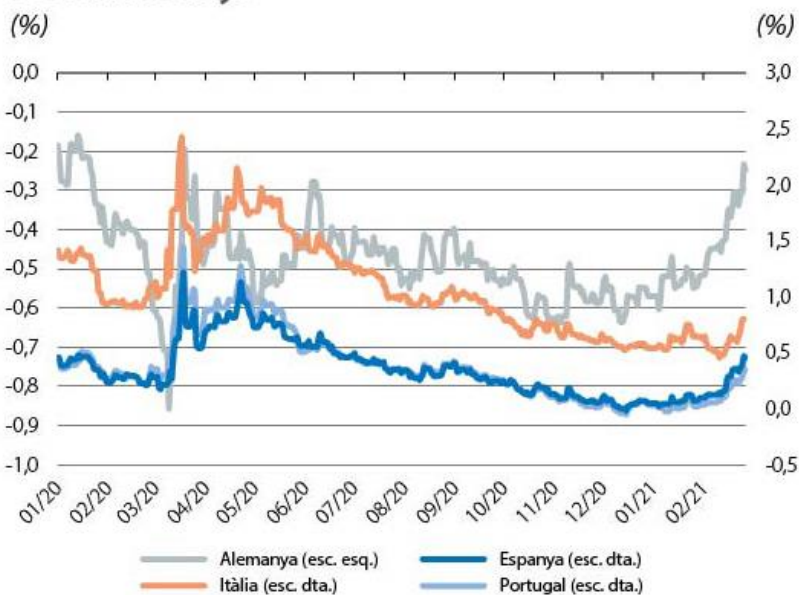
## EUA: tipus d'interès

Tipus d'interès del bo a 10 anys (%)



**Nota:** El tipus d'interès real és el resultat de restar les expectatives d'inflació del tipus d'interès nominal.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

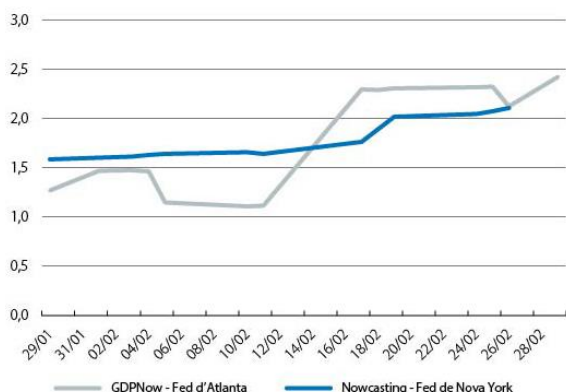
## Zona de l'euro: tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



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

## EUA: previsions del PIB 1T 2021

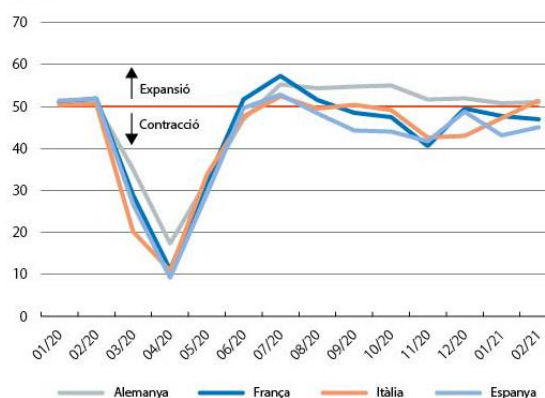
Variació intertrimestral (%)



Nota: Evolució en el temps de la previsió de creixement del PIB segons diferents models.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les Reserves Federals d'Atlanta i de Nova York.

## Zona de l'euro: índex PMI compost

Nivell



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

## Consum en el conjunt d'Espanya \*

Variació interanual

	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	Novembre 2/11-29/11	Desembre 30/11-31/1	Gener 4/1-31/1	Febrer 1/2-28/2	Febrer				Març
									1/2-7/2	8/2-14/2	15/2-21/2	22/2-28/2	1/3-7/3
<b>Targetes espanyoles</b>	-2%	-23%	2%	-3%	-8%	-4%	-5%	-7%	-7%	-10%	-6%	-4%	-1%
Consum presencial (exc. reintegraments)	-4%	-25%	9%	-1%	-8%	-2%	-4%	-5%	-10%	-7%	-3%	-1%	2%
Béns de primera necessitat	20%	52%	33%	30%	28%	27%	36%	29%	32%	33%	31%	23%	24%
Retail	-17%	-50%	4%	-10%	-21%	-11%	-14%	-18%	-29%	-23%	-13%	-7%	5%
Transport	-19%	-58%	-15%	-26%	-33%	-27%	-27%	-26%	-32%	-27%	-25%	-21%	-22%
Oci i restauració	-9%	-61%	8%	-23%	-35%	-23%	-39%	-35%	-45%	-37%	-31%	-28%	-19%
Turisme (allotjament, agències...)	-32%	-79%	-18%	-36%	-44%	-35%	-40%	-50%	-52%	-49%	-54%	-47%	-38%
Reintegraments	-3%	-31%	-13%	-16%	-20%	-17%	-13%	-17%	-12%	-22%	-21%	-18%	-11%
e-Commerce	6%	6%	8%	16%	16%	20%	9%	9%	16%	1%	7%	11%	14%
<b>Targetes estrangeres</b>	-26%	-84%	-61%	-59%	-58%	-54%	-60%	-62%	-62%	-64%	-64%	-59%	-52%
Consum presencial (exc. reintegraments)	-28%	-89%	-62%	-66%	-67%	-59%	-62%	-67%	-68%	-69%	-68%	-65%	-60%
Reintegraments	-36%	-74%	-58%	-46%	-44%	-40%	-39%	-43%	-40%	-43%	-46%	-44%	-41%
e-Commerce	-15%	-67%	-52%	-41%	-36%	-44%	-64%	-58%	-60%	-61%	-61%	-49%	-32%
<b>Total espanyols i estrangers</b>	-4%	-29%	-5%	-7%	-11%	-7%	-8%	-11%	-10%	-13%	-11%	-8%	-4%

Nota: \* Despesa amb targetes emeses per CaixaBank, despesa de no clients en TPV de CaixaBank i reintegraments en caixers de CaixaBank.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de CaixaBank.