# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2022

**AURELIO GARCÍA DEL BARRIO ZAFRA, DOCTOR EN CIENCIAS ECONÓMICAS Y DIRECTOR DEL GLOBAL MBA CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

IEB
INSTITUTO DE ESTUDIOS BURSATILES

**PERSPECTIVAS ECONÓMICAS 2022**

**Aurelio García del Barrio Zafra, Doctor en CC Económicas y Director Global MBA del IEB**

## ENTORNO GLOBAL

Después de un año 2020 que supuso, debido a la pandemia de la COVID-19, una profunda recesión, la economía mundial se encamina en 2021 a registrar su mayor crecimiento en más de medio siglo, sin embargo, las diferencias entre países se amplían y puede provocar desequilibrios.

La solidez de la recuperación mundial a corto plazo se puede atribuir en gran medida a unas pocas economías importantes, como Estados Unidos y China.

**La economía mundial crecerá en 2021 en torno a un 5,6% debido a varios factores:**

Por un lado, el ritmo de vacunación que ha contribuido a mejorar las previsiones en muchos países; sin embargo, esto se concentra principalmente en las economías avanzadas. A fecha de Octubre de 2021, un 35% de la población mundial ha sido vacunada con la pauta completa.

El otro factor importante que ha contribuido al crecimiento es la política económica, tanto en su vertiente fiscal como monetaria.

Desde el comienzo de la pandemia la respuesta de las autoridades con responsabilidad en materia de política económica ha sido muy amplia, en el ámbito fiscal, monetario, prudencial y regulatorio. Todo ello ha permitido proteger parcialmente las rentas y la liquidez de los hogares y de las empresas, estabilizar los mercados y el sistema financiero, y reducir los potenciales efectos adversos de esta crisis sobre la capacidad de crecimiento de las economías a medio plazo.

En el caso de la política monetaria, algunas de las principales medidas adoptadas, como la compra de bonos públicos a gran escala, han contribuido a ampliar el margen de actuación de las autoridades fiscales para llevar a cabo las medidas de apoyo a la economía.

La intensa respuesta de las políticas económicas a escala global ha permitido mitigar el impacto adverso de la crisis y apoyar la recuperación. Las distintas autoridades nacionales y supranacionales reaccionaron a la crisis económica provocada por la pandemia adoptando medidas de apoyo monetarias, fiscales y financieras extraordinarias, que se han ido extendiendo y adaptando a la evolución cambiante de la situación sanitaria.

El despliegue de este amplio conjunto de medidas de política económica ha mitigado la incidencia de la crisis en los niveles de actividad empresarial y en el empleo. También habría contribuido a esto último el hecho de que, tras la primera ola de la pandemia, las autoridades adoptaran medidas más focalizadas para contener la expansión del virus, y los hogares y las empresas desarrollaran una notable capacidad de adaptación a la nueva coyuntura sanitaria, social y económica imperante.

Se observa en 2021 un rápido aumento de la demanda a medida que las economías se reabren que ha hecho subir los precios de productos como el petróleo y los metales, a la vez que las tensiones en las cadenas de suministro se han sumado a las presiones de los costes. Los alimentos también suben,

impulsando los precios especialmente en los mercados emergentes. Así mismo, los costes de transporte han aumentado considerablemente.

Las recientes presiones sobre los precios en gran parte reflejan la inusual evolución relacionada con la pandemia y los desajustes transitorios entre la oferta y la demanda. Se prevé que la inflación regrese a los rangos que se registraban antes de la pandemia en la mayoría de los países en 2022 una vez que estas perturbaciones vayan quedando reflejadas en los precios, pero persiste una gran incertidumbre. También se prevé que la inflación sea elevada en algunas economías emergentes y en desarrollo, debido en parte al alto nivel de los precios de los alimentos.

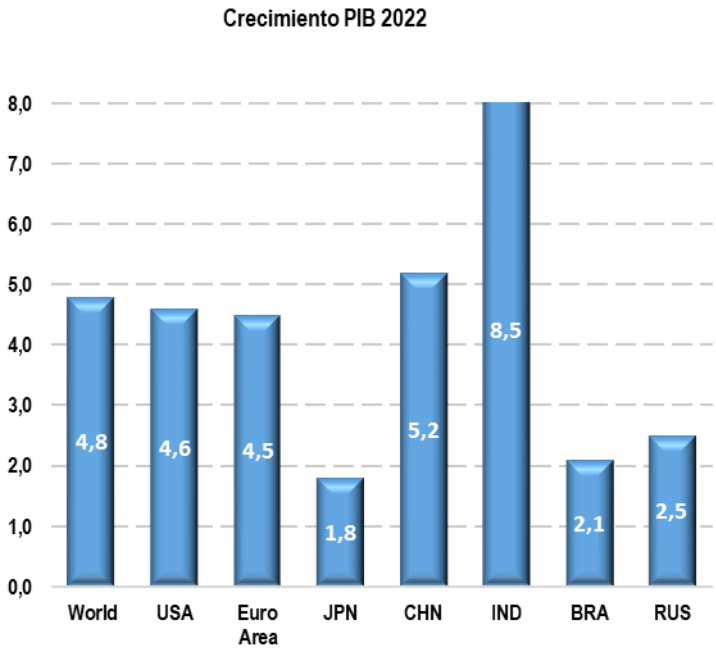
**Miramos hacia un 2022** con un ritmo de actividad mundial aun históricamente elevado, pero ya no con las oscilaciones de 2020 y 2021. En ese sentido, el crecimiento de la economía a nivel mundial será de un 4,8%. También se espera que las disrupciones de oferta, en particular las disrupciones en las cadenas globales de aprovisionamiento, que están presionando con intensidad a la inflación en prácticamente todas las economías, vayan remitiendo y se confirme que el shock de precios tiene un carácter temporal.

La mayoría de los países habrá una disponibilidad general de vacunas de aquí a finales de 2022. Algunos países alcanzarán niveles bajos de transmisión local antes que otros, dependiendo de las circunstancias específicas de cada país.

En política fiscal, el mayor respaldo fiscal en Estados Unidos en consonancia con el tamaño global acumulativo del Plan de Empleo Estadounidense y el Plan para las Familias Estadounidenses propuestos por el gobierno actual. Las economías de la UE

Nos encontramos a finales de 2021 en un proceso de normalización; estamos asistiendo a un progresivo movimiento hacia zonas del ciclo económico paulatinamente menos afectadas por la COVID-19 en muchas economías. Menos afectadas no significa en absoluto sin impacto (los coletazos de la variante Delta todavía están entre nosotros).

Y la posición hacia la normalización no es la misma para todos los países. En términos generales, China y, a distancia, EE. UU. están avanzados en este recorrido, y otras economías, en particular en Europa, se está en fases más retardadas de la recuperación y, por tanto, más iniciales de esta normalización.




Elaboración propia

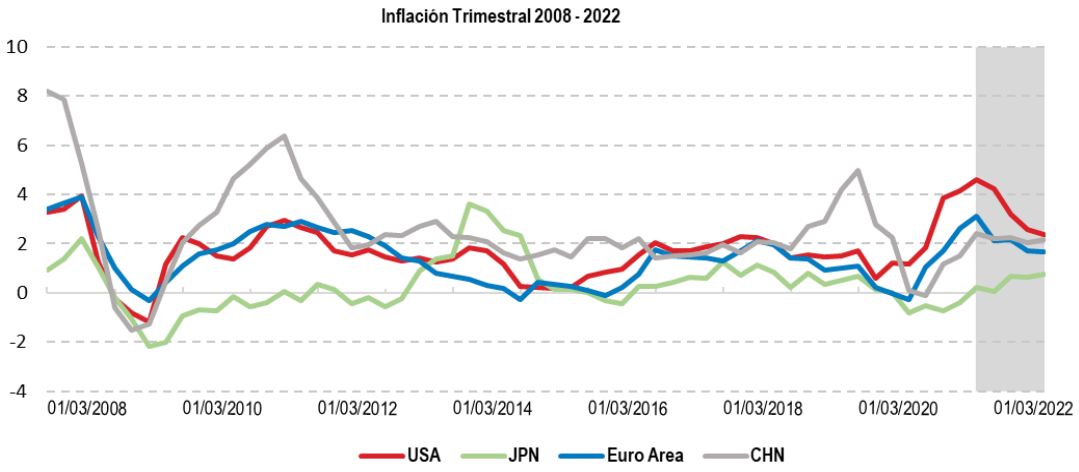
también se verán impactadas por las transferencias directas y préstamos previstos en el marco del plan Next Generation EU.

La política monetaria seguirá siendo laxa en la UE, mientras que USA se plantea el tapering en 2022.

La acumulación de un exceso de ahorro de los hogares durante la pandemia y la escasa actividad de contacto personal intensivo y viajes es un aspecto fundamental de la desaceleración y el repunte sin precedentes. El ahorro tendió a acumularse más en los países que proporcionaron mayor apoyo fiscal a los hogares, lo que protegió el ingreso disponible. A medida que reabran las economías, se prevé un repunte en el gasto privado, financiado en parte mediante este ahorro. La velocidad a la que se utilice este ahorro influirá en el ritmo de la recuperación y la presión inflacionaria.

El fuerte repunte de la demanda mundial, las interrupciones de la oferta y el agotamiento de los inventarios han elevado los precios de las materias primas y los costes de transporte en todo el mundo, particularmente en América del Norte y Europa.

La persistencia de las presiones inflacionistas de los últimos meses en EE.UU. y, en menor medida, en Europa, y la desaceleración observada en diversos indicadores de su actividad han despertado temores de que la economía mundial se dirija, en los escenarios más extremos, a una estanflación.




Elaboración propia

A corto plazo, las previsiones de inflación apuntan a factores temporales, aunque persistentes, que presionan al alza y que en su mayor parte se irán disipando conforme aumente la capacidad productiva.

Las incertidumbres se centran en cuánto tiempo será necesario para que la oferta satisfaga la demanda, ante las dudas de que puedan aparecer nuevas variantes del virus y sucesivas olas de contagios.

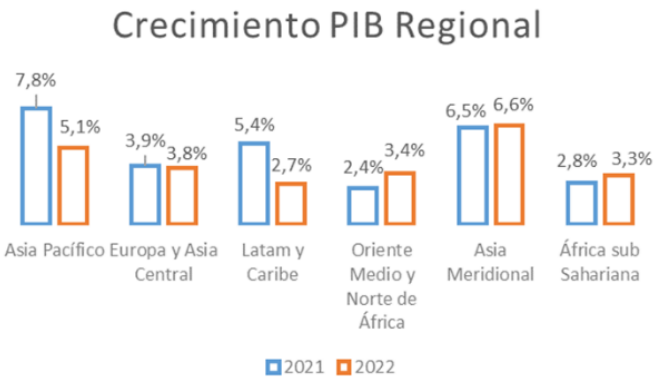
Hacia delante, la clave será la capacidad de evitar espirales de aumentos de precios y salarios, y un desanclaje de expectativas, lo que podría exigir que la política monetaria actúe antes de los previsto y se vea obligada a sobrerreaccionar.

Aunque, no puede esperarse que la recuperación continúe a tasas similares a las observadas durante el rebote tras las profundas caídas de 2020, la visión a corto plazo es que el crecimiento en 2021 y 2022 en EE.UU. y Europa se sitúe por encima de su potencial.

Tanto en el terreno de la inflación como en el del crecimiento, las autoridades económicas en los países desarrollados tienen margen de maniobra en términos de las políticas disponibles y de tiempo, para evitar errores y que se materialicen inevitablemente los riesgos de estanflación en el futuro.

El riesgo de un ritmo de vacunación más lento de lo previsto permitiría que el virus mutara aún más. Las condiciones financieras podrían endurecerse rápidamente, por ejemplo, por efecto de una revaluación de las perspectivas de la política monetaria en las economías avanzadas si las expectativas de inflación aumentaran más rápidamente de lo previsto. Un doble golpe a las economías emergentes y en desarrollo por el empeoramiento de la dinámica de la pandemia y el endurecimiento de las condiciones financieras externas afectaría gravemente su recuperación y podría reducir el crecimiento mundial.

En términos regionales el crecimiento será desigual. La recuperación en la mayoría de las regiones de mercados emergentes y economías en desarrollo no será suficiente para revertir el daño provocado por la pandemia. Para 2022, se espera que la producción en todas las regiones continúe por debajo de la situación anterior a la pandemia, bajo la presión de la pandemia en curso y sus consecuencias, entre ellas, cargas de endeudamiento más altas y daños provocados a muchos de los factores impulsores de la posible producción.




Elaboración propia

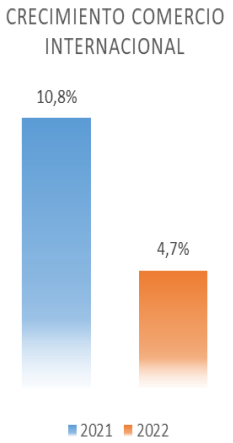
Se prevé que la recuperación en economías pequeñas que dependen del turismo será especialmente débil mientras existan restricciones a los viajes. Todas las regiones continúan siendo vulnerables a nuevos brotes de COVID-19 y tensiones financieras agravadas por los altos niveles de endeudamiento.

La rápida acomodación fiscal y monetaria, tanto en países avanzados como emergentes, sirvió de estabilizador contracíclico permitiendo estabilizar los efectos del shock. En los meses posteriores, y hasta la primera mitad de 2020, volvieron a retomarse las emisiones de deuda, las salidas de capitales cesaron e incluso revertieron de forma selectiva, y los abruptos movimientos experimentados en los tipos de cambio se estabilizaron; estos últimos, en parte, debido a un punto de partida de tipos de cambio reales más depreciados como resultado de la dinámica previa de tensiones comerciales y una posición de reservas relativamente robusta. En la segunda mitad de 2020, y una vez superada una primera fase, las dinámicas negativas registradas volvieron a aparecer de manera selectiva pese a haberse recuperando algo de movilidad y apreciarse crecientes contribuciones de la demanda externa. Más aun, las dinámicas acaecen en un contexto en el que tras el ajuste por cuenta corriente sufrido en la primera mitad de año la balanza de pagos de la región no presentaba desequilibrios por primera vez en una década.

La fuerte depreciación de algunas monedas (como la brasileña o la colombiana) tuvieron adicionalmente el catalizador de factores idiosincráticos que acrecentaron la percepción de riesgo en el país.

Respecto al comercio mundial, veremos un crecimiento del volumen del comercio mundial de mercancías del 10,8% en 2021, seguido de un aumento del 4,7% en 2022. En principio el crecimiento se moderará según el comercio de mercancías se vaya ajustando a su tendencia a largo plazo anterior a la pandemia. Las dificultades relacionadas con la oferta, como la escasez de semiconductores y los retrasos en los puertos, pueden someter a tensiones a las cadenas de suministro y afectar al comercio en determinadas esferas, pero es poco probable que tengan repercusiones importantes en los agregados mundiales. Los mayores riesgos de deterioro provienen de la propia pandemia.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| **Volumen Comercio Mundial** | 10,8% | 4,7% |
| **Exportaciones** | | |
| América del Norte | 8,7% | 6,9% |
| América del Sur | 7,2% | 2,0% |
| Europa | 9,7% | 5,6% |
| CEI | 0,6% | 8,5% |
| África | 7,0% | 6,0% |
| Oriente Medio | 5,0% | 9,6% |
| Asia | 14,4% | 2,3% |
| **Importaciones** | | |
| América del Norte | 12,6% | 4,5% |
| América del Sur | 19,9% | 2,1% |
| Europa | 9,1% | 6,8% |
| CEI | 13,8% | -0,8% |
| África | 11,3% | 4,1% |
| Oriente Medio | 9,3% | 8,7% |
| Asia | 10,7% | 2,9% |




Elaboración Propia

## ESTADOS UNIDOS

Estados Unidos es la mayor economía a nivel mundial, un país altamente industrializado con elevados niveles de productividad y uso de tecnologías modernas. Los sectores clave incluyen la agricultura (maíz, soya, res y algodón); manufactura de maquinaria, productos químicos, comida y automóviles y mercado terciario en auge enfocado a las finanzas, seguros, bienes raíces, arriendos y arrendamientos.

El sector Agrícola Americano es, sin duda, uno de los más grandes del mundo. El sector industrial aporta el 18,2% del PIB y emplea a un 20% de la fuerza laboral. Además de las industrias mencionadas más arriba, el país también es líder mundial en las industrias aeroespacial y farmacéutica.

Gracias a sus abundantes recursos naturales, Estados Unidos se ha convertido en un líder en la producción de una cantidad de minerales, y ha sido capaz de mantener una producción diversificada. El país es el mayor productor de gas líquido natural, aluminio, electricidad y energía nuclear. Es también el tercer productor a nivel mundial de petróleo.

Con esta presentación, la importancia de la economía estadounidense en el mundo es crucial.

El impacto de la pandemia en Estados Unidos ha sido muy severo, pero igual que su caída en la economía tuvo un impacto grandísimo, su recuperación ha sido rápida también; la recuperación en “V”, donde la economía sufre un período agudo pero breve de declive económico con una depresión claramente definida, seguida de una fuerte recuperación.

La extensión de la variante Delta ha dejado su huella en los índices de movilidad y de consumo, que da lugar a una pérdida de dinamismo en el mercado laboral. De este modo, la recuperación parece ralentizarse, aunque el PIB siga expandiéndose a ritmos elevados. La previsión de crecimiento del PIB en 2021, es de un 5,9%.

La previsión de crecimiento del PIB americano para 2022 es de un 4,6%.

El plan de estímulo de 1,9 billones de dólares del presidente Joe Biden elevará este año el PIB de Estados Unidos por encima de su nivel anterior a la crisis. La gran pregunta es si las medidas mejorarán el potencial de crecimiento del país lo suficiente como para hacer frente a los crecientes retos fiscales de los próximos años.

El Plan de Rescate Estadounidense, por valor de 1,9 billones de dólares (alrededor del 8,5% del PIB de 2020), proporcionará un importante impulso inicial a la actividad económica en Estados Unidos (AA/Estable), con lo que el PIB superará los niveles anteriores a la crisis a finales de 2021, muy por encima de algunas de las mayores economías europeas, como Francia (AA/Estable) y el Reino Unido (AA/Negativa).

Se espera que el mayor impulso a la demanda agregada a corto plazo se produzca a través de los pagos directos a los hogares, que representan alrededor de una quinta parte del paquete de ayudas total. Además, es probable que las continuadas políticas monetarias acomodaticias de Estados Unidos aumenten los efectos multiplicadores a corto plazo del paquete, elevando el crecimiento de Estados Unidos en 2021 y 2022 a alrededor del 5-6%.

Pero, no sólo importa el tamaño y el momento del estímulo, sino también su

composición. El acuerdo de Biden aborda dos debilidades crediticias interrelacionadas –el potencial de crecimiento a medio plazo y los preocupantes problemas sociales– a costa de la tercera, el deterioro estructural de las finanzas públicas estadounidenses.

Además de los pagos directos a los hogares y la ampliación de las prestaciones por desempleo y los créditos fiscales para las familias, el paquete de medidas prevé ayudas a la administración federal y local, a las escuelas, al transporte y a la vacunación contra el Covid-19, además de ayudas a los hogares para el pago de alquileres, servicios públicos e hipotecas. El impacto fiscal este año será de unos 1,2 billones de dólares, posteriormente de unos 500.000 millones en 2022 y el resto en los próximos años.

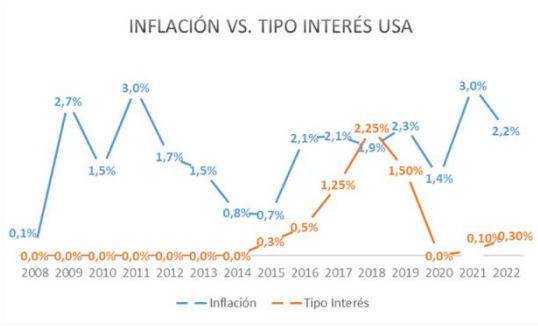
Con el estímulo adicional, tras el paquete de 900.000 millones de dólares aprobado posteriormente, los fundamentos fiscales de Estados Unidos seguirán siendo estructuralmente más débiles durante años.

La deuda pública en relación con el PIB aumentará en unos 6 puntos porcentuales para 2023 y alcance alrededor del 135-140% del PIB para 2025.

La tasa de desempleo cerrará 2021 en un 4,8%, repuntando en 2022 hasta un 3,8%. Básicamente, USA recupera el pleno empleo, después de que la pandemia disparara la tasa de desempleo, puntualmente, hasta un 15%.

Se habían observado un aplanamiento de la curva de Phillips y elevada inactividad, que ponían freno a las presiones inflacionarias; ahora, donde el empleo se recupera, se observa que las presiones inflacionarias aparecen.

Con respecto a la inflación, se observa un notable ajuste al alza para 2021 hasta el 3%, sin embargo, la visión es que estos repuntes serán transitorios; en 2022 se proyecta que la inflación se moderará en torno al 2,2%. El balance de riesgos sobre la inflación, no obstante, está sesgado hacia el alza.




Elaboración propia

Un escenario de estaflación no parece factible en este momento.

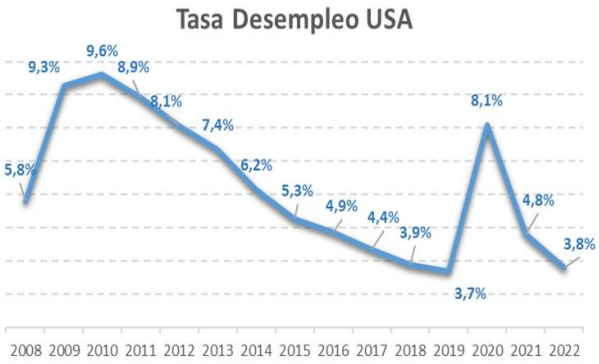
Se ha visto progreso hacia los objetivos de inflación y pleno empleo, condiciones necesarias para iniciar el tapering. El foco sigue puesto en el mercado laboral. La Fed está a favor de comenzar a reducir el ritmo mensual de compras netas a corto plazo, y espera culminar las compras netas a mediados de 2022, lo que sería coherente con reducciones en torno a los 20.000 millones de dólares por reunión.

La economía está a punto de experimentar un boom alimentado por la reducción del temor al virus, la estabilidad de los ingresos de los hogares y el elevado ahorro. La demanda de los consumidores pasará de los bienes a los servicios, mientras que la oferta responderá gradualmente a una mayor actividad.

El aumento de la inflación será una característica del desequilibrio transitorio de la oferta y la demanda, pero no se prevé un recalentamiento de la economía. A medida que las condiciones de salud mejoran y la economía se reabre, el generoso estímulo fiscal, el repunte del empleo y el aumento del optimismo impulsarán el crecimiento del consumo en un orden de magnitud de dos cifras.

Por su parte, el mercado laboral añadió 559 mil puestos de trabajo. El desempleo

volverá a tasas cercanas a las de 2019 a inicios de 2022.




Elaboración propia

Con respecto a la inflación, asistimos a un repunte con algo de histéresis en 2021, la cual se prolongará hasta entrado 2022, aunque descartamos un cambio de régimen de la inflación y creemos que la Reserva Federal estará cómoda con tasas superiores al 2% durante algún tiempo.

Para empezar a subir tipos, la Fed establece unas condiciones más estrictas: máximo empleo, inflación al 2% y en camino de superar moderadamente el 2% durante algún tiempo; estas condiciones se producirán hacia finales de 2022.

Actualmente el FOMC está dividido sobre la posibilidad de adelantar la primera subida de tipos a 2022, pero que favorece tres subidas en 2023. Se observa un sesgo más hawkish en la posición de la Fed, que se muestra menos complaciente sobre el riesgo de que las presiones inflacionarias persistan por más de lo esperado; el ajuste en la proyección de los tipos oficiales es una advertencia de que el banco central está preparado para actuar en caso de ser necesario.

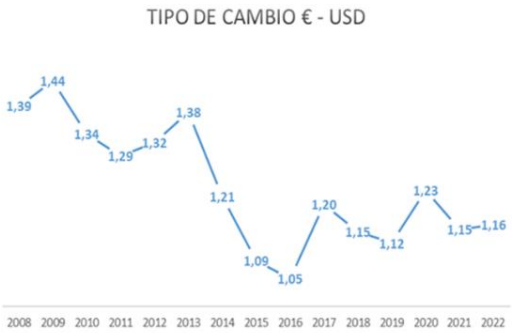
Si la política monetaria se volviese más restrictiva a un ritmo mayor del esperado podría afectar negativamente a los bonos y a la bolsa.

En el escenario actual, con un crecimiento económico mejorando, pero sin excesivas expectativas de inflación y con un elevado endeudamiento, la Fed será prudente en la retirada de estímulos.

Este entorno conllevaría incrementos moderados de las TIRs de los bonos y subidas en la bolsa, siempre que dichas TIRs no aumenten demasiado (ej., TIR bono EE.UU. 10 años < 2,5%). Los sectores más beneficiados serían los más value, en concreto bancos, energía, materiales y coches. Los más perjudicados farma, consumo estable, utilities y tecnología.

El comienzo de la normalización de la política monetaria resultará en un dólar más fortalecido en los próximos meses. La Fed se adelanta a otros bancos centrales en la retirada de estímulos. Una menor compra de activos y unos tipos de interés reales más altos aumentarán el atractivo del dólar.

La Fed iniciará el tapering antes del final de año y el proceso estará terminado a medidos de 2022. La reducción de las compras de activos (120.000M$/mes actual) significa un menor volumen de dólares en circulación, lo que incrementa el valor de la moneda. Además, la rentabilidad real del dólar mejorará en 2022 consecuencia de tipos de interés nominales más altos y una moderación en la inflación.




Elaboración propia

Existen argumentos que justifican una debilidad del dólar frente al euro. En primer lugar, un mayor déficit comercial y mayores gastos presupuestarios en EE.UU. llevan a una mayor depreciación para el dólar. Además, el dólar pierde atractivo como activo refugio en un entorno de menores incertidumbres (alta efectividad de las vacunas, resolución de incertidumbres políticas).

EL tipo de cambio €/USD será de 1,15 para finales de 2021 y 1,16 para finales de 2022.

Respecto a la deuda, EE.UU., está en proceso de elevar el techo de la misma, ya que de no hacerlo se imposibilitaría que el Gobierno pueda hacer frente a sus pagos, y eso arrastraría a la economía a la recesión; actualmente el techo de deuda está en 22 billones USD, mientras que la deuda ha alcanzado los 29 billones USD. El escenario de un default socavaría la credibilidad de Estados Unidos para hacer frente a sus obligaciones de crédito.

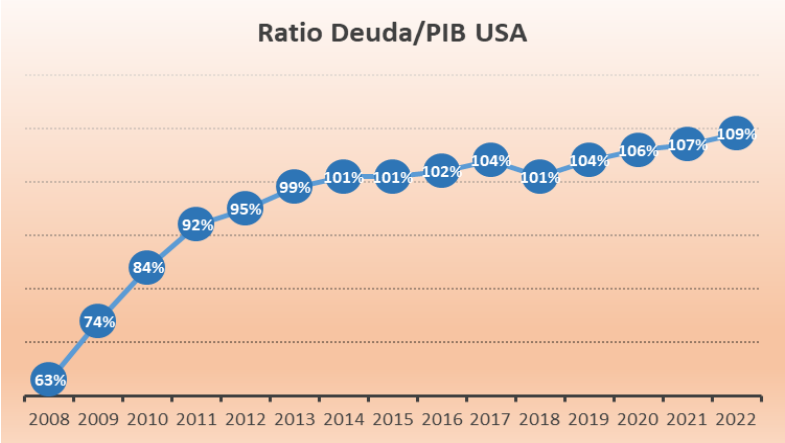
Los valores emitidos por el Tesoro de Estados Unidos son vistos como el activo más seguro del mundo y eso respalda al dólar como moneda de reserva mundial y poner eso en cuestión por no pagar cualquiera de nuestras facturas sería catastrófico.

Estados Unidos nunca ha incumplido los pagos de su deuda, y eso es una columna vertebral del sistema económico mundial.

La falta de pago sería una herida auto infligida que socavaría la recuperación de la economía de la pandemia de covid-19, y quizás haría un daño permanente a la posición internacional de Estados Unidos.

En 2011, el país estuvo a días de un default después de que los republicanos se negaran a aceptar un aumento del tope de endeudamiento a menos que el presidente demócrata Barack Obama aceptara concesiones en sus planes de gasto, destinadas a recortar a largo plazo al creciente déficit fiscal de Estados Unidos.

Wall Street cayó un 6% a medida que se acercaba la fecha límite para elevar el tope de deuda del país. Luego, después de que los mercados terminaron su última sesión de la semana, S&P Global Ratings rebajó la calificación crediticia de Estados Unidos a un nivel justo por debajo de su calificación máxima "AAA", donde había estado antes durante décadas. Cuando los mercados reabrieron el lunes, el S&P 500 cayó un 6,6%.




Elaboración propia

## EUROPA

Tras un primer trimestre de 2021 en el que la actividad económica superó las expectativas y un segundo trimestre en el que la mejora de la situación sanitaria aceleró la relajación de las restricciones de control de la pandemia, se prevé una recuperación de la economía europea más rápida de lo esperado.

La economía de la UE y de la zona del euro crecerá un 4,8 % en 2021 y un 4,5 % en 2022. Se prevé que el PIB real vuelva a su nivel anterior a la crisis en el último trimestre de 2021, tanto en la UE como en la zona del euro.

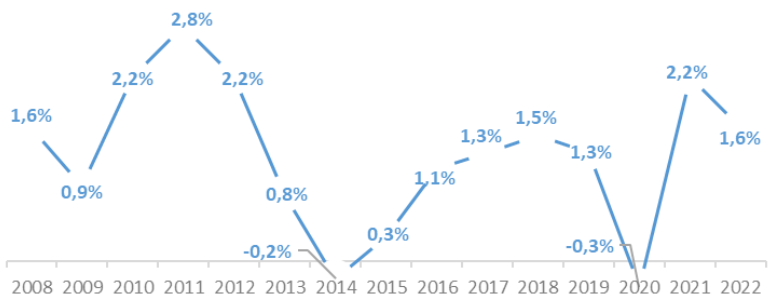
Se espera que el crecimiento se fortalezca debido a varios factores. En primer lugar, la actividad económica en el primer trimestre del año superó las expectativas. En segundo lugar, una estrategia eficaz de contención del virus y los avances en la vacunación provocaron una disminución del número de nuevos contagios y hospitalizaciones, lo que, a su vez, permitió a los Estados miembros de la UE reabrir sus economías durante el trimestre siguiente.

Esta reapertura benefició, en particular, a las empresas del sector de los servicios. Los resultados optimistas de las encuestas a los consumidores y las empresas, así como los datos de rastreo de la movilidad, indican que ya se está produciendo una fuerte recuperación del consumo privado.

Además, hay muestras de una reactivación de la actividad turística dentro de la UE, que debería verse aún más beneficiada por la entrada en vigor del nuevo certificado digital COVID de la UE implantado en Julio pasado. Se espera que la combinación de estos factores compense el impacto negativo de la escasez temporal de factores de producción y del aumento de los costes que afectan a algunas partes del sector de la industria de transformación.

Se prevé que el consumo y la inversión privados sean los principales motores del crecimiento, favorecidos por el empleo, cuya evolución debería ir en paralelo con la actividad económica.

INFLACIÓN UE




Elaboración Propia

El sólido crecimiento de las economías de los principales socios comerciales de la UE debería beneficiar a las exportaciones de bienes de la UE, mientras que las exportaciones de servicios experimentarán dificultades debidas a las restricciones que siguen lastrando el turismo internacional.

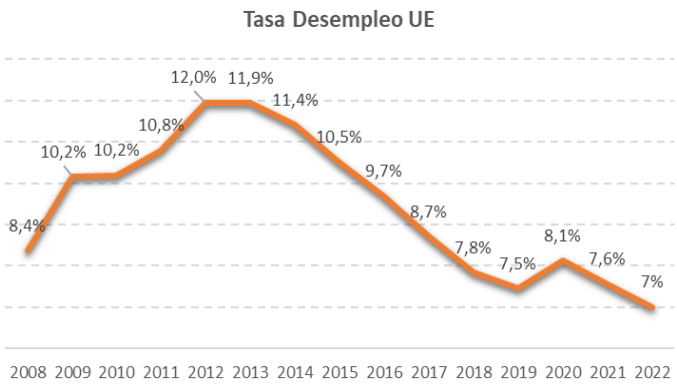
Se espera que el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) contribuya significativamente al crecimiento.

Nos encontraremos unas tasas de inflación ligeramente superiores en 2021, pero moderadas en 2022.

El aumento de los precios de la energía y de las materias primas, los estrechamientos de producción debidos a las limitaciones de capacidad y la escasez de algunos componentes de factores de producción y materias primas, así como una fuerte demanda, tanto interna como externa, deberían ejercer presiones al alza sobre los precios de consumo en este final de año. En 2022, esas presiones deberían moderarse progresivamente a medida que se levanten las limitaciones de producción y converjan la oferta y la demanda.

Por consiguiente, se prevé que la inflación en la UE alcance este año una media del 2,2 % y del 1,6 % en 2022. En la zona del euro, en cambio, se prevé que la inflación media sea del 1,9 % en 2021 y del 1,4 % en 2022.

Las condiciones en los mercados laborales están mejorando lentamente tras la sacudida inicial de la pandemia. El empleo creció ya en el segundo semestre de 2020 y las tasas de desempleo disminuyeron, tras haber alcanzado máximos en la mayoría de los Estados miembros.

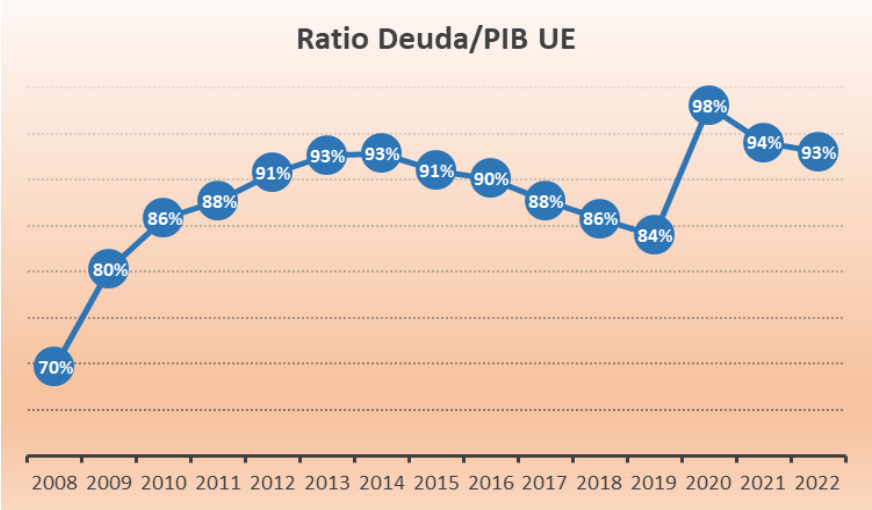



Elaboración Propia

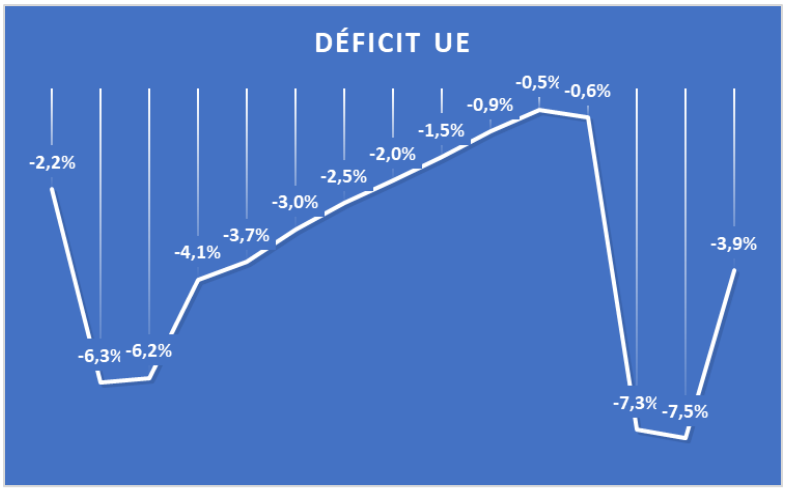
Los regímenes de ayudas públicas, incluidos los apoyados por la UE a través del instrumento SURE, han evitado que se produzca un aumento drástico de las tasas de desempleo. Sin embargo, los mercados laborales necesitarán tiempo para recuperarse por completo, ya que las empresas aún tienen margen para aumentar las horas de trabajo antes de que deban contratar a más trabajadores.

En la UE, se prevé una tasa de desempleo del 7,6 % en 2021 y del 7 % en 2022. En la zona del euro, en cambio, se prevé que será del 8,4 % en 2021 y del 7,8 % en 2022. Estos índices siguen siendo superiores a los niveles previos a la crisis.

En la UE, se prevé que la ratio deuda pública / PIB alcance un máximo del 94 % este año, antes de disminuir ligeramente hasta el 93 % en 2022. Se prevé que la ratio deuda pública / PIB de la zona del euro siga la misma tendencia: aumentará hasta el 102 % este año y disminuirá ligeramente hasta el 101 % en 2022.




Elaboración Propia




Elaboración Propia

En virtud de su Pacto de Estabilidad y Crecimiento, la UE establece que los déficits presupuestarios se tienen que situar por debajo del 3% del PIB y la deuda pública por debajo del 60% del PIB. Pero estas normas quedaron en suspenso en marzo de 2020 cuando Europa se vio afectada por la pandemia de coronavirus que provocó la mayor recesión desde la Segunda Guerra Mundial.

Se prevé que el déficit agregado de las administraciones públicas aumente este año en la UE en torno a medio punto porcentual, hasta situarse en el 7,5 % del PIB, y en torno a tres cuartas partes de un punto porcentual en la zona del euro, hasta situarse en el 8 % del PIB. Se prevé que todos los Estados miembros, excepto Dinamarca y Luxemburgo, tendrán un déficit superior al 3 % del PIB en 2021.

Sin embargo, se prevé que en 2022 el déficit presupuestario agregado se reducirá a la mitad, hasta situarse justo por debajo del 4 %, tanto en la UE como en la zona del euro.

La Comisión considera que se dan las condiciones para seguir aplicando la suspensión de los límites de endeudamiento en 2022 y espera desactivarla a partir de 2023, por lo que su apuesta por los apoyos en materia de política económica a las distintas economías de la Unión es absoluta.

En 2022, la postura fiscal tiene que apoyar a la economía. Después de 2022, las políticas fiscales deben seguir teniendo en cuenta la fuerza de la recuperación, el grado de incertidumbre económica y las consideraciones de sostenibilidad fiscal.

Los Gobiernos deberían empezar a reencauzar sus cuentas cuando las condiciones económicas lo permitan, pero prestando especial atención a lo que gastan, centrándose principalmente en la inversión para que su economía sea más ecológica y digitalizada.

La política económica debe seguir siendo expansionista a lo largo de 2022. De cara al futuro, cuando las condiciones económicas lo permitan, las políticas deberían reorientarse hacia la minimización de las consecuencias a medio plazo de esta crisis.

La aplicación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia contribuirá a reforzar el potencial de crecimiento y empleo y, por ende, a reducir los desequilibrios. En las primeras fases de la crisis y durante los confinamientos, las medidas de apoyo a las políticas se orientaron en medida considerable a evitar la pérdida de puestos de trabajo y las quiebras. Ello contribuyó a que las economías europeas no tuvieran que arrastrar unas cicatrices profundas y duraderas.

De cara al futuro, las medidas de apoyo específicas deben ayudar a las empresas viables, pero aún vulnerables, a ajustar sus modelos de negocio.

El énfasis de la ayuda debe desplazarse gradualmente hacia la creación de capacidades, en particular haciendo más hincapié en la formación, el desarrollo de competencias, la investigación y la innovación y el apoyo a la creación de empleo de calidad, así como en la transición profesional.

Chipre, Grecia e Italia siguen experimentando desequilibrios excesivos relacionados con la elevada deuda pública y la gran proporción de préstamos dudosos, a pesar de los fuertes avances que se están realizando de una manera constante en este ámbito. En Chipre y Grecia, además, la deuda exterior es alta, y, en el caso de Chipre, también lo es la deuda privada. Además, el potencial de crecimiento sigue siendo demasiado bajo como para poder realizar el desapalancamiento de la deuda.

Los desequilibrios en Croacia, España, Irlanda y Portugal combinan una deuda privada, una deuda pública y una deuda exterior elevadas, mientras que en Francia los desequilibrios se deben a la deuda pública y la deuda privada, que siguen aumentando. En esos Estados miembros sigue siendo importante garantizar el aumento de la productividad y la competitividad.

Alemania y los Países Bajos registran de forma persistente grandes superávits por cuenta corriente, asociados a un exceso de ahorro en comparación con las inversiones, lo que se ve agravado por la elevada deuda privada que se observa en los Países Bajos.

La incertidumbre y los riesgos en torno a las perspectivas de crecimiento son elevados, pero en conjunto, equilibrados.

Los riesgos que plantea la aparición y la propagación de variantes del virus de la COVID-19 ponen de relieve la importancia de seguir acelerando el ritmo de las campañas de vacunación. Los riesgos económicos están relacionados, en particular, con la respuesta de los hogares y las empresas a los cambios en las restricciones.

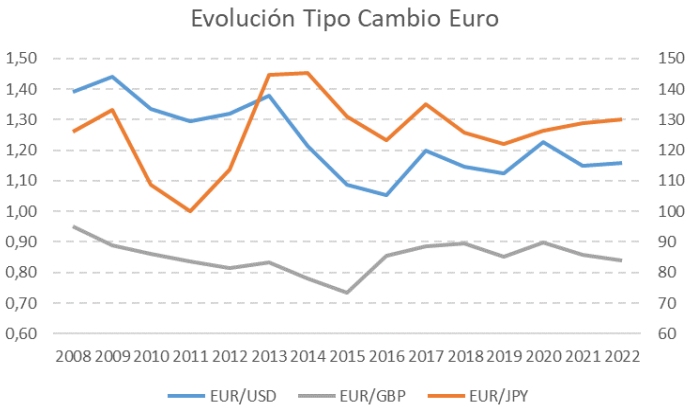
La inflación puede resultar más elevada de lo previsto si las limitaciones de la oferta son más persistentes y las presiones sobre los precios repercuten en mayor medida sobre los precios de consumo.

Tenemos que estar muy pendientes del aumento de la inflación, que se debe sobre todo al incremento de la demanda interna y externa.

Analizando el tipo de cambio del Euro, en la previsión Euro/Yen, los motivos que imponen una tendencia estructural depreciatoria para el yen siguen vigentes: en Japón, la crisis sanitaria sigue pesando sobre la economía. La lucha contra la quinta ola ha conducido a la implementación de nuevas restricciones que pesan con fuerza sobre el Consumo y provocan disrupciones adicionales en el sector industrial. Una demografía adversa favorece tasas de ahorro elevadas y una reducida propensión al gasto.

La política monetaria continuará siendo ultra laxa durante mucho tiempo. En un momento en que la inflación se convierte en una de las principales preocupaciones del mercado y los bancos centrales comienzan a plantearse posibles estrategias de salida, el BoJ mantendrá inalteradas sus herramientas.

Sin embargo, a corto plazo el debilitamiento del yen perderá inercia de tal manera que el cruce Euro/Yen terminará este año en 129 y en 130 en 2022.




Elaboración Propia

TIPOS DE CAMBIO

| | EUR/USD | EUR/JPY | EUR/GBP |
|---|---|---|---|
| **2008** | 1,39 | 126,14 | 0,95 |
| **2009** | 1,44 | 133,16 | 0,89 |
| **2010** | 1,34 | 108,65 | 0,86 |
| **2011** | 1,29 | 100,20 | 0,84 |
| **2012** | 1,32 | 113,61 | 0,82 |
| **2013** | 1,38 | 144,72 | 0,83 |
| **2014** | 1,21 | 145,23 | 0,78 |
| **2015** | 1,09 | 131,07 | 0,73 |
| **2016** | 1,05 | 123,40 | 0,86 |
| **2017** | 1,20 | 135,01 | 0,89 |
| **2018** | 1,15 | 125,85 | 0,89 |
| **2019** | 1,12 | 121,94 | 0,85 |
| **2020** | 1,23 | 126,49 | 0,90 |
| **2021** | 1,15 | 128,97 | 0,86 |
| **2022** | 1,16 | 130,00 | 0,84 |

Diversos factores favorecerán esta pérdida de ritmo. En primer lugar, una ralentización mayor de lo estimado en China y las preocupaciones en torno a su evolución futura. Conviene tener en mente que el país es el principal socio comercial de Japón. Por otro, el cambio de Primer Ministro vendrá acompañada probablemente de un nuevo paquete de estímulo fiscal.

El cuanto al tipo de cambio Euro/Dólar, en USA, la Fed se adelanta a otros bancos centrales en la retirada de estímulos. Una menor compra de activos y unos tipos de interés reales más altos aumentarán el atractivo del dólar.

La Fed comenzará el tapering antes del final de año y el proceso estará terminado a medidos de 2022. La reducción de las compras de activos (120.000M$/mes actual) significa un menor volumen de dólares en circulación, lo que incrementa el valor de la moneda.

Además, la rentabilidad real del dólar mejorará en 2022 consecuencia de tipos de interés nominales más altos y una moderación en la inflación.

En cuanto a los tipos de interés, Powell considera que las condiciones necesarias para empezar con las subidas (máximo empleo, inflación al 2% y en camino de

superar moderadamente el 2% durante algún tiempo) se darán hacia finales de 2022. El diagrama de puntos de la Fed apunta a la posibilidad de una subida en 2022 (hasta el rango 0,25%/0,50%).

En cualquier caso, esta apreciación será moderada ya que existen argumentos que justifican una debilidad del dólar frente al euro. En primer lugar, un mayor déficit comercial y mayores gastos presupuestarios en EE.UU. llevan a una mayor depreciación para el dólar. Además, el dólar pierde atractivo como activo refugio en un entorno de menores incertidumbres. El tipo de cambio en 2022 será 1,16.

Mirando al tipo de cambio con la Libra, en UK, la inflación repunta y persistirá varios meses por encima del objetivo de +2%. El paro está cerca al desempleo natural y repuntará al finalizar los ERTEs. Esta situación previsiblemente llevará a un endurecimiento de la política monetaria y una subida del Tipo Director en 2022. Se espera que la libra se mantenga en los próximos meses en un rango lateral y que posteriormente se aprecie. El objetivo para 2022 es 0,84 Euros /GBP.

## ALEMANIA

La economía alemana se ha visto menos afectada por la pandemia que la de otros países europeos gracias a la combinación de una respuesta sanitaria efectiva y una serie de medidas fiscales de gran tamaño que han sido útiles para acolchonar el shock de la COVID-19.

la economía todavía se encuentra por debajo de su nivel precrisis y es posible que las nuevas restricciones tomadas para contrarrestar las nuevas oleadas del coronavirus provoquen una pérdida de tracción económica a corto plazo. Esperamos que la economía se recupere gradualmente en los próximos años y alcance su nivel precrisis a finales de 2022.

A lo largo de la crisis, el Gobierno alemán anunció una serie de paquetes de medidas fiscales de gran cantidad, que han contribuido a paliar lo peor del shock económico.

En total, estas medidas suman más del 30% del PIB y posicionan a Alemania como uno de los países con mayor respuesta fiscal.

Entre estas destacan las líneas de avales que se proporcionaron a los bancos para apoyar la liquidez de las empresas alemanas, los programas de ajuste de trabajo temporal, la extensión de las prestaciones por desempleo, la bajada temporal del IVA y un programa de inversiones verde y digital de unos 50.000 millones.

Aunque el gasto efectivo hasta ahora haya sido inferior al 30% del PIB, el anuncio y la disponibilidad de estas medidas suponen una fuente de liquidez para empresas y hogares, con efectos positivos sobre la confianza económica. Se espera que el déficit público se sitúe en un -9% del PIB en 2021, antes de reducirse en 2022 al -3%. Como consecuencia, la deuda pública debería aumentar hasta cerca del 74,5% del PIB en 2021, descendiendo al 73% en 2022, un nivel contenido comparado con las principales economías de la eurozona.

La puesta en marcha de los programas de compras de activos del BCE ha ayudado a mantener los tipos de interés de la deuda alemana en niveles muy bajos, y se espera que siga siendo así en los próximos trimestres.

A través de los TLTRO, préstamos bancarios a tipos reducidos, el BCE también pretende contribuir a disminuir el riesgo de un impacto abrupto en el crédito en la economía alemana. El tipo de interés de referencia se mantendrá en 2021 y 2022 en -0,5%.

La inflación está incrementándose, y cerrará 2021 en un 3%, bajando al 2,3% en 2022.

Será clave conseguir un aumento de la productividad, que ya era débil antes de esta crisis, para evitar un estancamiento de la economía y una recuperación demasiado lenta tras esta última crisis (que a su vez podría pesar sobre el potencial de la economía).

Antes de esta crisis, ya era aparente la necesidad de modernizar la industria alemana y, en este sentido, es muy importante la buena ejecución del programa de inversiones verde y digital, que tiene el potencial de aumentar la productividad alemana vía la digitalización de la economía.

Alemania sufre claramente su sobreexposición a la industria del automóvil, que está 25 puntos por debajo

de lo normal. La causa evidente es la escasez de componentes electrónicos, un problema mundial. Hay que señalar que el descenso de la actividad automovilística en Alemania no comenzó con la pandemia. En los últimos tres años se ha producido una sucesión de impactos negativos, a primera vista temporales, en forma de nuevas regulaciones medioambientales, fricciones comerciales y ahora la escasez de chips semiconductores.

En última instancia, esto altera de manera radical la contribución de este sector al total de la actividad. Es evidente que esto no implica la desindustrialización de la economía alemana, pero es cierto que la ventaja en términos de costes laborales que tenía el país cuando se creó el euro y durante unos quince años ha desaparecido prácticamente.

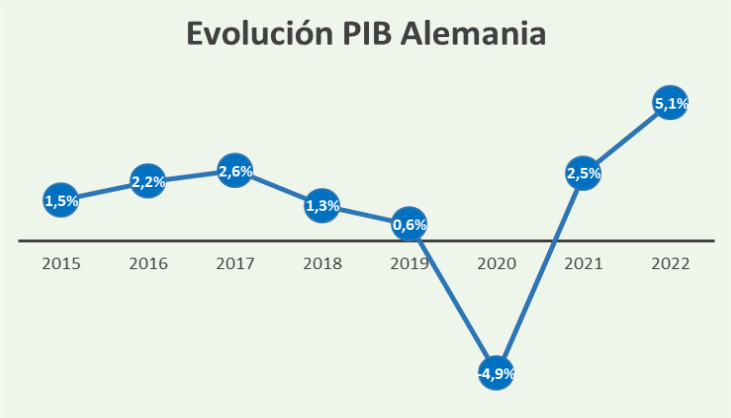
El nivel de los costes laborales unitarios es ahora sólo marginalmente inferior en Alemania que en el resto de la zona euro. A largo plazo, esto puede reducir el impulso de la industria y desplazar la estructura de producción más hacia el mercado local y menos hacia la exportación.

Alemania es uno de los países del mundo con el mayor saldo corriente y, en consecuencia, el crecimiento de su economía es más dependiente del crecimiento global y de sus principales socios comerciales. En este sentido, una nueva escalada de tensiones comerciales con EE. UU. o China, renovadas oleadas del virus a nivel global o la distribución asimétrica de las vacunas en mercados de exportación importantes representan un riesgo material para la economía alemana.

El índice de desempleo bajará por lo tanto del 5,7% en 2021 al 5,1% en 2022.

El crecimiento del PIB se cifra en un 2,5% en 2021, y un rebote hasta el 5,1% en 2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 2,5% | 5,1% |
| Inflación | 3,0% | 2,3% |
| Déficit | -9,0% | -3,0% |
| Deuda/PIB | 74,5% | 73,0% |
| Tipo Interés | -0,5% | -0,5% |
| Desempleo | 5,7% | 5,1% |




Elaboración Propia

## FRANCIA

La economía de Francia es la quinta economía más grande del mundo, y la segunda mayor economía de Europa, detrás de la alemana.

El sector de los servicios ocupa al 75% de la población, mientras que el primario a menos del 2% y el secundario al 24%.

Francia recuperará el nivel de actividad económica de 2019 en el primer trimestre de 2022, pese a la crisis derivada de la pandemia del coronavirus.

El objetivo es un crecimiento del PIB del 5 % del PIB en 2021 y un 4% en 2022.

La economía francesa se ha relanzado, que la inversión de las empresas está aumentando, la relocalización de industrias en Francia se acelera y el consumo se reactiva.

El país deberá controlar el gasto público para tratar de reducir la deuda, que llegará este 2021 al 117,2 % del PIB.

En Octubre entró en vigor una reforma del cálculo de subsidio de desempleo considerada por el Gobierno como un estímulo para la búsqueda de trabajo, mientras que los sindicatos la rechazan porque dejaría con menos ingresos a personas en el paro.

Era una de las promesas más importantes del presidente Emmanuel Macron para sus cinco años de gestión (2017-2022). Con un doble objetivo: ahorrar, y conseguir que nunca sea más rentable no trabajar que trabajar.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 5,0% | 4,0% |
| Deuda/PIB | 117,2% | 113,5% |
| Desempleo | 8,1% | 8,3% |

Según el Ejecutivo, el sistema actual es más favorable para quienes alternan periodos de trabajo e inactividad que para quienes trabajan de forma continua. Por lo tanto, el nuevo método de cálculo debería equilibrar esta situación y fomentar la contratación. El Gobierno también justifica la reforma por la dificultad que algunos sectores económicos tienen en encontrar mano de obra con la reanudación del crecimiento económico tras la pandemia.

La tasa de desempleo será de un 8,1% en 2021 y un 8,3% en 2022.

La ratio Deuda/PIB alcanzará en 2021 un 117,2%, reduciéndose en 2022 a un 113,5%.

## ITALIA

Se espera un crecimiento del PIB de un 6% en 2021. El crecimiento de 2022 se situará en un 4,7%.

Las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo de Italia están mejorando gracias a la demanda de consumo reprimida tras la crisis, el éxito de la vacunación contra el virus Covid-19 y el próximo estímulo a la inversión del fondo de recuperación Próxima Generación de la UE.

Sin embargo, el potencial de crecimiento a medio plazo de la tercera economía de la UE sigue siendo modesto debido a los retos internos, en parte relacionados con el envejecimiento de la población, el tibio crecimiento de la productividad y el riesgo de que la importante financiación de la UE se absorba de forma incompleta o ineficaz.

Cualquier aumento más significativo del potencial de crecimiento de Italia podría depender de que el primer ministro, Mario Draghi, mantenga el impulso actual en las reformas estructurales profundas: en las políticas de competencia, las mejoras fiscales y de la seguridad social, la reforma del mercado laboral, después de que se lograra una primera serie de reformas judiciales.

Mantener la cohesión de este Gobierno de unidad nacional sigue siendo crucial después de que tales reformas hayan sido eludidas durante décadas por los responsables políticos en medio de frecuentes cambios de gobierno.

Italia es uno de los mayores beneficiarios del plan Próxima Generación de la UE, lo que es especialmente importante dados los bajos niveles de inversión desde la crisis financiera mundial.

La inflación es otro factor a tener en cuenta. La tasa de inflación de Italia, se sitúa muy por debajo de la de la eurozona y es probable que siga siendo inferior, aunque gran parte de la baja inflación actual (armonizada) de Italia está asociada a factores transitorios y es probable que a medio plazo se sitúe por encima del 0,7% anterior a la crisis.

El rendimiento del bono de Italia a 10 años actualmente se sitúa cerca de sus mínimos históricos, por debajo del 0,6%, ayudado por el apoyo del BCE, a pesar del significativo aumento de la deuda pública del país.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 6,0% | 4,7% |
| Déficit | -9,4% | -5,9% |
| Deuda/PIB | 159,8% | 156,3% |

El déficit será del 9,4% en 2021, bajando al 5,9% en 2022, no recuperando valores inferiores al 3% hasta 2025.

La esperada reforma fiscal no está lista todavía; hay demasiada distancia entre lo que piden los partidos. Algo que no parece fácil, dado que formaciones como la Liga siguen pidiendo una tarifa plana de IRPF. Además, deberá afrontarse cómo se pone fin a la reforma de las pensiones aprobada en el Gobierno anterior.

La deuda pública, talón de Aquiles italiano, se reducirá en los próximos tres años de forma progresiva: el 159,8% en 2021, reduciéndose la ratio hasta un 156,3% en 2022 y 155% en 2023.

## ESPAÑA

La previsión de crecimiento de la economía española se sitúa en un 4,5% para 2021 y 5,6% para 2022. Se observa para mediados del 2022 la recuperación económica de niveles previos a la pandemia.

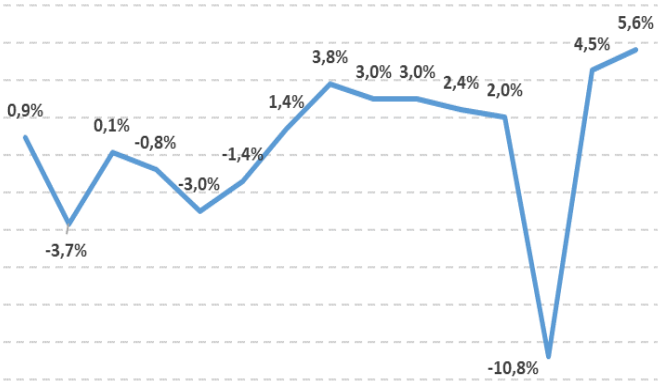
La paulatina materialización de la demanda embalsada durante los períodos de confinamiento y restricciones a la movilidad es una de las principales palancas del crecimiento.

Los avances en el proceso de vacunación -con más de un 76% de población con pauta completa de vacunación frente al coronavirus SARS-COV-2 han posibilitado una recuperación de la confianza y del gasto de los hogares y, en particular, de los movimientos turísticos nacionales.

La vigorosa recuperación de las economías europeas sustenta la expansión de las exportaciones y la reanimación de los flujos turísticos internacionales.

Existen riesgos a la baja asociados al incremento de los precios de la energía y de otras materias primas y a las disrupciones en las cadenas de suministros de la industria que se aprecian a nivel global. La rapidez con que se ha recuperado la demanda en relación con la oferta global de productos industriales está provocando disrupciones en las cadenas de suministros ya desde finales de 2020 en algunos sectores. Estas disrupciones se han ido extendiendo progresivamente al conjunto de la industria manufacturera, afectando, por el momento, a España en menor medida que a otras economías avanzadas. Aunque cabe esperar que este fenómeno tenga una naturaleza transitoria y que la oferta acabe respondiendo a las necesidades de la demanda, la persistencia de esta situación podría lastrar la recuperación económica al tiempo que propicia aumentos en los costes

Tasa de variación del PIB España 2008 - 2022




de producción y tensiones inflacionistas que pueden perdurar en el tiempo. A ello cabe añadir los aumentos recientes en el precio las materias primas energéticas que tienen un impacto elevado sobre los costes de producción y la capacidad adquisitiva de los hogares.

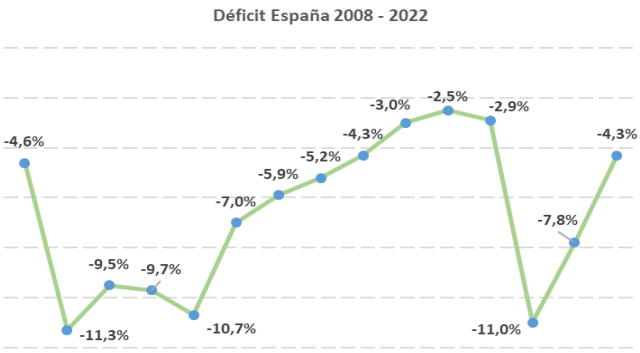
La implementación de los proyectos asociados a los fondos europeos de recuperación tendrá lugar con un cierto retraso, lo que provocará que el impacto expansivo estimado sea ahora algo mayor en 2022 y 2023, a expensas de unos menores efectos en 2021. La incertidumbre, es muy elevada, debido a la magnitud de la contribución al crecimiento económico del programa de fondos Next Generation EU (NGEU).

La evolución del empleo ha mantenido un perfil de progresiva mejoría, con un repunte de las horas trabajadas y un descenso de la tasa de paro. La tasa de desempleo se situará en el 15,1% este año, mientras que bajaría al 14,3% en 2022. Los sectores y actividades que más han sufrido la pandemia de COVID-19, como la hostelería, son los que mejor evolución experimentarán.

Las estimaciones de ingresos y gastos también mejoran, y se anticipa un déficit público del 7,8% del PIB para 2021, luego, se estabilizará en torno al 4,3% en 2022.

Por otro lado, la deuda se situará en el 120% a final de 2021, bajará al 116,5% en 2022.

La expresión implica que si se quiere reducir el stock de deuda pública en relación al PIB se deben dar tres condiciones no excluyentes que se reflejan en los tres términos de la derecho de la ecuación: (a) se tiene que generar superávit primarios (componente que recoge el "ajuste fiscal"), d; 0; (b) o que la tasa de crecimiento nominal de la economía (¡cuidado con la deflación que hace aumentar la deuda!)




Elaboración propia

Pero vamos a ver cómo se comporta la Evolución temporal del stock de deuda pública en % del PIB de España.

El stock de deuda pública en % del PIB se puede descomponer en 3 componentes:

$$\Delta b_t = -d_t + \frac{(i_t - g_t)}{(1+g_t)} b_{t-1} + adf_t$$

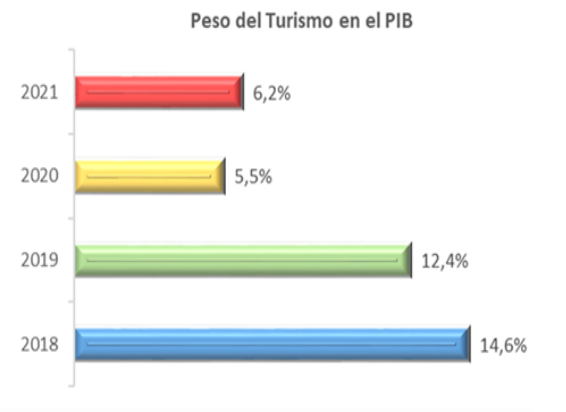
donde Δb es la variación del stock de deuda en % del PIB, del déficit (-) o superávit (+) público primario o el déficit público total sin incluir los pagos por intereses de la deuda (en % del PIB), i los tipos de interés nominales de la deuda pública (tipos de interés implícitos de la deuda pública, medidos por los pagos de intereses actuales de la deuda pública como % del stock de deuda pública al final de t-1), g la tasa de crecimiento nominal de la economía (tasa de crecimiento real + tasa de variación de la inflación) y adf el componente "ajuste déficit-deuda".

debe ser superior al tipo de interés nominal "implícito" de la deuda pública (efecto "bola de nieve" de los intereses de la deuda), g>i; (c) o eliminar/reducir el efecto del "ajuste déficit-deuda" (adf = 0).

En cuanto al Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) excluidos los componentes de energía y de alimentos, se prevé que se sitúe en el 0,3% en 2021 y al 1% en 2022. En términos de la inflación general, esa tasa sería del 2,1% en 2021 y del 1,7% en 2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 4,5% | 5,6% |
| Inflación | 2,1% | 1,7% |
| Déficit | -7,8% | -4,3% |
| Deuda/PIB | 120,0% | 116,5% |
| Desempleo | 15,1% | 14,3% |

Existe cierta incertidumbre sobre las exportaciones de turismo, que han evolucionado algo peor de lo esperado en el tercer trimestre de 2021. Bajo las actuales proyecciones, aunque los flujos de turismo receptor presentarán una senda de recuperación a lo largo de la proyección, no se aproximarían a una normalización casi completa hasta 2022, y no recuperarían los niveles previos a la crisis hasta finales de 2023.

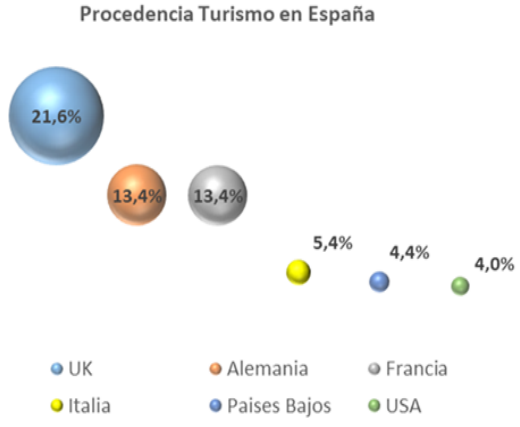



Elaboración propia

Hay que evitar que el gasto vinculado a la pandemia se convierta en estructural, sin tener asignada la correspondiente financiación. En el caso de las comunidades autónomas, que han estado en primera línea de la lucha contra la pandemia, cerca de un 40% de los desembolsos asociados a la COVID pasarán a ser estructurales. Una circunstancia que dificultará cuadrar las cuentas de los gobiernos autonómicos.

Las reformas estructurales requieren financiación estructural, por lo tanto, cualquier medida que pueda suponer un aumento del gasto estructural requerirá un aumento de los ingresos o una reducción de otras partidas de gasto.

En cuanto a las inversiones directas, el principal destino de las inversiones extranjeras en España es el sector de transporte y comunicaciones, seguido de la industria manufacturera y las actividades financieras. La inversión directa de España en el resto del mundo fue realizada por las sociedades no financieras y las otras instituciones financieras monetarias.




Elaboración propia

Uno de los elementos más significativos de 2021 es el desorbitado precio de luz que estamos pagando los consumidores españoles. El precio de la electricidad sigue subiendo y cada día marca máximos históricos.

La subida en el precio de la luz arrastra consigo los precios de otros productos y el dato de la inflación, que lleva seis meses subiendo. Por lo tanto, una de las consecuencias de la subida del precio de la electricidad es la subida de la inflación y con ello la subida de todo el gasto público que esté vinculado al IPC, como las pensiones.

El alto precio de la electricidad es consecuencia de los precios récord que se están registrando en el mercado mayorista de la electricidad, que es donde España y otros 25 países venden y compran energía cada día. Estos altos precios en el mercado mayorista se deben a:

- La fuerte revalorización del gas natural en los mercados internacionales. En mayo de este año el principal mercado de gas natural europeo (TTF) registró una subida en su cotización de un 400 % respecto al año anterior.

Fuente: Omie

- Subida de los derechos del Co2. Es el precio que se paga por contaminar en Europa que tienen que comprar las empresas que desprenden dióxido de carbono. Estos derechos han subido en más de un 100 % en tan solo seis meses, algo que afecta en los precios eléctricos diarios en Europa.

- Repunte de la demanda misma de electricidad.

La subida del precio de la electricidad y por tanto del recibo de la luz continúa incluso después de que el pasado 24 de junio de 2021, el Gobierno redujera el IVA de la factura de la luz del 21 % al 10 % hasta final de 2021 mientras el precio medio del megavatio hora esté por encima de los 45 euros y la suspensión del impuesto del 7 % a la generación eléctrica durante tres meses.

Pero esto no es más que la consecuencia de la dependencia energética de España. La dependencia energética del exterior de nuestro país se sitúa en aproximadamente un 73-74%. Así, en España apenas se produce un tercio de la energía que se consume, mientas que la dependencia energética media de la UE es de un 53%.

Finalmente, siguen existiendo tares pendientes importantes en la economía española, en términos de reformas estructurales, como la laboral, la fiscal y la de pensiones, y una planificación fiscal a medio plazo, que deben ser abordadas a la mayor brevedad.

## REINO UNIDO

El éxito del programa de vacunación y la reapertura de la economía son un buen augurio para la recuperación de la pandemia en el Reino Unido. El país está disfrutando de un impulso que tendrá que mantenerse a través de los desafíos políticos y económicos a largo plazo provocados por el Brexit y las relaciones con sus principales socios comerciales.

La economía británica se expandirá un 7,25% en 2021, con un máximo de desempleo del 5,4%, y el crecimiento de 2022 será del 5,75%.

El gasto de los hogares en el Reino Unido cayó más de un 10% el año pasado, lo que supone un ahorro estimado de 200.000 millones de libras en los bolsillos de los consumidores. Si se liberara, se crearía el mayor boom de gasto británico en más de tres décadas.

Los datos de alta frecuencia, que miden una media de indicadores que incluyen la movilidad, la actividad empresarial y los datos comerciales, muestran que la economía británica se recupera más rápidamente que la de sus vecinos de la UE.

La mejora de la situación supone el primer paso en el ajuste de la política, aumentando la probabilidad de que los costes de los préstamos sean más altos a mediados de 2023, desde el actual mínimo histórico del 0,1%. En consonancia con las expectativas del mercado, el Banco de Inglaterra también redujo su apoyo al mercado de compra de bonos en 1.000 millones de libras esterlinas, hasta los 3.400 millones semanales.

El banco central sigue comprometido con la compra de 150.000 millones de libras de renta fija hasta 2021, acompañada de bajos tipos de interés.

A largo plazo, el Reino Unido se enfrenta a un déficit presupuestario creciente, ya que los ingresos fiscales cayeron durante la pandemia, en consonancia con el descenso del crecimiento económico, y el gobierno intervino para apoyar la economía.

Brexit: Desde que los acuerdos comerciales de transición terminaron el 1 de enero de 2021, los flujos comerciales se han ralentizado. Y esto ha afectado también a las operaciones dentro del país. Las islas británicas han perdido al 39% de efectivos europeos en el sector del transporte en un sólo año.

El caos generado en Reino Unido por la falta de suministros radica en la ausencia de trabajadores en las islas británicas. Las empresas británicas están solicitando un número récord de empleados, publicando cerca de dos millones de ofertas hasta un máximo histórico.

El Brexit ha dificultado las condiciones en las que las empresas de Reino Unido han de firmar personas desde la Unión Europea, y entre los puestos más solicitados están los conductores de vehículos pesados, hasta 100.000.

La ausencia de transportistas y el desplome logístico está llevando a la falta de suministro en las islas. Durante semanas, la petrolera británica BP racionó la gasolina entre sus más de 1.200 gasolineras. La falta de conductores, especialmente nacionales, junto con el aumento de la demanda en un contexto de casi pánico, han dejado

situaciones hasta violentas en los puntos de venta de gasolina. De igual manera, las estanterías de los supermercados y tiendas tenían espacios vacíos, incluso en productos de primera necesidad.

La inflación en el Reino Unido se disparó más de lo esperado hasta alcanzar el ritmo más fuerte en más de nueve años, lo que lleva a anticipar un aumento más brusco de los tipos de interés en 2022.

Los precios al consumo aumentaron un 3,2% en agosto de 2021 con respecto al año anterior.

Aunque gran parte del aumento se debió a la comparación con los descuentos del año pasado otorgados por los restaurantes, las señales más duraderas de inflación están fomentando las expectativas de que el Banco de Inglaterra será más propenso a elevar las tasas.

Los responsables de la política económica han pasado a mostrarse preocupados de que la escasez de mano de obra y materiales provoque una inflación más persistente, con un aumento de los costes de la energía que se producirá en los próximos meses.

Las cifras mantendrán al Banco de Inglaterra en un estado de ánimo más propenso a una subida de tipos en la primera mitad de 2022. A la luz de esto, las perspectivas para la libra siguen siendo buenas, pero los riesgos políticos del Reino Unido se pueden ver en los mercados de divisas, y cualquier inestabilidad se traducirá en la debilidad de la libra esterlina frente al dólar y el euro.

## JAPÓN

Ante un período muy prolongado de baja inflación, el Banco de Japón ha ido modificando su estrategia de política monetaria en las dos últimas décadas y ha sido pionero en la introducción de medidas no convencionales: desde reducir los tipos de interés oficiales a cero y, más recientemente, situarlos en niveles negativos, pasando por varios programas de compra de activos y forward guidance, hasta la política de control de la curva de tipos de interés (Yield Curve Control) que implantó en septiembre de 2016.

Pese a todos estos esfuerzos, Japón ha continuado registrando un período muy persistente de baja inflación, con tasas bastante alejadas del objetivo del banco central en las últimas décadas.

El Banco de Japón introdujo la estrategia de control de la curva de tipos, por la que, además de fijar el tipo de interés de referencia a corto plazo, para algunos depósitos en el banco central se estableció un objetivo para el tipo de interés a diez años en el 0%.

Futuros cambios del tono de la política monetaria se harían modificando estos tipos de interés. Para controlar la curva, el Banco de Japón seguiría comprando títulos del Tesoro a distintos plazos, si bien la política de control de la curva de tipos implica el abandono del objetivo cuantitativo previo, el aumento de la base monetaria, por uno de precios, el de los tipos de interés.

En este sentido, el volumen de activos a comprar se vuelve endógeno: el Banco de Japón compra/vende los títulos necesarios para estabilizar el tipo de interés en torno al objetivo si se situase por encima o por debajo de este, respectivamente.

El Banco de Japón (BoJ) va a mantener intacta su agresiva política de flexibilización monetaria y la previsión de inflación para el ejercicio en curso, se mantiene lejos de la meta inflacionaria de la economía nipona.

El índice de precios al consumo (IPC) subirá un 0,1 % en el ejercicio fiscal en curso, que se prolongará hasta finales de marzo de 2022.

Para el siguiente ejercicio fiscal, que se extenderá hasta fin de marzo de 2023, se prevé un incremento del 0,8 % del IPC, del que se excluyen los precios de alimentos frescos por su mayor volatilidad.

La tercera economía mundial no habrá alcanzado el objetivo de inflación interanual del 2 % que se marcó como meta el BoJ al inicio de su amplio programa flexibilizador, y cuando se cumplirá una década desde que esa estrategia se puso en marcha en 2013.

Pese a esta evolución de los precios, que se resisten al incremento al que aspira el BoJ en el actual contexto de consumo debilitado por la pandemia, el banco central nipón decidió mantener sin cambios su programa de estímulos.

Esta estrategia incluye tipos de interés de referencia a corto plazo en el -0,1 % para los depósitos de entidades financieras, así como mantener en torno al 0 % el rendimiento del bono estatal a largo plazo, medidas que se aplican desde 2016 y en las que el BoJ ha ido introduciendo ajustes para garantizar su sostenibilidad.

La entidad también ha puesto en marcha un programa de inyección de liquidez al sector privado para mitigar el impacto de la pandemia, que incluye créditos a coste cero y otras medidas por un montante total de

110 billones de yenes (901.000 millones de euros/1,02 billones de dólares).

El fenómeno de la deuda pública en Japón es digno de análisis: es un país con niveles absolutamente estratosféricos de deuda pública que no sufre ningún tipo de castigo por ello. Un espejo en el que buscan mirarse todos los países después de que el coronavirus dispare el déficit y la deuda públicas de medio mundo.

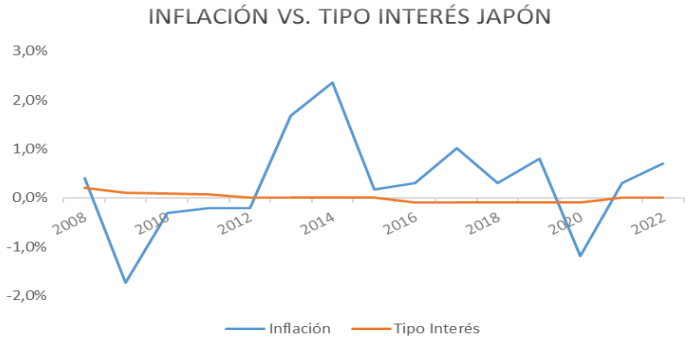
El país debe un 264% de su PIB, unos 10,1 billones de dólares, lo que equivale a unos 79.500 dólares por habitante. Además, la deuda no ha dejado de subir: en toda la última década, el déficit público más bajo se registró el pasado mes de marzo, con un 5,8% del PIB de descuadre entre gastos e ingresos. Unas cifras que llevarían a solicitar un rescate a más de un país y, sin embargo, no pasa nada.

Lo más extraordinario, quizá, es que esa deuda no supone un peso insostenible. Los intereses de la deuda suponen un 9,4% de los ingresos públicos, apenas un 1,66% del PIB. Casi un punto menos de lo que paga España por deber menos de la mitad del porcentaje que acumula el país asiático. Algo a lo que ayuda el hecho de que los intereses de la deuda sean actualmente negativos: de un -0,04% en el bono a 10 años.

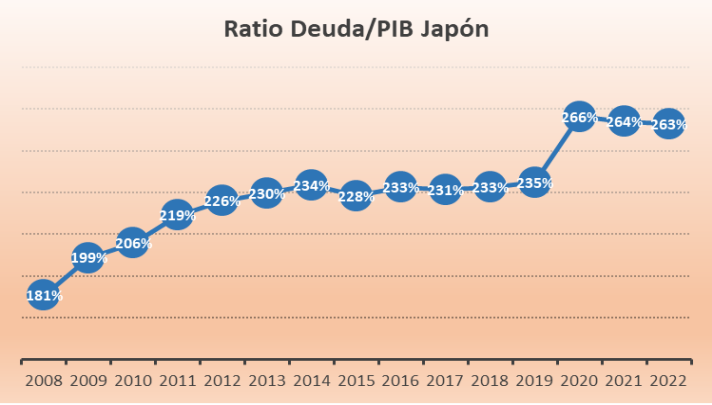
Y el Banco de Japón ya ha advertido de que comprará toda la deuda que haga falta para mantener los precios a ese nivel mientras dure la crisis sanitaria.

Y esa es la segunda clave: si el Banco de Japón no está monetizando deuda, se le parece mucho. La institución tiene un balance de 5,21 billones de euros, más del 100% del PIB anual del país, y no tiene visos de frenar sus compras. Normalmente, una situación así dispararía las presiones inflacionarias en cualquier país. Pero la resaca de los locos años 80 y la espiral de envejecimiento en la que se ha atascado ha convertido a Japón en un país inmune a la subida de precios.

El envejecimiento de su población ataca a otro de los pilares de la economía: el consumo y la inversión de las familias. Las personas más mayores consumen menos, lo que ralentiza el ciclo del dinero y reduce la inflación. Y su ansia por invertir en fondos seguros ha permitido al Banco de Japón llevar los tipos de interés reales a niveles negativos sin apenas ninguna reacción.




Elaboración Propia




Elaboración Propia

El crecimiento económico se cifra en un 2,4% para 2021 y una expansión económica del 1,8% en 2022.

La ratio Deuda/PIB será de un 264% en 2021 y se reducirá en 2022, para situarse en un 263%.

La tasa de inflación cayó a -0,1% en 2020, debido a la pandemia de COVID-19. Se

prevé que suba a 0,3% en 2021 y que vuelva a aumentar levemente a 0,7% en 2022.

La consolidación presupuestaria seguirá siendo un tema clave para el país mientras trata de controlar sus niveles de deuda. Los problemas demográficos que debe afrontar Japón son cada vez más complejos. El envejecimiento de la población representa un gran desafío para el país, ya que el gobierno prevé que el gasto en pensiones y salud irá en aumento. Además, la baja tasa de natalidad genera una disminución de la población, y por lo mismo decae el número de contribuyentes.

La población japonesa en edad de trabajar ha disminuido por décadas, pero el problema ha sido compensado por una mayor participación, lo que ayudó al crecimiento del empleo y a mantener una tasa de desempleo baja.

El desempleo llegó a 3,3% en 2020, subiendo con respecto a 2,4% en 2019. Pero se prevé que baje luego a 2,8% en 2021, y que en 2022 vuelva a los niveles anteriores a la crisis.

## PAÍSES EMERGENTES

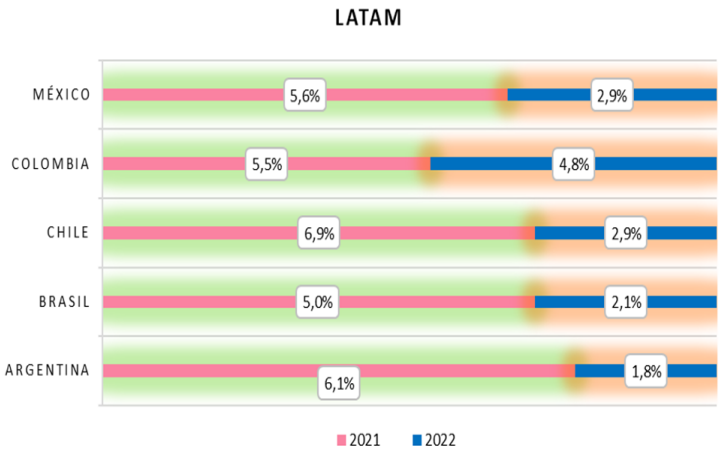
Las economías emergentes van a experimentar una recuperación del crecimiento clara en 2021 y 2022. El grupo de emergentes principales experimentó una caída del PIB del 5,1% en 2020 (Turquía, Rusia, Sudáfrica, Polonia, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Brasil, México, Argentina, Chile y Colombia).

Esta recesión dará paso a un crecimiento del 4,8% en 2021 y del 3,8% en 2022. Sin embargo, la auténtica clave del momento de los emergentes no es la recuperación en sí, sino lo desigual que va a ser. Esta asimetría va a comportar economías emergentes ganadoras y otras perdedoras, y, entre estas últimas, un grupo de países que, además de perder pie en materia de crecimiento, van a ver sus desequilibrios macroeconómicos tensionados.

La disparidad en la trayectoria económica emergente en 2021 y 2022 dependerá de la evolución de la pandemia, de cómo se anclan los emergentes a los diferentes focos de crecimiento mundial y de su capacidad de paliar shocks económicos adversos.

Así, en términos relativos a la población, los cinco emergentes más afectados (Hungría, Brasil, Polonia, Argentina y Chile) registran una incidencia que más que dobla el promedio de los países emergentes menos afectados.

Además, las perspectivas de vacunación también son enormemente distintas entre los emergentes. De entrada, las dosis administradas muestran grandes disparidades (por ejemplo, Sudáfrica ha vacunado a un 0,5% de su población, mientras que Hungría alcanza al 38%) y, lo que es más preocupante, los países que menos vacunas están dispensando también son los que menos cubierta tienen a su población en términos de dosis contratadas.




| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Argentina | 6,1% | 1,8% |
| Brasil | 5,0% | 2,1% |
| Chile | 6,9% | 2,9% |
| Colombia | 5,5% | 4,8% |
| México | 5,6% | 2,9% |

Elaboración Propia

Las perspectivas de la pandemia siguen siendo especialmente delicadas en Sudáfrica, Turquía, Indonesia, India, Malasia, Colombia y Brasil.

El segundo ámbito que va a generar asimetría en la recuperación emergente es la propia naturaleza de la expansión mundial. Dado que en 2021 y 2022 van a circular a velocidades muy distintas los tres grandes motores económicos mundiales (China, EE. UU. y la eurozona), también se va a registrar un distinto dinamismo en la demanda externa de los emergentes en función del grado en que estos mercados compradores son importantes para ellos, tanto en términos de exportaciones de bienes (por lo general, materias primas) como de servicios (el más frecuente, turismo).

En este ámbito, están mejor posicionados aquellos países que exportan mucho a China o EE. UU. o que tienen una exposición turística relativamente menor (o su mercado de origen es asiático o norteamericano).

En consecuencia, la lista de potenciales países con perspectivas más preocupantes la integrarían Turquía, Rusia, Polonia y Hungría.

El tercer ámbito que puede originar asimetría es el de los desequilibrios macroeconómicos y en particular si la «herencia» de la COVID-19 es un aumento de dichos desequilibrios que sitúa en una posición de vulnerabilidad a los países frente a eventuales shocks adversos.

¿Cuál es el shock más preocupante que pueden afrontar los emergentes? Dado que el ciclo de crecimiento emergente de los últimos años se ha beneficiado de forma muy clara de unas condiciones financieras globales muy acomodaticias y que han favorecido una entrada de capitales importante, un endurecimiento de estas representaría un cambio considerable que previsiblemente lastraría las perspectivas de este grupo de economías.

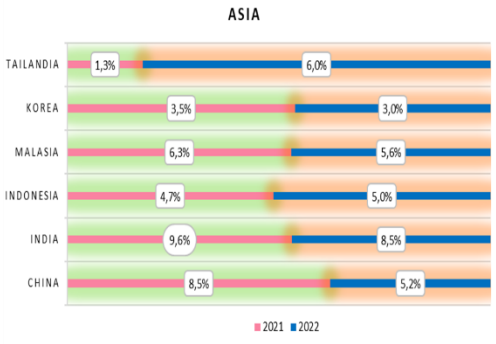
Esta es una tesitura que se podría dar, por ejemplo, si la recuperación en EE. UU. fuese mucho más fuerte de lo previsto y se produjese un ajuste de la política monetaria que fortaleciese al dólar y provocase un aumento del tipo de interés. Este conjunto de factores tal vez lastraría las entradas de capitales en los emergentes y tensionaría las condiciones financieras.

Las importaciones de los mercados emergentes han aumentado por encima de los niveles anteriores a la COVID a medida que se recupera el crecimiento, pero las balanzas comerciales están mejorando debido a las exportaciones inusualmente fuertes.

En este contexto, se esperan déficits modestos en cuenta corriente en 2022.

Las necesidades totales de financiamiento externo son manejables en relación con las reservas.

Existe una vulnerabilidad de los mercados emergentes a los rápidos aumentos de los rendimientos a largo plazo de EE.UU., pero es mucho más pequeño que en el período previo a la rabieta de 2013.




| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| China | 8,5% | 5,2% |
| India | 9,6% | 8,5% |
| Indonesia | 4,7% | 5,0% |
| Malasia | 6,3% | 5,6% |
| Korea | 3,5% | 3,0% |
| Tailandia | 1,3% | 6,0% |

Elaboración Propia

## CHINA

China priorizará la estabilidad financiera sobre el crecimiento en 2021. La economía resurgió con fuerza de la pandemia y espera crecer por encima del 8% en 2021. El robusto crecimiento da margen para políticas fiscales y monetarias menos expansivas, que buscan asentar la estabilidad financiera de una China que quiere ser un actor de primer orden en la economía global.

Es por ello por lo que China representa la particularidad de ser la primera gran economía que crece con claridad a la vez que impone las condiciones financieras más duras. China es la primera economía del planeta en paridad de poder de compra y la segunda en dólares corrientes (algo por debajo del 20% del PIB mundial, en ambos casos), pero tiene tres asignaturas pendientes.

Primero, lograr un crecimiento más equilibrado y de calidad. El principio de lo que se conoce como "doble circulación", expresado en el XIV Congreso del Partido Comunista Chino, busca dar mayor peso al consumo privado frente a la inversión estatal en infraestructuras y priorizar las exportaciones de calidad.

La segunda, reducir un atraso tecnológico que evoca amargos recuerdos del pasado. China ha empezado a reducir el retraso en la manufactura de chips, puesto de manifiesto en el decoupling tecnológico impuesto por EE. UU. (el objetivo chino es poder autoabastecerse en 2030).

A más largo plazo opera la tercera y última de las asignaturas, la de aposentar la primacía mundial china, lo que comporta gestionar la rivalidad con EE. UU. de forma no rupturista, garantizar la estabilidad en la región y consolidar la mejora de la calidad de vida de sus ciudadanos.

La solidez del sistema financiero será la mayor preocupación de las autoridades chinas en 2021 y 2022. La deuda de China (Gobierno y sector privado no financiero) supera el 280% del PIB, más propia de una economía avanzada que de una emergente.

Los esfuerzos de contención de su crecimiento han tenido notable éxito desde 2016, especialmente en la reducción del shadow banking, pero se mantienen montantes de deuda de baja calidad concentrados en los conglomerados estatales de industria pesada. A principios de 2020 se inició la política de dejar caer a los morosos, interrumpida por la pandemia.

La recuperación de la actividad permitió volver a endurecer las condiciones financieras en la segunda mitad de 2020. Aumentaron entonces los impagos, y la rentabilidad de los bonos AAA (un mercado de 4 billones de dólares) subió 40 p. b. en una semana.

A inicio de 2021, la calidad de la deuda mostró una mejora incipiente y se confirmó la inclusión de la deuda china en el influyente índice Russell FTSE (efectiva en octubre de 2021) y que previsiblemente conllevará un reajuste automático de carteras a favor de la deuda china.

- Política fiscal: La política fiscal expansiva en 2020, adecuada pero

muy inferior a los estímulos de 2008, se centró en exceso en la inversión pública y no hubo ayudas directas a los consumidores.

- Política monetaria: Con la recuperación, el banco central de China (PBoC) revisó su política monetaria expansiva a otra más acomodaticia con las condiciones del crecimiento. Pero el PBoC dejó claro que, tras el endurecimiento monetario de finales de 2020, se seguirá una política monetaria gradual y sin cambios bruscos.

- Evolución del tipo de cambio: En 2021 persistirá la fortaleza del renminbi (RMB), apoyada en la solidez del crecimiento y la afluencia de capitales. Las inversiones de empresas chinas en el exterior se ven compensadas por influjos de inversores extranjeros de cartera y la solidez de la inversión directa. Ello ya contribuyó a que el RMB se apreciase un 6,7% frente al dólar en 2020. El sector exterior, con unas exportaciones que se beneficiarán de la recuperación económica global y que compensarán el incremento de las importaciones por el encarecimiento de las materias primas, también apoyará al RMB.

- Deuda pública y corporativa: Una eventual recuperación sostenida de las rentabilidades de la deuda de las grandes economías disminuiría el atractivo de la deuda china y podría reducir los influjos financieros de los últimos años. Los conglomerados estatales, principales causantes del crecimiento de las deudas de mala calidad, no han sido objeto del celo aplicado sobre los gigantes tecnológicos y seguirán estando en el epicentro de los problemas de la deuda china.

La economía china crecerá un 8,5% en 2021 y un 5,2% en 2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 8,5% | 5,2% |
| Inflación | 1,3% | 1,7% |
| Déficit | -9,6% | -8,7% |
| Deuda/PIB | 69,6% | 73,7% |
| Tipo Interés | 4,4% | 4,4% |
| Tipo de Cambio (RMB/USD) | 6,6 | 6,4 |

## INDIA

La India tiene una importancia cada vez mayor en el concierto económico global. La segunda gran economía emergente, después de la China, con una población de 1.292 millones de habitantes, también es grande en términos económicos: la India representa el 7,1% del PIB mundial (en paridad de poder de compra), solo por detrás de los EE. UU. y la China.

Más allá del tamaño y de una coyuntura mejorada, la India es una economía con un potencial enorme. A su demografía favorable se une una gran riqueza en recursos naturales, el uso extendido del idioma inglés y un innegable espíritu emprendedor.

La India adolece de dos problemas graves: la pobreza y el déficit inversor en infraestructuras. La India es el país con más pobres del planeta.

Recientemente, este protagonismo se ha visto acrecentado por el hecho de que la India se ha mantenido al margen de la desaceleración de las economías emergentes y se postula como un recambio para una China que va más despacio.

Parar atajar la pobreza y el déficit de infraestructuras es esencial reformar la Administración pública y el mercado laboral.

La erradicación de la pobreza generalizada pasa por aumentar el gasto público en servicios básicos (alimentación, sanidad, educación) de forma substancial. El crecimiento económico de la India permite financiar un incremento del gasto social, pero el verdadero obstáculo es la ineficiencia de la Administración, que hace que la ayuda se pierda por el camino y no llegue a los necesitados.

Una erradicación sostenible de la pobreza pasa por una mejora del mercado laboral. El otro vector de la reforma laboral debe encaminarse a la mejora de la productividad. El primer paso es lograr la unidad de mercado, con unas reglas comunes.

La diferente legislación entre Estados dificulta que los empleados puedan desplazarse a zonas geográficas de mayor crecimiento y a clusters tecnológicos como los de Bangalore, Delhi, Chennai, Hyderabad, Pune, Mumbai y Calcuta, que ofrecen trabajos más productivos y mejor remunerados.

La fiscalidad debe reducir las trabas y regulaciones a las empresas, para potenciar la inversión extrajera y el sector manufacturero, que sigue siendo una asignatura pendiente de la economía india. Asimismo, se deben eliminar los impuestos distorsionantes y las diferencias fiscales entre Estados

La India es de las economías más castigadas por la pandemia, con un PIB que descendió un 9,0% en 2020, con unos estímulos fiscales y monetarios modestos.

A largo plazo, las oportunidades son enormes, con una población joven, relativamente educada, con dominio del inglés y un tamaño de mercado gigantesco (es la tercera economía del planeta en paridad de poder adquisitivo, la sexta en dólares corrientes y la segunda más poblada). La inversión se ve lastrada por un sistema financiero con una alta morosidad crónica y por los conglomerados estatales. El entorno regulatorio cambiante tampoco ayuda. Otro lastre son las dificultades en implementar las reformas agrícolas y del mercado de trabajo.

El tamaño de la población y las condiciones socioeconómicas contribuyeron a que, en 2020, la India fuera el segundo país del mundo en número de contagios y el tercero en muertos en términos absolutos.

El cierre estricto de la primavera de 2020 no funcionó por la existencia de zonas urbanas de densidad de población extrema y con viviendas de servicios higiénicos compartidos.

Asimismo, los costes del confinamiento fueron severos: una caída récord del PIB, abandono de las ciudades, trabajadores desplazados y una disrupción en el sector agrícola.

Las vacunas propiciarán una situación en 2021 mucho más positiva, aunque con un crecimiento más lento de lo esperado.

India tiene una serie de vulnerabilidades: El sistema bancario de la India, dominado por los bancos estatales (2/3 del total de activos), venía sufriendo de una alta tasa de morosidad antes de la pandemia y podría alcanzar el 15% en 2021. La India es de las economías emergentes que menos se ha beneficiado de la debilidad del dólar este año.

En 2020, la India fue uno de los pocos países que experimentó un aumento de la inflación. Pese a que en 2021 se espera una menor inflación, los precios seguirán siendo un problema crónico, en gran parte por la ineficiencia del sector agrario, que supone la mitad del empleo.

La dificultad de implementar una reforma que liberalice los precios y mejore la productividad, pero que al mismo tiempo no empeore la precariedad de los trabajadores agrícolas, seguirá marcando la política interna.

La política fiscal ha sido insuficiente para paliar el shock económico. En política monetaria, el BRI bajó el tipo de referencia en 115 p.b., hasta el 4% en 2020. Las bajadas adicionales en 2021 han estado condicionadas por la inflación. La perenne necesidad de defender la rupia y la inflación por encima de la zona alta del objetivo de inflación (se sitúa en el intervalo del 2% al 6%) condicionan la actuación del banco central (BRI).

En 2020 la rupia se depreció un 2,5% respecto al dólar. En 2021, la recuperación de la demanda interna y el retorno al déficit corriente presionarán a la baja el tipo de cambio, pero la vigilancia del BRI y las expectativas de una cierta moderación inflacionista deberían contener la depreciación en 2021-2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 9,6% | 8,5% |
| Inflación | 9,7% | 4,7% |
| Déficit | -10,9% | -10,0% |
| Deuda/PIB | 89,9% | 89,5% |
| Tipo Interés | 3,7% | 4,0% |
| Tipo de Cambio (INR/USD) | 74,0 | 75,0 |

## BRASIL

Brasil es la novena economía más grande del mundo. El país sigue trabajando para reconstruirse tras la recesión que ocurrió seis años atrás, cuando la economía se contrajo en casi 7%. Desde entonces, Brasil no ha podido crecer con el mismo ritmo al que estuvo acostumbrado durante la década antes de la recesión. Posteriormente, la economía de Brasil mostró una lenta pero continua recuperación, que se vio luego interrumpida por la irrupción de la pandemia de COVID-19.

A pesar de que Brasil es uno de los países con la incidencia de COVID-19 más elevada del mundo, el shock en términos económicos ha sido relativamente menos intenso que en otros países emergentes.

Eso se debe a la combinación de una estrategia sanitaria que se podría calificar como más permisiva que en otras economías y una agresiva política fiscal, centrada en el apoyo a los hogares. De cara a futuro, no obstante, es complicado pensar que se puede mantener el estímulo fiscal sin poner en riesgo una situación de las finanzas públicas que, ya antes de la crisis, era delicada. En cambio, la gestión de la pandemia ha facilitado la consolidación política del Gobierno actual y ha reducido los riesgos de gobernabilidad que preocupaban meses atrás, al menos en una perspectiva a corto plazo.

La estrategia de confinamiento ha sido de las más laxas en América Latina. Como resultado, las cifras de contagios y fallecidos han sido también diferencialmente peores que en otros países más restrictivos.

Sobre la política monetaria, el banco central ha intensificado la relajación monetaria que ya había iniciado antes de la pandemia (en julio de 2019). Además, en un cambio regulatorio importante, se ha dotado al banco central de la potestad para realizar compras de activos, lo que abre la puerta a la realización de la política monetaria no convencional ya habitual en bancos centrales avanzados. Hasta la fecha, no obstante, no se ha aprovechado esta posibilidad en toda su extensión.

Esta política monetaria expansiva se ha visto facilitada por el hecho de que, a diferencia de crisis anteriores, en esta ocasión Brasil afronta la situación con las expectativas de inflación razonablemente bien ancladas.

Por ello, y a pesar de que la notable depreciación del real va a trasladarse en parte a la inflación por la vía del precio de los bienes importados, el avance del IPC se mantendrá en cotas moderadas en 2022.

Desde la perspectiva fiscal, a finales de marzo de 2020, la declaración del estado de calamidad allanó el camino para la adopción de medidas de estímulo fiscal equivalentes al 18% del PIB. El grueso del estímulo tomó la forma de transferencias a los hogares, de manera que se ha conseguido apoyar el consumo privado (no así la inversión, que se ha desplomado y presenta perspectivas bastante negativas).

Como resultado de la expansión fiscal, el déficit primario se disparó en 2020. A fin de no incrementar en exceso un stock de deuda pública que ya era elevado antes de la crisis, se ha procedido a financiar el déficit público mediante el recurso de utilizar depósitos del Tesoro en el banco central (que a su vez se ha esterilizado mediante la puesta en el mercado de más bonos mediante operaciones repo).

Se trata de una solución temporal y hay que prestar atención a la ratio Deuda/PIB.

El país dispone de algunas fortalezas en caso de aumento de la volatilidad financiera, un volumen de reservas internacionales elevadas (que cubren 2,5 veces la deuda externa), un sector bancario razonablemente sólido y una proporción baja de la deuda pública denominada en divisas extranjeras.

La economía del país crecerá un 2,1 % en 2022; esa tasa de crecimiento equivale a algo menos de la mitad de la prevista para 2021, un año considerado atípico pues sigue al descalabro provocado por la pandemia de coronavirus, que fue el principal factor para la severa caída que sufrió la economía brasileña en 2020.

Se proyecta para 2022 una inflación del 3,5%, una tasa de cambio estabilizada en torno a los 5,50 reales por dólar y unos tipos básicos de interés del 6,63 %.

El crónico déficit del sector público ha sido calculado para 2022 en un equivalente al 0,5 % del Producto Interno Bruto (PIB), una meta que, de ser alcanzada, supondría una notable mejora respecto al 1,8 % que se prevé para 2021.

Ese valor equivale al 0,5 % del PIB y subsidia a unos 14 millones de familias de bajos recursos, aunque el Gobierno tiene la intención de ampliar tanto los subsidios como el número de beneficiarios antes de que concluya el debate parlamentario sobre los presupuestos.

Para ello, trabaja con la posibilidad de que el Parlamento ceda y acepte postergar por una década un valor equivalente a los subsidios que se pagan por año a los más pobres y que corresponde a deudas judiciales que el Poder Ejecutivo tiene con terceros.

Las perspectivas fiscales han mejorado debido a la fuerte recuperación de los ingresos y el moderado crecimiento del gasto, sin embargo, la estabilización permanente y la reducción de la carga de la deuda pública requerirían un retorno a los superávits primarios en los próximos años, mientras que las incertidumbres rodean las políticas que determinarán si las mejoras fiscales proyectadas para 2022 se materializarán.

La tasa de desempleo en Brasil creció en 2020, llegando a 13,4%. Sin embargo, el gobierno considera que las cifras reales son mucho más elevadas, como muestra una encuesta oficial sobre el desempleo, en la que se señala que en torno a 32 millones de personas está subempleadas, esto significa que, o ya no trabajan, o que trabajan menos de lo que podrían. Además, incluso quienes están empleados suelen tener trabajos informales.

De hecho, el gobierno estima que 39,3 millones de personas, o 41,6% de la fuerza laboral del país, tiene un trabajo informal. La tasa de desempleo se ve afectada fuertemente por el impacto negativo de la pandemia de COVID-19. Actualmente, se estima que la tasa aumentará a 14,1% en 2021, y que bajará ligeramente a 13,3% en 2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 5,0% | 2,1% |
| Inflación | 6,5% | 3,5% |
| Déficit | 6,0% | 5,0% |
| Deuda/PIB | 84,0% | 85,5% |
| Desempleo | 14,1% | 13,3% |
| Tipo Interés | 5,5% | 6,6% |
| Tipo de Cambio (BRL/USD) | 5,4 | 5,5 |

## RUSIA

Las perspectivas de crecimiento se presentan favorables, vinculadas a la recuperación de la actividad mundial y del precio del petróleo. A diferencia de otros países productores de materias primas, la resiliencia de la economía rusa en 2020 fue fruto de un entorno macro-financiero algo más desarrollado que en otros exportadores de materias primas y de la imposición de un confinamiento menos severo.

De cara al futuro, se prevé que el crecimiento de la economía se apoyará en el incremento de la demanda interna, fomentado por medidas de carácter proteccionista, en la recuperación de las exportaciones de crudo y en el avance de las vacunaciones.

No obstante, a pesar de este trasfondo macroeconómico favorable, el riesgo geopolítico se presenta como uno de los mayores focos de incertidumbre.

Las medidas fiscales aplicadas por Rusia durante la pandemia, a pesar de ser inferiores a las de otros países emergentes, impulsaron el déficit fiscal hasta el 4,1% del PIB.

El Gobierno anunció un plan de consolidación fiscal para los próximos tres años (con una reducción del gasto del 10% y subida de impuestos a los grandes patrimonios), con el fin de incrementar las reservas fiscales ante posibles shocks externos.

Adicionalmente, se prevé que el ascenso de los precios del crudo genere un aumento de los ingresos fiscales (vía exportaciones), que ayuden a reducir el déficit presupuestario.

La economía rusa crecerá un 4,2% en 2021 y un 2,5% en 2022.

Rusia ha acometido la mayor subida de tipos desde 2014 y fija la tasa en el 6,5% para frenar la inflación en 2021.

El Banco de Rusia, el pasado Julio de 2021, subió 100 puntos básicos la tasa de referencia para sus operaciones, que pasará a situarse en el 6,50%, en lo que representa el mayor endurecimiento de la política monetaria rusa desde la crisis de 2014 ante el aumento de las presiones inflacionistas, lo que puede hacer necesarias nuevas subidas de tipos.

La decisión viene determinada por el desplazamiento significativo del balance de riesgos, que podía provocar que la inflación se desviara por encima de la meta de estabilidad del 4% durante un período más largo.

Los riesgos proinflacionarios a corto plazo también están asociados con la mayor volatilidad en los mercados globales causada en parte por diversos desarrollos geopolíticos, que pueden afectar el tipo de cambio y las expectativas de inflación.

En el mes de junio de 2021, la tasa de inflación anual de Rusia escaló al 6,5% desde el 6% registrado en mayo como consecuencia de que el crecimiento de la demanda interna superó la capacidad de expansión de la producción en una amplia gama de sectores, lo que facilita a las empresas trasladar los mayores costes a los precios.

La inflación del país alcanzará un 6% en 2021, mientras que confía en que descenderá hasta un 4,5% en 2022.

Para 2021, Rusia ha planeado rebajar el apoyo estatal a la economía y consolidar su política fiscal, para regresar a la regla presupuestaria hacia 2022.

Rusia afronta diferentes desafíos: una impronta extensa del Estado, debilidades de gobernanza e institucionales, una infraestructura insuficiente, bajos niveles de competitividad, subinversión, una baja capacidad de producción, la dependencia en materias primas, un clima de negocios pobre, la falta de reformas estructurales y el envejecimiento de la población.

Rusia se expone a nuevas sanciones por parte de EE. UU., que podrían desestabilizar las necesidades de financiación externa de Rusia y debilitar al rublo.

Además, Rusia mantiene relaciones diplomáticas controvertidas con Ucrania, Bielorrusia y Turquía.

## TURQUIA

La evolución de la economía turca en 2021 sigue estando muy influida por el desarrollo de la pandemia de COVID-19. A pesar de haber mantenido, desde el inicio de la pandemia, un dinamismo mayor que el de otras economías emergentes, Turquía se enfrenta a una serie de retos macro-financieros derivados de desequilibrios preexistentes agudizados con la crisis.

Entre ellos, destacan una alta y persistente inflación, unas cuantiosas necesidades de financiación exterior, en un contexto de elevado endeudamiento en moneda extranjera de las empresas no financieras, unas reservas internacionales de divisas reducidas, y una creciente dolarización de los depósitos bancarios.

La posición del sector bancario sigue siendo relativamente sólida y la ratio de préstamos de dudoso cobro ha disminuido, si bien algunos de sus indicadores han empeorado ligeramente, como la rentabilidad o las ratios de solvencia.

El crecimiento de la economía será del 8,4% en 2021 y pasará a un 3,1% en 2022. Pese a este dinamismo de la actividad, la economía turca se enfrenta a una serie de retos, entre los que destacan la elevada inflación, las bajas reservas de divisas, la creciente dolarización de los depósitos, las elevadas necesidades de financiación exterior y el significativo endeudamiento en divisas de las empresas no financieras con los bancos turcos.

Estos retos se derivan, en buena medida, de desequilibrios preexistentes a la actual crisis sanitaria, aunque esta los ha agudizado tanto por el impacto directo como por los derivados de la respuesta a la misma (en concreto, las políticas monetaria y crediticia muy expansivas).

Se siguen identificando factores recurrentes en la economía turca, como la importante traslación a precios internos del debilitamiento de la lira y unas expectativas de inflación elevadas.

Asimismo, el notable incremento del precio de las materias primas globales en 2021, las restricciones de oferta derivadas del retraso en los suministros y del crecimiento en los costes del transporte internacional, el aumento de ciertos precios regulados y el de los costes de producción interna también han repercutido en esta tendencia.

La inflación se mantiene así muy alejada del objetivo del BCRT (5%, con un rango admisible de desviación de +/–2 puntos porcentuales), con unas proyecciones para finales de 2021 y 2022 del 16,5% y 14%, respectivamente.

La lira turca se debilitó un 12,5% frente al dólar entre mediados de marzo y finales de agosto, como reflejo, entre otros factores, de las dudas de los mercados sobre una posible relajación prematura de los tipos de interés.

Además, aunque en este período el BCRT y la banca pública han limitado mucho sus intervenciones en los mercados de divisas, el nivel de reservas internacionales se mantiene bajo; de hecho, permanece negativo en términos netos cuando se descuentan los swaps de divisas.

Desde que estalló la crisis derivada de la pandemia se ha venido observando un aumento de la dolarización en los depósitos bancarios, con el sector privado no

financiero a la búsqueda de activos refugio, de manera que los depósitos en moneda extranjera superan el 55% de los depósitos totales.

En relación con la política monetaria, en marzo de 2021, el BCRT volvió a elevar su tipo de interés de referencia, el tipo repo a una semana, hasta el 19%, dejando el tipo de interés real ex post en territorio positivo en ese momento, aunque con posterioridad el mantenimiento de los tipos en un contexto de aumento de la inflación ha llevado los tipos de interés reales hasta niveles ligeramente negativos en agosto de 2021.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 8,4% | 3,1% |
| Inflación | 16,5% | 14,0% |
| Deuda/PIB | 36,4% | 35,8% |
| Tipo Interés | 18,0% | 17,0% |
| Tipo de Cambio (TRL/USD) | 9,5 | 9,0 |

## MEXICO

Como resultado de una política sanitaria anti-COVID bastante laxa, la prevalencia de la pandemia ha sido bastante elevada, lo que ha acabado comportando una disrupción económica significativa.

El impacto económico, a diferencia de en otros países de la región, no ha sido parcialmente compensado por una respuesta de política económica ambiciosa.

De cara a futuro, las perspectivas de crecimiento se fundamentan, de forma principal, en la traslación de la recuperación de EE. UU. al sector exterior mexicano, ya que ni se espera un mayor protagonismo de la política económica ni una recuperación interna fuerte habida cuenta de la lentitud en el proceso de vacunación.

En política fiscal, la falta de avances en la reducción de la deuda pública reduce de facto el margen de maniobra fiscal. En esta tesitura, el Gobierno ha preferido no arriesgar su reputación de país ortodoxo en materia de finanzas públicas y solo ha tomado decisiones tímidas de aumento de gasto público. El impulso fiscal mexicano es de los menores de América Latina.

Respecto a la política monetaria, Banxico ha afrontado con mayor proactividad que el Gobierno el shock y respondió con una bajada del tipo de interés de 325 p.b. (hasta el 4,0%) desde el inicio de la pandemia.

Además, se han adoptado una serie de medidas de apoyo a la liquidez a la banca (en particular, mediante la ampliación de la gama de instrumentos elegibles como colateral y la inclusión de la banca de desarrollo en una facilidad de liquidez), garantizar el buen funcionamiento de la renta fija y facilitar el flujo de crédito a las micro, pequeñas y medianas empresas mexicanas.

El éxito en la vacunación en EE.UU. y la inyección de grandes recursos a su economía están significando un repunte de ese país, beneficiando significativamente a las exportaciones mexicanas, que ya superan el nivel de pre-pandemia.

También entraron más remesas familiares, marcando sucesivos récords históricos y beneficiando al consumo de algunos segmentos de la población. Internamente, ha habido un aprendizaje en el proceso de vacunación y ahora ya se aplican más de un millón de vacunas al día y con expectativas de incrementarlos en poco tiempo.

El crecimiento de la economía se cifra en un 5,6% en 2021 y un 2,9% en 2022, por lo que veremos una recuperación en “V”.

Desde febrero, la tasa Banxico se mantiene en 4%. En general, las perspectivas de las tasas de interés tienden hacia alzas moderadas para los próximos dos años, ello básicamente como consecuencia de las recientes presiones inflacionarias internas.

Pese a que se espera que la inflación baje hacia el 3,8% en un año, los tipos podrían subir hasta alrededor de 4.4% en 2022. La pregunta es ¿por qué subirían los tipos de interés si la inflación tiende al 3,8%?

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 5,6% | 2,9% |
| Inflación | 5,4% | 3,8% |
| Deuda/PIB | 51,4% | 51,1% |
| Déficit | -3,0% | -3,0% |
| Tipo Interés | 4,0% | 4,4% |
| Tipo de Cambio (MXN/USD) | 20,3 | 19,1 |

Las únicas razones por la que Banxico tendría que elevar su tasa de interés son: primero, que la inflación interna se quedara anclada por arriba del 5% en 2022; segundo, que la FED en EE.UU. reiniciara su ciclo alcista de tipos, en caso de que su propia inflación se mantuviera al alza.

La expectativa de un superávit por cuenta corriente para 2021 también favorece la apreciación del MXN. Se estima estabilidad para el tipo de cambio: 20,3 pesos por dólar en 2021 y 19,1 en 2022.

## SUDAFRICA

Sudáfrica es el país con mayor tasa de incidencia de COVID-19 en el continente africano, aspecto que ha alimentado aún más las dificultades económicas y financieras por las que ya atravesaba el país.

Además de hacer frente a la pandemia, los vientos en contra a los que se enfrenta la economía a corto y medio plazo han aumentado en los últimos meses, con una tasa de desempleo por encima del 30%, un déficit presupuestario vertiginoso (debido al lento crecimiento económico y a los rescates a empresas estatales) y la elevada dependencia de los flujos de inversión extranjeros.

No obstante, la dinamización gradual del comercio internacional, la esperada estabilización del rand y la extensión de las vacunaciones en la segunda mitad de 2021 aportarán cierto alivio, aunque la recuperación en 2021 distará de ser dinámica.

La pandemia ha supuesto un duro obstáculo para la economía sudafricana por el debilitamiento de la demanda externa e interna. La inestabilidad de las cadenas de suministro y transporte, el colapso del sector turístico y la merma de la inversión, entre otros, provocaron en 2020 una caída del PIB del 7%.

La recuperación económica viene de la mano de la aceleración de las exportaciones (con destino del 30% a China, principalmente de manufacturas y metales básicos) y a la recuperación de los flujos de inversión extranjeros.

Política monetaria: Durante los siete primeros meses de 2020, el Banco de la Reserva de Sudáfrica (SARB) recortó los tipos de interés 300 p. b. hasta el 3,50%, nivel mínimo histórico, para posteriormente mantenerlo sin cambios. Dado que la inflación esperada se mantendrá dentro del rango objetivo (3%-6%), a pesar de la mejora prevista de la actividad y del encarecimiento de la energía y los suministros, la estrategia de política monetaria se mantendrá estable en el horizonte de valoración.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 4,6% | 2,5% |
| Inflación | 4,9% | 4,9% |
| Deuda/PIB | 82,8% | 85,7% |
| Déficit | -11,1% | -7,9% |
| Tipo Interés | 3,5% | 3,6% |
| Tipo de Cambio (ZAR/USD) | 14,7 | 15,7 |

Política fiscal: La delicada situación de las cuentas públicas sudafricanas, altamente endeudadas, ha limitado la capacidad de respuesta del Gobierno a la pandemia a los recursos destinados a emergencias.

La estrategia fiscal de Sudáfrica a medio plazo no ha cambiado desde octubre de 2020, y se basa en la reducción de la deuda pública a través de la reducción del gasto, principalmente por la congelación de los salarios públicos, y la mejora del crecimiento económico. Dados los precedentes recientes, existen dudas sobre la capacidad efectiva de llevar a cabo dicha reducción del gasto en un contexto macroeconómico poco propicio.

## INDONESIA

La economía de Indonesia volverá a un alto crecimiento como lo fue antes de la pandemia covid-19, es decir, en 2022 con la cifra alcanzando el 5 por ciento, mientras que este año se estima en 4.5 por ciento.

Indonesia volverá a su senda de crecimiento en 2022 impulsada por una recuperación sostenible del comercio, una reactivación del sector manufacturero y un gran presupuesto nacional de recuperación económica.

Se ha observado que el gasto de los hogares en Indonesia ha aumentado en 2021 según ha avanzado el programa de vacunación y más sectores económicos han reanudado sus operaciones.

Se espera que la inversión vuelva a aumentar junto con la mejora de las perspectivas económicas, mientras que el ritmo de recuperación de la financiación o el crédito seguirá estando por detrás de la incertidumbre del sentimiento de los inversores.

Luego, en el caso de la inflación, se estima que subirá al nivel de 2,4% en 2021 antes de caer finalmente de nuevo al nivel de 2,8% en 2022.

Esta tasa de inflación sigue estando dentro del rango objetivo del Banco de Indonesia porque las presiones inflacionarias debidas a la depreciación de la moneda y al aumento de la demanda de alimentos se verán parcialmente compensadas por la disminución de los precios de los bienes establecida por el gobierno.

Además, las exportaciones netas apoyadas por fuertes exportaciones de materias primas darán lugar a un déficit por cuenta corriente del 0,8 por ciento del producto interior bruto (PIB) de Indonesia en 2021.

A medida que aumente la inversión el próximo año y aumenten los volúmenes de bienes de capital importados, como maquinaria y equipo, se estima que esto empujará el déficit por cuenta corriente de Indonesia al 1,3 por ciento del PIB en 2022.

Hay varios riesgos para esta estimación, incluyendo la interrupción de la recuperación global por la amenaza de mutaciones de COVID-19, tasas de vacunación desiguales en el mundo y un inesperado endurecimiento financiero global.

Mientras tanto, en el país, la recuperación económica puede desacelerarse si hay un aumento de los casos de COVID-19, retrasos en los esfuerzos de vacunación e ingresos gubernamentales más débiles.

A continuación, superar las preocupaciones sobre la deuda excesiva puede ser superado por la reforma fiscal para ampliar la base impositiva, mejorar la administración y el cumplimiento de impuestos, y cerrar las lagunas fiscales.

El mayor empuje para el PIB viene de las exportaciones, que ya en el primer trimestre de 2021 crecieron un 6,7%, pero que en totalidad del año podrán crecer un 15%. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio bajó a 53,5 puntos, con las componentes del PMI de pedidos y fabricación por encima del 58 y 59, respectivamente.

El déficit por cuenta corriente se está ampliando (estimado -1,6% en el promedio de 2021) debido a que las importaciones (relacionadas con la recuperación del consumo e insumos para fabricación) están aún más fuertes que las exportaciones. Así, la previsión de crecimiento del PIB está en un 4,7%, y 5,5%, respectivamente, para 2021 y 2022.

La inflación, por su parte, se ha situado en el 1,7% a mediados de 2021, lo que es un nivel muy moderado para lo que está ocurriendo a nivel global. La inflación deberá subir antes de fin de 2021 motivada por los costes de la energía, materias primas y alimentos, reflejo de un fortalecimiento de la demanda tanto interna como externa.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 4,7% | 5,5% |
| Inflación | 2,7% | 3,0% |
| Desempleo | 6,4% | 5,6% |
| Deuda/PIB | 41,8% | 43,2% |
| Déficit | -6,2% | -4,7% |
| Tipo Interés | 3,5% | 3,5% |
| Tipo de Cambio (IDR/USD) | 14.621,5 | 14.133,0 |

El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en el 3,50% en la reunión de junio, y no se prevé que los toquen en 2021; más bien es posible que se mantengan en este nivel por un periodo largo, probablemente hasta mediados de 2023 cuando se observe una recuperación clara.

Además de mayores restricciones por un aumento súbito del riesgo sanitario, los riesgos para la economía indonesia provienen de su alta dependencia de la financiación externa.

Una subida de tipos de interés a nivel global se reflejaría también en la financiación pública, lo que dificultaría los planes de gasto e inversión público y privado. Una percepción de riesgo más elevado también traería implicaciones para el tipo de cambio.

## ARGENTINA

Si bien la pandemia ha deteriorado sustancialmente las perspectivas de crecimiento, la situación antes de la crisis era delicada ante los graves desequilibrios macroeconómicos, como la alta inflación, el elevado déficit fiscal y la deuda pública insostenible.

La reestructuración de la deuda, que contó con una aceptación importante por parte de los acreedores privados, proporciona un impasse para estabilizar la economía, pero de cara al futuro se requiere de un plan de consolidación fiscal creíble, una postura monetaria contractiva y un nuevo acuerdo con el FMI. Sin embargo, la necesidad de implementar reformas estructurales pone en riesgo la estabilidad política y social.

La recuperación depende en gran medida de las exportaciones y de la inversión, ya que el consumo todavía está pendiente de la restauración de los niveles de movilidad habituales.

En cualquier caso, esta mejora significativa en el consumo se puede ver en el segundo semestre de 2021, donde el índice de indicadores adelantados subió al 40,7% ya en abril, corroborando una recuperación de la actividad.

La inflación se ha situado en un 48,8%. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa, transporte, ocio y cultura, a la vez que el gobierno intenta mitigar la inflación mediante el control de precios en electricidad y gas (+26%) y comunicaciones (+20%) que suben menos.

El tipo de interés de referencia LELIQ a 7 días se mantiene en 38% desde marzo, mientras que el tipo efectivo del repo a 7 días se encuentra cerca de los 45,4%, en todos los casos, con los tipos reales negativos. Con la base monetaria M3 creciendo al 30% anual, la moneda continúa su gradual depreciación. El peso argentino ya ha superado el listón de los 95 pesos/USD.

Argentina tiene elecciones legislativas de mitad del mandato en noviembre de 2021, así que habrá que ver qué Gobierno sale de las urnas.

Las circunstancias en Argentina hacen que la emisión externa sea un verdadero desafío, de esta manera, el marco de políticas económicas debe mejorar sustancialmente y la monetización del déficit debería terminar para restaurar el acceso al mercado externo.

Se requiere del compromiso del Gobierno para llevar a cabo reformas estructurales, así como tener un plan económico claro a corto plazo para la consolidación fiscal y la reducción de la inflación.

El peronismo regresó como fuerza dominante después de las elecciones de 2019.

Además de ganar la presidencia, el partido obtuvo el control de 17 de las 23 gobernaciones del país. Las próximas elecciones nacionales serán las parlamentarias de mitad de noviembre de 2021.

En estas no se esperan grandes cambios en el equilibrio político de poder, aunque los peronistas gobernantes podrían perder algunos escaños. Sin embargo, la crisis económica complica la estabilidad política ante la necesidad de reformas estructurales

que mencionamos anteriormente, las cuales resultarían particularmente impopulares.

El gobierno está centrado en contener la inflación, que todavía deberá cerrar por encima de los 46% en 2021, mediante el control de algunos precios clave, y también en asegurar la estabilidad de la moneda manteniendo controles de cambio. Sin embargo, los mercados de tipo de cambio saben leer este control "gestionado" de la inflación y saben que esta gestión puede revertirse más adelante.

La evolución de la economía argentina en 2022 está atada a la reestructuración de la deuda de 44.000 millones de dólares contraída con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en 2018. El país sudamericano, no puede afrontar los vencimientos por valor de 19.000 millones de dólares previstos para el año que viene con el organismo internacional. Por este motivo, negocia contrarreloj un nuevo calendario de pagos. La nueva meta es el primer trimestre de 2022.

En este contexto, es claro que Argentina necesita un plan de consolidación fiscal y un freno en la expansión monetaria. Estos objetivos serán muy difíciles de alcanzar, sobre todo, en medio de una pandemia y en año electoral, así que la estabilidad macroeconómica sigue siendo de alto riesgo.

Por otra parte, como dato positivo, se encuentra la recuperación de los precios de la energía y otras materias primas, puesto que pueden favorecer las exportaciones, los ingresos fiscales y disminuir los desequilibrios macroeconómicos.

La economía argentina crecerá un 6,1% en 2021 y se desacelerará a un 1,8% en 2022.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 6,1% | 1,8% |
| Inflación | 46,5% | 30,3% |
| Desempleo | 9,3% | 8,1% |
| Deuda/PIB | 102,1% | 95,9% |
| Déficit | -5,0% | -3,4% |
| Tipo Interés | 38,0% | 24,0% |
| Tipo de Cambio (ARS/USD) | 121,0 | 149,5 |

## COLOMBIA

A pesar de las fuertes medidas de aislamiento, Colombia es el tercer país de Latinoamérica con más casos de COVID-19. Con todo, y a pesar de que en 2020 la economía presentó una fuerte contracción, en 2021 la mayoría de los sectores económicos parecen estar camino de recuperarse, lo que sugiere que lo peor del impacto generado por la pandemia podría estar en vías de superación.

La recuperación sigue siendo incierta y dependerá en gran medida de dos factores: la evaluación de la pandemia y las protestas sociales. En ese contexto, S&P y Fitch redujeron la calificación de la deuda pública en moneda extranjera a grado especulativo, especialmente debido a las crecientes presiones de gasto y la incapacidad para avanzar en la necesaria reforma fiscal.

Como consecuencia, el país perdió el grado de inversión, lo que implicó un mayor coste de financiación tanto para el Gobierno como para el sector privado. En esta tesitura, la mejoría de la posición fiscal es harto complicada.

La demanda interna continúa siendo el principal apoyo de la recuperación económica. Aunque este resultado genera un sesgo alcista sobre el crecimiento del año, el proceso de recuperación seguirá siendo incierto ante los efectos de las protestas y el tercer pico de la pandemia.

La inflación se ha mantenido estable en los primeros meses del año, aunque su tendencia será alcista en los próximos meses como resultado de la recuperación gradual de la demanda, la devaluación del tipo de cambio y el aumento de los precios de los alimentos tanto a nivel global como por los bloqueos recientes de las principales vías del país. El banco central mantiene la tasa de referencia en el 1,75% y la expectativa es que se mantenga estable a lo largo de 2021. No obstante, la difícil situación fiscal del país y los aumentos de tasas de interés a nivel global podrían forzar a aumentos del tipo de interés de referencia colombiano.

El Gobierno se enfrenta al mayor déficit fiscal de la historia reciente por el incremento del gasto para atender la pandemia (cerca del 8% del PIB en 2020). Esta situación hace necesaria una reforma fiscal que aumente los ingresos para continuar con los programas de ayuda social.

En abril, el Gobierno presentó una reforma ambiciosa que buscaba incrementar los ingresos en un 2,2% del PIB, pero posteriormente tuvo que retirarla ante el descontento social.

La recuperación económica y las medidas fiscales permitirán la estabilización de la deuda en los próximos años.

Durante 2021, el peso colombiano siguió presentando una alta volatilidad y, del mismo modo que el resto de las monedas en economías emergentes, se ha depreciado con respecto al dólar. Cara a final de año, se anticipan presiones en el tipo de cambio por los efectos de la pérdida de grado de inversión y por la fluctuante situación social.

En Colombia, las proyecciones de crecimiento para 2021 se cifran en el 6,5%, y un 3,5% en 2022.

Este es un crecimiento más bien moderado, si tenemos en cuenta la contracción cercana al 7% que experimentó el PIB-real de Colombia durante 2020 por cuenta de la pandemia. Y todo parece indicar que el crecimiento del 2022 estará en el 3.5%, considerando el menor dinamismo de los energéticos y que se trata de año electoral con elevada incertidumbre respecto de si llegará al poder la izquierda-populista de Petro.

Existen al menos tres factores que deben preocuparnos respecto de la solidez de la recuperación económica del periodo 2022-2026: la alta dependencia exportadora de los commodities energéticos (cercana al 50% de las exportaciones); el elevado nivel de desempleo (14%) y su persistencia; y las limitadas capacidades para aplicar políticas fiscales y monetarias contra-cíclicas.

Las primeras debidas al frágil paquete tributario (de solo 1% del PIB) que se discute en el congreso y las segundas debidas al rebrote inflacionario que está requiriendo que pronto el BR se mueva en la dirección de elevar su tasa repo del 1.75% hacia el 2.5% (+75 p.b.s.) antes de finalizar este 2021.

En el aspecto externo, Colombia no ha funcionado en materia de diversificación exportadora y la misión de internacionalización no está aportando mucho a su solución.

Se ha producido una persistente devaluación peso-dólar que ya acumula 90% durante el periodo 2015-2021, convirtiéndonos en la economía emergente (anteriormente con grado de inversión) con peor desempeño global durante este periodo.

| | 2021 | 2022 |
|---|---|---|
| Crecimiento PIB | 6,5% | 3,5% |
| Inflación | 3,0% | 3,0% |
| Desempleo | 14,0% | 13,0% |
| Deuda/PIB | 64,2% | 64,3% |
| Déficit | -8,2% | -7,1% |
| Tipo Interés | 1,8% | 2,8% |
| Tipo de Cambio (COP/USD) | 3.780,0 | 3.516,7 |

## OPEP +

El precio del petróleo en 2022 debido a que una continua recuperación de la demanda podría ampliar un persistente déficit de suministros.

La estimación para el precio del crudo Brent en 2022 es de 77 USD por barril, y del West Texas Intermediate (WTI) de 74 USD, impulsado en parte por una menor confianza en la reactivación del acuerdo nuclear entre Estados Unidos e Irán.

El aumento gradual del bombeo de la OPEP+ no cerraría la brecha de suministro de petróleo al menos hasta el 1er trimestre de 2022, ya que es probable que la recuperación de la demanda continúe superándolo, debido en parte a la capacidad limitada de algunos productores del grupo para elevar su producción.

La amenaza de una participación de mercado limitada por el crecimiento de la producción estadounidense significa que no hay urgencia para que los productores de la OPEP+ pisen el acelerador.

La horquilla entre 65 y 75 dólares por barril de crudo es confortable tanto para los consumidores como los países productores. Los países de la OPEP+ tienen el propósito de mantener ese nivel de precios mediante la regulación de los volúmenes de extracciones.

## RIESGOS GLOBALES

Los riesgos para la economía mundial siguen estando asociados a corto plazo a la pandemia y, en particular, al avance en el proceso de vacunación. De cara a futuro, persisten los posibles problemas de solvencia de las empresas no financieras que se revelen tras la crisis. Los riesgos a la baja se centran, por un lado, en la expansión de nuevas variantes del virus más resistentes o en un retraso en la vacunación, lo que llevaría asociado nuevas medidas de distanciamiento social.

Adicionalmente, un apoyo insuficiente de las políticas económicas o su retirada prematura podría traducirse en problemas de solvencia empresarial. Del mismo modo, los posibles efectos spillover de un aumento de los tipos de interés de largo plazo en Estados Unidos, en el contexto del impacto sobre la actividad y la inflación de la expansión fiscal en ese país, podrían llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras en otras áreas económicas que se encuentren en una diferente posición cíclica. Por último, el elevado endeudamiento público y privado podría frenar el gasto y lastrar el proceso de recuperación.

La administración del presidente J. Biden está proporcionando una mayor calma institucional en materia de relaciones exteriores, con acercamientos políticos hacia los principales focos de tensión de su antecesor, destacando la más reciente cumbre con el presidente ruso, Vladimir Putin, y la tregua arancelaria con la Unión Europea.

No obstante, la fijación con China continúa en curso, destacando los últimos avances de ese país en la aprobación de una legislación para contrarrestar las sanciones

occidentales, así como la tensión militar creciente en el estrecho de Taiwán, la cual podría conllevar una mayor presencia de la OTAN tras las preocupaciones mostradas en la reciente gira en Bruselas.

En la Unión Europea, a pesar de una disputa por el Brexit aún vigente (cuyos conflictos se centran en el tratamiento de Irlanda del Norte) y las preocupaciones políticas (vulnerabilidad electoral en Francia, etapa post- Merkel en Alemania y los acontecimientos en Hungría), los avances en cuanto al proyecto Next Generation EU y la liberación de fondos bajo un instrumento de deuda respaldado conjuntamente, alimenta la posibilidad de una mayor unión fiscal que permitan su uso permanente.

En lo que se refiere a los países emergentes, en Latinoamérica los eventos de inquietud social, movilizaciones y protestas que venían marcando el panorama previo al estallido de la pandemia (con eventos en Chile, Ecuador y Bolivia, entre otros países).

Si bien quedaron adormecidas durante las etapas de fuerte distanciamiento social, recientemente han vuelto a retomar la senda marcada tanto por los antecedentes pre-pandemia como por detonantes más recientes relativos al descontento con las políticas implementadas durante la etapa de emergencia sanitaria (la baja protección de los sectores y trabajadores más relacionados con actividades económicas informales, una mayor brecha de desigualdad y un deterioro institucional, como los que acontece actualmente Colombia), lo que podría ralentizar el ritmo de recuperación de la actividad económica e incluso tensionar a los mercados financieros.

- *DEUDA GLOBAL*:

Tras alcanzar el máximo global al cierre de 2020 (al nivel más alto desde la Segunda Guerra Mundial ) con 290,5 billones de dólares (359,4% del PIB mundial), las cifras del primer trimestre de 2021 de la deuda muestran una ligera disminución de 1,7 billones de dólares, liderada por las economías desarrolladas (donde la deuda total cayó a menos de 203 billones de dólares), mientras que las economías emergentes registraron un aumento de 0,6 billones de dólares hasta los 86 billones totales que, aunque a menor ritmo que en los trimestres precedentes, continúan ejerciendo una presión en términos de sostenibilidad, la cual se encuentra agravada en aquellas economías con vulnerabilidades acumuladas.

En los mercados desarrollados, los enormes apoyos fiscales y monetarios que han llevado al sector público a liderar el proceso de apalancamiento, continúan registrando incrementos, aunque moderados, siendo el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares) quien lidera el proceso de desapalancamiento y acompañados, por primera vez desde 2018, por el sector financiero. En los mercados emergentes, por su parte, el mayor apalancamiento continuó en el sector privado no financiero (corporativo y, en menor medida, hogares), seguido empresas financieras y, en sentido inverso, el sector público, aunque con divergencias regionales, cuyas limitaciones fiscales muestran signos de fragilidad y la sostenibilidad y servicio de la deuda marcan la necesidad de impulsar la capacidad fiscal.

En líneas generales, y de forma más pronunciada en las economías desarrolladas (donde la deuda pública de países como Estados Unidos, gran parte de la Eurozona, Reino Unido o Japón se encuentra en niveles récord bajo el paraguas de una política monetaria que mantiene los rendimientos en una tendencia bajista, ya que en torno a un tercio de la deuda actual cotiza con tasas negativas), el riesgo de reinversión podría

aumentar a medida que la búsqueda por protección contra la inflación y la reacción monetaria tienda hacia la normalidad. Bajo este escenario, la sostenibilidad de la deuda, al sustentarse en la necesidad de dar servicio a una carga en unos niveles superiores bajo tipos de interés más elevados, podría debilitar la recuperación económica de ciertos países al retomarse la senda de mayor disciplina fiscal.

Por el momento, la probabilidad es limitada y la política monetaria continuista; sin embargo, la sensibilidad a cambios en el proceso de fijación de precios es cada vez más alta dados los stocks de deuda acumulados y la concatenación de altos déficits.

El mayor riesgo para las economías emergentes continúa residiendo en aquellas con elevados niveles de deuda externa y fuertes perfiles de deuda denominada en monedas fuertes, así como en aquellas que muestran un proceso de recuperación divergente.

La baja inflación interna y la flexibilización monetaria (también en economías avanzadas), el ahorro interno favoreciendo la financiación sin recurrir a la deuda externa (sumada al impulso positivo en el precio de las materias primas) han promovido un progreso notable en ciertas economías.

No obstante, a medida que las condiciones financieras se vuelven menos favorables y la inflación vuelve a ejercer presiones al alza, aquellas con financiación monetaria directa de los déficits presupuestarios, peor acceso a los mercados de capitales y deterioros en la posición de su deuda externa, podrían enfrentarse a eventos de aversión al riesgo selectivos y de inestabilidad local.

Por último, en Estados Unidos, así como en varios países de la Unión Europea, las perspectivas sobre el segmento de deuda corporativa de los CDO's (Collateralized Debt Obligations), aunque mejoran, continúan siendo moderadas, a pesar de alcanzar récords de emisión impulsados por una reactivación económica intensa y una demanda de inversores en búsqueda de rendimientos.

**¿Es sostenible el nivel de deuda?**

El endeudamiento público ha subido mucho durante la pandemia, pero, paradójicamente, la deuda pública en los países avanzados parece ahora más sostenible que tras la anterior crisis. ¿Seguirá siendo así en el futuro?

Los niveles de endeudamiento público han subido de forma espectacular durante la pandemia, pero paradójicamente son ahora más sostenibles que tras la anterior crisis. Vamos a analizar la posible evolución de las principales variables que determinarán la sostenibilidad de la deuda pública en los países avanzados en los próximos años.

La política fiscal, apoyada por la monetaria, ha sido la principal línea de defensa contra los estragos que la pandemia ha causado en la economía. Y el resultado, como no podía ser de otra manera, es que los países avanzados han añadido entre 15 y 30 puntos de deuda pública sobre el PIB.

Los países emergentes y en vías de desarrollo también han hecho un activo uso de la política fiscal y monetaria para contrarrestar la caída en la actividad económica, pero dadas sus mayores restricciones fiscales y la menor credibilidad de sus divisas, el aumento de la deuda pública ha sido, en general, menor que en los países ricos.

Aceptar aumentos del déficit y la deuda ha sido, sin duda, una buena idea. Pero no podría haberse hecho sin el espectacular apoyo de los Bancos Centrales, que han activado enormes programas de compra de activos (incluida la deuda pública). En el caso de la zona euro, esto ha supuesto que la respuesta a la crisis haya sido

radicalmente distinta a la que se le dio a la crisis financiera y del euro en 2008-2012, lo que a su vez ha supuesto un cambio sustancial tanto en el relato de la crisis como en su respuesta de política económica.

Así, se estima que, a nivel global, sin los apoyos fiscales la devastación sobre la producción y el empleo habría sido tres veces más intensa. Con el rebote de la economía se estima que se puedan estabilizar las ratios Deuda/PIB en los elevados niveles actuales.

¿Qué debe de hacerse con la deuda pública?; ¿tiene sentido continuar con el activismo en política fiscal durante los próximos años para afianzar la recuperación? y, en el caso europeo, y en especial de España, ¿se debe confiar en que los déficit públicos desaparecerán y que, por tanto, la deuda no seguirá una dinámica explosiva?; ¿se puede confiar en que las rentabilidades a largo plazo de la deuda sigan tan bajas?; y, finalmente, ¿cómo se rediseñan las reglas fiscales europeas, que están obsoletas, pero son necesarias para evitar el sesgo deficitario de la política presupuestaria que es particularmente peligroso en una unión monetaria incompleta como la zona euro?

Ninguna de estas preguntas tiene una respuesta fácil.

La dinámica de la sostenibilidad de la deuda pública y cómo debe ser interpretada en el actual contexto macroeconómico de bajos tipos de interés e incertidumbre sobre la evolución de la inflación y el crecimiento. Lo más adecuado para rebajar una elevada ratio Deuda/PIB es aumentar la producción, es decir, incrementar el denominador.

Y eso a largo plazo se consigue con reformas que eleven la productividad (por el momento, parece haber señales de aceleración de la productividad, pero todavía no está claro si son permanentes o transitorias.) Al mismo tiempo, es conveniente tener superávits públicos primarios (que los ingresos públicos cubran los gastos sin contar el pago de intereses de la deuda) y aprovechar los bajos tipos de interés para ir refinanciando la deuda sin sobresaltos, alargando al máximo los plazos de vencimiento de la misma para evitar situaciones peligrosas si hay subidas repentinas de las primas de riesgo.

Esto, hoy en día, no se cumple en España, pero sí en otros países que tienen sus cuentas estructuralmente más equilibradas.

Además, si hay inflación es más fácil devolver la deuda (aunque pueden aparecer otros problemas, sobre todo si los precios se aceleran y se entra en una espiral de subida de precios y salarios como el de los años 70 del siglo pasado) y, en la medida en la que los bancos centrales sigan comprando deuda pública, hay una parte de la misma que se refinanciará de forma automática (recordemos que el BCE es propiedad de los países de la zona euro, por lo que sus beneficios, que en parte vienen de recibir los intereses de la deuda que tiene en su balance, revierten en los tesoros nacionales).

A priori, no hay un nivel sostenible o insostenible de deuda/PIB como, por ejemplo, el 60% del tratado de Maastricht o el 90% que se hizo tan popular en la última crisis financiera. Todo depende de la tasa de crecimiento, la evolución del coste de financiación, la inflación y la actitud del Banco Central.

Y, en último término, no se trata de asunto técnico sino político, porque la capacidad de hacer reformas (de pensiones, fiscales u otras) depende de los equilibrios de poder de cada país.

Por último, para pensar sobre la sostenibilidad de la deuda hay que tener clara la diferencia entre flujos y stocks. El déficit público y el pago de intereses de la

deuda (que se suele medir como porcentaje del PIB) son flujos; el volumen de deuda es un stock. Y la sostenibilidad de la deuda depende sobre todo de los flujos, es decir, de la capacidad que tiene un Estado para hacer frente al servicio de la deuda en un año concreto.

Naturalmente, cuanto más bajo sea el stock de deuda, más sencillo puede ser refinanciarla porque los inversores pueden sentirse más cómodos al prestarle a un país con un stock de deuda menor. Sin embargo, puede suceder, como es el caso ahora para España, que el stock de deuda sea más alto y a la vez la deuda sea más sostenible.

Hoy el Reino de España tiene mucha más deuda en circulación que en 2012 pero entonces pagaba más del doble que ahora en porcentaje del PIB en intereses cada año. Además, en aquel entonces las primas de riesgo estaban subiendo y había miedo a que se "cerraran los mercados" mientras que hoy el coste de las nuevas emisiones sigue bajando y ya es negativo. Y países como Japón, con una ratio de deuda sobre PIB superior al 250%, no tienen problemas de sostenibilidad.

Esta situación está llevando a que, en EE.UU., tanto la Administración Biden como un buen número de economistas capitaneados por Blanchard y Krugman sostengan que en la medida en la que las condiciones actuales se mantengan (y la pregunta del millón es si lo harán), la ratio Deuda pública/PIB puede bajar de forma automática.

Consideran bastante probable que los tipos de interés de equilibrio, los que igualan oferta y demanda de fondos prestable, se mantendrán bajos por motivos estructurales como el envejecimiento de la población, el cambio tecnológico, la elevada desigualdad o la propia globalización, lo que permitirá seguir emitiendo deuda a tipos irrisorios. También creen que el crecimiento se acelerará y que el banco central será más permisivo con la inflación, lo que los lleva a concluir que mientras se cumpla g>r (que la tasa de crecimiento real de la economía sea mayor que el tipo de interés real de la deuda), no hay nada de qué preocuparse.

Esta es la filosofía que subyace a los enormes paquetes de estímulo norteamericanos, que economistas como Summers alertan de que son demasiado cuantiosos (habida cuenta de que el consumo se está acelerando de forma automática tras muchos meses de ahorro forzoso) y, por lo tanto, podrían recalentar la economía en el medio plazo, generar inflación y llevar a subidas de tipos de interés que generen inestabilidad, reduzcan el crecimiento e incluso causen problemas en los mercados emergentes.

No se debe olvidar que para los países emergentes, y sobre todo para los de América Latina, que son de los que más han sufrido la pandemia tanto en términos sanitarios como económicos, el mayor riesgo macroeconómico a futuro es una situación como la de principios de los años 80 del siglo pasado, cuando EE.UU. subió abruptamente los tipos de interés porque la inflación estaba desbocada, lo que llevó a una apreciación del dólar y a una subida de los tipos de interés globales que precipitó impagos de deuda soberana en Brasil, México y Argentina, dando lugar a la llamada "década perdida" iniciada en 1982.

La reforma de las reglas fiscales europeas, que es el marco jurídico en el que se va a desenvolver la política fiscal española a partir de 2023 (por el momento está activada la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por lo que las reglas no se aplican, aunque sigan existiendo). El actual marco de reglas ya estaba en revisión porque no funciona bien.

Es demasiado complejo, su aplicación resulta a menudo en políticas procíclicas (ajustes durante las recesiones e incapacidad para generar colchones durante los booms), se basa en conceptos como el saldo estructural o el output gap (que no son observables y además son muy volátiles).

Lo que lo esencial es asegurar que a partir de 2022/2023 los países no tengan déficits públicos estructurales.

- *CRISIS SOBERANA CHINA*:

La economía China continúa al frente de la recuperación global. A la ya conocida fortaleza de su industria manufacturera y unas exportaciones sólidas (en respuesta a la demanda de países con recuperaciones aún incompletas y restricciones sanitarias persistentes), se suma una consolidación de la demanda interna (con potencial de activar presiones en la inflación) y cuyo impulso estaba aún rezagado, proporcionando a la economía un amplio respaldo económico.

Esta situación, sumada a una política monetaria estable y una política fiscal previsiblemente expansiva, favorece a las positivas previsiones para la economía China.

En cuanto a riesgos a la baja, y dada la boyante expansión, destaca la posibilidad de sobrecalentamiento económico, donde la vuelta a la preocupación sobre burbujas de activos ha provocado que el Banco Central trate de frenar el impulso crediticio (ya en terreno negativo) y podría sentar la bases para retomar políticas de desapalancamiento anticipando subidas de tipos de interés y endureciendo las demás medidas de política monetaria.

- *POLITICA ECONÓMICA*:

A medida que las economías eliminan restricciones y se manifiesta la demanda reprimida, la inflación se consolida bajo un efecto de rebote. Sin embargo, factores considerados como transitorios (cuellos de botellas persistentes, cadenas de suministro con capacidad no restaurada, escasez de ciertos bienes, entre otros) ponen el riesgo la persistencia de dicha tendencia, cuya perdurabilidad (reflejada en las últimas previsiones de los propios bancos centrales) sienta las bases para iniciar la comunicación de un cambio en la orientación monetaria hacia su endurecimiento.

Con esto, los mercados de bonos, cuyas turbulencias en los meses anteriores anticiparon esta normalización más temprana, podrían volver a anticipar que la capacidad de endurecimiento ahora es muy limitada y la sensibilidad a ello muy alta.

Aunque los primeros cambios solo se esperan por la parte de las compras de activos en el corto plazo, a medida que la normalización requiera de comenzar a elevar los tipos de interés en vistas a ganar margen de maniobra para próximo ciclo de ajuste, podrían volver a surgir señales en los mercados de deuda que evidencien las probabilidades de un error de política monetaria hasta alcanzar un nuevo nivel de equilibrio en las tasas.

En el marco fiscal, la orientación continúa en sentido expansivo y favorecida por la política monetaria laxa. No obstante, un endurecimiento prolongado y no deseado de las condiciones financieras podría comprometer la estabilidad de dichas políticas, abandonando parte de las medidas actuales para dar paso a una etapa enfocada hacia consolidación fiscal en aras de la sostenibilidad de la deuda.

- *CRISIS GEOPOLÍITICA*

El marco geopolítico global permanece estable, con una ligera tendencia a la baja. Los factores de alivio se deben fundamentalmente a:

- Una más amplia diplomacia por las vacunas a nivel global y principalmente en los países emergentes.

- Un riesgo de fragmentación en la Eurozona aliviado con la llegada de los primeros tramos de los fondos europeos y los últimos acontecimientos en el panorama político que alejan la idea del euroescepticismo en focos como Francia (menor polarización, aunque con una baja participación) e Italia (mayor estabilidad bajo el primer ministro Mario Draghi).

- Relajación en las tensiones del Golfo Pérsico, donde destaca la cercanía de un acuerdo en Irán. Como factores que adicionan tensión, destaca la inestabilidad política en ciertos países emergentes, destacando el riesgo en Latinoamérica donde países como Colombia, Perú o Brasil vuelven a entrar en la espiral de descontento social y deterioro institucional, así como el conflicto entre Israel y Palestina donde el riesgo de una escalada en el conflicto podría no disiparse bajo el nuevo gobierno.

IEB es un Centro de Estudios Superiores adscrito a la Universidad Complutense de Madrid y a la Universidad Rey Juan Carlos.

Desde su fundación en 1989, ha conseguido ocupar una posición de liderazgo como el principal Centro de Formación Financiera y jurídica en España y en el mundo hispano hablante. En la actualidad IEB cuenta con aliados estratégicos como The London School of Economics (LSE), Bayes Business School, The Wharton School, The Chinese University of Hong Kong (CUHK) y Fordham University, una de las 3 primeras universidades especializadas en Derecho de Estados Unidos.

IEB está clasificada entre las cien instituciones docentes más innovadoras que imparten másteres legales, según el Financial Times.

**Este informe ha sido elaborado por Aurelio García del Barrio en coordinación con Quum Marketing y Comunicación.**

**Dirección:**
Cristina Murgas Aguilar

**Autor:**
Aurelio García del Barrio

**Maquetación:**
Aitor Atozqui

**Dirección de Comunicación y PR:**
Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional QUUM
cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61
Bárbara Vieites, Ejecutiva de cuentas QUUM
bvieites@quum.com / Telf. 679 53 37 46

C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid
91 524 06 15
www.ieb.es