

LA HOJA DE RUTA DE LA ECONOMÍA

II Semestre de 2022

Paul Moran, José María Viñals, Luis Fernando Utrera, Javier Santacruz, Diego Pitarch, Javier Niederleytner, Aurelio García del Barrio



ÍNDICE

Introducción 3

Con perspectiva global:

1. El riesgo de alta inflación y caída de los precios de los activos financieros 5
Paul Moran

2. Ucrania, cuatro meses después 7
José María Viñals

3. Petróleo e inflación: lo que nos puede esperar 9
Luis Fernando Utrera

4. Comprender la estanflación de los 70 para no repetir sus errores 12
Javier Santacruz

5. Los desafíos de las empresas europeas en el entorno económico actual 14
Diego Pitarch

6. Las incertidumbres que pesan sobre los mercados financieros 16
Javier Niederleytner

7. La debilidad de la moneda única y sus consecuencias 18
Aurelio García del Barrio

Una mirada interna:

8. Perspectivas para España 21
Aurelio García del Barrio

Introducción

En el IEB, se busca recoger la realidad y presentarla en forma de herramientas y experiencias -de un claustro que se ha movido “bajo fuego real”- para dar una visión más comprensible de la hoja de ruta de la economía global.

El presente compendio de artículos no es más que una síntesis con la visión del escenario económico global, como el riesgo de la alta inflación y la caída de los precios de los activos financieros; la situación de Europa cuatro meses después del inicio de la guerra de Rusia contra Ucrania y, sus consecuencias. Hablar de petróleo, es hacerlo de inflación. Nadie debería pensar que el problema es la agresión rusa. Eso lo ha precipitado, pero no es causa única. La inflación está aumentando en todas partes. Algunos economistas creen que podemos reducir estos riesgos económicos aprendiendo las lecciones de la década de 1970, comprender la estanflación para no repetir sus errores.

Aunque la estanflación sea un fenómeno ocurrido hace casi medio siglo, las lecciones que dio aún hoy en muchos países continúan resonando con fuerza. Es el caso de las economías emergentes, las cuales se endeudaron sin control entre la década de los 60 y principios de los 70 al calor de unos costes históricamente bajos de financiación. La aplicación rápida y tardía de políticas contractivas en los países acreedores provocaron quiebras en cadena y fenómenos de pobreza de los cuales algunos países todavía no se han recuperado.

En dichos análisis, se tienen en cuenta variantes regulatorias, geopolíticas, financieras, macroeconómicas y empresariales que, unidas en un hilo argumental, pretenden aportar una visión amplia no solo de la situación actual sino también de lo que puede estar por llegar. Por ejemplo, podemos decir que la realidad de las empresas es que se encuentran ante una tormenta perfecta.

Nos encontramos con una guerra en Ucrania, unos tipos de interés - no sólo en Europa - al alza, un precio de las materias primas incrementándose, así como los precios de los transportes, la inflación, y una salida demasiado lenta de una pandemia. A continuación, se presentan auténticos desafíos y consecuencias socio-económicas de este nuevo escenario.

Con una mirada interna, en este entorno, la situación económica española se volverá más compleja. Los sectores económicos que se verán más perjudicados con la llegada del otoño, serán los productivos industriales. En definitiva, si no se toman medidas podemos ver una recesión en la economía, sobre todo después de que esta situación ya está avisando en EEUU.



Con perspectiva global



El riesgo de alta inflación y caída de los precios de los activos financieros

Paul Moran, Economista, profesor del Master in International Finance de IEB y director del Centre of European Union Studies

Los tiempos están cambiando. Las nubes de tormenta económica se están oscureciendo. La inflación está aumentando en todas partes. Algunos economistas creen que podemos reducir estos riesgos económicos aprendiendo las lecciones de la década de 1970, que se caracterizó por las guerras frías (con Rusia y China) y las guerras calientes en Vietnam y Oriente Medio (la guerra de Yom Kippur de 1973 y la primera guerra Irán-Irak en 1980). Los conflictos geopolíticos en el Medio Oriente llevaron a una serie de choques en los precios del petróleo.

Los gobiernos occidentales respondieron a estos choques económicos con un estímulo fiscal y bajos tipos de interés que hicieron que la inflación fuera aún más problemática. Los trabajadores exigían salarios altos. Este ciclo vicio condujo a la estanflación.

Para reducir el desempleo, Reagan y Thatcher introdujeron reformas del lado de la oferta para flexibilizar los mercados, especialmente los mercados laborales. Para vencer la inflación, el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, aumentó los tipos muy bruscamente de 1979 a 1983, lo que provocó una recesión económica prolongada y dolorosa. Esto condujo a una ola de crisis de deuda en los países en desarrollo,

especialmente en América Latina en la década de 1980.

En comparación con la década de 1970, los marcos de política monetaria son más creíbles y se centran más en la estabilidad de precios. Las economías son más flexibles ahora que en la década de 1970. La intensidad energética ha disminuido, pero nuestras economías siguen dependiendo en gran medida de la energía de los principales productores como Rusia y Arabia Saudita.

Larry Summers, economista de la Universidad de Harvard, cree que el período actual de inflación inesperadamente alta no será transitorio. Argumenta que no solo los precios del petróleo y los alimentos están aumentando, sino que la inflación se está extendiendo a través de la economía. Los índices de inflación de la Reserva Federal están ahora en máximos históricos. Summers insiste en que debemos aprender las lecciones económicas de la década de 1970.

Jay Powell, presidente de la Reserva Federal, Christine Lagarde, presidenta del BCE, y Andrew Bailey, gobernador del Banco de Inglaterra, coinciden en que se requiere una acción rápida para anclar las expectativas de inflación a largo plazo a la tasa objetivo del 2%.

Dijeron que no elevar las tasas de interés lo suficientemente rápido podría permitir que la alta inflación se incruste y, en última instancia, requeriría una acción más drástica por parte de los bancos centrales para llevar el crecimiento de los precios a niveles más moderados.

Lagarde dijo que la guerra de Ucrania estaba golpeando a Europa más fuerte que la mayoría de las otras regiones y advirtió que el BCE podría cambiar de su enfoque “gradual” actual para elevar las tasas de interés, comenzando con un aumento de un cuarto de punto porcentual en julio, a una postura política “más decidida”.

Powell ya ha actuado para controlar la inflación al elevar los tipos de interés en 0.75 puntos porcentuales explicando que, “Es muy probable que el proceso implique algo de dolor, pero el peor dolor sería no abordar esta alta inflación y permitir que se vuelva persistente”.

Los inversores están cambiando sus estrategias de inversión para hacer frente a un mundo de tasas de interés más altas de lo esperado. En los primeros 6 meses de este año, el S&P 500 ha caído un histórico 20%. El precio de un índice del bono del Tesoro a 10 años, un punto de referencia para los costos de endeudamiento en hipotecas, préstamos comerciales, etc. ha caído alrededor de un 10%.

Los inversores están vendiendo activos de riesgo como criptomonedas y comprando activos seguros como oro y metales preciosos. Están vendiendo monedas de mercados emergentes riesgosas (como el rublo ruso, la lira turca, el renminbi chino, el yen japonés, etc.) y comprando dólares estadounidenses. Están vendiendo compañías de “crecimiento” como Netflix, Facebook, Amazon, etc. y comprando

compañías de “valor” como Nestlé, Pepsi, Johnson & Johnson, Kimberly-Clark, Bristol-Myers, etc.

En Europa, los inversores están preocupados por el tibio crecimiento económico, la elevada inflación y la carga de la deuda en la zona del euro. A medida que Grecia se recupera bajo un Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), la atención se centra en Italia, que tiene la segunda carga de deuda pública más alta de la zona euro.

Los inversores están vendiendo los bonos del gobierno italiano y comprando Bunds alemanes. El “spread”, una medida del estrés financiero, entre los bonos italianos y alemanes ha alcanzado su nivel más amplio desde 2013.

Los funcionarios del BCE celebraron una reunión de crisis este mes para anunciar que crearán una herramienta antifragementación para reducir la fragmentación del mercado de bonos y cerrar el “spread” entre los bonos de la zona euro.

Nos dirigimos a una tormenta económica. Será financieramente estresante. Debemos tomar ahora las medidas necesarias para reducir los riesgos financieros. Como dijo Shakespeare, antes de la tormenta, “la preparación lo es todo”.

2.

Ucrania, cuatro meses después

José María Viñals, director del Máster en Relaciones Internacionales de IEB y Socio de Squire Patton Boggs

Hace ya más de cuatro meses que dio comienzo uno de los acontecimientos más dramáticos y relevantes que han asolado Europa desde la segunda guerra mundial. Tras meses de reiteradas tensiones y amenazas, las tropas rusas irrumpieron en territorio ucraniano, dando luz verde a lo que no tardaría en convertirse en una invasión progresiva de lo que ya es más del 20% del territorio ucraniano.

Este conflicto, que encuentra sus inicios en la entrada de Ucrania en la sociedad de naciones tras la desintegración de la URSS en 1991 y tuvo un primer episodio en 2014 que terminó con la incorporación de la península de Crimea a la Federación Rusa y un frente abierto en el Donbas, supone una nueva estocada no solo para la UE que está afrontando su mayor crisis humanitaria, energética y de defensa desde su fundación, sino también una tormenta perfecta en las relaciones geopolíticas a nivel global donde China y EEUU están tomando buena nota para lo que pudiera ser tormenta perfecta (en clave geopolítica) que pudiera desatarse entre ambas potencias en Océano Pacífico.

Es por ello que la respuesta de la Alianza Atlántica, la UE, Reino Unido y EEUU ha sido contundente. Ésta se ha visto reflejada, además de en las sanciones impuestas a nivel político y económico, en el hito histórico de que la

UE haya tomado conciencia de su fragilidad y dependencia en materia de energía y defensa. Dicha vulnerabilidad ha llevado a la UE a iniciar una mayor dependencia de EEUU, así como el anuncio de inversiones sin precedentes en promover la autosuficiencia en ambos sectores.

Los efectos económicos derivados de este conflicto tampoco han tardado en hacerse visibles en Europa. El precio de las materias primas, los alimentos, el gas o el combustible han llevado a tasas de inflación intermensuales hasta el 10% (como en el caso de España) que hace tan solo unos meses creíamos imposible en la zona Euro.

El retraso en acordar el sexto paquete de sanciones europeo también ha puesto en evidencia la unidad europea. Las sanciones frente a Rusia, por no estar sancionada por la ONU, requieren de unanimidad en el Consejo Europeo por lo que cada Estado Miembro tiene la posibilidad de vetar cualquier modificación o sanción adicional. Cada Estado valora su exposición de cara a la economía rusa, así como el posible “efecto boomerang” que las sanciones podrían tener en su economía, lo que hace –en ocasiones– que el bloque europeo se resquebraje y la Unión pase a convertirse en un *bazar persa* donde cada parte vela por sus propios intereses. Prueba de ello son las

múltiples excepciones al embargo del petróleo ruso que se incorporaron en el último paquete y que convierten el bloqueo en un queso *gruyere*.

La carestía de fertilizantes y materias primas -trigo, cereales maíz o aceite de girasol - ya están elevando sensiblemente la inflación y sentando las bases de una crisis alimentaria sin precedentes. Hay, además, otra larga lista de productos cuya escasez afecta crucialmente a determinados sectores. Esto ocurre por ejemplo en el mercado de la automoción europea ante las dificultades para conseguir paladio – presente en los motores de combustión – o materias fundamentales para el sector textil, ya que Rusia ha sido hasta el momento el quinto importador europeo de materias textiles. A la escasez de la propia materia se suman además los problemas de logística, ocasionados por el bloqueo del espacio aéreo, así como de los puertos ucranianos del Mar Negro.

Habida cuenta del impacto económico que el conflicto tiene para Europa, entra en juego el misterio acerca del papel que China podría tener en este panorama internacional. Pese a su declarada neutralidad, existen razones para pensar que la balanza de su ambigüedad se inclina en favor de su socio estratégico, Rusia con quien comparte reivindicaciones territoriales con países vecinos, tales como Taiwán, los atolones del pacífico sur o las reivindicaciones por el dominio de cuatro de las islas Kuriles, conflicto en el que Japón entra a formar parte, pues el tratado de paz que lleva sobre la mesa más de 70 años entre los Estados nunca se ha llegado a materializar.

Las consecuencias que esta preferencia podría tener a largo plazo confrontan directamente con el efecto de las sanciones económicas

adoptadas, ya que China, junto con India, son los principales compradores de gas y petróleo de la Federación Rusa. Pero su respaldo económico podría no acabar aquí, pues con la retirada de diversas empresas multinacionales de suelo ruso la inversión china en el país podría suponer un elemento fundamental para su mantenimiento y posterior recuperación económica.

Para los europeos la situación se puede complicar todavía más. A la situación de Ucrania se podría sumar el endurecimiento de la posición europea frente a China motivada por EEUU quien, a su vez, es parte de la solución frente a Rusia y las consecuencias económicas derivadas del conflicto con Ucrania.

3.

Petróleo e inflación: lo que nos puede esperar

Luis Fernando Utrera, subdirector del Máster en Bolsa y Mercados Financieros de IEB

“Yo no fui, nadie me vio, no pueden probarlo”
(Bart Simpson)

Hablar de petróleo, es hacerlo de inflación. Nadie debería pensar que el problema es la agresión rusa. Eso lo ha precipitado, pero no es causa única. Vemos un petróleo a 120 \$/b, por debajo de los 150 \$/b (2008), pero un precio de la gasolina en máximos históricos. ¿Quién es culpable?

Repasemos ese mercado:

- Demanda: recuperándose con el crecimiento económico, tras pandemia y más rápido de lo esperado. Previsiones: dependen de la duración de la guerra y de las sanciones. Pero, aun considerando la ralentización del crecimiento chino, la horquilla de demanda para fin de 2022, estaría entre 100/105 millones de barriles diarios.

- Oferta: producción de 98,3 millones de b/d. Con la visita de Joe Biden, Arabia Saudí, para mejorar sus malas relaciones, decidió anticipar a junio los incrementos fijados para septiembre, incluso añadiendo algo más. La OPEP tendría capacidad extra de 2 millones b/d, pero eso no es del todo cierto. Problema: hay países de OPEP que apenas consiguen producir su cuota mínima, por problemas técnicos, derivados de

la falta de inversión para mantener y mejorar las instalaciones, en los últimos años. Lógico, si les decimos que, en unos diez años, se comerán su petróleo. Se estima que la capacidad extra real es de solo 350.000 b/d. Insuficiente para el hueco ruso.

La inversión en exploración se incrementó un 70% en 2021, pero una cosa es explorar y otra extraer barriles. Poner en producción un yacimiento, según dónde se encuentre, lleva bastantes meses, por lo que esta no es solución a corto plazo.

El acuerdo nuclear con Irán está lejano, para poder aumentar sus exportaciones (1,3 millones de b/d). Las fuertes inversiones que necesitaría Venezuela, hacen también inviable esa solución a medio plazo.

Otros países fuera de la OPEP+, especialmente EEUU, con empresas de fracking (esquisto), no parecen estar muy dispuestos porque, visto el vencimiento de su negocio, están dedicando los beneficios inesperados por estos precios, a repartir mayores dividendos y recompra de acciones. Nada les incentiva a producir más para bajar el precio.

Históricamente, los shocks de demanda de crudo han estado relacionados con problemas

de crecimiento, mientras que los shocks de oferta han liderado procesos inflacionistas. La situación actual, vuelve a confirmarlo.

En otros shocks de producción, el efecto sobre precios era razonablemente transitorio. Sin embargo, ahora la cosa es distinta:

- La agenda de descarbonización obliga a desarrollos tecnológicos más lentos y mucho más caros de lo que los papeles decían, desincentivado, a la vez, la inversión en sectores llamados a desaparecer.
- Agresión rusa a Ucrania: resta 3 millones b/d a un mercado ya estresado, a lo que se une la desaparición de una parte del grano y aceite que necesitan muchos países.
- Gas. Cerrado el grifo ruso, exploramos alternativas a corto plazo: importar gas natural licuado, especialmente de EEUU. Pero en junio, una explosión en las instalaciones de Freeport LNG (EEUU) (20% del GNL nacional), la dejó inoperativa hasta 2023.
- Euro. Su depreciación encarece la factura petrolífera un 14%. No parece que esto vaya a cambiar.
- Clave: el margen de refino. Sorprende que ha pasado de una media histórica de 10\$/barril a 42\$/b (¡¡!!). Beneficio quizás excesivo para estos difíciles momentos. Volver a la media, reduciría el precio de la gasolina un 20% (¡¡!!). En 2011, con barril a 120\$ y margen de 10\$/b, el litro de gasolina costaba 1,50€.

Ampliando al resto de economía:

- Años de barra libre de liquidez gratis, fomentando endeudamiento de gobiernos y empresas, favoreciendo la recuperación, pero generando desequilibrios (burbujas) y malacostumbrado a muchos (gobiernos), que dejaron reformas/ajustes necesarios (tan impopulares), para mejores tiempos.

- Inflación desatada, con bancos centrales reaccionando. Tarde, aunque firme, encareciendo la financiación, lo que hará sufrir a los países con mayor deuda.

- Precios de producción industrial (PPI). Consideramos el PPI un proxy del futuro IPC y de beneficios empresariales. Tanto PPI subyacente USA (8,8%), como total (10,7%), están por encima del IPC subyacente USA (6%) y total (8,6%). Coste de producción subiendo más que la inflación, implicaría: caída de beneficios empresariales o ajustes vía empleo y, segundo, que, parte de las subidas, se han transmitido a salarios o costes estructurales, lo que no siempre es fácil corregir.

- Precio de fertilizantes. Algunas empresas químicas cerraron por incremento de costes (energía). Resultado: precio de fertilizantes subiendo un 120% anual. Insoportable para la agricultura, que sube precios para no perder.

¿Hay algo en el horizonte que haga pensar que oferta-demanda se equilibrarán pronto, devolviendo el precio a sus niveles pre-guerra? La respuesta es, en principio, no. El problema es estructural. El precio del petróleo se mantendrá o subirá algo en el segundo semestre del año.

¿Se puede hacer algo para que el margen de refino vuelva a la media histórica? Si no es así, el precio para el usuario final, seguirá muy

alto. La inflación está pasando al resto de la economía, algo muy peligroso y los bancos centrales subirán más los tipos para controlarla. Riesgo: que el equilibrio se rompa y caigamos en recesión. Que el empleo va a sufrir es una certeza, pase lo que pase. ¿Será la condición para que demanda y precio del petróleo caigan? ¿tendrán los gobiernos margen de deuda para soportar esa situación? Veremos. De España no voy a hablar.

4.

Comprender la estanflación de los 70 para no repetir sus errores

Javier Santacruz, economista y profesor de IEB

El término “estanflación” ha reaparecido con fuerza tras años de sucesivas crisis por el lado de la demanda. Es un tipo de crisis poco frecuente, pero que ha sucedido en varias ocasiones a lo largo de la Historia, casi siempre detonada por cambios estructurales significativos en los mercados de materias primas y comercio mundial. Sin duda, el precedente histórico más inmediato es la mal llamada “crisis del petróleo” de 1973-1979.

En el imaginario colectivo ha quedado la identificación de la crisis de los 70 con el petróleo y con las guerras de Oriente Medio. Sin embargo, sólo fueron la manifestación de un cambio mucho más profundo en la oferta y, por tanto, en los fundamentos del crecimiento económico. Posteriormente, en los siguientes años, muchos países tuvieron que afrontar las consecuencias de tener estructuras productivas ligadas a precios energéticos muy bajos y permanentemente subvencionadas con dinero público, el cual se obtenía a su vez con recurso al Banco Central.

En este sentido, el fenómeno de la ‘estanflación’ está fuertemente ligado a una expansión monetaria continuada en el tiempo, no necesariamente visible durante unos años (el caso, por ejemplo, de la enorme cantidad de masa monetaria creada en la Eurozona desde 2015,

la cual sólo una pequeña parte circulaba y que en los últimos dos años ha empezado a salir de forma masiva) y cuya conversión en inflación está muy ligada a la paralización del dinamismo económico.

Podría parecer una contradicción tener una situación de estancamiento económico o incluso una recesión con creación de empleo. Todo parte, por un lado, de la inercia que el empleo tiene con respecto al crecimiento del PIB (es una variable procíclica y atrasada) pero, por otro lado, y más importante, la dinámica negativa de la productividad. Es perfectamente compatible que el empleo crezca, pero, al mismo tiempo, las horas trabajadas disminuyan y, con ello, se produzcan caídas significativas de la productividad. Es uno de los rasgos que definen la reconversión necesaria de muchos sectores que agotan su capacidad productiva mientras se produce la crisis de oferta.

Estas dinámicas aparentemente sorprendentes vuelven a repetirse en el momento actual. En esta ocasión, existió un detonante que destapó un movimiento de fondo que ya se estaba produciendo en los años anteriores: la pandemia. Los atascos en las cadenas de distribución, unido a conflictos y la aplicación de medidas de contención del virus, han servido de catalizador para provocar un ‘giro copernicano’

en las economías occidentales, las cuales vuelven a estar preocupadas por el suministro de bienes básicos y, muy especialmente, por la autonomía estratégica cedida en los años anteriores en favor de países que han pasado de ser 'aliados' a ser 'enemigos estratégicos', tal como se ha representado en la reciente cumbre de la OTAN.

Aunque la estanflación sea un fenómeno ocurrido hace casi medio siglo, las lecciones que dio aún hoy en muchos países continúan resonando con fuerza. Es el caso de las economías emergentes, las cuales se endeudaron sin control entre la década de los 60 y principios de los 70 al calor de unos costes históricamente bajos de financiación. La aplicación rápida y tardía de políticas contractivas en los países acreedores provocaron quiebras en cadena y fenómenos de pobreza de los cuales algunos países todavía no se han recuperado.

Los excesos cometidos en la época del 'dinero barato' son compartidos hoy en día desde que, tras la crisis de deuda de 2010 en Europa y el 'whatever it takes', Draghi puso a toda máquina la financiación gratis. En esta ocasión, quienes más se tienen que preocupar no son los países emergentes, sino los propios países desarrollados que han acumulado stocks de deuda de más del 100% del PIB de media. Cuanto más tarde y de forma menos intensa se reaccione a la inflación, más prolongada y dura será la recesión que es inevitable para enfriar el consumo y, con ello, detener el proceso inflacionista.

El encarecimiento de los costes de financiación debe llevar a una prudencia gradual de los Gobiernos a la hora de instrumentar su política fiscal. No es razonable (y sería repetir un grave error de finales de los 70) esperar a que la

situación se haga más compleja y ahí aplicar de golpe un ajuste presupuestario que prolongue aún más la recesión.

Estas son las principales lecciones que deben extraerse de una historia que, como todo fenómeno de Poisson, tiene pocas probabilidades de suceder, pero que sucede en repetidas ocasiones a lo largo de la Historia.

5.

Los desafíos de las empresas europeas en el entorno económico actual

Diego Pitarch, profesor del Master in International Finance de IEB

Muchas son las razones de las empresas europeas para mirar con miedo a su alrededor. Esta situación se asemeja a un simulador de vuelo: cuando ya parece que las cosas no podrían ir, llega el instructor y, además de ponerte el aeropuerto más complicado para tu entrenamiento, te encuentras con niebla, hielo, nieve y un huracán para que aterrices. Por desgracia, no nos encontramos ante ningún simulador, pero los obstáculos siguen presentes. Y por el momento, siempre pueden venir más sorpresas.

Dejando a un lado la comparativa, podemos decir que la realidad de las empresas es que se encuentran ante una tormenta perfecta. Nos encontramos con una guerra en Ucrania, unos tipos de interés - no sólo en Europa - al alza, un precio de las materias primas incrementándose, así como los precios de los transportes, la inflación, y una salida demasiado lenta de una pandemia. Podríamos extendernos más hablando de lo que ya todos sabemos, pero realmente ¿Cuáles son los auténticos desafíos y consecuencias que nos plantea este nuevo escenario, cambiante por segundos?

En primer lugar, sabemos que el modelo empresarial, pasará inevitablemente por una adaptación al modelo del siglo XXI. Lo que no podemos permitir es un modelo basado en el

siglo XIX y que se mantuvo durante el siglo XX. Es hora de despertar y pensar que las empresas deberán tener una mayor responsabilidad social y crear más valor para su entorno.

Partamos de la base de que las empresas tienen diferentes objetivos para poder ser aceptadas por sus accionistas, es decir, para seguir creciendo y que se crea en ellas, Estas estarán compuestas por una mayor inversión en las empresas para su desarrollo en I+D+i, pero claro, para esto necesitamos fondos, dinero, que casualmente ahora está más caro y se encarecerá más.

En los próximos años, las empresas deberán seguir creciendo, no existe ningún modelo empresarial en el que la empresa no crezca. Deberán seguir vendiendo, pero al tener el ciudadano cada vez tiene menos poder adquisitivo, puede gastar menos y tiene menos renta disponible para la compra, con lo que uno de sus retos más importantes no es sólo, la transformación digital o social, sino que además tendrán que pasar por el proceso inevitable de la internacionalización.

El camino del crecimiento de las empresas tiene también su base en la creación de empleo, un empleo sostenible y competitivo, formado, y que le añada una importante diferenciación

a las empresas, pero en el que la propia UE esté presente para poder aportar su “granito de arena” y el gran desafío de tantos años de dormidera laboral a la que ha estado sometido el continente desaparezca.

Si las empresas cada día tienen un encarecimiento de su producción, sólo en Alemania el índice de precios industriales está casi en el 40%, hará que las empresas reduzcan sus márgenes y repartan menos dividendos, posiblemente ahuyentando al accionista, pero esto claro, no ocurre siempre, las empresas europeas tienen el gran desafío, en la medida de lo posible de trasladar ese incremento al consumidor, tarea titánica si nos referimos al descenso de poder adquisitivo de las familias en general, no porque ingresen menos, que también, si no por el incremento de una inflación desbocada. Mucha gente piensa que es transitorio, no lo tengo muy claro, pero sí que no podemos pensar que es un hecho común a todos los países del mundo y que las políticas económicas y fiscales de cada uno hacen que estén más o menos controladas, de esta manera vemos que España llega a los casi dos dígitos y Alemania a un 7% o un Francia a un 4,5%.

Parece que tengamos una memoria muy cortoplacista y muchas empresas pensaron que el dinero que era barato seguiría así, barato “secula seculorum”, pero la realidad es muy distinta y el dinero se encarece y se encarecerá. El modelo de tipos bajos era insostenible y la inflación terminó apareciendo, y ahora nos echamos todos las manos a la cabeza. No sé si recuerdan la fábula de la cigarra y la hormiga, pues eso es en cierta medida lo que ha pasado en Europa, unos lo veían y otros disfrutaban de la fiesta, pero la fiesta se acaba, los estados han “engordado” y hay que mantenerlos. O mejor

dicho se tienen que mantener, y ello traerá consigo un incremento del modelo impositivo a corto/medio plazo.

Inversiones, transformaciones digitales y energéticas, salarios, impuestos financiación, competitividad, internacionalización, dividendos y creación de valor son solo algunos de los retos que tenemos en un entorno hostil, con una guerra en la misma Europa, con una amenaza constante social, económica y territorial, con un dinero cada vez más caro y unas necesidades gubernamentales más grandes, pero donde sobrevivir será como en la biología, el que mejor se adapte será el que mejor sobreviva, porque casi hoy podría decir que nos enfrentamos a un modelo de subsistencia y no tanto de ocurrencia.

En una ocasión leí algo sobre el filósofo alemán Jürgen Habermas en donde decía que “*Hay una grotesca desproporción entre el influjo que la política europea tiene sobre nuestras vidas y la escasa atención que se le presta en cada país*”. Los estados de la UE llevan ya un tiempo sin escuchar profundamente a sus ciudadanos, a sus empresas y pensemos que las empresas son el combustible de nuestro modelo de vida.

6.

Las incertidumbres que pesan sobre los mercados financieros

Javier Niederleytner, profesor del Máster en Bolsa y Mercados Financieros de IEB

Hace apenas 12 meses nadie hablaba de la inflación, no existía, no tenía ninguna repercusión, en definitiva, no “molestaba”. Pero tras la finalización de la crisis del Covid, con esos famosos estrangulamientos de la oferta, que empezó a disparar los costes de los fletes, y agravado enormemente por la invasión de Ucrania, me temo que la inflación está aquí, de manera preocupante, y lo que es peor, me temo que para mucho tiempo.

La inflación española supera el 10% y en concreto, es un dato muy negativo que la inflación subyacente ya esté por encima del 5%. La subida de la energía ya está repercutiendo en el resto de los productos que componen la cesta del IPC. De por sí, la inflación tan elevada es sin duda mala para la economía, pero sin duda lo es peor, porque nos encontramos ante una inflación de oferta y no de demanda.

La política monetaria restrictiva, es muy efectiva para combatir una inflación de demanda, pero no de oferta, puesto que una desproporcionada subida de los tipos de interés nos puede llevar a una recesión económica, como ya nos están alertando desde la Reserva Federal. El producto interior bruto de Estados Unidos este trimestre ha mostrado un decrecimiento cercano al 1%, y los datos negativos continúan, como una bajada

más que preocupante en la confianza de los consumidores.

No tenemos más que recordar el 2008 tras la subida tan fuerte de los tipos que tuvimos en 2007. Y si miramos hacia atrás, es triste ver que lo que pasó se parece mucho a lo que está ocurriendo ahora. Lo resumo muy rápido, subida del petróleo hasta niveles de 140 dólares, que disparó la inflación e hizo que los tipos subieran, encareció enormemente las hipotecas e hizo que mucha gente dejara de pagarlas, lo que repercutió muy negativamente en los bancos y en el sector inmobiliario, provocando incluso la quiebra de uno importante...Lo que costó salir todos lo sabemos. Ahora ya hemos pasado por los tres primeros puntos... (En el área Euro aún no); ¿se repetirá el resto?

Obviamente para las bolsas esto se traduce en su enemigo público número uno; la incertidumbre. Si algo asusta a los mercados, especialmente al de Renta Variable es la incertidumbre, y ahora mismos por desgracia abunda bastante. Incertidumbre en primer lugar por la situación que crea la invasión de Ucrania fundamentalmente en el precio de las materias primas.

Derivado de esta situación del alto precio de la energía, la segunda gran incertidumbre es la evolución de la inflación, que está haciendo que

tanto familias como empresas estén perdiendo poder adquisitivo.

La tercera gran incertidumbre, derivada a su vez de la alta inflación, es la evolución de la política monetaria, fundamentalmente de la evolución que vayan a tener los tipos de interés. La FED especialmente nos avisa de que los tipos aún pueden subir mucho más.

La cuarta gran incertidumbre, y quizás al peor, es la consecuencia donde nos puede llevar esta inflación junto con la subida de los tipos, que no es otra que una más que posible recesión económica.

Con esta situación, no es descabellado pensar que el desempleo puede volver a repuntar de nuevo, y que los beneficios empresariales iniciarán una senda de desaceleración, lo que no es positivo para las bolsas sin lugar a duda. Visto el problema a que nos enfrentamos, deberíamos empezar a buscar soluciones.

Desde mi punto de vista, la solución debe pasar sin ninguna duda por empezar a controlar la inflación, pero creo que no desde la política monetaria (pues crearía recesión), sino desde una bajada del precio del petróleo y el gas natural.

Si nos remontamos a la historia, vemos dos momentos señalados y puntuales, donde asistimos a una bajada drástica del petróleo desde niveles muy superiores a los 100 dólares, a niveles en torno a los 40 dólares; me refiero al estallido de la crisis financiera, y a la crisis por la invasión de Crimea. Por lo que el precio del petróleo claramente puede ser manipulado a la baja. Otra cosa es que no interese, pero poder, se puede.

Con una bajada fuerte de la energía se controlaría la inflación y lo que es más importante, los bancos centrales no tendrían la necesidad de subir los tipos de interés, por lo que el mercado descontaría que la situación económica volvería a la normalidad, y las bolsas y el resto de los mercados se recuperarían.

Y esta situación deseada también podría venir por la finalización de la invasión de Ucrania, pues como hemos visto antes, desarrollando las incertidumbres actuales, pienso que, desaparecida la primera, desaparecerían el resto. Y mientras tanto asistimos a una situación de desánimo entre los inversores, que cuanto más dure, sin duda peores efectos tendrá sobre la economía.

7.

La debilidad de la moneda única y sus consecuencias

Aurelio García del Barrio, director del Global MBA con especialización en Finanzas de IEB

Cuando una moneda se aprecia como está sucediendo con el dólar, se pueden comprar más cosas con ella fuera de las fronteras. Al contrario, cuando una moneda pierde valor, no se puede comprar más. En sencillo, la paridad euro dólar significa que los consumidores que tienen dólares podrán comprar más cosas que se venden en euros.

La moneda única se debilita por el temor a la recesión en Europa y el diferencial de tipos con Estados Unidos. Las tensiones con las que cotiza el euro tienen su impacto directo en el mercado de bonos, las primas de riesgo y la inflación, por lo que podemos ver fragmentación en los mercados; el BCE tendrá que ajustar su estrategia para limitar el riesgo de fragmentación financiera en la eurozona.

La inflación de la región se encuentra disparada, y la debilidad del euro no ayuda, ya que, aunque se mejore la competitividad exportadora en Europa, la mayoría de las materias primas se pagan en dólares.

¿Por qué hemos llegado a esta situación?

En lo que va de 2022, el Euro acumula una depreciación de alrededor del 10%. La debilidad del euro responde a varias razones. Los temores de recesión en la zona euro se han agudizado en las últimas semanas ante la reducción del

suministro de gas ruso a Alemania. El mercado teme un corte total de los envíos; esta situación provocaría energía más cara y riesgo de cortes de suministro, elementos que abren la puerta a una recesión. Por otro lado, el dólar se fortalece ante la política monetaria más agresiva de la Reserva Federal de Estados Unidos frente al Banco Central Europeo, que aún no ha subido los tipos de interés mientras que el banco central estadounidense ya lo ha hecho en tres ocasiones.

¿Las desventajas de que el euro se deprecie superan a los beneficios? Hay obviamente pros y contras en esta situación. Afrontamos una realidad en la que ejemplificarlo:

Materias Primas más caras en Europa: Los europeos tienen que pagar más, por ejemplo, por las materias primas, cuyo precio se fija en dólares, y en un momento en el que el petróleo y el gas están disparados. Las empresas estadounidenses pueden verse perjudicadas porque sus productos se vuelven más caros para los compradores extranjeros.

Más presiones inflacionistas: Para la economía de la eurozona, una moneda más débil tiende a ser estimulante, especialmente para la balanza comercial de Alemania. Sin embargo,

dada la actual crisis energética y la presión de la inflación interna sobre el consumidor dentro del bloque económico, una mayor depreciación del euro no hará sino lastrar aún más las condiciones de crecimiento y aumentar la presión sobre la inflación.

Trasvase de capitales de Europa a USA: El alza de tipos en EE UU ha elevado las rentabilidades de la deuda estadounidense al 3%, lo que atrae a los inversores que buscan mayores rendimientos.

Exportaciones más baratas en Europa: Se produce una situación donde las exportaciones son más baratas y las importaciones más caras en Europa. Para las empresas norteamericanas la fortaleza de su divisa supone importar también inflación en un momento en el que el riesgo para el crecimiento viene generado, precisamente, por el comportamiento al alza de los precios.

¿Puede evitarse una mayor depreciación del euro? Cuanto más tiempo cotice el euro en estos niveles tan bajos, más probable será que el BCE intervenga, haciendo que se especule con un movimiento de 50 puntos básicos en su próxima reunión, en vez de los 25 puntos básicos, ya descontados por el mercado, y un incremento incluso mayor en septiembre si la inflación sigue desbocada.

El BCE se encuentra en una encrucijada, por un lado, la inflación en la zona Euro está disparada y el Euro tocando mínimos contra el dólar. Por otro lado, las primas de riesgo, especialmente de los países periféricos, están altísimas, con riesgo de una crisis de deuda soberana, y la sombra de recesión, por la dependencia energética de Alemania con Rusia, se cierne sobre Europa.

Está claro que debe afrontar una subida de tipos de interés, pero su efecto no será tan definitivo, en aras de controlar la inflación, como puede ocurrir en USA, ya que la inflación en Europa viene determinada por el lado de la oferta, mientras que, en USA, viene provocada por la demanda.

En este sentido, el Banco Central Europeo está endureciendo sus políticas económicas para controlar tanto la inflación como la deuda de los países europeos. Pero esas políticas económicas se tratan de la puesta en marcha de una serie de medidas que buscan estabilizar los precios, es decir, mantener la inflación en el 2% a medio plazo y también a respaldar las políticas económicas generales de la Unión Europea dirigidas al pleno empleo y al crecimiento económico, y combinar estos dos extremos no es sencillo.



Una mirada interna

Perspectivas para España

Aurelio García del Barrio, director del Global MBA con especialización en Finanzas de IEB

La economía española se ha desacelerado desde el comienzo del año, el PIB ha crecido en el primer trimestre un 0,2%. Las expectativas de crecimiento para el segundo trimestre no van más allá del 0,4%. Las perspectivas de crecimiento para el 2022 se revisan a la baja, estimando el crecimiento del PIB en un 3,8%.

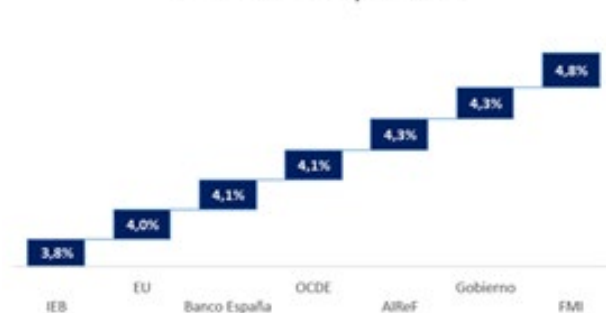
La principal razón es el impacto de la invasión de Ucrania, las sanciones impuestas a la economía rusa y el incremento de los precios, sobre todo de la energía y materias primas, que se ha producido durante los últimos meses, así como la persistente presión en las cadenas globales de suministro. La guerra ha aumentado mucho el grado de incertidumbre sobre los agentes económicos y ha provocado un repunte muy fuerte de los precios energéticos, materias primas y alimentos.

Si la situación no empeora, se mantiene una senda de recuperación gradual en la economía española, que podría alcanzar los niveles de PIB previos a la pandemia a finales de 2023. Por el momento, todos los organismos oficiales han rebajado sus previsiones de crecimiento de la economía nacional.

La situación económica del país se volverá más difícil tras una época en la que las familias destinan sus ahorros a llenar bares, restaurantes y emplazamientos turísticos. Cerca del verano, hastiados por la pandemia y la crisis, sabiendo que lo que viene después será muy complicado, los ciudadanos se han lanzado a disfrutar del día a día. El fuerte aumento de la inflación y la decisión del Banco Central Europeo (BCE) de subir los tipos de interés llaman a un futuro cercano poco halagüeño.

Los sectores económicos que se verán más perjudicados con la llegada del otoño, serán los productivos industriales. Están muy preocupados por la inflación de costes que están teniendo y los suministros que no saben si van a llegar. Por contra, el sector servicios no lo notará tanto, debido a su carácter estacional en España. Se sabe que a partir de septiembre siempre hay un declive.

Crecimiento PIB España 2022



La economía global se ralentizará más de lo previsto hace tres meses. Tras expandirse 6,1% en 2021, se prevé que el PIB global crezca 4,0% este año. La revisión a la baja del crecimiento es significativa en Europa y moderada en el resto de geografías.

En cualquier caso, se espera que la recuperación económica continúe en España a pesar de las perturbaciones creadas por la guerra de agresión rusa contra Ucrania. Las inversiones del plan de recuperación y resiliencia y la recuperación del sector turístico está previsto que apoyen el crecimiento económico, aunque hay nubes en el horizonte, que podrían traer una recesión.

La inflación media de 2022 rondará el 6,5%, alcanzando su punto máximo a mediados de año; esta escalada de precios ha supuesto un deterioro del poder adquisitivo de los españoles por el alza de precios, lo que propiciará que el consumo se mantenga en niveles inferiores, todavía, a los de la pandemia.

Aunque la mayor parte del incremento en el coste de la cesta de consumo de los hogares continúa explicada por el componente energético, comienza a producirse una generalización de la inflación hacia otros bienes y servicios.

El mercado laboral se mantendrá fuerte, situándose la tasa de desempleo en España en su nivel más bajo desde 2008, en el 13,4% para 2022. En lo que respecta a los niveles de deuda de España, la ratio Deuda/PIB se situará en el 115,1% del PIB en 2022, por encima de la media comunitaria y de la zona euro y el tercer país con niveles más altos, solo por detrás de Grecia y Portugal.

El déficit público debería caer al 4,9% a finales de año, pero hay que mostrar preocupación por el déficit estructural español, que actualmente crece por encima del PIB. El sector público tiene un peso de más del 50% respecto al PIB, un síntoma del sobredimensionamiento del sector público frente al privado.

La situación de la prima de riesgo de España, junto con las de los otros países periféricos, ha vuelto a saltar a la palestra, y esto no es buena señal. El incremento de la misma, aumentando la percepción de riesgo del país, tiene efectos colaterales:

- Tasas de interés más elevadas, socavando la economía de las familias.
- Menor número de impuestos, por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares.
- Menos crecimiento de la economía nacional generado por la menor atracción de inversión extranjera, con lo que habrá menos dinero para gastar.
- Aumento del desempleo, ayudado por la menor predisposición de las empresas a contratar.

Por lo tanto, habrá que prestar mucha atención a esta situación y a cómo el BCE ayuda a controlar esta situación con la flexibilidad de compra de deuda.

Las políticas públicas seguirán siendo expansivas, aunque en el caso de la monetaria, se espera el inicio de un proceso de normalización en los tipos de interés, con dos subidas este año por parte del BCE.

Aunque los deudores españoles han incrementado recientemente el peso de las operaciones a tipo fijo, la mayor parte de los créditos al sector privado se han otorgado a tipo variable. Un aumento rápido y significativo de la carga financiera podría afectar las expectativas de gasto de los hogares.

La incertidumbre sobre el momento en el que se acelerará la ejecución de los fondos NGEU y sobre su impacto es todavía elevada. Aunque efectivamente hay señales de que los cuellos de botella administrativos se están resolviendo, dos años más tarde, la llegada del dinero a empresas y hogares continúa decepcionando.

Más aún, el problema ahora es que se corre el riesgo de que el gasto se acelere exactamente al mismo tiempo que se produzca un aumento en el consumo (derivado de la reducción de restricciones) y cuando los precios de los insumos son elevados. Así, es posible que la efectividad del impulso fiscal sea menor si una parte importante de los recursos se destina a comprar bienes importados más caros. Ahora más que nunca pueden ser importantes las políticas de oferta, que faciliten su respuesta ante el incremento esperado de la demanda.

La invasión de Ucrania, la inflación y la no concreción del pacto de rentas o la ejecución de los fondos europeos son los factores que lastran la competitividad de España. Las políticas públicas serán clave para minimizar los efectos de la guerra. La caída del precio de la electricidad será importante. Sin un pacto de rentas, el desigual impacto de la inflación puede aumentar la conflictividad social. Puede darse una espiral inflacionista si los salarios reales crecen por encima de la productividad. Persiste la incertidumbre sobre la inversión ligada al

NGEU y el gasto podría filtrarse hacia mayores importaciones ante restricciones de oferta.

En definitiva, si no se toman medidas podemos ver una recesión en la economía, sobre todo después de que esta situación ya está avisando en EEUU.

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 miembros del claustro del IEB en coordinación con Quum Marketing y Comunicación.

Dirección y coordinación:

Cristina Murgas Aguilar

Autores:

Paul Moran, José María Viñals, Luis Fernando Utrera , Javier Santacruz, Diego Pitarch, Javier Niederleytner, Aurelio García del Barrio

Maquetación:

Paula Peregrín

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