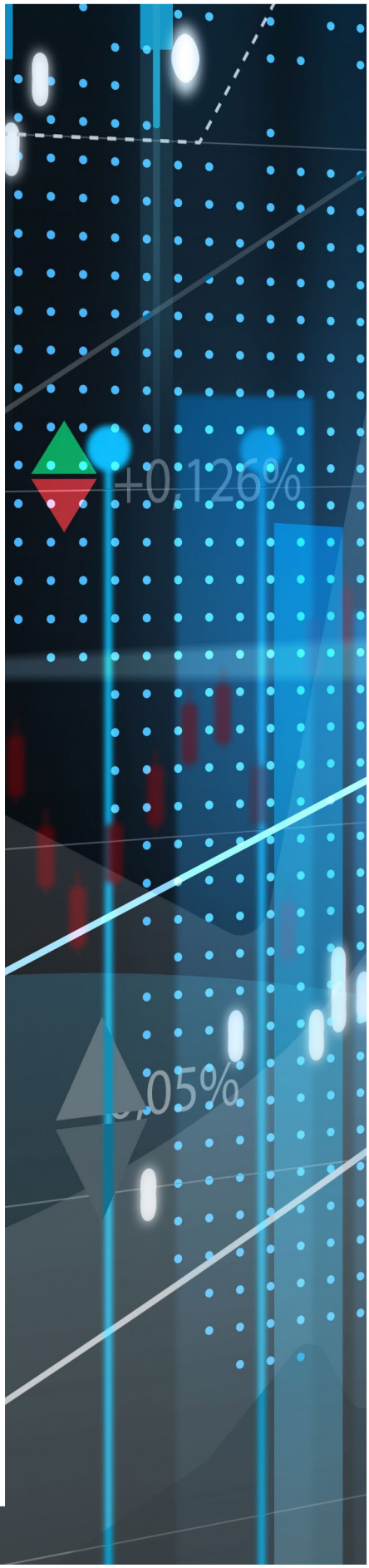
PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 2023

Aurelio García Del Barrio Zafra, Doctor en Ciencias Económicas y Director del Global MBA con especialización en finanzas de IEB

IEB



ÍNDICE

1. Entorno global 3
2. Estados Unidos 12
3. Europa 17
4. Alemania 22
5. Francia 25
6. Italia 27
7. España 29
8. Reino Unido 35
9. Japón 38
10. Países Emergentes 42
11. China 44
12. India 47
13. Brasil 50
14. Rusia 53
15. Sudáfrica 55
16. Turquía 57
17. México 60
18. Argentina 63
19. Colombia 66
20. Indonesia 68
21. OPEP 70
22. Commodities 72
23. Riesgos globales 75

1. ENTORNO GLOBAL

Los últimos 14 años, un espacio muy corto de tiempo, han estado marcados por acontecimientos económicos y geopolíticos que han supuesto un desafío a la ortodoxia económica liberal, que se mantenía prácticamente incuestionada desde los años 90.

Los años comprendidos entre 2008 y 2022 han sido azarosos para la economía global. Las economías avanzadas sufrieron su crisis económica y financiera más grave desde la Gran Depresión y en 2012 los acontecimientos en Grecia y en otros lugares de Europa amenazaron la supervivencia misma de la eurozona. En 2020, la pandemia de la COVID-19 supuso la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial, y la primera vez desde 1870 en que tantas economías experimentaron una disminución del producto per cápita. En 2022, la invasión de Ucrania por parte de Rusia ha supuesto una crisis energética y de materias primas que ha acrecentado la espiral inflacionista.

El origen y las causas de estas crisis han sido muy diferentes:

- **Crisis Financiera de 2008:** En septiembre de 2008, Lehman Brothers se declaraba en quiebra. Una empresa de más de 25.000 empleados, presente en todo el mundo y con activos por valor de 600.000 millones de dólares se declaraba insolvente. Rápidamente se produjo el contagio a las demás entidades financieras. El colapso estaba siendo sistémico y muchas empresas de magnitudes bíblicas empezaron a derrumbarse. El origen de esta crisis, como sabemos, estuvo en las hipotecas subprime, préstamos para vivienda concedidos por bancos a prestatarios con poca solvencia económica, que pagan altos tipos de interés debido al perfil de riesgo que poseen.

  Los efectos provocados en USA fueron demoledores, el desempleo alcanzó cuotas máximas llegando a rondar el 10%. La deuda pública se duplicó en solo 8 años. Y para paliar esta situación, la **Fed implementó una política monetaria ultra-laxa, con los tipos de interés al 0% y programas de quantitative easing** (creación de dinero fiduciario). Esta situación la hemos visto en práctica hasta este año.

● **Crisis de deuda de 2012:** La crisis del euro reflejó algunos de los **dilemas estructurales** de gestionar una moneda única que engloba múltiples variantes de capitalismo. La unión monetaria reunió a Estados con distintos niveles de desarrollo político y con economías políticas estructuradas de formas bastante distintas. Como consecuencia, en 2012, el Gobierno griego utilizó los flujos de fondos procedentes del norte para financiar el consumo, en lugar de la inversión, para fortalecer el respaldo político del partido en el gobierno entre los empleados públicos y los pensionistas. Grecia, que en 2010 se estaba quedando sin dinero y era incapaz de obtener préstamos a tipos asequibles en los mercados de bonos internacionales, con un gasto público desenfrenado a lo largo de la década anterior había alimentado unas elevadas tasas de crecimiento económico, pero también había impulsado el déficit y la deuda del sector público a niveles peligrosamente altos.

La Unión Europea articuló dos tramos de rescate en los que en el periodo 2012-2015 inyectó e la economía griega 311.000 millones de Euros, a cambio de medidas súper estrictas para reducir sus niveles de gasto e incrementar sus ingresos.

A la situación de Grecia, siguieron otro rescate de aproximadamente 85.000 millones de euros a Irlanda en noviembre de 2010, y de 78.000 millones de euros a Portugal en mayo de 2011, seguidos de una línea de crédito para España de la que dispuso de 41.000 millones de euros para recapitalizar bancos en dificultades. Estos fondos se concedieron únicamente bajo estrictas condiciones que establecían límites de déficit fiscal e imponían reformas estructurales para liberalizar diferentes mercados laborales o de productos.

Grecia sufrió la clásica crisis de deuda como consecuencia de un gasto público desbordado y unos sistemas de recaudación de impuestos inadecuados. Si bien en estos casos resulta necesario realizar recortes fiscales, la experiencia de otras crisis de deuda indica que los países únicamente salen de ellas si se impaga la mayor parte de la deuda, si la inflación reduce su valor real o si una reactivación del crecimiento económico rebaja la cantidad de la deuda respecto del PIB. Sin embargo, en los primeros años de la crisis, la respuesta europea descartó todas y cada una de esas opciones.

Las políticas del BCE y la situación económica mundial reducían la inflación y, en principio, los paquetes de rescate de la UE descartaron la quita de la deuda. Si bien, la deuda griega se depreció en marzo de 2012 en una cuantía equivalente a dos terceras partes de su PIB, la iniciativa llegó demasiado tarde para ofrecer el alivio necesario.

Así pues, la capacidad de Grecia para salir de la crisis dependía en gran medida de su crecimiento económico, pero los **programas de rescate** establecían unos niveles tan elevados de austeridad fiscal que este crecimiento se tornó prácticamente imposible, ya que se exigía que Grecia pasara de un déficit fiscal del 15% a un superávit primario del 3% en el espacio de tres años. Los préstamos ofrecidos a Grecia no bastaron para permitir ningún tipo de estímulo fiscal: el 90% se fue a pagar los intereses y el principal de los préstamos existentes. No quedaba margen alguno para financiar la demanda agregada en un contexto de fuertes bajadas de los salarios y las prestaciones sociales. A medida que disminuía el producto interior bruto, la deuda griega como porcentaje del PIB se hacía cada vez mayor.

● **Crisis del COVID–19:** En marzo de 2020 estalló la pandemia de la COVID-19, que generó una onda expansiva que afectó a toda la economía mundial y desencadenó la mayor crisis en más de un siglo, derivando en la paralización de ciertos sectores económicos, como el comercio, la hostelería y el turismo. Si bien en el inicio de la pandemia se puso en marcha una respuesta decidida y de gran magnitud a través de políticas económicas que, en términos generales, lograron mitigar los costes humanos más graves a corto plazo, esa

respuesta a la emergencia también dio lugar a nuevos riesgos, como el fuerte aumento de los niveles de deuda privada y pública en la economía mundial. Las **cuantiosas medidas de apoyo** directo a los ingresos, las moratorias de las deudas y los programas de adquisición de activos implementados por los bancos centrales. En definitiva, un **aumento de la deuda pública en todo el mundo** que despertó nuevas inquietudes sobre su sostenibilidad. Se produjo también un **gran impacto sobre las cadenas de valor mundiales** agudizando los efectos de la pandemia sobre el comercio, la producción y los mercados financieros, la inversión y el empleo. Esta crisis puso de manifiesto que **la cadena de suministro mundial es muy frágil,** obligando a un replanteamiento del modelo de globalización existente hasta la fecha.

● **Crisis de la Guerra de Ucrania:** Desde la anexión de Crimea en 2014, la invasión de Ucrania por Rusia ha sido uno de los riesgos geopolíticos en los escenarios económicos para Europa. Lamentablemente, se materializaba a finales de febrero de 2022. El trasfondo de esta crisis es la negativa rusa a aceptar el acercamiento de la OTAN y de la Unión Europea a la antigua república soviética, a la que Moscú considera parte de su identidad y de su espacio de influencia, y cuyo control juzga vital para su seguridad; El presidente ruso **Vladimir Putin considera que ambos países conforman un solo pueblo**. ¿De dónde le viene esa idea?

La herencia compartida de los dos países se remonta a hace más de mil años, una época en la que Kiev, ahora capital de Ucrania, estaba en el centro del primer estado eslavo: la Rus de Kiev, el lugar de nacimiento de Ucrania y Rusia. En el año 988 d.C. Vladimir I, el príncipe pagano de Novgorod y gran príncipe de Kiev, adoptó la fe cristiana ortodoxa y fue bautizado en la ciudad Crimea de Quersoneso. De ahí que el líder ruso Vladimir Putin declarara recientemente que los rusos y los ucranianos son un solo pueblo, un solo todo.

Sin embargo, en los últimos diez siglos, Ucrania ha sido repetidamente dividida por potencias competidoras. Los guerreros mongoles del este conquistaron la Rus de Kiev en el siglo XIII. En el siglo XVI ejércitos polacos y lituanos invadieron desde el oeste. En el siglo XVII, la guerra entre la Mancomunidad Polaco-Lituana y el Zarato de Rusia trajo tierras al este del río Dniéper bajo control imperial ruso. El este se conoció como 'Margen Izquierda' ucrania; las tierras al oeste del Dniéper, o 'Margen Derecha', fueron gobernadas por Polonia. Más de un siglo después, en 1793, la orilla derecha (occidental) de Ucrania fue anexada por el Imperio Ruso. A lo largo de los años que siguieron, una política conocida como rusificación prohibió el uso y estudio del idioma ucraniano, y la gente fue presionada para convertirse a la fe ortodoxa rusa.

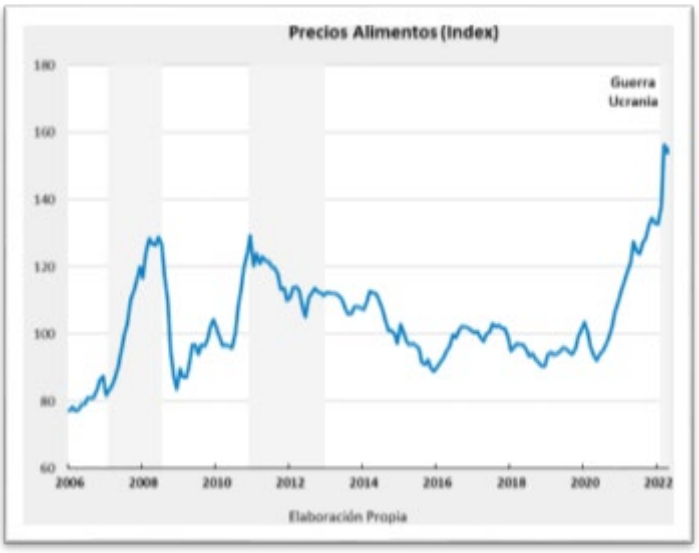
Ucrania sufrió algunos de sus mayores traumas durante el siglo 20. Después de la Revolución comunista de 1917, Ucrania fue uno de los muchos países en luchar en una brutal guerra civil antes de ser completamente absorbido por la Unión Soviética en 1922.

A principios de la década de 1930, para obligar a los campesinos a unirse a las granjas colectivas, el líder soviético Joseph Stalin orquestó una hambruna que resultó en el hambre y la muerte de millones de ucranianos. Después, Stalin importó un gran número de rusos y otros ciudadanos soviéticos, muchos sin capacidad para hablar ucraniano y con pocos vínculos con la región, para ayudar a repoblar el este.

Después de pertenecer a la Unión Soviética desde 1922, Ucrania se convirtió en una nación independiente tras la caída de la URSS (1991). No obstante, su anexión a distintas potencias desde su fundación provocó una serie de fracturas cuyo resultado es una población heterogénea. Mientras que las provincias del este mantienen una mayor afinidad histórica con el Gobierno, idioma y la religión ortodoxa rusa, en el oeste de Ucrania existe una fuerte tendencia nacionalista caracterizada por una creciente valoración del idioma y un acercamiento cada vez mayor con Occidente y el resto de Europa.

La Guerra de Ucrania ha sido el detonante de la tormenta perfecta, especialmente para Europa: en un momento en el que las economías se estaban recuperando de la crisis de la COVID-19, este evento ha traído a la mesa la escasez y el **aumento de los precios de la energía, especialmente del gas, y de muchas materias primas** (Ucrania y Rusia son 'el granero de Europa'), provocando un significativo **shock de oferta negativo**, que **aumenta la inflación y reduce el crecimiento del PIB**. Todo ello conduce a que hogares y empresas retrasen sus decisiones de consumo e inversión.

Este año 2022 ha estado marcado por las consecuencias de la Guerra de Ucrania, focalizadas en los precios de la energía, principalmente en Europa, y especialmente **por la inflación**. Nadie duda ya que la economía mundial se está desacelerando. Los estímulos monetarios y fiscales a los que dio lugar la pandemia en 2020 y 2021, unidos a los shocks de oferta por la restructuración de las cadenas de suministro y el aumento del precio de la energía, han recalentado la economía global haciendo aflorar la inflación, lo que ha obligado a la política monetaria a volverse mucho más contractiva, con el consiguiente efecto negativo sobre el crédito, el crecimiento y el empleo.



La invasión rusa de Ucrania, que ha generado altos precios para la energía y los alimentos, así como una enorme incertidumbre, y el frenazo de la economía china por la política de COVID cero, han terminado por situar a cerca de un tercio de las economías mundiales al borde de la recesión.

Las europeas, que enfrentan un panorama especialmente incierto por el agotamiento de la energía rusa barata y la falta de una verdadera política energética común en la UE, atravesarán un duro invierno. Las emergentes y en desarrollo tendrán que lidiar con los problemas que les supone un dólar tan apreciado y una restricción de la liquidez global, lo que podría generar problemas de deuda soberana.

EE. UU., la economía más recalentada pero también menos expuesta a la energía rusa, parece que será capaz de sortear la recesión, o incluso podría caer en crecimiento negativo sin que apenas se eleve su tasa de desempleo. Y China, donde Xi Jinping ha vuelto a ser elegido para un tercer mandato de cinco años, es una gran incógnita: podría dejar atrás su política de COVID cero, lo que aceleraría su crecimiento en 2023, o hundirse todavía más por los problemas estructurales que arrastra su economía desde hace años.

La gran incertidumbre tiene varios vectores: si la política económica será capaz de amortiguar el golpe, la inflación demasiado alta y la crisis energética inabarcable. Rusia es incomprensible y China se puede convertir en incontrolable.

También se ha producido una transformación económica: desde las décadas de los años 90 y 2000 definidas por la liberalización, la apertura y la virtud de los ajustes de precios, a la situación actual marcada por aranceles, sanciones, topes de precios, controles de capital, intervención cambiaria y una política monetaria con compras y ventas de activos. Se ha pasado de la globalización a la regionalización.

La desaceleración económica global se intensificará en 2023. La inflación será todavía persistente, lo que obligará a una contracción monetaria más intensa que podría seguir fortaleciendo el dólar y causar problemas a muchas economías emergentes y en desarrollo. Pero, sobre todo, hay que subrayar que el entorno es enormemente incierto y volátil en un contexto marcado por la Guerra de Ucrania y la rivalidad geopolítica.

A la desaceleración generalizada que sufre la economía mundial, y que amenaza con generar una recesión global (definida como un crecimiento por debajo del 2%), se le suma el riesgo de que sucesos imprevistos vinculados a la guerra en Ucrania o la inestabilidad financiera, entre otros, compliquen todavía más las cosas a lo largo de 2023. Lo peor para la economía global está todavía por llegar: las subidas de tipos de interés que se van a seguir produciendo tardarán todavía en tener los efectos deseados sobre los precios, por lo que el crecimiento tendrá que bajar.

De hecho, no está nada claro cómo se logrará reducir los precios sin pasar por una recesión en EE. UU. (lo que seguramente supondría también una recesión en otros muchos países). Pero, por otro lado, no se observan grandes subidas del paro porque la economía mundial no presenta grandes desequilibrios y todavía no se observa una espiral descontrolada de precios y salarios (efectos de segunda ronda).

Elaboración Propia

Más allá de la difícil coyuntura macroeconómica, la sensación es que el mundo se enfrenta a diferentes crisis cruzadas. La interacción de distintos fenómenos adversos como la inflación, la guerra, los problemas energéticos y alimentarios, los crecientes tipos de interés, la fortaleza del dólar y los problemas de sostenibilidad de la deuda en economías en desarrollo, la competición geoestratégica entre EEUU y China o la necesidad de acelerar la transición energética, resultan abrumadores y hacen difícil diseñar políticas públicas, aumentando la probabilidad de cometer errores de política económica que los mercados penalicen, como le ha sucedido al Reino Unido. Se trata de un cóctel de factores que interactúan de forma compleja y que nos abocan, una vez más, a una incertidumbre económica y geopolítica muy importante.

La crisis energética, una alta inflación y un entorno de tipos más altos y de menor liquidez, resultan en una desaceleración de la actividad económica y en una consideración a la baja de las estimaciones de crecimiento global.

Se prevé que el crecimiento mundial sea del 2,8 % en 2023

Elaboración Propia

La elevada inflación en todo el mundo está erosionando el ingreso real disponible y el nivel de vida de los hogares y, a su vez, reduciendo el consumo. La incertidumbre está disuadiendo la inversión empresarial y amenazando con frenar la oferta en los próximos años. Al mismo tiempo, la política de 'cero covid' de China continúa pesando sobre las perspectivas globales, reduciendo el crecimiento interno e interrumpiendo las cadenas de suministro globales.

La inflación tiene fuertes efectos distributivos. Ayudará a reducir la deuda, incluida la deuda pública, pero también está erosionando los ingresos reales, los ahorros y el poder adquisitivo. Al mismo tiempo, puede afectar a los beneficios y la capacidad de las empresas para invertir y crear puestos de trabajo.

La política monetaria y fiscal debe ajustarse a estas circunstancias extraordinarias

A nivel mundial, los elevados niveles actuales de inflación y empleo sugieren que ya no es necesario acomodar la política monetaria. Sin embargo, en muchas regiones la inflación es impulsada por los alimentos y la energía. Si la política monetaria no puede hacer frente a tales shocks de oferta, puede enviar señales de que no permitirá que la inflación aumente o se extienda aún más.

Por lo tanto, la eliminación de la acomodación está justificada en todo el mundo, pero con especial cautela en Europa, donde domina la inflación impulsada por la oferta. Por el contrario, dondequiera que la inflación sea impulsada por una demanda excesivamente boyante, como en los Estados Unidos, la política monetaria puede endurecerse más rápidamente para reducir ese exceso.

La gestión de la política fiscal es particularmente compleja. Debido a los niveles actuales de crecimiento, empleo e inflación, la necesidad de apoyo a los ingresos en toda la economía ha desaparecido y debería sustituirse por medidas mejor orientadas.

La guerra en Ucrania, los confinamientos en China, los trastornos de la cadena de suministro y el riesgo de estanflación afectan al crecimiento. Para muchos países, será difícil evitar la recesión, por lo que es urgente fomentar la producción y evitar las restricciones comerciales. Se requieren cambios en las políticas fiscales, monetarias y de endeudamiento para contrarrestar la asignación inadecuada de capital.

Elaboración Propia

Además, nos enfrentamos a un escenario de estanflación. En este punto debemos retrotraer la vista a la situación de estanflación vivida en los años 70. La recuperación de la estanflación que se registró en los años 70 exigió fuertes aumentos en las tasas de interés en las principales economías avanzadas, lo que contribuyó en gran medida a desencadenar una serie de crisis financieras en los mercados emergentes y las economías en desarrollo.

La coyuntura actual se asemeja a la de la década de 1970 en tres aspectos principales: perturbaciones continuas del lado de la oferta que favorecen la inflación, precedidas por un período prolongado de política monetaria altamente acomodaticia en las principales economías avanzadas; perspectivas de menor crecimiento, y vulnerabilidades que los mercados emergentes y las economías en desarrollo afrontan respecto de la aplicación de una política monetaria restrictiva que será necesaria para poner freno a la inflación.

Sin embargo, el episodio actual también difiere del que se vivió en los años 70 en múltiples dimensiones: el dólar es fuerte, lo que refleja un marcado contraste con la grave debilidad que tenía la divisa en esa década; los porcentajes de aumento de los precios de los productos básicos son menores, y los balances de las principales instituciones financieras son en general más sólidos. Y lo que es más importante, a diferencia de los años 70, los bancos centrales de las economías avanzadas y muchas economías en desarrollo tienen, en la actualidad, mandatos claros para la estabilidad de los precios y, durante las últimas tres décadas, han establecido un historial creíble de cumplimiento de sus metas de inflación.

El aspecto fundamental es que los Gobiernos deberán abstenerse de implementar políticas distorsionadoras, como controles de precios, subvenciones y prohibiciones de exportación, que podrían acrecentar el reciente aumento en los precios de los productos básicos. En el contexto complejo de una mayor inflación, un menor crecimiento, una situación financiera más restrictiva y un limitado espacio para la política fiscal, los Gobiernos deberán también redefinir la prioridad de los gastos.

Porque el problema fundamental que trae aparejado la estanflación, al combinar el estancamiento económico con una alta inflación, es que las políticas monetarias y fiscales a poner en práctica para solucionarla son contradictorias ... las políticas laxas generan crecimiento, pero también inflación, y las políticas económicas más duras, frenan la inflación, pero al mismo tiempo lastran el crecimiento.

Entonces, ¿cómo combatirla?

Ante un shock adverso de oferta de duración y magnitud inciertas debido al aumento de los precios de las materias primas, la política monetaria debería seguir centrada en garantizar expectativas de inflación bien ancladas. Esto requiere una respuesta diferenciada en las principales economías avanzadas. La necesidad de una normalización relativamente rápida es particularmente sólida en Estados Unidos, Canadá y muchos

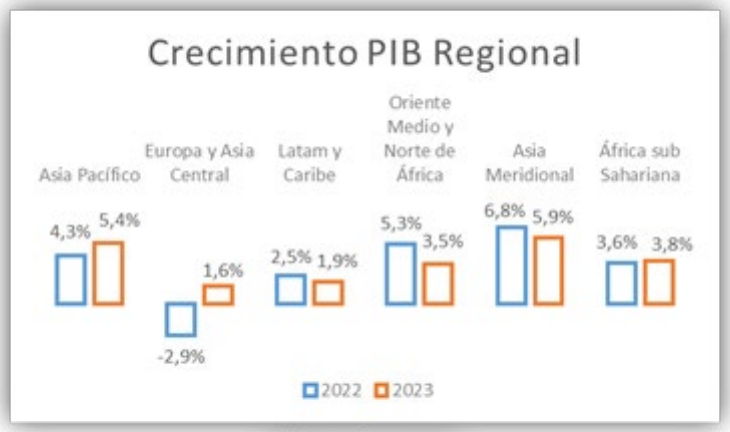
países europeos más pequeños, donde la recuperación de la demanda de la pandemia está muy avanzada y las presiones inflacionarias generalizadas ya eran evidentes antes del reciente aumento de los precios de las materias primas.

Eliminar la acomodación de manera más gradual es apropiado en las economías donde la inflación subyacente es más baja, las presiones salariales siguen siendo modestas y el impacto del conflicto y el futuro embargo sobre el crecimiento es mayor. Es probable que se necesiten nuevos aumentos de las tasas de política monetaria en muchas economías de mercados emergentes para ayudar a anclar las expectativas de inflación y evitar salidas de capital desestabilizadoras.

Las medidas fiscales temporales, oportunas y bien orientadas, ofrecen la mejor opción de política para amortiguar el impacto inmediato de las perturbaciones de los precios de los productos básicos y los alimentos en los hogares y las empresas vulnerables. Muchos países han desacelerado adecuadamente los planes de consolidación fiscal gradual después de la pandemia, al menos hasta 2023, pero la consolidación no debe retrasarse cuando las presiones de la demanda son claramente evidentes en la inflación.

A medio y largo plazo, el conflicto en Ucrania está planteando nuevas prioridades fiscales, incluida la inversión acelerada en energía limpia y un mayor gasto en defensa, lo que refuerza la necesidad de una reevaluación exhaustiva de la composición de las finanzas públicas. Todo esto, sin olvidarnos de las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda.

En términos regionales, la invasión de Rusia a Ucrania está afectando a los mercados emergentes y economías en desarrollo en diferentes grados a través de impactos en el comercio y la producción mundiales, los precios de los productos básicos, la inflación y las tasas de interés. Los efectos secundarios de la guerra serán más graves en Europa y Asia central, donde se prevé que la producción se contraerá marcadamente este año. El crecimiento de la producción disminuirá en todas las regiones, excepto en Oriente Medio y Norte de África, donde se espera que los beneficios de los mayores precios de la energía para los exportadores de energía superen los impactos negativos para otras economías de la región.



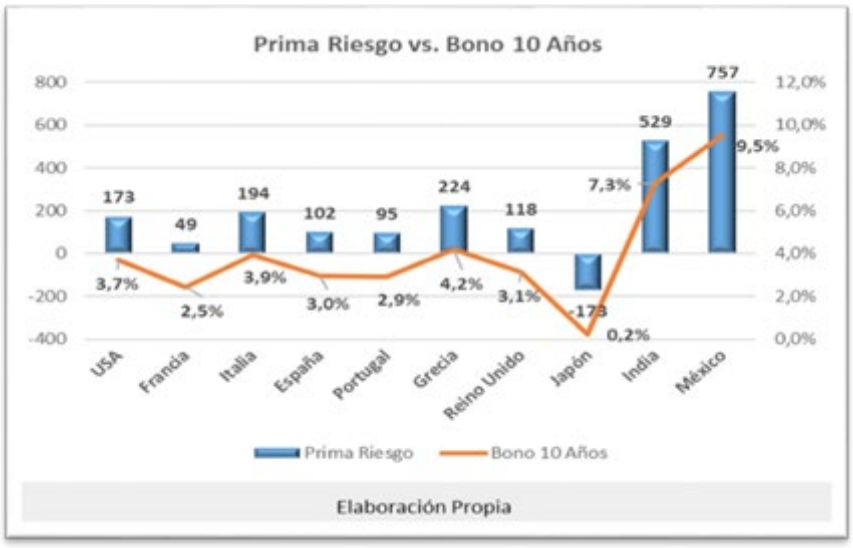
Elaboración Propia

Los riesgos para todos los mercados emergentes y economías en desarrollo se inclinan a la baja e incluyen la intensificación de las tensiones geopolíticas, el aumento de la inflación, la escasez de alimentos, la tensión financiera y el aumento de los costes de los préstamos, junto con nuevos brotes de la COVID-19.

La **prima de riesgo** es una medida aleatoria del diferencial del coste de financiación del Estado respecto a otro de referencia; en Europa, este país de referencia es Alemania, y en otros casos es EE.UU., y se utiliza el bono a 10 años como el indicador medio de tipos de interés.

La crisis inflacionaria y energética que estamos viviendo ha llevado a los países a incrementar su gasto público, y aunque la recaudación se ha incrementado gracias a la inflación, esta situación no será tan buena en 2023, debido a la rebaja de la misma. El aumento del déficit público se antoja fundamental para evitar que la prima de

riesgo de la mayoría de las economías sufra una escalada.



Respecto al comercio mundial, veremos un crecimiento del volumen del comercio mundial de mercancías del 3,5% en 2022, rebajándose el crecimiento al 1% en 2023.

Se prevé que el comercio mundial pierda impulso a finales de 2022 y que mantenga un ritmo bajo en 2023 debido a las numerosas perturbaciones que afectan a la economía mundial. La demanda de importaciones se atenuará debido a la desaceleración del crecimiento en las principales economías por diferentes razones. En Europa, los elevados precios de la energía provocados por la guerra entre Rusia y Ucrania harán disminuir los gastos de los hogares y elevarán los costes de manufactura. En los Estados Unidos, el endurecimiento de la política monetaria afectará al gasto sensible a los intereses en esferas tales como la vivienda, el sector del automóvil y la inversión fija. China sigue lidiando con brotes de COVID-19 y perturbaciones en la producción, sumadas a una débil demanda externa. Por último, el aumento de la factura de las importaciones de combustible, alimentos y abonos podría dar lugar a una situación de inseguridad alimentaria y sobreendeudamiento en los países en desarrollo.

Aunque las restricciones comerciales pueden ser una respuesta tentadora a las vulnerabilidades en la cadena de suministro que han puesto de manifiesto las perturbaciones de los dos últimos años, un repliegue de las cadenas mundiales de suministro solo agravaría las presiones inflacionistas, lo cual llevaría, con el tiempo, a una desaceleración del crecimiento económico y a niveles de vida más bajos.

Lo que necesitamos es una base más amplia, más diversificada y menos concentrada para producir bienes y servicios. Además de impulsar el crecimiento económico, ello contribuiría a la resiliencia del suministro y a la estabilidad de los precios a largo plazo mediante la mitigación de la exposición a fenómenos meteorológicos extremos y otras perturbaciones localizadas.

	2022	2023
Volumen Comercio Mundial	3,5%	1,0%
Exportaciones		
América del Norte	3,4%	1,4%
América del Sur	1,6%	0,3%
Europa	1,8%	0,8%
CEI	-5,8%	3,3%
África	6,0%	-1,0%
Oriente Medio	14,6%	-1,5%
Asia	2,9%	1,1%
Importaciones		
América del Norte	8,5%	0,8%
América del Sur	5,9%	-1,0%
Europa	5,4%	-0,7%
CEI	-24,7%	9,4%
África	7,2%	5,7%
Oriente Medio	11,1%	5,7%
Asia	0,9%	2,2%

ESTADOS UNIDOS 2.

La economía americana sigue dando muestras de desaceleración y la probabilidad de recesión aumenta. A pesar de que ya han transcurrido dos trimestres consecutivos con crecimiento económico negativo en 2022, los retrocesos no cualifican como recesión dada la fortaleza del mercado laboral y del consumo. Sin embargo, en los próximos meses el consumo privado, que representa aproximadamente el 70% del PIB, continuará frenándose. Aunque la situación patrimonial de las familias es robusta, las ayudas prestadas durante la pandemia a las rentas medias y bajas desaparecen, lo que se combina con tipos más altos y una inflación elevada que merma su poder adquisitivo.

La economía de Estados Unidos se ha recuperado con rapidez de la pandemia; sin embargo, el repunte de la demanda ha provocado tensiones en las cadenas de suministro y un fuerte aumento de la inflación. Con el endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal y el final de los programas de alivio económico relacionados con la COVID-19, se prevé que la economía se desacelere, lo que reducirá la inflación del gasto de consumo personal (PCE) subyacente hasta el 2%, el objetivo a medio plazo de la Fed, para finales de 2023. Sin embargo, si la inflación persiste más de lo esperado, la Fed tendrá que aplicar una política monetaria más restrictiva, lo que desacelerará más la economía.

Los salarios de la mayor parte de los trabajadores no han podido seguir el ritmo de la inflación, lo que ha erosionado el poder adquisitivo de los hogares y provocado dificultades importantes. Si bien el aumento de los precios de la gasolina y los alimentos se ha visto afectado por acontecimientos internacionales, también han aumentado con fuerza los precios de otros productos, entre ellos, la vivienda y el transporte. El incremento de estos precios, si no se controla, podría ser duradero.

Si bien las políticas que necesita aplicar la Fed para reducir la inflación pueden generar costes a corto plazo para los hogares y las empresas, contribuirán a restaurar la estabilidad de precios y sentar las bases de un fuerte crecimiento económico y un desempleo bajo. Para apoyar el crecimiento a medio y largo plazo, el Gobierno de Estados Unidos puede utilizar medidas fiscales para invertir en reformas que aumenten el tamaño de la fuerza laboral, mejoren la productividad e incentiven la innovación y la inversión.

La economía americana crecerá un 1,2% en 2023.

La **tasa de desempleo** cerrará 2022 en un 3,7%, repuntando en 2023 hasta un 4,1%, si bien en ambos casos, manteniéndose en pleno empleo.

A pesar de la situación de recesión técnica que vive el país, el mercado laboral sigue siendo increíblemente fuerte. El sólido mercado de trabajo estadounidense está impulsando los salarios, aunque no lo suficiente para compensar el alza en los precios.

Elaboración Propia

La resistencia del mercado laboral proporciona a la Reserva Federal tanto la razón como el espacio para centrarse en frenar **la inflación**. Con respecto a esta, cuando la pandemia paralizó a la economía a mediados de 2020 y entraron en vigor los confinamientos, los negocios cerraron o redujeron sus horarios de operación y los consumidores se quedaron en casa para proteger su salud, los empleadores recortaron una impresionante cantidad de 22 millones de puestos de trabajo.

La producción económica se desplomó a una tasa anual del 31% durante el trimestre de abril a junio de 2020. Todos los agentes económicos se preparaban para un mayor sufrimiento. Las compañías redujeron sus inversiones y aplazaron su reabastecimiento. El resultado fue una recesión devastadora. Sin embargo, en lugar de desplomarse hacia una crisis prolongada, la economía logró una inesperada recuperación impulsada por enormes inyecciones de ayuda del Gobierno y la intervención de emergencia de la Fed, que recortó las tasas de interés e implementó otras medidas.

Hacia mediados del año pasado, las campañas de vacunación le dieron confianza a los consumidores para regresar a los restaurantes, bares, tiendas y aeropuertos.

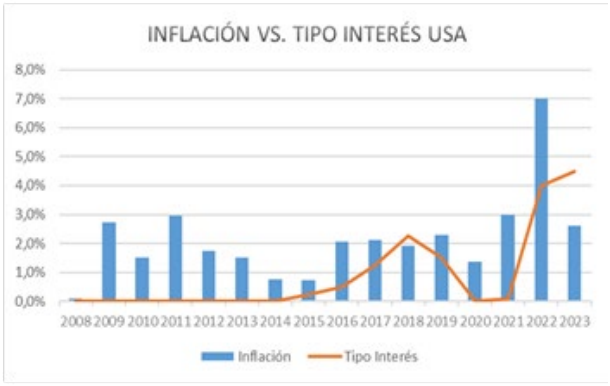
De repente, los negocios pasaban apuros para satisfacer la demanda. No podían contratar personal lo suficientemente rápido para cubrir todas sus vacantes, ni comprar suministros suficientes para satisfacer los pedidos. Conforme los negocios se recuperaban, los puertos y estaciones de carga tenían problemas para manejar el tráfico. Las cadenas globales de suministro quedaron rebasadas.

La mayor demanda y la escasez de suministros resultaron en un aumento de costes. Y las compañías descubrieron que podían pasar esos costes más altos por medio de precios más elevados a los consumidores, muchos de los cuales habían logrado acumular ahorros considerables durante la pandemia.

El paquete de ayuda contra el coronavirus de 1,9 billones de dólares del presidente Joe Biden, con sus cheques de 1.400 dólares a la mayoría de las familias, fue parcialmente responsable de sobrecalentar una economía que ya estaba en un intenso repunte por sí sola.

La elevada inflación en los precios al consumo probablemente continuará mientras las compañías sigan teniendo problemas para satisfacer la demanda de productos y servicios.

	Inflación	Tipo Interés
2008	0,1%	0,0%
2009	2,7%	0,0%
2010	1,5%	0,0%
2011	3,0%	0,0%
2012	1,7%	0,0%
2013	1,5%	0,0%
2014	0,8%	0,0%
2015	0,7%	0,3%
2016	2,1%	0,5%
2017	2,1%	1,25%
2018	1,9%	2,25%
2019	2,3%	1,50%
2020	1,4%	0,0%
2021	3,0%	0,10%
2022	7,0%	4,00%
2023	2,6%	4,50%



Elaboración Propia

Las atascadas cadenas de suministro han comenzado a mostrar algunos indicios de mejoría, al menos en ciertas industrias. El cambio radical en la estrategia de la Fed, alejándose de las políticas de dinero fácil para implementar medidas de mayor combate a la inflación, podría desacelerar a la economía y reducir la demanda. Desde el punto de vista fiscal, Washington ya no repartirá cheques de ayuda por el COVID-19.

Por sí misma, la inflación está reduciendo el poder adquisitivo y eso podría obligar a algunos consumidores a recortar sus gastos. La inflación cerrará el año en un 7% y se acercará a los objetivos de la Fed en 2023, cuando se situará en el 2,6%.

En cuanto al **déficit**, el Gobierno de Estados Unidos estima que el déficit del país para 2023 se reducirá en 1,3 puntos porcentuales hasta alcanzar el 4,5% del producto interior bruto, en base al presupuesto federal presentado. Este nivel de déficit es el resultado de registrar ingresos fiscales a nivel federal por valor de 4,638 billones de dólares y 5,792 billones en gastos. Las previsiones para la próxima década se estancan en un déficit crónico de cerca del 4,5%.

Si miramos al dólar frente al euro, los fundamentales (en términos de diferencial de crecimiento, tipos de interés y seguridad energética) favorecen al dólar. Además, los riesgos en Europa son superiores por el menor margen de maniobra del BCE, el riesgo de fragmentación y una mayor vulnerabilidad ante la crisis energética. El aumento del riesgo geopolítico tras las amenazas de Rusia favorece al dólar como divisa refugio por excelencia.

El **tipo de cambio €/USD** será de 0,9 para finales de 2022 y 1,0 para finales de 2023. Esta fortaleza del dólar tiene implicaciones. Un dólar más fuerte podría ser un factor malo para las empresas multinacionales porque encarece los productos estadounidenses en el extranjero. Si el dólar estadounidense continúa apreciándose, el impacto sobre la cuenta de resultados de dichas compañías podría aumentar. Como resultado, sus cotizaciones teóricamente deberían disminuir.

Elaboración Propia

Por otro lado, un crecimiento más fuerte y una moneda más fuerte deberían impulsar las importaciones estadounidenses, generando demanda para el resto del mundo. Hace falta mencionar que un exceso de bienes de producción nacional también debería traducirse en precios más bajos.

También incrementa el coste de la deuda denominada en dólares de los mercados emergentes. Una crisis de deuda soberana de los mercados emergentes podría arrastrar el crecimiento global, con un retroceso negativo para EEUU. Un dólar fuerte también puede dañar a los tenedores de bonos extranjeros. Si el prestatario no puede afrontar un incremento en el coste del servicio de la deuda, podría sufrir una rebaja de la calificación crediticia.

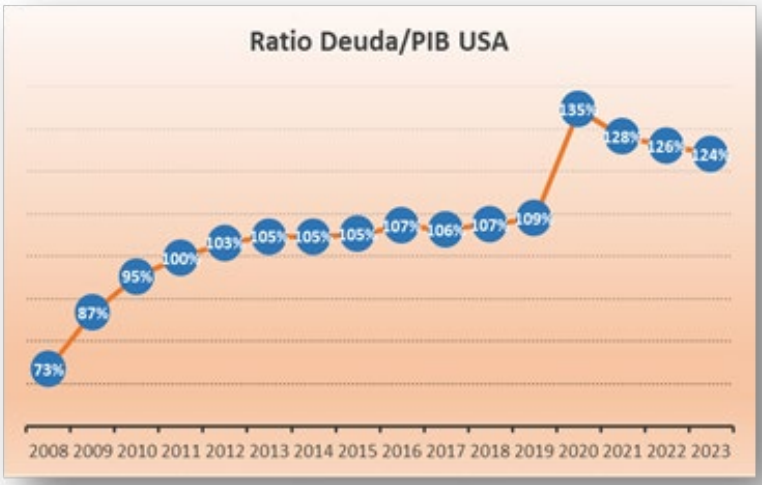
Un dólar más fuerte exporta inflación a los países de mercados emergentes, incluso para los países más ricos del viejo continente, un dólar fuerte puede ser sinónimo de más inflación (ya que a través de importaciones más caras impulsan los precios altos), la cual ya está en cifras récord en muchos países.

La situación de la **deuda** en USA no es halagüeña. Con un importe de 31 billones de USD, los mercados miran con recelo esta situación.

GRAFICO DXY DÓLAR

Fuente: TradingView

La eurozona compraba los bonos estadounidenses, porque tenía un superávit comercial, pero ha dejado de hacerlo producto de la crisis del euro, derivada a su vez de las sanciones a Rusia. Y por diversas razones otros compradores importantes, Japón, China y los estados del Golfo, han empezado a deshacerse de los bonos del Tesoro.



Elaboración Propia

Japón está haciendo dumping para salvar el yen y los fondos de pensiones. China teme una congelación de sus activos (ya que se podría usar el método sancionador que se aplica a Rusia). Y después de las amenazas de la administración Biden a Arabia Saudita y la OPEP, los estados del Golfo se han dado cuenta de que poseer bonos del Tesoro ya no es una opción segura.

La Secretaria del Tesoro, Janet Yellen, pidió a los grandes bancos que recompren parte de los bonos emitidos por la Reserva Federal. El problema es que las tasas de interés de estos bonos son más bajas que la inflación, por lo que no es rentable para los bancos comprarlos.

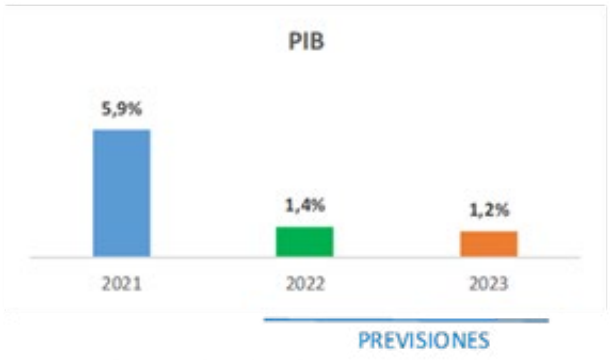
Los rendimientos de los Bonos del Tesoro a 10 años superaron el 4%. Este guarismo puede obligar a la Reserva Federal a volver a hacer funcionar la imprenta de hacer dólares, lo que nuevamente conduciría a un aumento de la inflación. Esto nos lleva a una situación en la que Estados Unidos podría tener dificultades para financiar su presupuesto y refinanciar su deuda internacional. El Ratio deuda/PIB alcanzará un 126% en 2022 y un 124% en 2023.

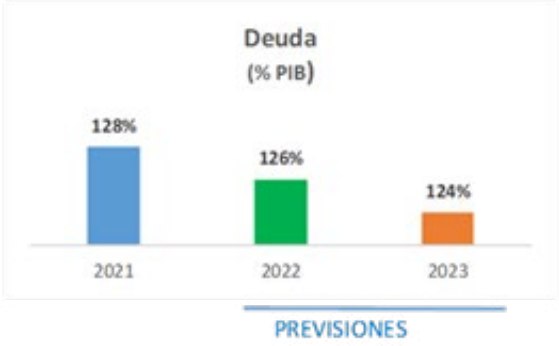
En este contexto, en noviembre de 2022 los demócratas y los republicanos se disputan el control de la Cámara de Representantes y el Senado. El recuento de las elecciones legislativas en Estados Unidos fue más ajustado pero finalmente los republicanos se hicieron con el control de la Cámara de Representantes, mientras que los demócratas conservaron el Senado. Los estadounidenses han frenado la ola republicana que preveían las encuestas y, además, los candidatos apoyados por Donald Trump han sufrido duros reveses.

Estos comicios se planteaban como el primer examen electoral para el presidente Joe Biden, que ha aguantado mejor de lo pronosticado, a dos años de las próximas elecciones presidenciales de 2024. Mientras, Trump ha visto cómo uno de sus principales rivales, Ron de Santis, ha conseguido la reelección a gobernador de Florida, allanando así su camino a la carrera por la Casa Blanca.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	1,4%	1,2%
Contrib. D. Doméstica	2,4%	0,8%
Contrib. Consumo Privado	2,2%	0,6%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,1%	0,1%
Contrib. D. Externa	-1,0%	0,4%
Inflación	7,0%	2,6%
Déficit	-5,5%	-4,5%
Deuda/PIB	126,0%	124,0%
Desempleo	3,7%	4,1%
Tipo Cambio (€/USD)	0,9	1,0
Tipo Interés	4,0%	4,5%
PMI	50,4	53,0





Elaboración Propia

EUROPA

3.

Europa se ha visto marcada en 2022 por la guerra de Ucrania. La Unión Europea ha respondido a la guerra en su frontera oriental con una unidad, determinación y rapidez excepcionales. Pero la invasión de Ucrania es un hito. Cualquiera que sea la duración de la guerra, su legado será duradero.

Europa está particularmente expuesta a los efectos económicos derivados de la invasión rusa de Ucrania, dada su cercanía geográfica, sus estrechos lazos comerciales y financieros con Rusia y, especialmente, por la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde Rusia, siendo limitada la capacidad para su sustitución a corto plazo.

A nivel económico se están produciendo dos tipos de efectos: de primera ronda, derivados de restricciones en productos energéticos, alimentarios y materias primas cuya escasez (o expectativa de escasez) dispara sus precios, deteriora el sistema productivo y amenaza el crecimiento y la estabilidad social; y de segunda ronda, sobre la inflación general (vía energía y alimentos) y los tipos de interés, que encarecen los costes de financiación empresarial y amenazan la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Los principales riesgos inmediatos para la economía europea surgieron del shock de oferta provocado por el aumento de los precios del petróleo y el gas, de la dependencia de Europa de la energía rusa, el efecto dominó en los suministros agrícolas y los mercados de productos básicos y del impacto de las amenazas geopolíticas en la confianza de los hogares y el sentimiento de los inversores.

En vísperas del ataque a Ucrania, la UE ya estaba lidiando con un fuerte deterioro de sus términos de intercambio y con un aumento de la inflación, la mayor parte de la cual era atribuible al precio de la energía importada. Aunque la recuperación del shock pandémico aún no había sido completa y las expectativas inflacionarias aún estaban algo por debajo del objetivo, el Banco Central Europeo se enfrentaba a un difícil acto de equilibrio entre mirar a través de aumentos temporales de precios y abordar las amenazas inflacionarias. La confrontación con Rusia implica un shock más pronunciado y duradero.

La teoría dice que cuando se enfrenta a un shock de precios de las materias primas el banco central debe abordar esencialmente los efectos de segunda ronda y evitar una posible escalada de las expectativas inflacionarias. No debe embarcarse en un intento inútil de controlar el impacto inmediato de los aumentos de precios en la inflación agregada (en la que los aumentos en la tasa de política tienen una influencia muy limitada, si es que tienen alguna), y debe acomodar cambios permanentes de precios relativos.

El BCE ha respondido con subidas de tipos de interés para intentar frenar la inflación, y los Gobiernos han apostado por una compensación fiscal parcial del shock. En la mayoría de los países de la UE ya se han tomado iniciativas. Los gobiernos han introducido una serie de medidas para contener el aumento de los precios y apoyar a los hogares vulnerables.

Pero la pregunta es si los Gobiernos deberían confiar principalmente en las transferencias (que pueden ser específicas, pero no contribuyen a limitar la inflación) o también deberían intervenir a través de recortes de

impuestos generales y controles de precios administrados (que afectan el índice de precios al consumidor y, por lo tanto, facilitan la tarea del Banco Central, pero son mucho más costosos desde el punto de vista presupuestario y borran la señal de precios). Al menos en algunos países de la UE, se están aplicando ambos tipos de medidas.

Estamos en un escenario donde los Gobiernos interfieren con los mercados por razones de seguridad y en el que la política monetaria y fiscal son fuertemente interdependientes.

El BCE tiene una papeleta importante, sólo un 30% de la inflación en Europa viene por el lado de la demanda, el resto es resultado del shock de oferta, y la subida de tipos del BCE ayudará a paliar la parte de la demanda, pero en menor medida, la proveniente del lado de la oferta, mientras que puede meter a la economía de la Unión en recesión en 2023.

El otro gran problema es la dependencia energética de Rusia, donde además se ha producido una gran hipocresía; por un lado, imponiendo sanciones a Rusia por su invasión de Ucrania, mientras se sigue importando gas ruso.

Rusia es el principal proveedor de petróleo de la UE (27% de las importaciones), carbón (47%) y gas (41%). El petróleo y el carbón no requieren infraestructura especial para ser entregados al mercado. Se pueden poner en un barco y enviar a cualquier lugar donde haya un comprador. El gas, sin embargo, es crítico porque el comercio depende de la infraestructura, lo que significa que ni el proveedor ni el comprador pueden diversificarse sin problemas.

Aunque finalmente el embargo al petróleo ruso no será total, la prohibición de importarlo por vía marítima entrará en vigor el 5 de diciembre. La cuestión es si una reducción efectiva de las ventas rusas dará lugar a un aumento de los precios en el mercado mundial, lo que aumentaría el shock de la oferta mundial y posiblemente frustraría el efecto sancionador de las medidas adoptadas. Una prohibición solo puede tener éxito si los recortes en los envíos rusos se compensan con exportaciones suplementarias de otros productores.

Para el gas, Rusia ciertamente tiene influencia. Si suspendiera las exportaciones, la UE perdería el 40% de sus suministros de gas natural. El impacto en algunos países de la UE sería catastrófico. Esta es la razón por la que Bruselas ha dejado hasta ahora el gas fuera del alcance de las sanciones.

Reemplazar el gas ruso es factible pero difícil, Europa necesitaría reducir su demanda de importaciones aumentando la oferta de otras fuentes (retrasando el cierre de las centrales nucleares y de carbón y aumentando el despliegue de energías renovables) y reduciendo la demanda interna de gas y otros combustibles.

El encarecimiento del gas además genera un aumento del precio de la electricidad debido al papel que desempeñan las centrales eléctricas alimentadas con gas a la hora de satisfacer la demanda y fijar el precio en el sistema marginalista.

El PIB de la eurozona crecerá en 2022 un 2,5%, y tendrá una contracción en 2023 de un -0,9%.

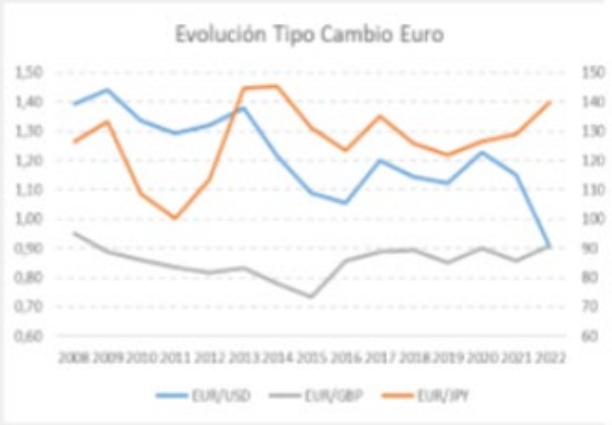
La **inflación** será persistente en 2023, y no será hasta 2024 cuando el BCE pueda acercarse a su objetivo. Cerrará 2022 en un 8,1% y 2023 en un 5,8%.

Elaboración Propia

Como consecuencia de ello, el endurecimiento monetario ha llegado para quedarse. Con una inflación en la eurozona del 9,9%, Christine Lagarde está decidida a hacer lo que sea para devolver la estabilidad a los precios. Desde que en julio el BCE acabara

con seis años de tipos cero, el Consejo de Gobierno ha elevado las tasas en 200 puntos básicos. El Banco Central presidido por Lagarde ha advertido de que el repunte del precio del dinero proseguirá en los próximos meses. Podríamos llegar a ver el **tipo de interés en un 3,5% en 2023**.

	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	0,90	140,00	0,91
2023	1,00	135,00	0,89



Elaboración Propia

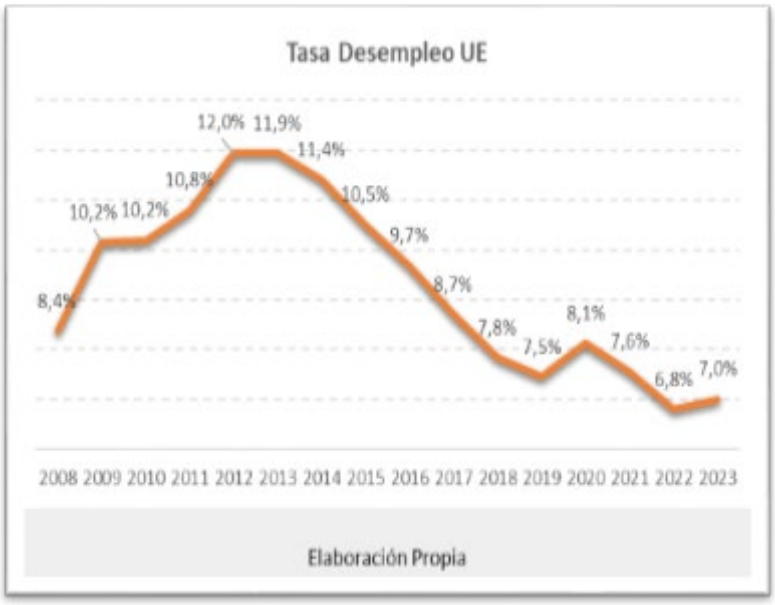
El Banco Central Europeo está dispuesto a sacrificar crecimiento económico y empleo para frenar la escalada de precios y considera que los tipos están todavía lejos de dónde necesitan estar para conseguir que la inflación retorne a su objetivo La lucha contra la inflación por parte de los bancos centrales será pues un proceso más largo y doloroso de lo que se esperaba inicialmente. Esto se traduce en tipos de interés más altos y por más tiempo.

La rentabilidad de los bonos seguirá al alza. La TIR del Bund se sitúa actualmente en el entorno de 2,0%. La TIR llegará a 2,20% a finales de 2022 y a un 2,50% en 2023. La retirada de compras del BCE y la subida de tipos suponen un riesgo para la fragmentación financiera en la zona euro. El BCE presenta una herramienta anti-fragmentación con el objetivo de contener la ampliación de la prima de riesgo de los periféricos y asegurar la transmisión efectiva de la política monetaria.

En cuanto al **desempleo**, la tasa de la eurozona será de un 6,8% en 2022 y un 7% en 2023.

Las diferencias por países siguen siendo relevantes. Mientras que en Alemania se sitúa en el entorno del 5%, en España alcanza el 13,6%. Con una actividad económica que pierde vigor, hay escaso margen de mejora en el mercado laboral. La tasa de paro se mantendrá estable en estos niveles en torno al 7%.

El mercado de trabajo se debilitará a raíz de la desaceleración de la actividad económica, si bien, en general, aún seguiría mostrando bastante capacidad de resistencia. Se espera que la productividad por persona ocupada se reduzca de manera acusada, desde el 3,8 % de 2021 hasta el 1,1 % en 2022 y el 0,7 % en 2023.

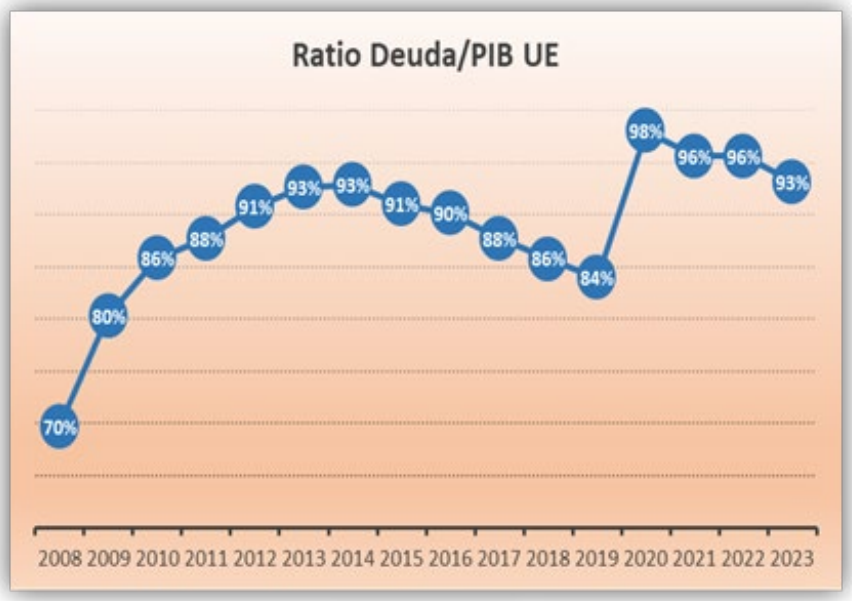


Elaboración Propia

Se espera que la **inversión empresarial** disminuya en el corto plazo, frenada por el aumento de los costes de financiación, la elevada incertidumbre y la subida de los precios de la energía, pero que se recupere a medida que disminuyan los factores adversos. Se considera que la relajación de los cuellos de botella en la oferta y la depreciación del euro respaldarán las exportaciones a países no pertenecientes a la zona euro este año, al tiempo que se espera que la desaceleración de la economía mundial afecte al comercio de la zona en 2023.

Ante el escenario de recesión en la zona euro en 2023, el **endeudamiento** volverá a ser la herramienta con la que cuadrar las cuentas públicas y la vía con la que financiar los estímulos fiscales que algunos países, como Alemania, ya han puesto en marcha, aunque con el agravante de unos tipos muy superiores a los de la pandemia, un BCE que en 2023 previsiblemente esté reduciendo su balance y una incertidumbre geopolítica que hace muy difícil prever cuál será la factura energética de empresas y hogares.

Los presupuestos para 2023 que se van conociendo en la zona euro apuntan a un incremento generalizado de la emisión bruta de deuda. Las necesidades de financiación de los Gobiernos serán mayores y van a aproximarse de nuevo a los niveles récord de 2020.

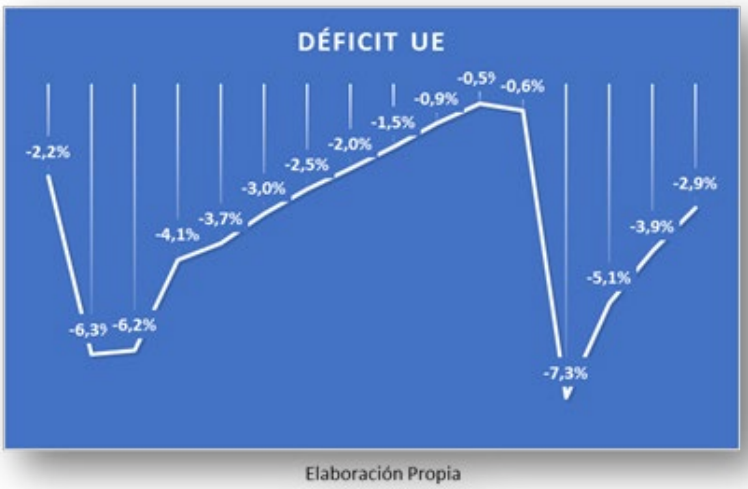


Elaboración Propia

Los tesoros de la zona euro tendrán que afrontar el próximo año con mucha más crudeza la pesada herencia que deja el fuerte endeudamiento con el que se combatió la pandemia, empezando por la amortización de la deuda a tres años lanzada en 2020. Y lo harán con tipos de interés muy superiores y un papel mucho más pasivo del BCE en el mercado.

Sin embargo, y pese al aumento de los volúmenes brutos de emisión, los países del euro prevén seguir avanzando en 2023 en la reducción del déficit y de la ratio de deuda sobre PIB. La línea oficial sobre la desviación presupuestaria será cada vez más dura en 2023, y especialmente a partir de 2024, cuando se restablezcan las normas fiscales del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, quizás de forma algo simplificada.

Se prevé que la mejora continua del saldo presupuestario esté impulsada por el ciclo económico y un mayor saldo primario ajustado cíclicamente, ya que una gran parte de las medidas de emergencia pandémicas han comenzado a expirar y las nuevas medidas son menos importantes.



Elaboración Propia

En 2022, el ligero endurecimiento de la orientación presupuestaria se debe principalmente a la retirada continuada de una parte significativa del apoyo de emergencia

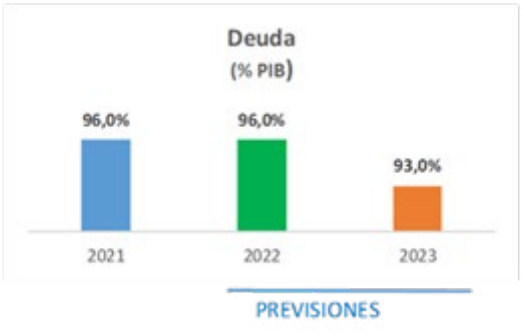
pandémico, que solo se compensará parcialmente con medidas expansivas adicionales. El ajuste fiscal será algo mayor en 2023, cuando se espera que la mayoría de las medidas de apoyo hayan expirado.

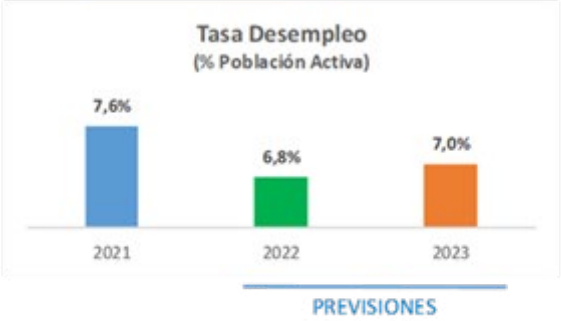
La **presión fiscal** es la relación entre los ingresos tributarios totales de un país, incluidas las cotizaciones a la Seguridad Social, y su renta nacional. Es un indicador que mide el grado de esfuerzo fiscal de los ciudadanos y empresas de un país.

En Europa, los países con más presión fiscal en comparación con su PIB son: Francia (47,4%), Dinamarca (46,9%), Suecia (44,3%), Finlandia (44,1%), Italia (42,5%) y Alemania (40,2%). Mientras que los países con menor presión fiscal son: Irlanda (23,6%), Rumanía (25,9%), Bulgaria (28,8%), Letonia (31,4%), Lituania (29,9%). España se sitúa en un lugar intermedio con una presión fiscal del 33,9% del PIB.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	2,5%	-0,9%
Contrib. D. Doméstica	2,3%	0,6%
Contrib. Consumo Privado	1,6%	0,3%
Contrib. Inversión Total	0,4%	0,3%
Contrib. Consumo Público	0,3%	0,1%
Contrib. D. Externa	0,2%	-1,5%
Inflación	8,1%	5,8%
Déficit	-3,8%	-2,9%
Deuda/PIB	96,0%	93,0%
Desempleo	6,8%	7,0%
Tipo Cambio (€/USD)	0,9	1,0
Tipo Interés	2,0%	3,5%
PMI	46,4	53,0





Elaboración Propia
IEB

ALEMANIA

4.

Alemania tiene la peor situación económica de los últimos 50 años. La pérdida de poder adquisitivo y la alta inflación por los precios de la energía están llevando a la economía del país a la recesión. La pandemia y la guerra entre Rusia y Ucrania son los principales motivos de este panorama.

Alemania, ya sumida en una grave crisis energética, prevé entrar en 2023 en una recesión, con una **caída de su PIB del 0,4% y una inflación del 7%**. El frenazo económico que experimenta desde hace meses la economía alemana han puesto de manifiesto esta situación, que muestra cómo el empeoramiento de la actividad empresarial y el consumo se han acelerado.

Estamos viviendo la transformación en tiempo real de una crisis energética en una crisis económica. Los cuellos de botella logísticos y la falta de suministros que lastran a la gran mayoría de economías del Viejo Continente están teniendo una especial incidencia en la economía alemana, más cercana geográficamente y con mayores vínculos comerciales con Ucrania, así como históricamente dependiente del gas ruso.

El crecimiento esperado para este 2022 es del 1,2%, en un marco de estancamiento y de alta inflación, que podría situarse en el 8,0% para finales de año. Las cifras son malas para la primera economía de la zona euro. La recesión se dará entre finales de 2022 y principios de 2023, y luego se producirá una tendencia a la recuperación. El país germano debería volver a la senda del crecimiento en 2024.

El Gobierno de Alemania tendrá que prestar especial atención a la situación energética, ya que el país se puede ver abocado a racionar el consumo de energía con drásticos efectos sobre su industria, afectando a las perspectivas de crecimiento del conjunto de la zona euro y con un potencial efecto contagio del frenazo económico más allá de las fronteras germanas.

Sin el efecto de la congelación de los precios del gas, la inflación habría sido mucho más alta en 2023. La crisis energética requiere toda la fuerza financiera del Estado para conservar la sustancia de la economía alemana y los puestos de trabajo. En este sentido, Alemania dio a conocer a finales de septiembre de 2022 un plan de 200.000 millones de euros para subvencionar, hasta 2024, los precios de la energía consumida por los hogares y las empresas, lo que frenará la inflación el próximo año. Sin este plan masivo, se esperaba un aumento de la inflación del 8,8% para 2023.

Mientras, junto con Países Bajos, está frenando la posibilidad de imponer un tope al precio del gas importado a la UE, algo que piden 15 países, entre ellos España, por temor a que pueda ponerse en peligro el suministro, y a sabiendas de que su músculo económico puede hacer frente a los precios disparados mientras se subvenciona a la ciudadanía para pagar las facturas. En efecto, Scholz quiere utilizar este dinero, que se suma a los 100.000 millones previos, para suavizar la factura energética de hogares y empresas.

Este asunto ha abierto un agrio debate dentro de la Unión, ya que crea fragmentación. El planteamiento de la UE es que no se puede continuar con un apoyo fiscal generalizado, teniendo que ser más específicos y cautelosos. Y también hay que asegurar que las medidas fiscales que se están tomando no contradigan el objetivo del BCE de volver a la inflación del 2%.

Por otro lado, la pérdida de actividad en Alemania y Francia son la causa principal de la recesión en Europa. El Gobierno debe llevar a la práctica las medidas anunciadas para los mercados energéticos para evitar una recesión aún más grave. También a nivel europeo se deben tomar medidas. Las previsiones vienen a confirmar un temor que ya asomaba en los indicadores adelantados. Las encuestas de confianza empresarial, por ejemplo, encadenan varios meses con datos negativos, así como los índices adelantados de compras.

Cada vez son más las empresas que en Alemania tienen problemas para pagar la factura energética, cuyo precio se ha disparado por culpa de la crisis derivada de la invasión rusa; hay temor a ceses de actividad, recortes o a que las compañías decidan producir allá donde la energía sea más barata.

En el país, que se ha hecho durante décadas dependiente del gas natural ruso, industrias de consumo intensivo de energía como la del metal o la automovilística atraviesan momentos críticos. El gas natural que ahora compra ha dejado de ser ruso. Es más caro y las incertidumbres del contexto geopolítico causado por la invasión ilegal de Rusia a Ucrania hace que se tema una eventual carestía de gas.

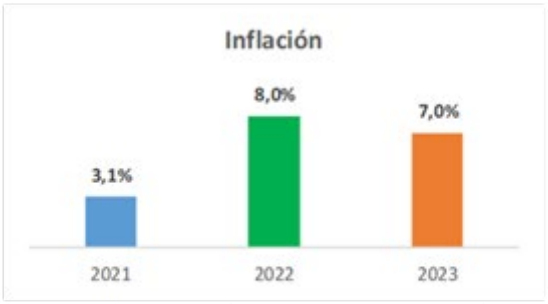
Sin la rebaja de los actuales precios descontrolados del gas y la electricidad, pequeñas y medianas empresas de uso intensivo de energía tendrán problemas en su cadena de distribución y tendrán que reducir o parar la producción.

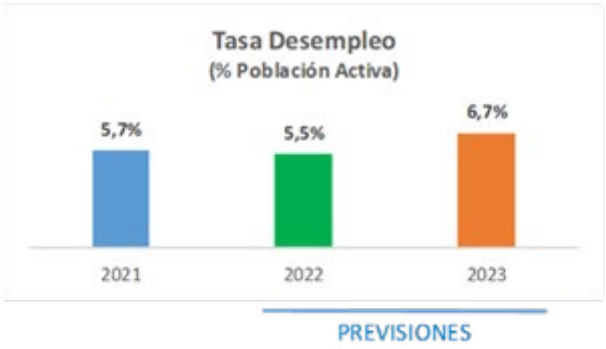
El sector industrial alemán representa alrededor del 26,5% del PIB y emplea al 27% de la población activa del país. Alemania es el país más industrializado de Europa y su economía está bien diversificada: la industria automotriz es el sector más importante del país, pero el país también cuenta con otros sectores especializados, como la ingeniería mecánica, los equipamientos eléctricos y electrónicos y los productos químicos.

El sector servicios alemán es el principal empleador del país (72% de la fuerza laboral) y representa el 63,4% del PIB nacional.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	1,2%	-0,4%
Contrib. D. Doméstica	2,6%	0,1%
Contrib. Consumo Privado	1,9%	0,1%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,6%	-0,1%
Contrib. D. Externa	-1,4%	-0,5%
Inflación	8,0%	7,0%
Déficit	-3,7%	-4,3%
Deuda/PIB	69,3%	70,5%
Desempleo	5,5%	6,7%
Tipo Cambio (€/USD)	0,9	1,0
Tipo Interés	2,0%	3,5%
PMI	45,1	51,5





Elaboración Propia

FRANCIA

5.

Francia era una economía que iba bien hasta que estalló la guerra, el país se recuperó rápido de la pandemia, pero ahora la inflación lastra su crecimiento.

La pérdida de poder adquisitivo por el aumento de la inflación es el tema que ha dominado la política francesa durante los últimos meses. Los ciudadanos están preocupados por el impacto económico de la guerra de Ucrania en un país que había sabido esquivar bastante bien la crisis económica provocada por la pandemia de la COVID-19. Como toda Europa, la pandemia hundió el crecimiento del PIB francés, pero, en cambio, Francia no solo ha mantenido el nivel de ocupación, sino que los salarios han aumentado en los últimos cinco años a pesar de la pandemia. Y la recuperación de la actividad económica después de la pandemia había sido bastante rápida.

Pero las cosas han cambiado y el futuro inmediato se divisa más complicado. El conflicto en Ucrania, con el consiguiente aumento de los precios de la energía, amenaza con penalizar las buenas perspectivas de la economía francesa. La inflación en el país no ha aumentado tanto como en otros países europeos (las expectativas de cierre de 2022 se sitúan en un 5,9% ante el 8,1% de la zona euro), pero aun así está a un nivel elevado y supone una amenaza para la economía.

La caída de la confianza de las empresas y de los hogares, las condiciones económicas mundiales más débiles y la alta incertidumbre frenarán la inversión y las exportaciones. Francia asume que la ralentización económica en 2023 será pronunciada, con un crecimiento estimado de su **PIB de solamente un 0,6%**, frente al 2,5% del 2022. En cuanto a la inflación, en 2022 llegará al 5,9%, disminuyendo hasta el **4,2%** en 2023, pero no antes del verano, sobre todo por el efecto inducido de la energía. El objetivo de **déficit público es del 3,2%** del producto interior bruto (PIB), con la vista puesta en dejarlo en el 3% en el horizonte de 2027.

Al margen de las incertidumbres económicas de la guerra en Ucrania, Francia tiene otros puntos débiles que podrían comprometer su crecimiento. Si el país presidido por Emmanuel Macron ha soportado bien el impacto de la crisis del coronavirus es gracias a las generosas ayudas impulsadas durante los peores meses de la pandemia para las empresas, con el fin de mantener la ocupación, y para las familias. Esta elevada factura ha hecho que el déficit público de Francia se haya disparado hasta el 4,6% y la deuda haya superado el 111% del PIB. Los planes de Macron pasan por sanear las cuentas lentamente, sin prisas ni recortes, con el horizonte en 2027.

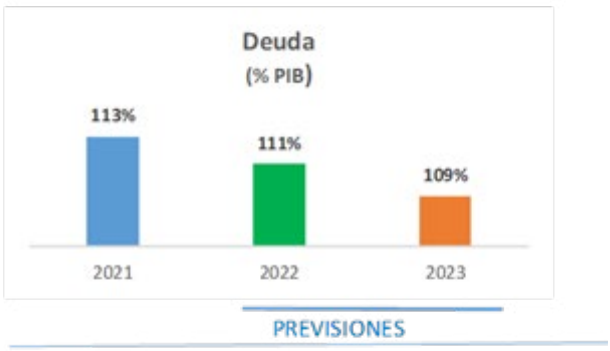
La futura evolución de la economía francesa vendrá, en gran medida, determinada por el desarrollo de la guerra en Ucrania y su impacto sobre la cotización del gas natural y otras materias primas. Para prepararse ante un eventual corte total del suministro de gas ruso, la acumulación de reservas de gas para el invierno alcanza en septiembre de 2022 un 97%. Además, su dependencia del gas es de las menores entre las grandes economías de la UE. El consumo de gas representa en torno al 20% del consumo final de energía y en la generación de

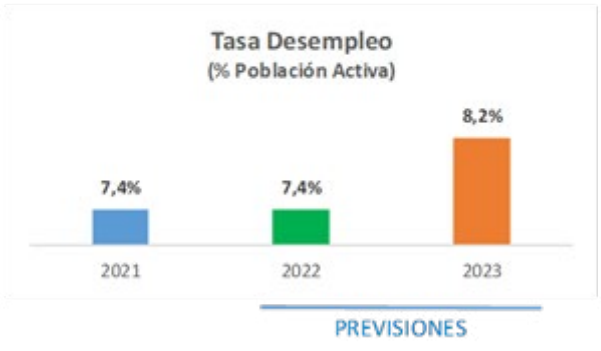
electricidad apenas se emplea un 7% de gas (frente al 48% de Italia o el 17% de Alemania), mientras que la energía nuclear genera casi el 67% de la electricidad.

Estos datos parecen indicar que Francia, a priori, sería una de las economías menos afectadas en un contexto de corte del suministro de gas por parte de Rusia. Sin embargo, la generación de energía nuclear no pasa por su mejor momento, Francia está sufriendo la peor sequía desde los años sesenta, lo que hace peligrar la refrigeración de los reactores nucleares, y casi el 50% de las centrales nucleares se encuentra fuera de funcionamiento, o por cierres planificados por tareas de mantenimiento, o por problemas en los reactores. En consecuencia, la dependencia de Francia del gas ruso se ha incrementado en los últimos meses, aunque sigue lejos de lo que representa en Italia y Alemania.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	2,5%	0,6%
Deuda/PIB	111,2%	109,1%
Desempleo	7,4%	8,2%
Déficit	-4,6%	-3,2%
Inflación	5,9%	4,2%
PMI	47,20	54,50





Elaboración Propia

ITALIA

6.

Italia ha tenido desde la II Guerra Mundial 68 Gobiernos y, en lo que va de siglo, diez. A pesar de esa inestabilidad, el país siempre ha salido adelante.

Ahora, después de las elecciones del pasado septiembre, Giorgia Meloni resultó ganadora con un 26% de apoyo en las urnas y se ha convertido, con el apoyo de La Liga y de Forza Italia, en la primera mujer que ocupa la presidencia del Gobierno en el Palazzo Chigi. Los resultados de los comicios suponen una severa derrota para la izquierda, que concurría a las urnas en desventaja respecto a los conservadores debido a su desunión.

La victoria de Meloni sigue la paradójica teoría del péndulo: después de un Gobierno técnico, gana las elecciones un candidato populista o que, al menos, desafía la lógica de la racionalidad económica y promete soluciones milagrosas. Esto ya ocurrió en 1994, cuando Berlusconi ganó sus primeras elecciones tras el Gabinete técnico liderado por Carlo Azeglio Ciampi, y en 2013. Entonces el Ejecutivo del tecnócrata Mario Monti culminó su experiencia en el poder con unos comicios que ganó el M5E.

Cuando Conte le retiró su apoyo a Draghi, lo que le obligó a dimitir, eran muchas cuestiones de calado las que quedaban pendientes. Las reformas fiscales, de pensiones, de la competencia, y la rebaja del IVA son aspectos de calado que están pendientes de abordar en la economía italiana.

El perfil antieuropeísta de Meloni preocupaba a Bruselas, pero después de la toma de posesión, como gobernar es algo distinto, se ha acercado a la Unión y ha dejado la elaboración de los presupuestos de 2023 en manos de Draghi y su equipo.

Se prevé una fuerte desaceleración para Italia, con un crecimiento negativo en 2023, principalmente por los precios de la energía y la dependencia del país del gas. Tanto Italia como Alemania, ambos miembros fundadores de la Unión Europea, son muy vulnerables a las perturbaciones en el mercado del gas y tienen dificultades para diversificar sus suministros.

Entre las grandes economías de la UE, Italia es, junto con Alemania, uno de los países más afectados por la fuerte subida de los precios del gas natural, como consecuencia de la guerra en Ucrania. Las importaciones de gas ruso representan el 40% del total de las importaciones de gas de Italia.

Además, su dependencia del gas para generar electricidad es muy elevada (destina casi un 48% del gas) al ser el primer país europeo que cerró todas sus centrales nucleares a principios de la década de los noventa. En la mitad de los países europeos, el 25% de la electricidad se genera a través de la energía nuclear.

En este contexto, la inflación se sitúa en máximos históricos y a corto plazo no parece factible una corrección significativa, debido al aumento de los riesgos del escenario energético en el Viejo Continente (con especial protagonismo de los cierres sine die del Nord Stream 1 y 2). En este contexto, el gasto de las familias, que se ha mantenido robusto hasta la fecha gracias a la demanda embalsada, se resentirá significativamente en los próximos meses.

Por otro lado, la situación política en Italia representa una fuente adicional de incertidumbre. Tras la renuncia de Mario Draghi como primer ministro, las elecciones del 25 de septiembre de 2022 dieron una holgada victoria a

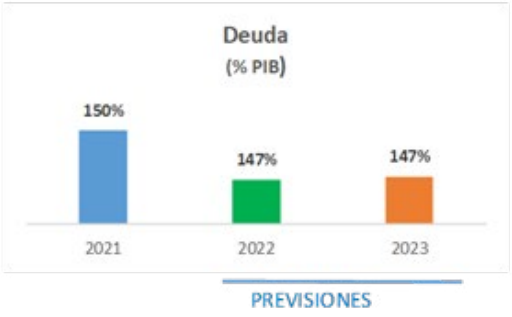
la coalición de derechas, encabezada por el ultranacionalista Fratelli d'Italia de Giorgia Meloni. Es cierto que los partidos de la coalición han suavizado sus mensajes euroescépticos, pero siguen siendo partidarios de rebajar impuestos y aplicar medidas de gasto de corte populista. Además, parece que se oponen a reformar el sistema fiscal y liberalizar la competencia, dos reformas claves comprometidas por Draghi en el marco de los fondos NGEU.

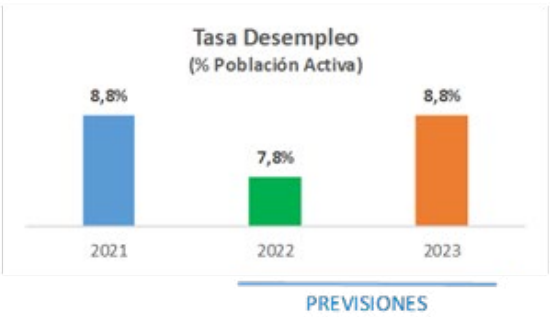
Por tanto, la primera prueba de fuego para el nuevo Gobierno serán los presupuestos que deben ser aprobados antes de que acabe 2022 y que podrían ser una fuente de tensión con Bruselas. Este aumento de la incertidumbre podría limitar la capacidad del BCE para contener las primas de riesgo, lo que resulta especialmente preocupante con una deuda pública que ha superado el 150% del PIB.

La caída del PIB se debe a unas perspectivas económicas menos favorables a causa de la marcada contracción de la economía global y europea, principalmente vinculada al aumento de los precios de la energía, a la inflación y a la situación geopolítica. Por otro lado, el déficit italiano se reducirá este año hasta el 5,1%, frente al 7,2 % de 2021 y se reducirá al 4,2% en 2023.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	3,3%	-0,2%
Contrib. D. Doméstica	3,6%	0,2%
Contrib. Consumo Privado	1,7%	0,1%
Contrib. Inversión Total	1,4%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,5%	0,1%
Contrib. D. Externa	-0,3%	-0,4%
Inflación	8,5%	6,5%
Déficit	-5,1%	-4,2%
Deuda/PIB	147,0%	147,2%
Desempleo	7,8%	8,8%
Tipo Cambio (€/USD)	0,9	1,0
Tipo Interés	2,0%	3,5%
PMI	46,50	51,50





Elaboración Propia

ESPAÑA

7.

Estamos en una situación muy convulsa, tras la pandemia y la guerra de Ucrania, y vienen curvas, debido a la inflación y a la subida de tipos del BCE, todo lo cual supone un freno al crecimiento económico. Además, el bloqueo energético por la guerra de Rusia está dañando en gran medida las economías de Alemania y Reino Unido, nuestros socios comerciales, y si a ellos les va mal, España se resentirá, y el incremento de los tipos de interés podría comenzar a afectar negativamente la demanda interna en España, donde las exportaciones y en el sector de la construcción no termina de tirar.

Nos encontramos en una situación de estanflación y al borde de entrar en recesión, al menos técnica, es decir, dos trimestres de PIB en negativo. No queda otra opción más que haya recesión, porque es el instrumento más útil para acabar con la inflación. El problema está en su duración e intensidad, no en que exista. Y, en el caso de España, los indicios y las políticas que se están aplicando nos llevan a pensar que la recesión puede ser más intensa, siendo el país que todavía no ha recuperado los niveles de PIB previos a marzo de 2020.

El panorama es preocupante, subidas de impuestos, demanda interna y consumo debilitados que se debilita aún más por la fuerte subida de tipos del BCE, que en su lucha por bajar la inflación está castigando a la clase media y baja, donde además el paro subirá, al haber menor demanda.

La previsión de crecimiento de la economía española se sitúa en un 4,1% para 2022 y 1,2% para 2023.

El producto interior bruto (PIB) nacional, entrará en territorio negativo en el cuarto trimestre del año 2022 y en el primero de 2023.

El problema con el que nos encontramos es que el Gobierno ha preparado unos **presupuestos generales del estado** para 2023 que no son realistas. El crecimiento real será más bajo, hay partidas de ingresos y de gastos que no parecen corresponderse con la realidad, y con un balance de la salud de las finanzas públicas no realista, habida cuenta del poco margen con el que cuenta España para reducir sus niveles de déficit y deuda públicos.

Los presupuestos de 2023 se convierten en los más expansivo de la democracia española, y contemplan un techo de gasto de más de 198.000 millones de euros, que incorporan el aumento del salario de los funcionarios,

la actualización de las pensiones con el IPC, más gasto sanitario y nuevas ayudas a las familias y parados. La actualización de las pensiones, de acuerdo con el IPC interanual del mes de noviembre de 2022, que podría situarse en el 8,5%, elevará el gasto en pensiones en más de 190.000 millones de euros.

Los presupuestos también incluyen el paquete fiscal anunciado recientemente, que contempla el nuevo impuesto a las grandes fortunas a partir de un patrimonio neto de tres millones de euros, la rebaja del IRPF para las rentas hasta 21.000 euros, el aumento del gravamen de las rentas del capital a partir de 200.000 euros, la reducción de los módulos para los autónomos o la subida del Impuesto de Sociedades para las grandes empresas, medidas con las que el Gobierno espera ingresar más de 3.000 millones de euros adicionales. Así mismo, espera los vientos de cola en la recaudación, derivados de la inflación.

El dinamismo de los ingresos públicos que se recogen en los presupuestos, están influenciados por la evolución de la inflación, por lo que no serán permanentes, y es que a pesar de estos mayores ingresos no se aprecia que sirvan para la reducción del déficit público. La partida de gasto social ascenderá en 266.719 millones, la mayor hasta la fecha. En definitiva, el Gobierno ha planteado estas cuentas bajo la premisa de que los ingresos deben venir de quienes más tienen y con una enorme carga social.

Desde un punto de vista macroeconómico, existe una elevada incertidumbre derivada de la guerra en Ucrania y un posible corte del suministro de gas ruso al conjunto de las grandes economías europeas.

Esto se traduce en que el PIB crecerá este año un 4,1%, para desacelerarse en 2023 a un 1,2%. En cuanto a la inflación, nuestro gran problema en este momento cerrará el año en un 8,7%, y se moderará hasta el 5,6% en 2023%.

La variación en los precios de la mayor parte de los bienes y servicios ha continuado aumentando o se ha estabilizado en niveles elevados. La evolución hacia delante dependerá de varios factores en los mercados internacionales, como el impacto de la invasión de Ucrania sobre el precio de las materias primas o la continuación de problemas en las cadenas de suministro. Sin embargo, será determinante el efecto que pueda tener el comportamiento de los márgenes empresariales, el resultado de la negociación colectiva y el impacto de las políticas públicas.

La inflación se ha vuelto pegajosa y se resiste a retroceder, de manera que nos dirigimos hacia tipos de interés más altos y eso aumenta el riesgo de recesión económica; forzados a escoger entre domar la inflación o evitar una recesión, los bancos centrales escogerán lo primero, tal como ya han empezado a materializar, tanto la Fed como el BCE.

Los fondos Next Generation de la UE están llegando muy por debajo de su estimación, y eso frena el crecimiento económico. España tiene todavía por delante una agenda de reformas que cumplir para continuar accediendo a los fondos NGEU y, probablemente, junto con la importancia de un plan fiscal a largo plazo, para recibir el apoyo del BCE en los mercados de deuda.

En definitiva, la pregunta del millón es si en una situación de estanflación como la que estamos viviendo, estas cuentas públicas son las más adecuadas y el cuadro macro del Gobierno creíble. Y la respuesta es no; por un lado, el cuadro macro en el que se basa el Gobierno es difícil de sostener, y por otro, tienen unos tintes electorales importantes, lo que resulta en que terminan siendo ineficientes porque dañarán la competitividad de la economía española debilitando su tejido productivo. Además, resulta absolutamente contradictorio la falta de control del gasto público combinada con los sacrificios que se exigen a los ciudadanos y especialmente a la clase media, la gran perjudicada por las medidas fiscales.

La economía se va a debilitar a partir del tercer trimestre de 2022 debido a varios factores:

- Una inflación elevada y persistente que afecta a la capacidad adquisitiva de los hogares y los costes empresariales.
- El incremento de los costes de financiación, para todos los agentes económicos (la política monetaria restrictiva del BCE continuará durante 2023).
- Un ritmo inferior al esperado en la aplicación de los fondos europeos.
- La menor contribución en el futuro del sector exterior.

Si miramos los componentes del PIB, en 2023 se acumulan los efectos restrictivos sobre Consumo, Inversión y el menor ritmo de recuperación del turismo internacional.

La inversión sigue contribuyendo al crecimiento, pero aminora su potencial por tres factores:

- El incremento de los tipos de interés.
- Los costes operativos (especialmente energéticos).
- La elevada incertidumbre.

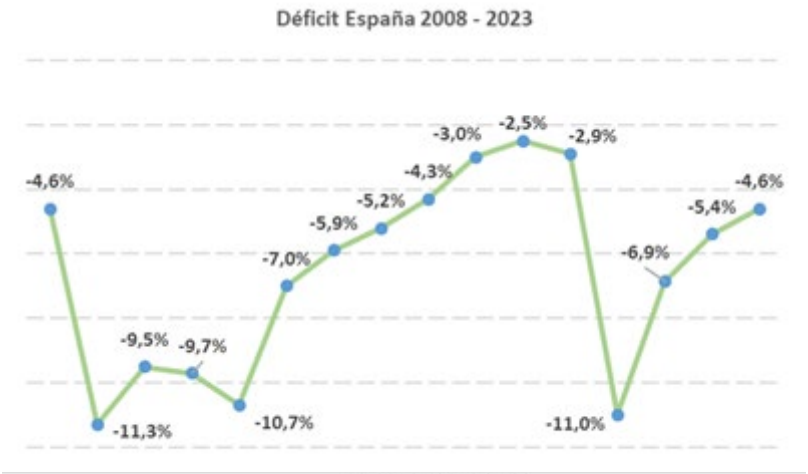
Los fondos europeos siguen siendo un soporte al crecimiento inversor, pero a un ritmo de ejecución más lento de lo esperado.

El **sector exterior**, reduce la contribución en 2023 ante la ralentización del comercio internacional; el deterioro de la balanza energética y el menor ritmo de recuperación del turismo internacional.

El **consumo privado**, bajo la presión al alza de la inflación y la subida de los costes de financiación, que deterioran el poder adquisitivo de los hogares. La tasa de ahorro todavía por encima de la media histórica y la estabilidad del mercado laboral sirven de soporte solo de momento.

El **mercado laboral** superó la situación previa a la pandemia en el primer semestre de 2022, con una tasa de paro de 12,5% vs. 13,8% de diciembre de 2019. Con un número de ocupados por encima de los 20,4 millones de trabajadores (frente a los 19,97 millones de 2019).

Sin embargo, la variación de parados de julio y agosto de 2022 rompió la tendencia de cinco meses de reducción. Las menores expectativas de crecimiento trimestral (a partir del 3T 2022) y las presiones en costes, proyectan un deterioro del entorno



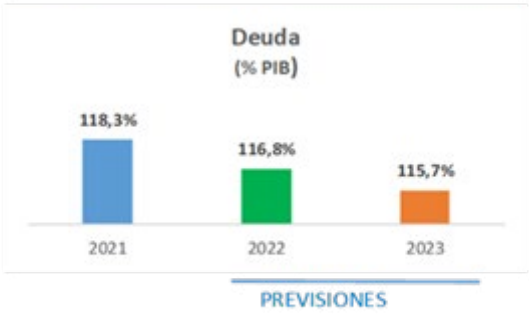
Elaboración Propia

para la creación de empleo. Las estimaciones apuntan a una tasa de paro que retorna al 13% a final de 2022 y a un 13,9% para 2023.

A corto plazo las dinámicas para el **déficit** y la **ratio Deuda Pública/PIB** siguen siendo favorables: el déficit público se reduce respecto a 2021, apoyado en el incremento de los ingresos impositivos por el efecto inflacionista, y el mayor crecimiento del PIB nominal, por la inflación, favorece la moderación de la ratio Deuda/PIB; también ayuda el mantenimiento de la suspensión del Pacto de Estabilidad hasta 2023, eliminando la obligación de cumplir con el límite al 3% del déficit para el próximo ejercicio presupuestario.

Cuadro Macroeconómico

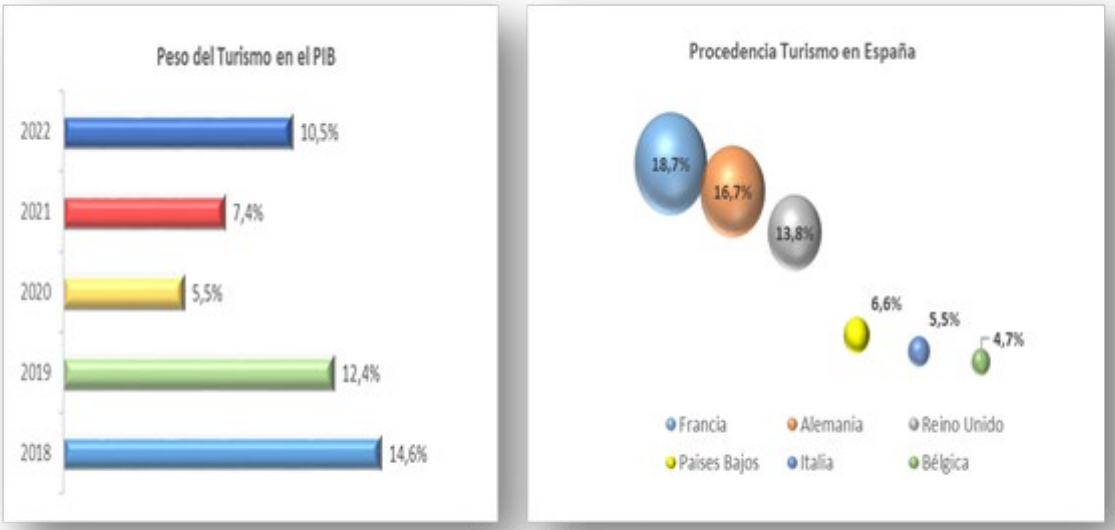
	2022	2023
Crecimiento PIB	4,1%	1,2%
Contrib. D. Doméstica	1,0%	2,0%
Contrib. Consumo Privado	0,6%	0,7%
Contrib. Inversión Total	0,9%	0,8%
Contrib. Consumo Público	-0,5%	0,4%
Contrib. D. Externa	3,1%	-0,8%
Inflación	8,7%	5,6%
Déficit	-5,4%	-4,6%
Deuda/PIB	116,8%	115,7%
Desempleo	13,0%	13,9%
Tipo Cambio (€/USD)	0,9	1,0
Tipo Interés	2,0%	3,5%
PMI	44,70	51,70



Elaboración Propia

El Déficit para 2022 será de -5,4% y de -4,6% para 2023. La ratio Deuda/PIB será del 116,8% en 2022 y de 115,7% en 2023, apoyada en la reducción del déficit y la mejora del PIB nominal.

El **turismo**, una industria fundamental para la economía española, ha visto pasar dos años convulsos con un 2020 agónico y un 2021 que permitió un tímido, pero vital resurgir de los viajes. La pandemia de la COVID-19, por un lado, y el Brexit (ya que UK es uno de los principales emisores de turistas hacia España), por otro, castigaron duramente la rentabilidad del sector turístico. El número total de turistas en 2021 fue de 31.180.802, esto supuso un aumento de 12.247.699 personas, un 64,69% más que el año precedente, con una aportación al PIB nacional de 88.546 millones de euros. Para 2022, se espera que la aportación del turismo al PIB sea de 135.461 millones de euros, equivalente al 10,5% del PIB.



Elaboración Propia

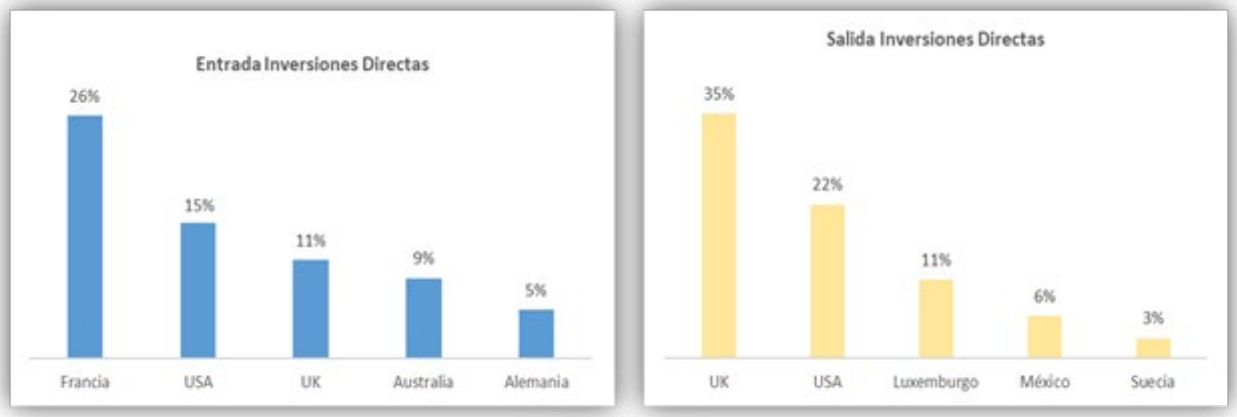
La productividad de los años récord como 2017, 2018 y 2019, indica que la rentabilidad se puede recuperar ya en 2022, aunque los volúmenes de negocio sigan muy por debajo aún. En el futuro la industria tiene que transformarse y adaptarse, luego de vivir la peor crisis de su historia. Y además debe hacerlo porque los hábitos de consumo han cambiado, probablemente para siempre.

Por ejemplo, la pandemia ha potenciado exponencialmente el uso de la tecnología y se registra un mayor número de compras online en el sector.

El precio seguirá siendo determinante, pero las empresas deberán adaptar sus modelos para ofrecer libertades en las condiciones de reserva, facilitar cancelaciones, cambios y reembolsos, para estimular así la demanda y generar confianza.

El PIB turístico no recuperará los niveles pre-pandémicos hasta 2024 o 2025.

En cuanto a las **Inversiones Directas**, el principal destino de las inversiones extranjeras en España, se observa que un 42,6% se ha dirigido al sector servicios, casi un 35% al sector de la industria, el 21,5% a la construcción y, finalmente, un 1% de la inversión se ha canalizado hacia el sector primario. La inversión directa de España en el resto del mundo, cerca del 67% se ha dirigido al sector servicios, el 31,3% al sector industrial y, por último, los sectores de la construcción y primario únicamente suponen el 1,5% y 0,2% respectivamente.



Elaboración Propia

El **precio de la luz**, debido al incremento del precio del gas, sigue siendo un factor de gran preocupación a los ciudadanos, especialmente si el invierno es frío.

Todavía siguen siendo necesarias las **Reformas Estructura**les que den solidez a la economía a medio y largo plazo:

- Favorecer el crecimiento empresarial.
- Incrementar el capital humano y tecnológico.
- Reducir la dualidad del mercado de trabajo, ya que, en términos de eficiencia, la dualidad incide negativamente sobre la productividad de la economía. Al existir un segmento de trabajadores completamente desprotegidos se generan más incentivos a que las empresas manejen dos contingentes separados de trabajadores.
- Reforzar políticas activas de empleo.
- Potenciar empleabilidad de trabajadores mayores e incorporación de jóvenes al mercado laboral: nuestro mercado laboral es una fábrica de desigualdad, el paro juvenil se encuentra cercano al 40% en España; además, la mitad de los parados son de larga duración.
- Reforzar la sostenibilidad del sistema público de pensiones.
- Políticas que mitiguen la desigualdad de rentas.

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

8.

Es la sexta economía nacional del mundo medida por el producto interior bruto (PIB) nominal, la octava por la paridad de poder adquisitivo (PPA) y la vigésimo quinta por el PIB per cápita.

Predomina el sector de los servicios, que aporta el 81% del PIB, la industria de los servicios financieros es especialmente importante, y Londres es el segundo centro financiero más grande del mundo, donde de las 500 mayores empresas del mundo, 26 tienen su sede en el Reino Unido.

El Reino Unido también se verá afectado por las consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania. Es cierto que la dependencia británica de la energía rusa es mucho más reducida que la de sus antiguos socios comerciales europeos.

El montante de las importaciones de gas natural ruso asciende al 8% y las de crudo, al 5%. Sin embargo, el conflicto ha venido a agravar los problemas derivados de los cuellos de botella en las cadenas de suministros mundiales y está elevando sustancialmente el precio de determinadas materias primas industriales y agrícolas de las que Rusia y Ucrania son los principales productores (por ejemplo, Rusia produce más del 40% del paladio a nivel mundial y Ucrania, el 60% del aceite de girasol y el 20% de la cebada).

A la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania se suma la inestabilidad que sigue generando el acuerdo del brexit. El Reino Unido ha comenzado a tramitar en su Parlamento un proyecto de ley que le permitiría romper, unilateralmente, el Protocolo sobre Irlanda incluido en el acuerdo del brexit. Si finalmente la amenaza del Reino Unido se hiciera realidad, la respuesta de la UE sería contundente y podría derivar en una guerra comercial entre ambos bloques.

En los últimos meses, Reino Unido ha vivido una situación muy agitada. El pasado 6 de septiembre de 2022, Liz Truss fue nombrada primera ministra de Reino Unido, sustituyendo a Boris Johnson, justo dos días antes del fallecimiento de la Reina Isabel II, por lo que tanto Inglaterra, como Escocia, Gales e Irlanda del Norte se paralizan por los funerales hasta el día 19 de septiembre, cuando la reina fue enterrada.

Después de este forzado parón por la pérdida de su referente institucional, volvíamos a la realidad, a la que no quedaba más remedio que enfrentarse, y no es muy halagüeña. La situación de la economía de Reino Unido, afrontando el Brexit, era ya complicada, con unas perspectivas de inflación realmente alarmantes, donde puede alcanzar un 13% antes de finalizar el año, y subir hasta el 18% a principios de 2023.

El Banco de Inglaterra ya había movido ficha, subiendo los tipos de interés hasta el 1,75%. Y, donde el crecimiento de la economía se verá muy frenado, pudiendo entrar en recesión para finales de este ejercicio y, esperando un crecimiento del PIB para 2023 de sólo un 0,1%.

En este escenario, el viernes, 23 de septiembre de 2022, el canciller de Hacienda, Kwasi Kwarteng, anunciaba un plan de medidas fiscales por valor de 45.000 millones de libras, que busca reducir los impuestos con el fin de estimular el crecimiento de la economía del país, compuesto por 30 medidas, que representaba el mayor recorte de impuestos desde el presupuesto de Nigel Lawson en 1988.

El recorte fiscal del Ejecutivo llegó un día después de que el Banco de Inglaterra decidiera incrementar en 0,50 pp los tipos de interés en el Reino Unido, hasta un 2,25 %. Y esa bajada de impuestos, junto con la no reducción del gasto público, puso muy nerviosos a los mercados de deuda, por el incremento adicional de déficit y deuda pública que suponía. El resultado: el desplome de la libra y un descalabro en las rentabilidades de la deuda. El rendimiento de la deuda pública británica se disparaba, y ya sabemos la máxima del mercado de bonos, a medida que baja el precio de un bono, su rendimiento aumenta y viceversa.

Y todo esto desembocó, primero, en la destitución del ministro de finanzas, Kwasi Kwarteng, tratando de salvar a la primera ministra Liz Truss, siendo sustituido por Jeremy Hunt, que nada más acceder al cargo, se mostró en contra del plan propuesto.

Pero todo esto no sirvió para salvar a Liz Truss, que sólo ha durado en el cargo 45 días. Sus propuestas desencadenaron un colapso económico inmediato del que no se recuperó, y donde incluso provocó tensiones dentro del propio Partido Conservador.

La visión liberal a favor de bajar los impuestos tras el Brexit se estrelló contra las fuerzas de la realidad y los mercados. Los inversores no estaban dispuestos a permitir que Truss y su primer canciller, Kwasi Kwarteng, endeudaran al país con cientos de miles de millones de libras en un momento en que los tipos de interés están subiendo.

Se prevé que el PIB aumente un 3,2% en 2022, antes de estancarse en 2023. La inflación seguirá aumentando y alcanzará un máximo de más del 10% a finales de 2022 debido a la continua escasez de mano de obra y de suministros y a los elevados precios de la energía, antes de descender gradualmente hasta el 6,5% a finales de 2023. Se espera que el consumo privado se ralentice, ya que el aumento de los precios erosiona la renta de los hogares. La inversión pública se debilitará en 2022, ya que los cuellos de botella de la oferta dificultan la ejecución de las inversiones previstas, pero volverá a aumentar en 2023 cuando estos efectos desaparezcan. La rigidez del mercado de trabajo contribuirá a mantener un bajo nivel de desempleo, aunque aumentará respecto a 2022.

Además del lastre que supone el Brexit, que ha hecho que el comercio con la UE, el mayor socio comercial del Reino Unido, sea más caro y complicado, el aumento de los costes del endeudamiento para el Gobierno, las empresas y los hogares también está limitando el crecimiento a corto y medio plazo. La economía británica se estancará, en el mejor de los casos, en 2023, y el riesgo de recesión será cada vez mayor.

El Reino Unido es potencialmente una señal de advertencia para los países altamente endeudados de la zona euro dispuestos a confiar demasiado en la

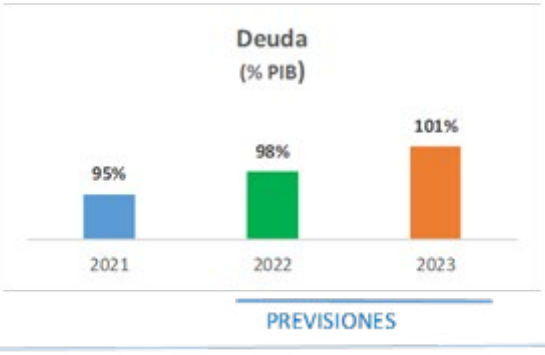
Cuadro Macroeconómico

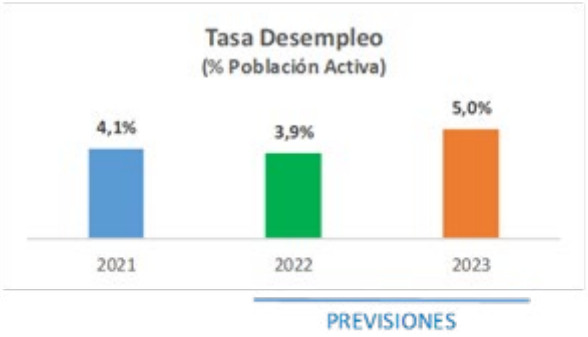
	2022	2023
Crecimiento PIB	3,2%	0,1%
Contrib. D. Doméstica	5,1%	-0,1%
Contrib. Consumo Privado	3,3%	0,0%
Contrib. Inversión Total	1,2%	0,0%
Contrib. Consumo Público	0,6%	-0,1%
Contrib. D. Externa	-1,9%	0,2%
Inflación	10.1%	6,5%
Déficit	-5,3%	-7,5%
Deuda/PIB	98,0%	101,0%
Desempleo	3,9%	5,0%
Tipo Cambio (GBP/USD)	1,10	1,12
Tipo Interés	3,0%	5,2%
PMI	46,20	52,90

palanca fiscal. Es un indicio de cómo reaccionan los mercados de bonos ante una política fiscal inesperadamente expansiva.

Ahora, restablecer la reputación de las finanzas públicas dependerá en gran parte del aumento de los impuestos y de los recortes del gasto, que serán medidas muy poco populares entre las alas influyentes del Partido Conservador, así como para los votantes.

Durante algo más de treinta años la política económica de los sucesivos gobiernos británicos ha pasado de objetivos monetarios a meta de inflación y de una estrategia financiera de mediano plazo a reglas de política fiscal para preservar la credibilidad del marco fiscal, especialmente después de la crisis financiera de 2008. Sin embargo, el objetivo esencial de mantener la disciplina fiscal y monetaria no ha cambiado. Todos los principales partidos políticos del Reino Unido están de acuerdo en que la estabilidad es la clave del éxito económico.





Elaboración Propia

JAPÓN

9.

Japón, la tercera economía más grande del mundo, está altamente expuesta a los impactos externos debido a su fuerte dependencia de las exportaciones. Esta vulnerabilidad se ha mostrado en los últimos años, ya que su economía ha experimentado períodos de recesión junto con la desaceleración de la economía mundial. Asimismo, la crisis económica global generada por la pandemia del COVID-19 ha tenido un impacto significativo; sin embargo, la economía del país se recuperó en 2021.

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 gasto previsto del Gobierno en pensiones y salud seguirá aumentando. Además, la disminución de tasa de natalidad genera un importante descenso de la población y, en consecuencia, del número de contribuyentes.

La población japonesa en edad de trabajar ha ido disminuyendo durante unas décadas, pero el problema ha sido compensado por una mayor participación, lo que ha contribuido al crecimiento del empleo y a mantener una tasa de desempleo baja. Los elevados niveles de deuda en los balances de las empresas podrían restringir la capacidad de los empresarios para contratar más y ofrecer mayores ganancias salariales.

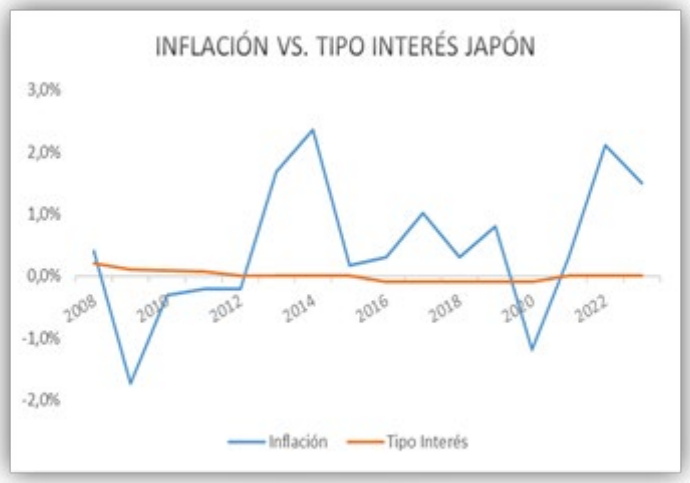
La economía japonesa vivió dos décadas de estanflación durante el período 1990-2009. En 2009 el PIB sufrió una fuerte caída de la que se recuperó pronto. El terremoto de 2011, sin embargo, sumió al país en una nueva recesión de la que salió a partir de 2012.

Desde 2013 Japón creció apoyado en la “Abenomics”, que se basaba en las llamadas “tres flechas”: flexibilización monetaria, estímulos fiscales y reformas estructurales. Japón superó la deflación, aunque sin alcanzar el objetivo de inflación del 2%. El crecimiento también se recuperó, pero con subidas leves del PIB.

La situación económica actual se caracteriza por un crecimiento moderado y débiles perspectivas a largo plazo debido al elevado nivel de endeudamiento y el envejecimiento de la población.

La política monetaria ultra laxa de Japón contrasta con la oleada mundial de subidas de los tipos de interés, que ha provocado una fuerte venta del yen, lo que complica las perspectivas de los responsables de política monetaria.

La caída de la moneda japonesa, que ha perdido cerca de un 20% frente al dólar estadounidense en



Elaboración Propia

los últimos seis meses, está haciendo subir el coste de las importaciones y ha aumentado la perspectiva de que los hogares se vean obligados a pagar más por los bienes.

Y con un entorno en el que los bancos centrales de las grandes economías están subiendo tipos, el BoJ juega al efecto contrario y mantiene los tipos de interés en 0%.

Lo que Japón necesitaba era un aumento en el coste de la vida para estimular el crecimiento económico. No obstante, la inflación que hoy existe en Japón no es el reflejo de una verdadera reactivación, sino más el resultado de la crisis externa y la caída del yen.

Desde este punto de vista, lo que Japón necesitaría es "una buena inflación", del tipo creado por la fuerte demanda de los consumidores. Pero la actual es una especie de "mala inflación", del tipo creado por un dólar fuerte y la escasez de productos relacionada con la pandemia y la guerra en Ucrania.

El banco central considera que este aumento de los precios es temporal y por eso prefiere dejar las tasas en cero. Es por eso que la máxima autoridad monetaria, Haruhiko Kuroda, ha insistido en que la economía es demasiado débil para manejar tasas de interés más altas.

La caída del yen ha sido impulsada por la diferencia entre las tasas de interés en Japón y EE.UU. Mientras la primera economía del mundo ha elevado agresivamente su tasa de interés, Japón ha permanecido en cero.

Las tasas de interés más altas tienden a hacer que una moneda sea más atractiva para los inversores. Como resultado, hay menos demanda de monedas de países con tasas más bajas y esas monedas pierden valor.

La debilidad del yen también refleja el estado de las finanzas del país, con una economía que apenas ha crecido en las últimas tres décadas.

La economía japonesa crecerá en 2023 un 1,7%, manteniendo sus tipos de interés en 0% y donde no llegará a su objetivo de inflación del 2%, solo alcanzará un 1,5% de incremento de precios.

¿Cómo sobrevive Japón con una deuda tan elevada?

Parece increíble que Japón pueda subsistir con una deuda superior al 250% del PIB. Es el país más endeudado del mundo y, sin embargo, muestra un alto índice de desarrollo y de bienestar social. ¿Cómo lo consigue Japón?

Considerada la tercera economía mundial, Japón es un país desarrollado, con una de las tasas de desempleo más bajas del mundo y un actor político de gran importancia a nivel internacional puesto que forma parte del G7. Es más, si echamos un vistazo al Índice de Desarrollo Humano de Japón, que tiene

en cuenta aspectos como la educación, la esperanza de vida o los ingresos per cápita, vemos que los nipones gozan de una alta calidad de vida.

Sin embargo, si observamos la deuda pública japonesa, creemos que este indicador puede hacer saltar las alarmas. Y es que nos encontramos con una deuda pública que sobrepasa el 250% del PIB. En otras palabras, los japoneses necesitarían más de dos años y medio de su producción total de bienes y servicios para saldar la deuda que el Estado ha contraído con inversores privados.

¿Cómo llegó Japón a convertirse en el país más endeudado del mundo?

A finales de la década de los 80, una burbuja en el sector de la construcción causó estragos en la economía nipona. La economía del país no despegaba, sino que permanecía en un punto muerto. De hecho, a día de hoy, el país sigue estancado.

Por otra parte, la demografía de Japón juega en su contra, pues es el país más envejecido del mundo y tiene una baja tasa de natalidad. Esto significa que las mejoras tecnológicas no son suficientes para compensar la caída de la productividad provocada por una fuerza de trabajo cada vez más reducida y más envejecida.

En cualquier caso, el gobierno de Japón apostó por una receta tradicional para dar un fuerte impulso a su economía. Para ello, recurrió a un colosal incremento del gasto público. Esto significaba un descomunal aumento del endeudamiento público, que ha tenido su mayor crecimiento durante la recesión de 2008 y en 2020 como consecuencia de la crisis económica causada por el COVID-19. Vemos, por tanto, que el crecimiento de la deuda japonesa no es algo que se haya gestado en un corto plazo de tiempo.

¿Qué consecuencias tiene para Japón una deuda tan elevada?

Japón se encuentra atrapado en una verdadera espiral. Ante unos gastos e ingresos descompensados, los Gobiernos nipones recurren de manera continua a la emisión de deuda pública.

Pero, ¿qué peso tiene la deuda en el presupuesto público japonés? ¿Cuál es el coste que deben asumir anualmente los japoneses por mantener el mayor nivel de deuda del mundo?

Esta deuda no se sostiene por sí misma. Todo ello tiene consecuencias en el bolsillo de los ciudadanos japoneses que, a lo largo de los últimos años, han padecido importantes subidas de impuestos directos e indirectos.

¿Por qué Japón no se enfrenta a una crisis de deuda como Grecia?

El alto endeudamiento de Grecia provocó bajadas en sus calificaciones de deuda pública y le llevó a aceptar un rescate con un amplio paquete de recortes, quedando el país heleno al borde del colapso económico. Entonces, si Japón es el país más endeudado del mundo, ¿por qué no se enfrenta a una situación similar a la de Grecia?

Las agencias de calificación consideran a Japón una economía solvente y su deuda siempre ha gozado de una excelente valoración. El país asiático transmite confianza y se ha mostrado como un deudor serio, capaz de hacer frente a sus obligaciones.

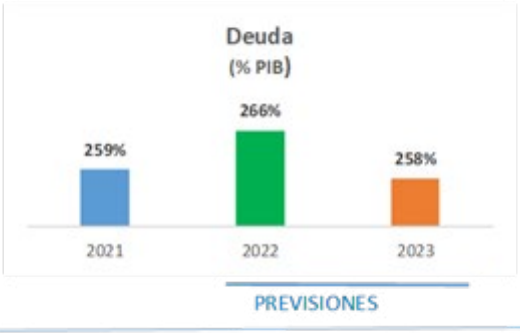
Por otra parte, la mayor parte de la deuda japonesa no se encuentra en manos de inversores extranjeros, sino que los principales tenedores son los propios japoneses, que poseen más del 87% de la deuda. Así, los bonos

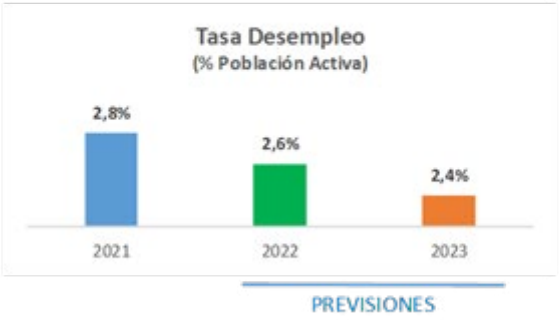
emitidos por el gobierno son adquiridos por empresas y bancos nacionales o por el propio Banco de Japón. Todo ello permite a Japón reestructurar la deuda con más facilidad, les protege frente a suspensiones de pagos y evita que, como sucedió en Grecia, la economía colapse por las presiones de los acreedores extranjeros.

En definitiva, mantener un elevado nivel de deuda pública conlleva subidas de impuestos. Por ello es necesario que se estimule la economía, y que se produzca un crecimiento económico fuerte y sostenido que permita obtener los ingresos necesarios con los que hacer frente a un alto endeudamiento público.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	1,6%	1,7%
Contrib. D. Doméstica	2,0%	1,6%
Contrib. Consumo Privado	1,7%	0,7%
Contrib. Inversión Total	-0,2%	1,0%
Contrib. Consumo Público	0,5%	-0,1%
Contrib. D. Externa	-0,4%	0,1%
Inflación	2,1%	1,5%
Déficit	-7,5%	-5,0%
Deuda/PIB	266,0%	258,0%
Desempleo	2,6%	2,4%
Tipo Cambio (JPY/USD)	145,5	137,3
Tipo Interés	0,0%	0,0%
PMI	50,7	51,3





Elaboración Propia

PAÍSES EMERGENTES

10.

Los países emergentes son aquellos que se encuentran en vías de desarrollo y por consiguiente tienen una fuerte actividad industrial y un rápido desarrollo de su actividad económica. Lo que se traduce en un rápido crecimiento económico.

Al igual que tienen un fuerte crecimiento, pueden perfectamente tener épocas de recesión económica. En estos casos, debido a su volatilidad, también presentan un mayor riesgo de inversión.

Son los mercados con mayor potencial de consumo debido a que concentran una gran parte de la población mundial. A su vez, su economía se encuentra internacionalizada, reciben a empresas del exterior y a su vez exportan gran cantidad de productos y servicios.

Las tasas de crecimiento del PIB son altas y las desaceleraciones económicas son bruscas, suelen depender mucho del dólar debido a que se financian en esta moneda (su moneda local se encuentra muy depreciada y esto perjudica sus importaciones). Sus activos, sobre todo las emisiones de deuda, son más vulnerables. Su moneda no es tan líquida y por ello precisan del dólar.

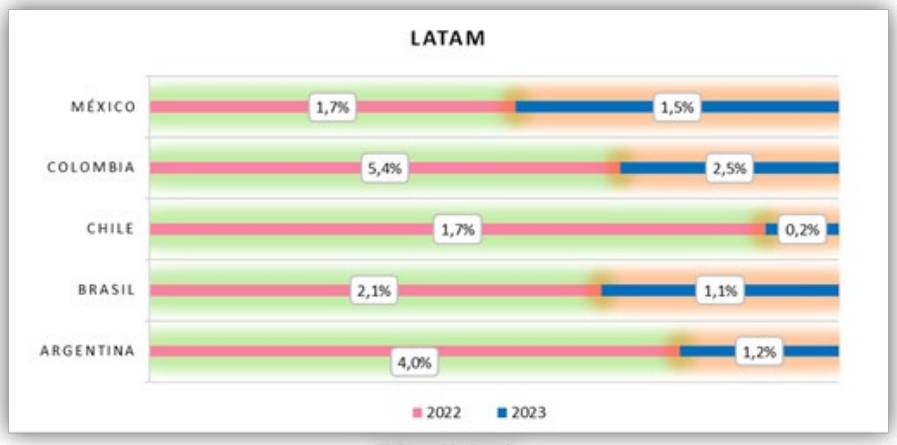
Se prevé que el crecimiento de los mercados emergentes se desacelere, en parte, por los efectos secundarios de la invasión de Rusia a Ucrania, perturbaciones en el comercio, volatilidad de los precios de los productos básicos, mayores costes de los insumos y menor confianza. Estos efectos secundarios intensifican los factores adversos para el crecimiento, como las crecientes presiones inflacionarias, el endurecimiento de la situación financiera, el retiro continuo del apoyo normativo y una reducción de la demanda externa.

La guerra en Ucrania aumentó la probabilidad de riesgos negativos extremos, muchos de los cuales están interconectados. La creciente conmoción geopolítica podría desestabilizar aún más la actividad económica mundial y, en el largo plazo, provocar la fragmentación del comercio global, la inversión y las redes financieras. El aumento de los precios de la energía durante los últimos dos años plantea inquietudes de que la economía mundial esté ingresando en un período de estanflación. El aumento de las presiones de los precios podría requerir una restricción monetaria considerablemente mayor que la que se prevé en la actualidad, lo que provocaría una tensión financiera generalizada. La escasez de alimentos podría empeorar y provocar descontento social, mientras que podrían surgir nuevas variantes de COVID-19 más contagiosas e interrumpir la actividad.

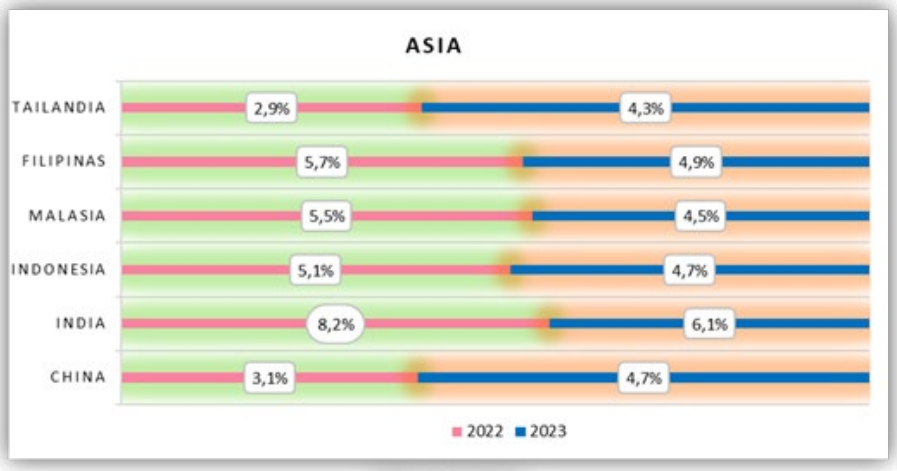
Muchos bancos centrales de los países emergentes encaran el desafío de hacer frente a la alta inflación en un momento en el que la recuperación cíclica de la pandemia es frágil e incompleta. La situación se torna más desalentadora en los países en los que las expectativas inflacionarias tienen menos anclaje y la credibilidad de la política monetaria está menos consolidada. La deuda ya se encontraba en una senda no sostenible para muchos emergentes antes de la guerra en Ucrania, y es probable que la sostenibilidad fiscal se erosione aún más a causa de las perspectivas de crecimiento más débiles y los costes más elevados de los empréstitos.

Generar resiliencia a la volatilidad de los precios de los alimentos resulta fundamental, ya que la guerra en Ucrania ha agravado la inseguridad alimentaria en muchos emergentes. Las perturbaciones en los mercados de productos básicos provocadas por la guerra en Ucrania probablemente tendrán fuertes impactos económicos

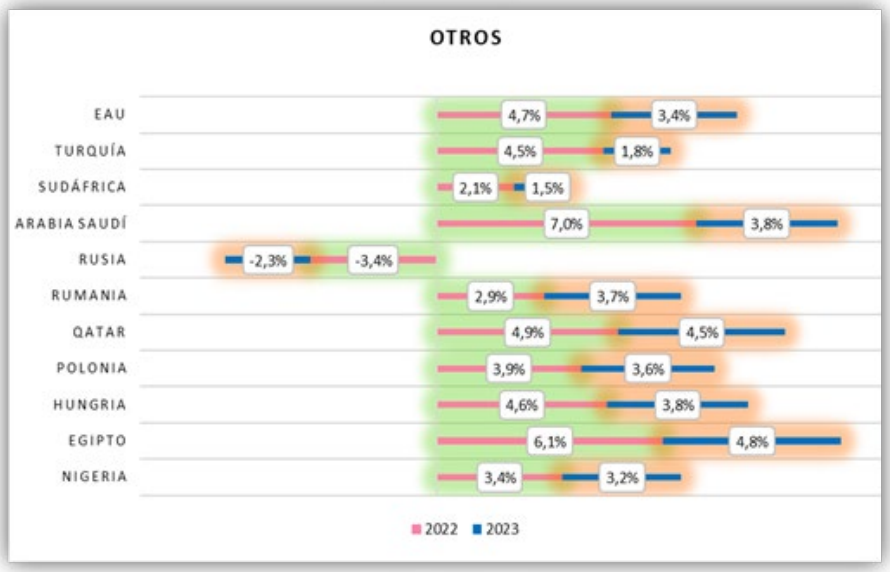
en las economías de mercados emergentes. Las cuentas corrientes, y a través de ellas los ingresos de los sectores público y privado, se están viendo afectadas por el aumento vertiginoso de los precios de los productos básicos, en beneficio de los exportadores netos de productos básicos y en detrimento de los importadores netos. Además, las cantidades disponibles de ciertos productos también están bajo presión. Los productos agrícolas son especialmente preocupantes a este respecto, ya que Rusia y Ucrania son dos de los principales proveedores de cereales y fertilizantes.



Elaboración Propia



Elaboración Propia



Elaboración Propia

CHINA

11.

China va camino de su expansión económica más lenta en 40 años, excluyendo el 2020, cuando la economía mundial se vio sacudida por la pandemia.

La desaceleración de la economía china parece inevitable. La política COVID cero, en un entorno de circulación de cepas más contagiosas y de menores ratios de vacunación entre la población mayor, se ha materializado. Se ha confirmado la ralentización de la actividad económica, con los confinamientos de ciudades como Jilin o Shenzhen, importantes centros industriales y logísticos del país. Debido a su dimensión y consecuencias para las cadenas de valor regionales, el confinamiento de Shanghái iniciado a finales de marzo de 2022, así como las fuertes restricciones de tráfico en carreteras, han sido una realidad, lo que se pone de manifiesto en la debilidad actual de la demanda interna.

A diferencia del confinamiento de 2020 tras el brote de Wuhan, en esta ocasión la economía china no contará con el impulso de la demanda externa, y el apoyo de la política fiscal y monetaria será más moderado.

A China se le acumulan varias crisis que golpean desde distintos frentes, la ruina de la política de COVID cero, el derrumbe del mercado inmobiliario, las crisis energéticas o los niveles récords que está alcanzando el desempleo juvenil. Estos desafíos siguen a la guerra arancelaria con EE.UU. y las cada vez mayores restricciones en el acceso a la tecnología occidental. Y de fondo preocupa el envejecimiento de la población y el hundimiento de la tasa de natalidad.

El superávit comercial siga aumentando en China, que en este momento se está apoyando mucho en su sector exterior, pero también en las inversiones con todos los planes fiscales del Gobierno. Pero hay que tener cuidado porque el país, a medida que se va desarrollando, no se puede meter en inversiones en todos los sectores porque esto puede desembocar ne un exceso de capacidad, con inversiones que luego dan rendimientos cada vez menores, lo que se traduce en problemas para los bancos.

El sector inmobiliario ha sido uno de los principales motores del crecimiento de China en las últimas décadas. El peso relativo del sector en el PIB chino es del 25% y su cuota ha ido aumentando desde la privatización del sector en los 90 a lo largo de los años. Los Gobiernos locales, que tenían dificultades para cumplir sus objetivos de crecimiento, estaban dispuestos a ofrecer al sector inmobiliario incentivos financieros para construir con el fin de registrar cifras de crecimiento favorables. Esto ha llevado gradualmente a un exceso de oferta en el mercado inmobiliario.

Los promotores inmobiliarios han utilizado estos fondos para adquirir nuevos terrenos que utilizarían como garantía para obtener nuevos préstamos de los bancos para iniciar los proyectos, a continuación, los promotores inmobiliarios recibirían nuevos anticipos, tras lo cual el proceso que acabamos de describir vuelve a empezar. Este sistema cada vez tenía más características de un “esquema Ponzi” o estafa piramidal, ya que solo una parte de los pagos iniciales se utilizaba realmente para la construcción del edificio.

Sin embargo, igual o más importante es el funcionamiento del sistema de preventa. Los compradores de viviendas pagan una cantidad por adelantado (que suele rondar el 30% del valor de la vivienda) antes de que se construya. Así, tanto las autoridades locales como los bancos tienen que controlar el uso de estos fondos por parte de los promotores inmobiliarios y solo después de que se cumplan ciertos hitos pueden acceder a ellos. Sin embargo, en la práctica ocurre que los bancos dan acceso a estos fondos mucho antes de que se alcancen estos objetivos.

Y, para colmo, si el sector inmobiliario no remonta, un tercio de las acerías chinas podrían declararse en quiebra. Se calcula que un tercio de la demanda nacional de acero procede del sector inmobiliario de China.

Si bien el crecimiento económico se ha minimizado por ahora, no podemos concluir que no sea importante. El canal de crédito para apoyar el crecimiento seguirá siendo relevante. Los bancos actualmente forman 5 de las 10 entidades cotizadas más rentables en China. Junto con el rápido crecimiento de las ganancias impulsado por la política monetaria expansiva y el desafiante entorno económico, se les pedirá a los bancos que asuman más responsabilidades para respaldar el crecimiento a costa de la rentabilidad.

La solidez y la estabilidad del sistema financiero seguirán presionando las perspectivas de la economía china a medio plazo. La crisis en el sector inmobiliario, cuya recuperación tibia se ha visto interrumpida por la última serie de confinamientos, seguirá siendo una de las preocupaciones para el Ejecutivo chino, que ya ha anunciado medidas para evitar la propagación de una crisis en el sector al sistema financiero.

El Banco Popular de China ha recortado la ratio de requerimiento de reservas en 25 p. b. hasta el 11,25%, y ha anunciado un fondo de estabilidad para rescatar instituciones financieras en dificultad. Sin embargo, a pesar de que la inflación se mantendrá previsiblemente contenida a lo largo del año, el cierre del diferencial de tipos de interés soberanos con EE.UU. limitará el grado de actuación disponible para la política monetaria. De igual modo, la política fiscal deberá mantenerse moderadamente expansionista, en un entorno de deuda pública en niveles históricamente elevados y de menores ingresos por ventas de terrenos para Gobiernos locales.

Por otro lado, queda todavía por materializarse el impacto de los recientes anuncios por parte de las autoridades chinas con respecto al cambio de rumbo en las políticas regulatorias de las plataformas digitales. Como factor de riesgo, aunque de momento limitado, hay que mencionar el posible impacto de las sanciones accesorias a China por parte de las economías occidentales, en caso de que el conflicto entre Rusia y Ucrania se enquiste y genere mayores tensiones diplomáticas entre bloques.

Los datos respaldan el mensaje de una economía a dos velocidades, a raíz del efecto desigual de la política COVID cero en la economía. Por un lado, el sector manufacturero sigue avanzando a buen ritmo, todavía empujado por el acumulado de pedidos y la demanda externa. Por otro lado, el sector de servicios y el consumo minorista se enfrentan a fuertes vientos en contra, afectados por los constantes cierres y por la precaución de los consumidores, llevando a más ahorro y menor consumo presencial.

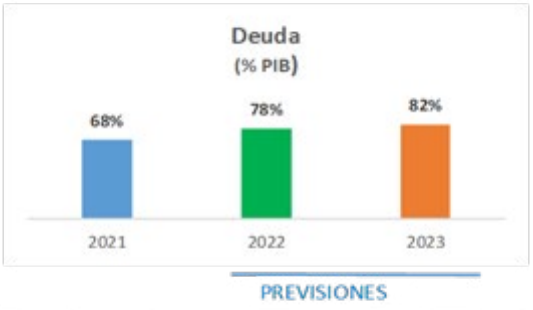
La reciente prohibición de venta de chips o productos utilizados en su producción con tecnología americana a China podrían frenar algunos de los sectores más dinámicos de la economía. Del lado de la política monetaria, la capacidad de estímulo del Banco Central de China, a pesar de la baja inflación, se verá limitada por la depreciación del yuan chino. El apoyo de la política fiscal será así clave para mantener encendido el principal motor de la economía global en los próximos trimestres.

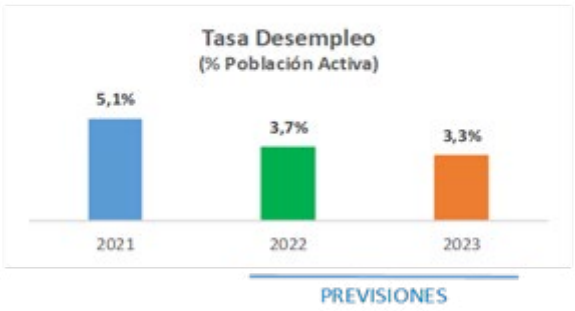
Agotadas algunas de las principales fuentes de crecimiento en las últimas dos décadas, como las exportaciones o la inversión en el sector inmobiliario, China parece estar entrando en una nueva era, más cerrada sobre sí misma, girada hacia la sustitución de importaciones, la autosuficiencia y el desarrollo del mercado interno. La gran incógnita será cómo esta nueva era de proteccionismo chino se trasladará a la política externa.

La economía china crecerá un 4,7% en 2023, donde las políticas monetarias y fiscales seguirán siendo laxas, en un entorno de inflación de un 2,5%.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	3,1%	4,7%
Contrib. D. Doméstica	2,1%	5,1%
Contrib. Consumo Privado	0,2%	2,8%
Contrib. Inversión Total	1,4%	1,8%
Contrib. Consumo Público	0,5%	0,5%
Contrib. D. Externa	1,0%	-0,4%
Inflación	2,3%	2,5%
Déficit	-9,0%	-7,8%
Deuda/PIB	77,8%	81,8%
Desempleo	3,7%	3,3%
Tipo Cambio (RMB/USD)	7,1	6,6
Tipo Interés	4,4%	4,4%
PMI	49,2	50,9





Elaboración Propia

INDIA

12.

La ambición de India de mantener su crecimiento relativamente alto depende de un factor importante: las infraestructuras. Sin embargo, el país adolece de una infraestructura débil, incapaz de satisfacer las necesidades de una economía y una población en crecimiento. Se prevé que el PIB de la India crezca el 6,1% en 2023, uno de los más rápidos de las grandes economías en crecimiento. El Gobierno también pretende impulsar significativamente el sector manufacturero para que contribuya a un máximo histórico de alrededor del 25% del PIB en 2025, desde el 16% actual.

India se esfuerza por mejorar su competitividad en el sector manufacturero en un momento en el que China, la potencia manufacturera, está cambiando hacia un crecimiento basado en el consumo. China se enfrenta ahora al riesgo de un exceso de capacidad en segmentos como el portuario y el energético. Para la India, en cambio, su camino hacia un mayor crecimiento sostenible y un sector manufacturero competitivo pasa por unas infraestructuras nacionales sólidas y fiables, especialmente en energía y transporte.

Los últimos presupuestos para el año fiscal 2022-2023, fuertemente expansivos, han centrado su aumento en el gasto una vez más en los proyectos de infraestructuras, destacando fundamentalmente las de transporte ferroviario, carreteras y aéreo. Dada la gran inversión requerida y la necesidad de atraer experiencia y el know how de empresas internacionales del sector, el Gobierno de India está realizando esfuerzos para incrementar progresivamente la participación de empresas privadas en estos proyectos, fomentando los modelos PPP. También destacan las oportunidades en el sector de energías renovables.

India es el cuarto país del mundo en capacidad instalada y quinto en ritmo de instalaciones anuales. Se trata de un sector maduro pero dinámico y en plena transformación y modernización. La apuesta de India por las energías renovables es clara y decidida, con el objetivo de alcanzar 500 GW de capacidad instalada en 2030.

A pesar de las importantes inversiones en infraestructuras de la India (alrededor del 35% del PIB), el Gobierno estima que necesita 1,5 billones de dólares en inversiones en infraestructuras durante la próxima década. Pero incluso esto probablemente solo ayudaría a cubrir el déficit de infraestructuras en lugar de crear espacio para el crecimiento futuro. En el caso de la India, unas inversiones en infraestructuras equivalentes al 1% del PIB se traducirán en un crecimiento del PIB de al menos el 2%, ya que las infraestructuras tienen un efecto multiplicador en el crecimiento económico de todos los sectores.

La producción de India registró un crecimiento del 20,1% anual, recuperando más del 90% de la producción anterior a la pandemia del primer trimestre del año fiscal 2020. El valor añadido bruto (VAB) real de la India también registró un aumento del 18,8% interanual en el primer trimestre del año fiscal 2022, lo que supone una recuperación de más del 92% de su nivel correspondiente antes de la pandemia (en el primer trimestre del año fiscal 2020). Además, en el año fiscal 2022, India registró un superávit por cuenta corriente del 0,9% del PIB. El crecimiento de la recuperación económica se debe a los continuos esfuerzos del Gobierno por acelerar la cobertura de vacunación entre los ciudadanos. Esto también proporcionó una perspectiva optimista para seguir reactivando las actividades industriales.

Los consumidores, después de una larga pausa, han comenzado a salir con confianza y a gastar: el gasto en consumo privado ha aumentado significativamente. La inversión también siguió el ritmo de la demanda, aunque las incertidumbres en torno a la oferta y los precios impiden que las empresas se comprometan con grandes gastos de capital. Sin embargo, ayudada por un fuerte repunte en los impulsores de la demanda, la economía india creció un 13,5% en el primer trimestre del año fiscal 2022-23.

Por el lado de la producción, el sector de servicios intensivos en contacto también experimentó un fuerte repunte, gracias a la mejora de la confianza del consumidor. La agricultura, el único sector que tuvo un buen desempeño constante durante la pandemia, se mantuvo boyante. El crecimiento industrial se vio impulsado por el crecimiento acelerado en los sectores de construcción y electricidad, gas, suministro de agua y otros servicios públicos.

Un sector que aún no ha despegado de forma sostenible es el manufacturero, que experimentó un modesto crecimiento. Los mayores costes de los insumos, las interrupciones del suministro y la escasez de mano de obra debido a la migración inversa han pesado en el crecimiento del sector. El aumento de los costes de las materias primas ha estresado la rentabilidad y los márgenes de las empresas.

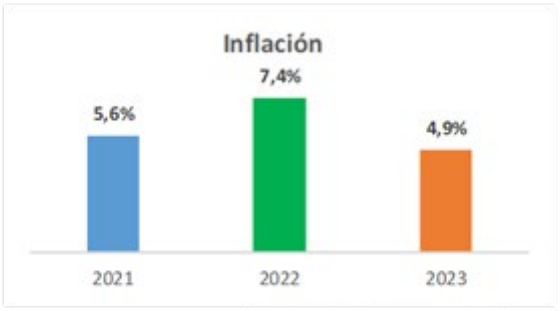
Los datos de alta frecuencia proporcionan una señal mixta sobre los impulsores del crecimiento en el futuro cercano. Las exportaciones, el primer motor del crecimiento, se están desacelerando y es probable que se moderen junto con la probable desaceleración económica mundial. El gasto público, el segundo impulsor, ya se encuentra en un nivel elevado, gracias a la pandemia, y es probable que el Gobierno se centre en su prudencia en la utilización de recursos limitados. La buena noticia es que la proporción de los gastos de capital está aumentando incluso cuando el gobierno está reduciendo los gastos de ingresos. Los efectos multiplicadores de este gasto ayudarán al crecimiento de los ingresos, los activos y el empleo en los próximos años. Los fuertes ingresos fiscales pueden respaldar un mayor gasto de capital en el futuro.

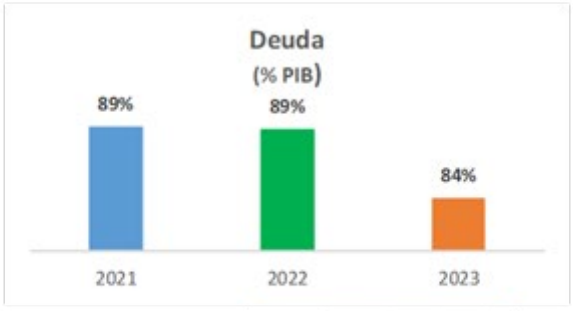
Las perspectivas de las inversiones de capital, el tercer motor de crecimiento, por parte de las empresas son más halagüeñas. El crecimiento sostenido de la demanda puede ser la señal más esperada para un impulso sostenido de la inversión.

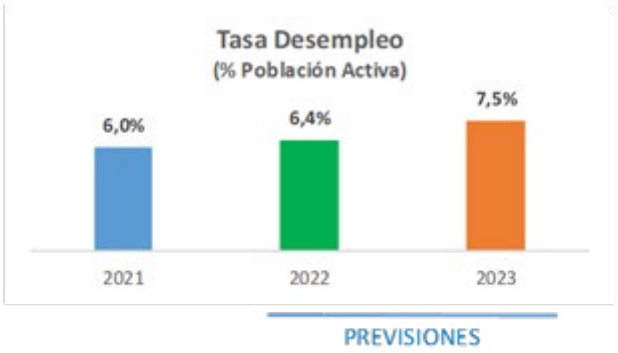
La demanda de los consumidores, el cuarto motor de crecimiento, y quizás el más importante, ha mejorado significativamente en los últimos trimestres. Sin embargo, el gasto no se ha vuelto sostenible a pesar de mejorar la confianza del consumidor. Por ejemplo, las ventas minoristas están creciendo, pero el ritmo es irregular y los registros de automóviles se han mantenido en silencio. Se espera que el retroceso de los temores pandémicos y la próxima temporada festiva puedan dar un impulso muy necesario al sector del consumo.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	8,2%	6,1%
Inflación	7,4%	4,9%
Déficit	-6,7%	-6,4%
Deuda/PIB	89,2%	84,0%
Desempleo	6,4%	7,5%
Tipo Interés	5,9%	6,3%
Tipo de Cambio (INR/USD)	82,0	86,3
PMI	55,30	52,50







Elaboración Propia

BRASIL

13.

Brasil acaba de dar un vuelco a su situación política, donde Lula ha conseguido alzarse con la victoria en las elecciones de octubre de 2022, en lo que será su tercer mandato al frente del Gobierno brasileño.

Doce años después volverá a tomar las riendas del gigante económico y demográfico de América del Sur. La victoria, ajustada, supone además una victoria para la izquierda, que dibuja aún más de rojo el mapa de una región dominada por los Gobiernos progresistas. Lula da Silva ha ganado las elecciones por un estrecho margen de diferencia. El candidato del Partido de los Trabajadores se ha llevado el 50,9% de los votos mientras que su rival, Jair Bolsonaro del Partido Liberal, registraba el 49,1% de los votos validados. Apenas un punto de diferencia (2 millones de votos) que dejan un país dividido.

Estos son los retos económicos para el nuevo gobierno de Brasil:

La administración de Lula deberá afrontar desafíos en diversas áreas, desde la actividad económica hasta los salarios y cuentas públicas. El presidente de Brasil a partir del 1° de enero de 2023 dirigirá un país con una economía que se ha recuperado de la crisis del covid-19, pero con una serie de retos que deberían dificultar su Gobierno.

Por el lado de la actividad, la principal duda es si Brasil podrá mantener el rápido ritmo de recuperación de los últimos meses ante un escenario global más incierto y adverso.

El aumento de las tasas de interés en todo el mundo, y principalmente en Estados Unidos, tiende a provocar una desaceleración global e incluso amenaza con causar una recesión en la mayor economía del mundo.

China, que es el principal destino de las exportaciones brasileñas, también está experimentando dificultades. Los cierres adoptados por Pekín para contener los brotes por el COVID-19 y la caída de los resultados del sector inmobiliario deberían reducir el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) del gigante asiático a uno de los niveles más bajos de las últimas décadas.

Este menor crecimiento de China es malo para las materias primas porque hace bajar el precio. Eso significa un tipo de cambio más apreciado en Brasil. El real, en este sentido, tiene un factor más para mantenerse en un nivel superior.

Estas cuestiones del escenario internacional ponen en jaque la reciente mejora de la economía brasileña. No obstante, los datos más recientes muestran que **la actividad económica** sigue creciendo con fuerza. El aumento se debe principalmente a la reactivación del sector de los servicios, que representa alrededor del 70% del PIB, y al aumento del consumo de los hogares.

Los servicios se ven beneficiados por el regreso de las actividades presenciales, antes reprimidas por las restricciones para intentar contener el avance del COVID-19, como los restaurantes, bares, hoteles, viajes en avión y el comercio ambulante, entre otros. Según el IBC-Br, el Índice de Actividad Económica del Banco Central, la economía creció un 1,17% en julio. En la comparación anual, el aumento fue del 3,87%.

Después de dos años de malas noticias, con la pandemia, el choque de la oferta, el desajuste de la demanda, en los últimos tres meses hemos tenido datos mucho más positivos, de inflación, de crecimiento y en el aspecto fiscal. Y parece que no es sólo una tendencia a corto plazo.

Sin embargo, este impulso debería perder fuerza a finales de año o en 2023, precisamente por el escenario internacional y también por las elevadas tasas de interés en Brasil, que afectan principalmente a los sectores que dependen del crédito, como la construcción y el consumo de bienes duraderos, que van desde los automóviles a los electrodomésticos.

La previsión es que el Banco Central no empiece a reducir las **tasas Selic,** que actualmente está en el 13,75% anual, hasta mediados de 2023, y los efectos de los tipos de interés altos deberían notarse a lo largo del próximo año. Así, se proyecta una expansión del PIB de solo el 1,1% en 2023. El Banco Central de Brasil prevé reducción de tasa referencial a partir de junio de 2023.

Las cuentas públicas

Ante un escenario de desaceleración económica, la expectativa de los economistas es que el próximo Gobierno no cuente con un escenario favorable para las cuentas públicas como el que hubo en 2022.

La subida de los precios y la expansión de la economía han hecho que la recaudación de impuestos bata récords en los últimos meses, mejorando el equilibrio con el gasto público. De enero a agosto, el sector público consolidado acumuló un superávit primario del 1,89% del PIB.

La mejora de las cuentas públicas favoreció la trayectoria de la deuda pública bruta de Brasil, que pasó del equivalente al 89% del PIB en octubre de 2021 al 77,5% en agosto. Además, se espera que el próximo Gobierno reajuste los salarios de los funcionarios públicos, que llevan cuatro años congelados y han sufrido pérdidas con la inflación. También es posible que el Gobierno prorrogue la exención de impuestos en los combustibles el año que viene. Las disputas legales con los estados y el aumento de los gastos son otra fuente de presión sobre el gasto.

Tan grave como estos nuevos gastos es que el Gobierno sobreestima la capacidad de recaudación del próximo año. Como el país viene de dos años de recaudación fiscal muy fuerte, parte de esta euforia se está extrapolando a 2023, cuando sabemos que será un año de crecimiento débil.

Lula y Bolsonaro también prometieron revisar **la regla del techo de gasto**, que limita el crecimiento del gasto público a la inflación del año anterior, para acomodar los gastos extra, pero las propuestas sobre cuál debería ser el nuevo marco fiscal aún no están claras. Es necesario revisar las normas fiscales, pero la incertidumbre sobre la estabilidad de las cuentas públicas en el futuro preocupa al mercado financiero.

Si por un lado la desaceleración de la economía es un reto, por otro **la inflación** debería dar una tregua en el primer año del nuevo Gobierno (2023). El aumento de precios ha sido el principal dolor de cabeza en los dos últimos años del Gobierno de Bolsonaro.

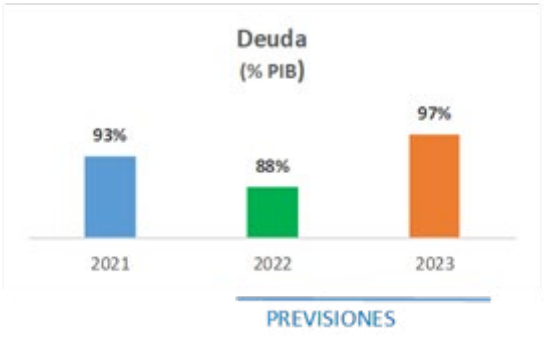
Tras alcanzar un máximo del 12,13% en abril de 2022, cerrará el año en torno al 9%. Para 2023, se espera una inflación del 5,9%, es decir, más controlada, pero aún por encima del techo objetivo del Banco Central (4,75%).

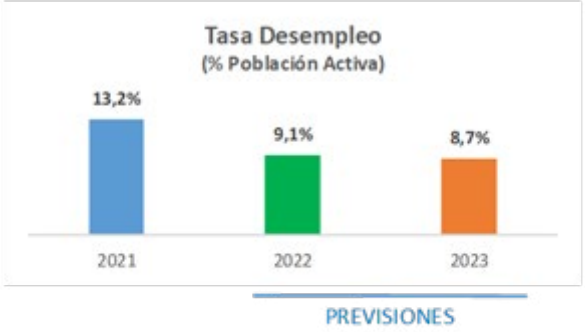
La reducción tiene que ver con los recortes fiscales promovidos por el Gobierno en materia de combustibles, electricidad y telecomunicaciones, pero también han contribuido otros factores.

El Banco Central tiene una seria preocupación con el aumento del gasto de forma permanente y la incertidumbre sobre su trayectoria a partir de 2023 que podrían elevar las primas de riesgo del país y las expectativas de inflación al presionar sobre la demanda agregada y empeorar las expectativas sobre la trayectoria fiscal. Hay varios canales a través de los cuales la política fiscal puede afectar la inflación, entre ellos su efecto sobre la actividad, los precios de los activos, el grado de incertidumbre en la economía y las expectativas de inflación.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	2,1%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	2,2%	1,2%
Contrib. Consumo Privado	2,1%	0,8%
Contrib. Inversión Total	-0,1%	0,1%
Contrib. Consumo Público	0,2%	0,3%
Contrib. D. Externa	-0,1%	-0,1%
Inflación	9,0%	5,9%
Déficit	-4,9%	-6,8%
Deuda/PIB	88,2%	96,5%
Desempleo	9,1%	8,7%
Tipo Cambio (BRL/USD)	5,3	5,2
Tipo Interés	13,8%	11,0%
PMI	50,8	54,0





Elaboración Propia

RUSIA

14.

Rusia comenzaba la invasión de Ucrania en febrero de 2022. Ante este escenario y lo que se está prolongando la guerra, parecía que la economía rusa se iba a resentir, y mucho, con el conflicto, además acrecentado con las sanciones impuestas por el entorno internacional.

Rusia resiste mucho mejor de lo esperado y la contracción de la economía es menos severa de lo anticipado. Esto es reflejo de la resiliencia de las exportaciones de petróleo y la demanda interna.

La economía rusa se contraerá en 2022 un -3,4%, y un -2,3% en 2023.

Si bien la economía rusa ha entrado en recesión técnica, al acumular dos trimestres consecutivos con crecimiento negativo de su PIB (segundo y tercer trimestre de 2022), está capeando las sanciones occidentales con mucha más audacia y destreza de lo esperado. Es cierto que el Banco Central y el Gobierno llevaba años acumulando reservas de oro y divisas para sobrevivir a un escenario como este, pero también lo es que la economía rusa está resistiendo mejor de lo esperado, con la ayuda inestimable de la subida de precios de las materias primas, que han disparado sus ingresos por exportaciones y han generado un superávit por cuenta corriente histórico para la economía rusa.

Cuando se impusieron las primeras sanciones, el rublo se desplomó con violencia. Los analistas y los Gobiernos occidentales pronosticaron el apocalipsis para la economía rusa, con una inflación desbordada (la depreciación del rublo sostenía, en parte, esa argumentación). Sin embargo, hoy la inflación rusa es del 13,7% (es cierto que es muy alta), no tan lejos del 10% de la eurozona e incluso por debajo de los países bálticos, que pese a estar en el euro presentan una inflación del 20%.

La rápida intervención del Banco de Rusia, con drásticas subidas de tipos de interés y controles de capital, al comienzo de la guerra en Ucrania, la búsqueda de nuevos clientes (China e India, sobre todo) para colocar un petróleo mucho más caro, junto a una economía que se había pertrechado durante años para resistir a un escenario de aislamiento occidental, están permitiendo a Rusia mantener el tipo. Mientras tanto, la economía de Ucrania (devastada por la guerra) se hundirá un 35% en 2022.

La economía de Rusia sufrió un golpe intenso al comienzo de la guerra, pero poco después comenzó a renacer a medida que los ingresos por exportaciones aumentaban, el rublo recuperaba todo el terreno perdido contra el dólar y la economía se adaptaba a la nueva normalidad bajo las sanciones. La demanda interna rusa está mostrando cierta estabilidad, gracias a la contención del efecto de las sanciones en el apoyo de la política del sector financiero nacional y un mercado laboral resistente.

Contra todo pronóstico, la tasa de paro en Rusia ha caído hasta el 3,8%, cuando en enero de 2022 (antes de la guerra y las sanciones), el desempleo se encontraba en el 4,4%. Algunos sectores como la minería o el energético estaban creciendo con fuerza, lo que podría explicar esta tendencia.

Por el lado de los precios, la inflación será de algo más del 13% en Rusia en 2022, mientras que caerá al 6% en 2023.

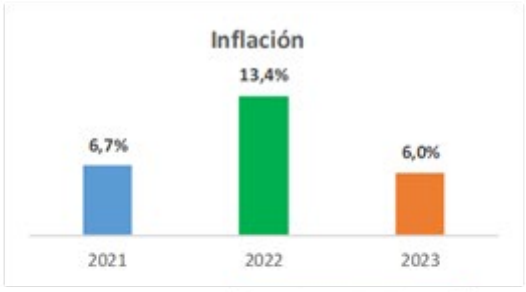
La contracción de la economía de Rusia es menos severa de lo previsto, lo que refleja la resiliencia en las exportaciones de petróleo crudo y en la demanda interna con un mayor apoyo de la política fiscal y monetaria y una restauración de la confianza en el sistema financiero.

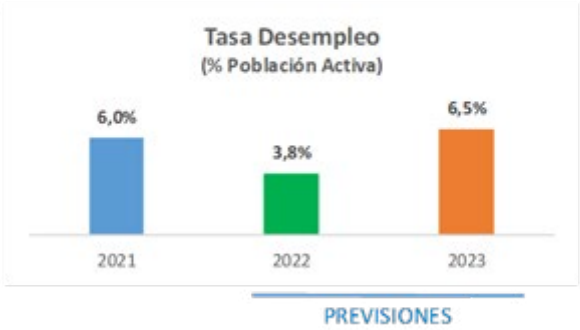
Un buen resumen de todo lo anterior es el comportamiento del cruce entre el rublo y el euro. La teoría y la lógica dirían que la divisa de país inmerso en una guerra y bajo las sanciones del todopoderoso Occidente debería estar sufriendo una debacle. Pues la realidad es que el rublo ruso sube más de un 30% contra el euro en lo que va de año.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	-3,4%	-2,3%
Inflación	13,4%	6,0%
Déficit	-4,5%	-3,2%
Deuda/PIB	18,2%	23,0%
Desempleo	3,8%	6,5%
Tipo Interés	7,5%	6,0%
Tipo de Cambio (RUB/USD)	59,0	56,5
PMI	50,70	50,10

La otra cara de la moneda es la política. La guerra del presidente Vladimir Putin en Ucrania ha desatado un nacionalismo muy arraigado y un sentimiento antioccidental, alentado por la implacable propaganda estatal. El riesgo de que se produzcan más agresiones internacionales, y un mayor aislamiento, seguirá latente.





Elaboración Propia

SUDÁFRICA

15.

Sudáfrica es un país de renta media, cuya economía, si bien no es la mayor del continente africano, sí es la más desarrollada e industrializada. Esta preponderancia se intensifica en la zona subsahariana. Sudáfrica mantiene un claro liderazgo en política exterior y en los procesos integración económica regional: SACU (Southern Africa Customs Union), SADC (Southern Africa Development Community) y CMA (Common Monetary Area). Además, Sudáfrica es el primer inversor en esta región y las empresas sudafricanas están muy afianzadas en todos los países vecinos. En particular, destaca su peso en los sectores de la distribución comercial y de servicios financieros como también en construcción, minería y telecomunicaciones. La economía sudafricana muestra a nivel agregado la estructura propia de un país desarrollado, con un dominio claro del sector servicios y una importancia mínima del sector primario.

Dentro del sector primario, destaca la minería que supone un 4,79% de la economía sudafricana. Destacan las grandes explotaciones de carbón y de piedras preciosas del país. La gran riqueza mineral de Sudáfrica constituyó la base sobre la que se inició el desarrollo económico en sus orígenes. Sin embargo, la minería está en retroceso como consecuencia del desarrollo de otros sectores, el agotamiento de algunas explotaciones y la conflictividad laboral e incertidumbre regulatoria. La agricultura, la ganadería y la pesca aportan el 3,09% del PIB, pero emplean aproximadamente un 10% de la mano de obra del país.

En el sector secundario, la industria supone un 11,6% de la economía, mientras que la construcción no llega al 3%. El restante 2,3%, lo aporta la producción de electricidad, agua y gas. Dentro de la industria, destaca la automoción, química y petroquímica. El sector siderúrgico está viéndose negativamente afectado por el progresivo aumento en el precio de la electricidad.

En el sector terciario, destaca el sector financiero y de servicios a empresas que representa más del 23% del PIB del país. Le siguen en importancia el sector comercial y hostelero (alrededor del 11%) cuyas grandes compañías de distribución están también sólidamente establecidas en los países vecinos, y los servicios públicos (8,3%).

La economía sudafricana es una economía abierta. Su principal socio comercial es la UE, seguido de China, Estados Unidos, India y Japón. Sudáfrica tiene una tasa de cobertura comercial del 123,6%. El país ya venía sufriendo una crisis económica desde el 2015 causada principalmente por los lastres en productividad: ineficiencia en las empresas, problemas de suministro eléctrico que afectan gravemente a la productividad de las empresas, una mano de obra no cualificada, corrupción y una excesiva carga burocrática.

El deterioro progresivo en las cuentas públicas observado en los últimos años se acentuó con el impacto económico de la pandemia y del confinamiento.

El crecimiento económico del país será de un 2,1% en 2022 y un 1,5% en 2023.

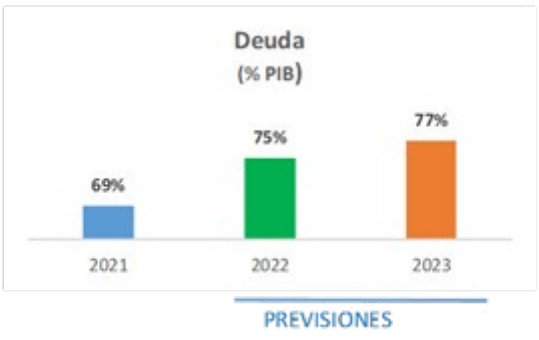
En abril de 2022, Moody's confirmó la rebaja en la calificación crediticia de Sudáfrica a Ba2. En junio de 2022 la **deuda pública** aumentó en un 2,1% en comparación con el último cuarto, alcanzando un 70,1% del PIB. Se prevé que esta cifra alcance el 74,7% para finales de 2022 y el 76,8% para 2023. Solo un 30% del total de la deuda pública está en manos de inversores extranjeros y la deuda externa total del país se mantiene en torno al 50-52%.

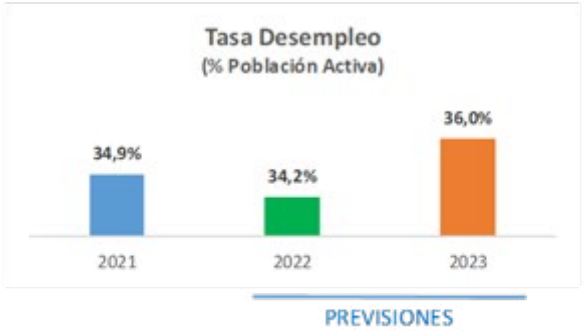
El **IPC** muestra la reactivación de la demanda, llegando alcanzar el 7,9% en agosto de 2022 debido a fuertes tendencias inflacionistas. Se espera termine 2022 en un 7,5%, para desacelerarse en 2023 hasta un 5,3%.

En septiembre de 2022, el tipo interés creció ya 0,75 puntos, alcanzando el 6,25%, como medio para frenar la inflación y proteger la divisa.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	2,1%	1,5%
Inflación	7,5%	5,3%
Déficit	-5,5%	-4,1%
Deuda/PIB	74,7%	76,8%
Desempleo	34,2%	36,0%
Tipo Interés	7,0%	7,5%
Tipo de Cambio (ZAR/USD)	17,8	20,8
PMI	50,00	54,00





Elaboración Propia

TURQUÍA

16.

La evolución de la economía turca ha estado muy influida por la aplicación de un marco de política económica que tiene por objetivo facilitar el ajuste de su posición exterior a través de un tipo de cambio más débil. Turquía también se ha visto afectada por la invasión de Ucrania por parte de la Federación Rusa, debido a las exposiciones a esos países y su fuerte dependencia energética. Una política monetaria extraordinariamente laxa ha apoyado el mantenimiento de un fuerte dinamismo de la economía, pero también ha exacerbado algunos de sus principales desequilibrios preexistentes, lo que ha dado lugar a una fuerte depreciación del tipo de cambio y a una tasa de inflación muy alta.

Todo ello en un contexto de cuantiosas necesidades de financiación exterior, elevado endeudamiento en moneda extranjera de las empresas no financieras y cada vez más del sector público, unas reservas internacionales de divisas reducidas y una alta dolarización de los depósitos bancarios, que se ha tratado de revertir con la introducción de una estrategia que busca aumentar el peso de la lira turca en la economía.

Aunque Turquía no se ha sumado a las sanciones impuestas a Rusia por otros países, es probable que los flujos comerciales tanto entre Turquía y Rusia como entre Turquía y Ucrania sufran disrupciones, a lo que habrá que sumar otros efectos negativos indirectos, como un mayor encarecimiento de las materias primas en general y de la energía en particular (Turquía registra un elevado déficit comercial energético), una menor demanda global, una caída en la confianza de los agentes económicos y unas condiciones financieras más restrictivas.

Las exportaciones de turismo se incrementaron de forma notable, beneficiadas por la mejora de la competitividad, dada la depreciación de la lira, y por el levantamiento global de las restricciones a la movilidad. Las exportaciones de bienes también aumentaron por la mejora de precios en relación con sus competidores y por la mayor demanda global, en particular de los países más próximos de la UE que, ante el aumento de los costes de transporte y de los plazos de entrega, y las interrupciones en las cadenas de suministro global, cambiaron el origen de parte de sus importaciones a países más cercanos y con acceso preferente, como Turquía.

La evolución de las finanzas públicas está sujeta a numerosas presiones, como el aumento del 30% de los salarios públicos desde enero de 2022, la reducción de algunos impuestos, como el IVA sobre alimentos básicos, o los subsidios a la factura eléctrica para hacer frente al fuerte aumento de precios, y el coste de la financiación de las medidas para aumentar el peso de la lira (los depósitos protegidos de variaciones cambiarias son pasivos contingentes para el sector público, que asume el riesgo de tipo de cambio).

En cuanto a política monetaria, el Banco Central continúa la senda de relajación monetaria, en virtud de la cual ha rebajado tipos hasta el 10,5% en septiembre de 2022 (es la tercera rebaja) aún con una inflación del 83%.

La institución sostiene que la inflación está impulsada principalmente por los efectos retardados e indirectos del alza de los costes de la energía por acontecimientos geopolíticos y efectos en la formación de precios que

no están respaldadas por los fundamentos económicos, incluyendo las fuertes perturbaciones negativas de oferta derivadas del encarecimiento mundial de la energía, los alimentos y las materias primas agrícolas.

De este modo, el Comité espera que el proceso de desinflación comience gracias a las medidas adoptadas para fortalecer la estabilidad financiera y de los precios junto con la resolución del conflicto en Ucrania.

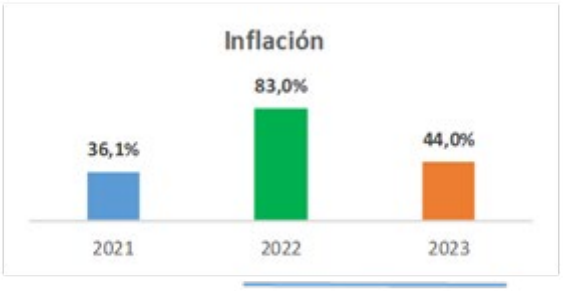
Como vemos, Turquía insiste a navegar a contracorriente del resto de bancos centrales, como la Fed, el BCE o el BoE. Asumiendo los efectos debilitantes de los riesgos geopolíticos en la actividad económica mundial, y que el auge en la inflación puede durar más de lo anticipado por el incremento del precio de la energía, desequilibrios entre oferta y demanda y rigidez en los mercados laborales, ¿por qué Turquía toma la dirección opuesta?

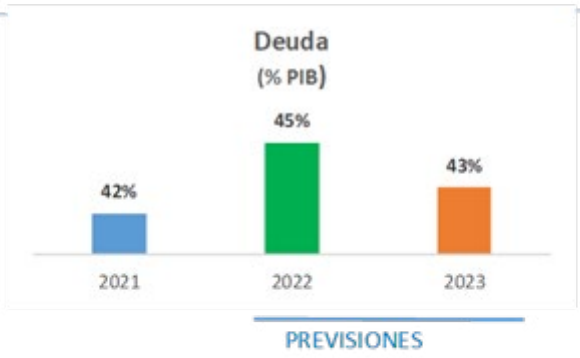
El gobernador del Banco Central Turco, Kavcioglu, ha destacado los buenos resultados que está dando la estrategia de liraización. El presidente del Banco Central explicaba que la alta dolarización aumenta la sensibilidad de la economía a los shocks internos y externos y lleva a la formación de precios en los tipos de cambio que se desmarcan de los fundamentales económicos. Esta alta dolarización y el alto nivel de déficit de cuenta corriente reducen la efectividad de la política monetaria, por lo que el objetivo marcado desde hace meses por el CBRT es revertir esa situación, aunque esté siendo en la actualidad a costa de una desmesurada tasa de inflación.

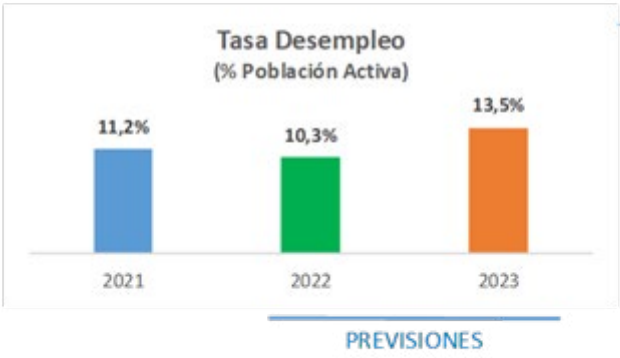
La realidad es que la lira turca lleva años atravesando una caída constante de su valor. Mientras tanto, en los últimos meses el déficit comercial y de cuenta corriente del país se ha disparado y sus reservas de divisas son bajas.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	4,5%	1,8%
Contrib. D. Doméstica	2,1%	0,7%
Contrib. Consumo Privado	1,8%	-1,2%
Contrib. Inversión Total	0,3%	-0,3%
Contrib. Consumo Público	0,0%	0,8%
Contrib. D. Externa	2,4%	1,1%
Inflación	83,0%	44,0%
Déficit	-5,5%	-5,0%
Deuda/PIB	45,0%	43,0%
Desempleo	10,3%	13,5%
Tipo Cambio (TRY/USD)	19,2	24,8
Tipo Interés	10,5%	17,3%
PMI	46,4	54,6







Elaboración Propia

MÉXICO

17.

En 2022, la economía mexicana crecerá un 1,7% y terminará el año con una tasa de interés de 10,54% por ciento, una inflación de 8,2% y 619.000 nuevos empleos registrados ante el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS).

La economía mexicana se desacelerará a un 1,5% en 2023, en medio de una desaceleración en EE.UU., tasas de interés más altas, y una mayor incertidumbre política, pero para ello, el consumo debe seguir recuperándose de manera gradual, como lo ha venido haciendo, aunque sea de forma moderada.

Se mantiene la expectativa de que la demanda interna mantenga una recuperación gradual, si bien el proceso de resolución de las controversias planteadas por EE.UU. y Canadá contra México en el marco del T-MEC introducen un nuevo factor de incertidumbre y de riesgo que podría afectar las decisiones de inversión en el país.

El principal impulsor de la caída será la desaceleración de EU, en parte impulsada por tasas de interés más altas, que impactarán a México con un retraso. Los factores internos que desacelerarán la actividad en México son las tasas de interés más altas, una política fiscal todavía estricta y una renovada incertidumbre dada la disputa energética del T-MEC.

En julio de 2022, EE.UU. y Canadá presentaron una disputa en virtud del acuerdo comercial de América del Norte, conocido como T-MEC, contra el Gobierno del presidente Andrés Manuel López Obrador por su política energética nacionalista. La discordia ha agregado un manto de incertidumbre política a la economía de México, a medida que López Obrador prometió defender la soberanía de su país en el caso, al tiempo que insistió en que no habría una ruptura del tratado.

Para la generación de empleos ante el IMSS, para 2023, se espera la creación de entre 420,000 y 620,000 puestos de trabajo, un monto menor a los de este año.

Mirando a la inflación, el encarecimiento de productos y servicios ha sido doloroso para el bolsillo de los mexicanos este año, particularmente de las rentas más bajas, y no se ve que el índice de precios al consumidor baje a la meta de 3% del Banco de México (Banxico) los próximos meses.

El Banco Central ha endurecido la tasa de interés de referencia, llevándola a un histórico 9,25% para tratar de bajar la inflación, si bien, se estima que termine 2022 en un 10,54%. Se siguen observando muchas presiones a la inflación, y no parece que los shocks de 2022 se vayan a disipar de manera importante, ya que se han mostrado mucho más persistentes. El objetivo de inflación de Banxico no se alcanzará a corto plazo.

Entre los principales riesgos que enfrenta la economía mexicana para los siguientes meses destacan: que se observe una menor demanda de EU, que los efectos de la pandemia o de conflictos geopolíticos se prolonguen

o intensifiquen las afectaciones al comercio, que se presenten condiciones financieras más astringentes de lo esperado y episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que afecten a los flujos de financiamiento para las economías emergentes, que la recuperación del gasto en inversión sea menor a lo esperado o insuficiente para apoyar el proceso de reactivación de la economía y el crecimiento de largo plazo (en este sentido, que las controversias asociadas al T-MEC contribuyan a incrementar la incertidumbre, en detrimento de la inversión), y que la pandemia del COVID-19 siga afectando las condiciones de oferta y demanda de la economía global, repercutiendo adversamente en la recuperación de la actividad económica nacional.

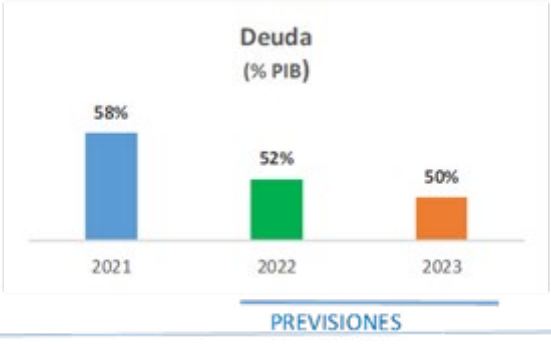
Restaurar la estabilidad de precios debe ser una prioridad, la política monetaria debe mantener el rumbo y no relajar las tasas prematuramente, en coordinación las políticas monetaria y fiscal deben ayudar.

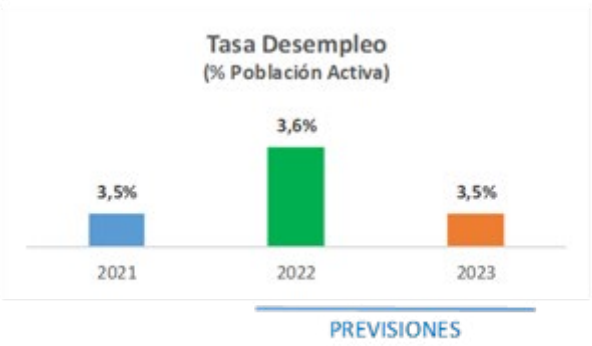
Esto va a tener un impacto en el corto plazo, pero es fundamental para suavizar el impacto sobre el nivel de vida y sabemos que los pobres van a ser los más perjudicados por la inflación. Hay que crear condiciones de crecimiento sustentable de cara al futuro.

Muchos de los desafíos que se afrontan son en términos de mejorar el empleo, aumentar el crecimiento de la productividad y el crecimiento general y eso dependerá de reformas laborales o tributarias, así como de políticas de competitividad para recuperar las pérdidas en materia educativa, mejorar el capital humano y las infraestructuras.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	1,7%	1,5%
Contrib. D. Doméstica	2,1%	1,6%
Contrib. Consumo Privado	1,2%	0,6%
Contrib. Inversión Total	0,7%	0,5%
Contrib. Consumo Público	0,2%	0,5%
Contrib. D. Externa	-0,4%	-0,1%
Inflación	8,2%	5,8%
Déficit	-3,0%	-2,3%
Deuda/PIB	52,1%	50,0%
Desempleo	3,6%	3,5%
Tipo Cambio (MXN/USD)	20,5	21,6
Tipo Interés	10,5%	10,5%
PMI	50,3	51,0





Elaboración Propia

ARGENTINA

18.

Elaborar perspectivas para la economía argentina siempre es desafiante, pero en la actualidad, si cabe, es todavía más complicado, a causa de la elevada incertidumbre existente. 2023 es un año en el cual ocurrirá un fenómeno político transcendental, se eligen presidente, gobernadores, intendentes, etc.

Pese al programa concertado con el Fondo Monetario Internacional, no está clara la orientación de la política económica en 2023. El año que viene hay elecciones ejecutivas y una parte relevante del Frente de Todos no avaló el acuerdo con el FMI en el Congreso y es probable que no quiera enfrentar los comicios condicionado por dicho entendimiento. Sergio Massa logró mayor cohesión dentro de la coalición gobernante en torno al rumbo económico, pero comienzan a percibirse dificultades en la implementación que, si se intensifican, pueden terminar modificándolo. De hecho, es posible que a medida que la estanflación se consolide y nos acerquemos a las elecciones, los reclamos para rectificar la política económica se incrementen.

Por el lado de Juntos por el Cambio, que ha consolidado un caudal de votos a nivel nacional en torno al 40% en las últimas tres elecciones, las internas dominan la escena y no está claro cuál será su papel en el debate económico. Un punto crucial es si ese espacio va a aportar racionalidad, dado que tiene chances de asumir el Ejecutivo a fines de 2023, o va a potenciar los problemas económicos existentes bajo la lógica "peor performance del Gobierno, mayor chance de cosechar votos".

El propio FMI se enfrenta a un dilema de compleja solución si el Gobierno termina modificando el sesgo de la política económica en la previa electoral. Está claro que va a advertir el desvío respecto de lo acordado, pero ¿podría frenar los desembolsos pactados antes de los comicios? ¿Qué le pasaría a la economía argentina si en el segundo semestre de 2023 el Fondo no realiza los desembolsos necesarios para pagar los vencimientos?

Por otro lado, la mayoría de los agentes económicos enfrentan el desafío de tomar decisiones acertadas a la espera de la definición del próximo presidente. ¿Qué harán los productores de bienes exportables que pueden acopiar frente a posibles cambios en la política cambiaria y de retenciones?, ¿Cómo fijar una política de precios/salarios en un contexto en que la inflación es al menos al 6% mensual (100% anualizado) y enfrentar una posible corrección de precios relativos?

El devenir económico mundial no es halagüeño. La lucha contra la inflación que está llevando adelante la Reserva Federal de Estados Unidos elevará la tasa de interés de referencia del mercado financiero internacional a un pico en 2023. El endurecimiento de la política monetaria norteamericana, acompañada por los principales Bancos Centrales de otros países desarrollados, tiende a afectar negativamente a las economías emergentes vía depreciación del valor de las commodities, salida de capitales (fly to quality) y menor crecimiento del comercio mundial.

La contracción en las tres principales potencias económicas del planeta, USA, China y Unión Europea, es un hecho. A la política monetaria y fiscal contractiva en Norteamérica, se suman las dificultades de abastecimien-

to energético que tendrá la UE durante el invierno producto de las represalias rusas tras las sanciones por la invasión militar a Ucrania; y los problemas internos en China (lockdown contra el COVID, burbujas crediticias, y problemas políticos).

El conflicto bélico entre Rusia y Ucrania mantendrá por encima del promedio histórico los precios internacionales de los alimentos y la energía, lo cual se volverá una combinación favorable para Argentina cuando se logre revertir el desbalance energético local (los incentivos a la producción excedente de petróleo y gas junto a la culminación en tiempo y forma del gasoducto Néstor Kirchner, son medidas que tenderán a revertirlo). Sin embargo, las perspectivas para 2023 es que el precio de la energía que importa Argentina (GNL) se sostenga, mientras que las cotizaciones de los productos agrícolas que exporta caigan levemente, provocando un ligero deterioro de los términos de intercambio económico.

A nivel climatológico el país está atravesando el tercer año consecutivo del fenómeno "La Niña", que causa lluvias inferiores al promedio en la zona agropecuaria núcleo, que está afectando la cosecha fina (se espera que la producción de trigo caiga 25%) y amenaza la cosecha gruesa, cuya siembra se está posponiendo, producto de la escasa humedad presente en los suelos.

Y esta situación amenaza con reducir los beneficios del campo en 2023. Precios internacionales de las commodities agrícolas y volúmenes de producción menores o iguales a los de la última campaña, implican, a priori, que no habría crecimiento posible de las exportaciones agroindustriales. A esto hay que sumar que el ingreso de "agrodivisas" en la previa electoral se frenaría si no se implementa en 2023 un "dólar soja" aún más atractivo, a la espera de definiciones del próximo presidente electo sobre derechos de exportación y unificación del mercado cambiario.

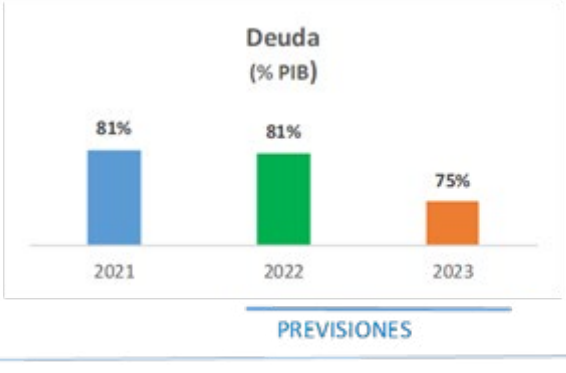
En síntesis, la economía argentina enfrenta en 2023 dilemas de difícil solución en un entorno de elevada incertidumbre, en el cual los factores exógenos relevantes para el país, contexto internacional y climatológico, no estarían alineados favorablemente.

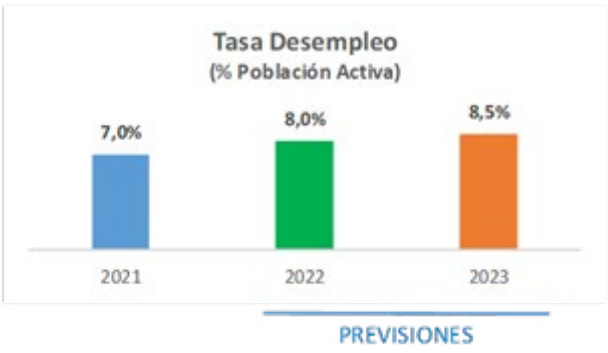
En este contexto, se prevé que el PIB aumente un 4% en 2022, y se desacelere a un 1,2% en 2023.

El acuerdo con acreedores externos, si se cumple, debería disminuir la incertidumbre en materia de políticas económicas y ayudar a reducir gradualmente los arraigados desequilibrios macroeconómicos. La inflación está relacionada en gran medida con factores internos, ya que muchos precios internos están desvinculados de las tendencias globales. Además, los controles cambiarios, las bajas reservas de divisas y el limitado margen de actuación fiscal mantienen los riesgos elevados, lo cual pesará sobre la inversión en 2023.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	4,0%	1,2%
Contrib. D. Doméstica	6,5%	-6,6%
Contrib. Consumo Privado	5,0%	-2,0%
Contrib. Inversión Total	1,1%	-4,6%
Contrib. Consumo Público	0,4%	0,0%
Contrib. D. Externa	-2,5%	7,8%
Inflación	95,4%	83,0%
Déficit	-4,5%	-3,0%
Deuda/PIB	80,5%	75,0%
Desempleo	8,0%	8,5%
Tipo Cambio (ARS/USD)	171,9	319,5
Tipo Interés	87,0%	78,0%





Elaboración Propia

COLOMBIA

19.

Colombia enfrenta la inflación más alta el presente siglo. Para encontrar una inflación acumulada de una magnitud similar hay que remontarse a 1999, cuando el país pasaba por la peor crisis financiera que ha enfrentado en su historia moderna. El objetivo de inflación del Banco Central es un 3%

El alza actual la impulsan múltiples factores. El coste de las bebidas y de los alimentos es el que más ha contribuido a lo largo de 2022. Productos alimenticios básicos de la canasta familiar como los huevos, el arroz, y las frutas frescas acumulan una inflación de 33%, 31% y 29% aproximadamente. Si se sacan los alimentos de la cuenta, la inflación acumulada de 2022 habría sido de 8,32 % y no de 12%.

Dado que los hogares más pobres destinan un mayor porcentaje de sus ingresos a comida, para este grupo de la población el costo de vida aumentó mucho más. La inflación para estos hogares fue de 13,16%. El coste de los servicios públicos, agua, gas, electricidad y combustibles es el segundo capítulo que más ha contribuido al aumento del coste de vida en lo que va del año.

Esta es la razón por la que el Banco de Colombia ha subido los tipos al 10%, y esto lastra el crecimiento económico que se estima en un 2,5% para 2023, en contraposición al 5,4% de crecimiento en 2022.

El Emisor implementó una política macroeconómica contracíclica desde septiembre de 2021, y los resultados no han sido los esperados ante la aparentemente imparable cifra de inflación, que podría cerrar en 12% a finales de 2022, pudiendo situarse en 2023 en un 7,1%. Ahora la estrategia debe endurecerse, un factor que incide en las proyecciones para 2023.

El primer síntoma que interpreta la caída en las perspectivas de crecimiento de la economía colombiana apunta a la depreciación de su moneda. El dólar rompió todos los registros históricos. Lo anterior provocó que el peso colombiano se convirtiera en la sexta moneda más devaluada del mundo en los últimos meses de 2022 y la segunda de América Latina después del peso argentino.

Al mismo tiempo, el dólar fuerte tanto en Colombia como en el mundo significa una presión importante para las empresas, teniendo en cuenta que muchas de ellas tienen costes y gastos en la divisa estadounidense.

Ante la reducida cifra de crecimiento, se producirá una moderación del consumo privado, por los altos precios y tasas de interés, y menores niveles de inversión privada. A Colombia le va a tocar ajustarse a la direccionalidad de la economía mundial. Habrá una desaceleración para todos los países. Las estimaciones apuntan a que el país tendrá un cambio muy drástico en el crecimiento para el 2023 y eso está en línea con lo que pasa en el resto del mundo.

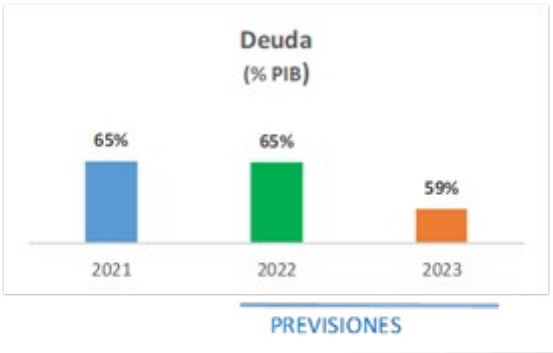
Colombia tiene dos alternativas: promover políticas de empleabilidad, promover políticas de inversión y promover políticas de crecimiento económico para no tener esa afectación tan fuerte en la economía, u optar por seguir el endurecimiento de la política fiscal o implantar trabas al tema laboral.

Antes esto, para afrontar esta desaceleración está el camino ortodoxo, que es intentar promover la inversión, buscar la austeridad y la idea de mitigar el impacto, o el heterodoxo, que es seguir una agenda 2030-2050 de descarbonización y hacer endeble las políticas y las finanzas públicas de Colombia, la cual ya demostró que falló.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	5,4%	2,5%
Inflación	12,0%	7,1%
Déficit	-7,1%	-2,0%
Deuda/PIB	64,5%	59,0%
Desempleo	10,7%	11,0%
Tipo Interés	10,0%	11,0%
Tipo de Cambio (COP/USD)	4.892,0	5.941,0

A todo esto, se suma la incertidumbre política provocada por el gobierno de Gustavo Petro. La falta de comunicación entre sus ministros y el mismo presidente en aspectos como la exploración y explotación de hidrocarburos, la aplicación de gravámenes a los capitales golondrina y la compra de tierras con títulos de deuda pública (TES), entre otros, ha generado muchas dudas.



Elaboración Propia

INDONESIA

20.

Indonesia es la mayor economía del sudeste asiático, y el cuarto país más poblado del mundo, con 270 millones de habitantes. Tras un relevante avance en las últimas décadas, su renta per cápita es de en torno a 4.000 dólares. Está clasificado actualmente como país de renta media-baja y, de continuar su avance, entraría próximamente en la categoría de países renta media alta.

Las perspectivas de crecimiento de Indonesia para 2023 son de un 4,7%. El Gobierno continuará redoblando los esfuerzos por garantizar la sostenibilidad de la recuperación económica nacional e impulsar una expansión constante de la producción para crear oportunidades laborales. Tratará de implementar las nuevas fuentes de crecimiento sin demora; en tal sentido, se ha seguido acelerando la implementación de varias agendas de reformas estructurales para lograr la transformación económica. Un aspecto fundamental será la promoción de la inversión y la mejora de la competitividad de los productos manufactureros nacionales en el mercado global.

Otra de las líneas maestras en la política económica del Gobierno es el desarrollo de la industria manufacturera, que actualmente se caracteriza por tener un nivel de intensidad bajo y medio-bajo, con una participación mayoritaria de pymes.

Igualmente, Indonesia es un país en el que el sector público tiene todavía un papel predominante en muchos ámbitos. Las grandes constructoras son estatales, las industrias aeronáuticas, de tecnologías de la información, de defensa, astilleros, etc. No obstante, cada vez se quiere dar más peso a la iniciativa privada.

Gracias a sus políticas macroeconómicas, cuenta con fundamentos sólidos para mantener la fortaleza de su economía y avanzar en la mejora de su competitividad y en la disminución de la pobreza.

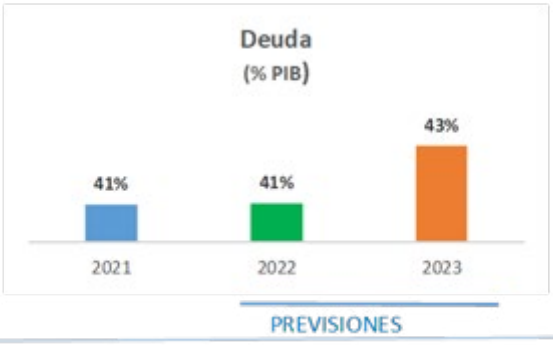
El crecimiento de la economía indonesia tiene fundamento en mercado interno sólido; la contribución del consumo interno al PIB ha aumentado sistemáticamente durante los últimos años con índices superiores al 60%.

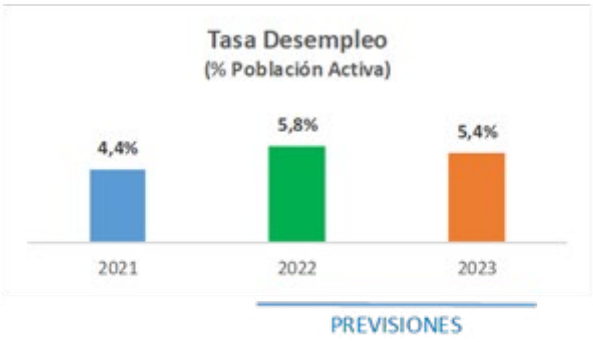
Hay varias cosas que deben seguir siendo el foco de atención, tratar de controlar la inflación tanto como sea posible y la pandemia, aunque el precio no sea barato, porque los fondos del Presupuesto del Estado son muy grandes para mantener el poder adquisitivo de los hogares, especialmente en los sectores de alimentación y transporte.

Cuadro Macroeconómico

	2022	2023
Crecimiento PIB	5,1%	4,7%
Inflación	4,9%	4,5%
Déficit	-4,1%	-3,5%
Deuda/PIB	41,2%	43,0%
Desempleo	5,8%	5,4%
Tipo Interés	5,0%	5,3%
Tipo de Cambio (IDR/USD)	15.658,0	15.167,0
PMI	51,80	53,00

Indonesia está en una buena posición, lo que significa que la demanda y la oferta se mantienen controladas y la inflación se restringe gracias a la provisión de subsidios por parte del gobierno.





Elaboración Propia

OPEP +

21.

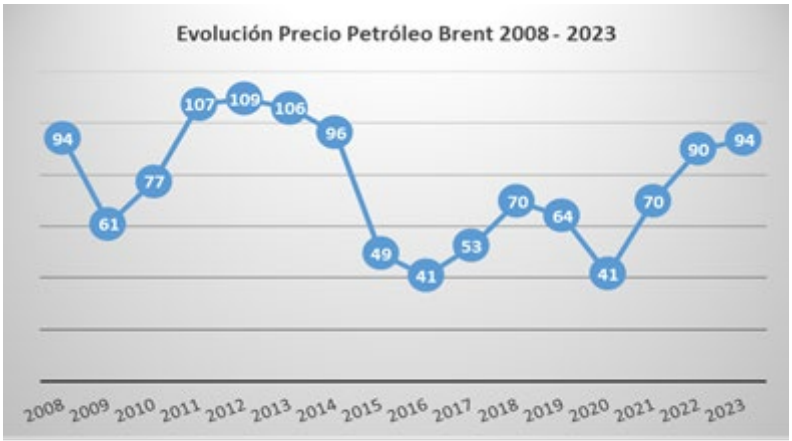
La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha vuelto a tensar el precio del petróleo a lo largo y ancho del planeta. ¿El motivo? Rusia es uno de los mayores productores mundiales de petróleo y muchos países han anunciado una prohibición de las importaciones de petróleo ruso en medio de la guerra. Esto ha llevado a incertidumbres en la oferta y, por lo tanto, al aumento del precio del petróleo.

Los precios del petróleo han sufrido bastante volatilidad en los últimos años. Esto se debe principalmente a que la oferta y la demanda de crudo tienden a tener una baja capacidad de respuesta a los cambios de precios a corto plazo.

Por el lado de la oferta, la capacidad de producción de petróleo puede ser difícil de cambiar rápidamente. La perforación de un nuevo pozo de petróleo es un proceso largo y complejo. Por el lado de la demanda, puede ser bastante difícil cambiar una industria que utilice productos derivados del petróleo. Por estas razones, para reequilibrar la oferta y la demanda, se necesita un cambio de precios grande para que ocurra.

La estimación es que el referencial Brent se situará en una media de 93,70 dólares en 2023, aunque podría tener un pico de 115 dólares en marzo - abril de 2023. El crudo estadounidense WTI se situará en una media de 88,70 dólares por barril en 2023.

La reciente caída del precio del petróleo podría desacelerarse en 2023, ya que la atención se desplaza desde la preocupación por un golpe recesivo a la demanda hacia la estrechez de la oferta mundial.



Elaboración Propia

Esto es debido a las expectativas de una demanda más débil y un dólar estadounidense más fuerte, y las decepciones de la oferta mundial sólo reforzaron su perspectiva alcista de largo plazo.

La demanda mundial de petróleo en 2023 se situará en torno a los 101-102 millones de barriles diarios (bpd), tras tocar una media de 98,5-101,5 millones de bpd en 2022, y el mercado también seguirá de cerca las restricciones por el COVID en China.

En este final de 2022, la producción de petróleo aumentó, sobre todo, en Arabia Saudita, Nigeria, Libia y en Emiratos Árabes Unidos, mientras que bajó, en cambio, en Irak, Venezuela e Irán.

La OPEP recortó su previsión de crecimiento de la demanda mundial de crudo para 2023 debido a la desaceleración de las economías, el resurgimiento de las medidas contra el COVID-19 de China y la elevada inflación en economías clave como Estados Unidos, Europa y China.

La crisis ucraniana seguirá siendo decisiva, sobre todo tras la prohibición casi total del crudo ruso por parte de la Unión Europea a partir de diciembre 2022.

COMMODITIES

22.

Los precios de los alimentos muestran una senda de descenso, tras alcanzar máximos por la guerra Rusia-Ucrania. Aun así, se mantiene muy por encima de los niveles previos a la pandemia (42%).

El descenso más acusado lo protagoniza los aceites vegetales. Los precios de los cereales están afectados por la volatilidad que genera el conflicto bélico, las condiciones climáticas de sequía en América o las inundaciones de Pakistán. La bajada de precios ha sido más limitada en los productos lácteos, carne o azúcar, debido a los mayores costes de producción y a la escasez de oferta y de mano de obra.

Dentro del tejido productivo, el sector más sensible a la crisis energética (alza de precios y racionamiento del consumo de gas) es la industria y, en particular, la química, metalúrgica y productos cerámicos (otros productos minerales no metálicos). Fuera del sector industrial, los servicios de transporte y almacenamiento se encuentran entre los que tienen una mayor dependencia energética.

Alemania e Italia son los dos grandes países europeos más expuestos a la crisis energética actual, mientras que España es menos sensible, no solo porque su industria apenas consume gas ruso, sino porque su reducción de demanda prevista será inferior.

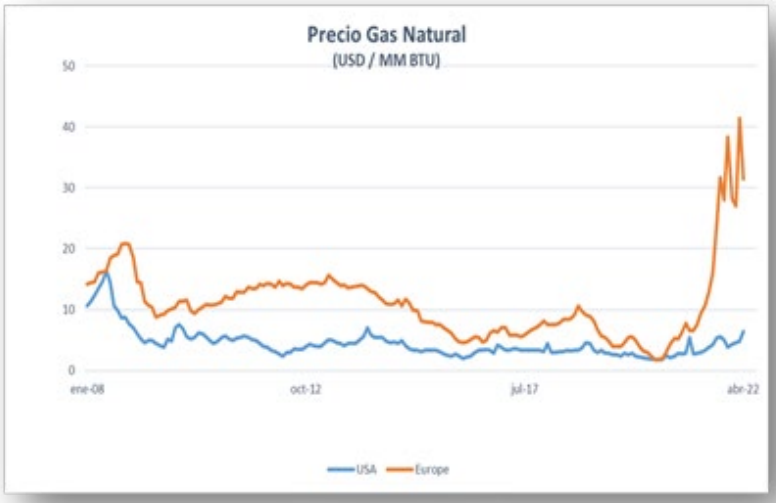
Las expectativas apuntan hacia una senda moderada de desaceleración en los próximos meses, aunque rodeada de una elevada volatilidad, debido a la incertidumbre que genera el conflicto con Rusia.

Precios energéticos

El alargamiento de la guerra en Ucrania y la amenaza del cierre del suministro de gas ruso a Europa, que finalmente se produjo a principios de septiembre de 2022, provocó en los meses estivales compras masivas de gas natural para su almacenamiento, traduciéndose en un aumento acelerado de los precios en Europa.

Sin embargo, en septiembre y octubre los precios se corrigieron a la baja, hasta situarse en niveles previos al conflicto. Su evolución dependerá de la dureza del invierno y el conflicto con Rusia.

A pesar de que las perspectivas apuntan una moderación de los precios, los costes energéticos se han elevado sustancialmente. Si se compara con la evolución de



Elaboración Propia

precios del gas en USA en 2022, las empresas europeas han sufrido una importante pérdida de competitividad con respecto a las estadounidenses.

Desde el inicio de la guerra en Ucrania, los precios de la energía han sido bastante volátiles, pero actualmente se espera que disminuyan. Tras aumentar alrededor de un 60% en 2022, disminuirán un 11% en 2023. A pesar de esta moderación, el próximo año seguirán siendo un 75% más elevados que el promedio de los últimos cinco años.

Los precios del gas natural y del carbón disminuirán con respecto a los máximos históricos registrados en 2022. Sin embargo, se espera que para 2024 los precios del carbón australiano y del gas natural de Estados Unidos dupliquen el promedio de los últimos cinco años, y que los precios del gas natural en Europa sean casi cuatro veces más altos. Según las previsiones, la producción de carbón aumentará significativamente a medida que varios de los principales exportadores impulsen la producción, poniendo en riesgo los objetivos relacionados con el cambio climático.

En muchos países, la combinación de precios elevados de los productos básicos y persistentes depreciaciones monetarias se traduce en un aumento de la inflación.

Precios metales

Tras el intenso repunte en marzo de 2022 de buena parte de los precios de los metales en los mercados internacionales, como consecuencia del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, la cotización de los metales ha experimentado una sustancial corrección a la baja acercándose a niveles cercanos a 2019.

El hierro, acero y el estaño son los metales que registran un mayor descenso de los precios en los últimos meses. Aluminio, níquel y cobre, también corrigen a la baja sus precios, aunque en octubre de 2022 mostraron una resistencia a seguir reduciéndose, manteniéndose un 25-30% por encima de los precios de 2019.

Sin embargo, otros metales más demandados para la industria de energía renovables, como son el litio o el paladio, no muestran descensos en los precios, consecuencia de la mayor demanda de estas materias primas ante el auge de las energías renovables. Se prevé que en 2023 los precios de los metales disminuirán un 15 %, en gran parte debido al menor crecimiento mundial y al temor de que la economía china se desacelere.

Precios materias primas naturales

El precio del algodón alcanzó en mayo de 2022 su máximo, registrando a partir de entonces una significativa corrección a la baja hasta situarse en octubre de 2022 en niveles de 2018.

Caucho: los precios han seguido descendiendo.

Por último, el sector maderero ha visto cómo sus principales materias primas han registrado una sustancial reducción de los precios.

Se prevé que los precios agrícolas disminuirán un 5% el próximo año. Aunque en el tercer trimestre de 2022 los precios del trigo cayeron casi un 20%, siguen siendo un 24% más altos que hace un año. La caída de los precios agrícolas prevista para 2023 refleja un cultivo mundial de trigo mejor que el proyectado, un suministro estable en el mercado del arroz y la reanudación de las exportaciones de cereales de Ucrania.

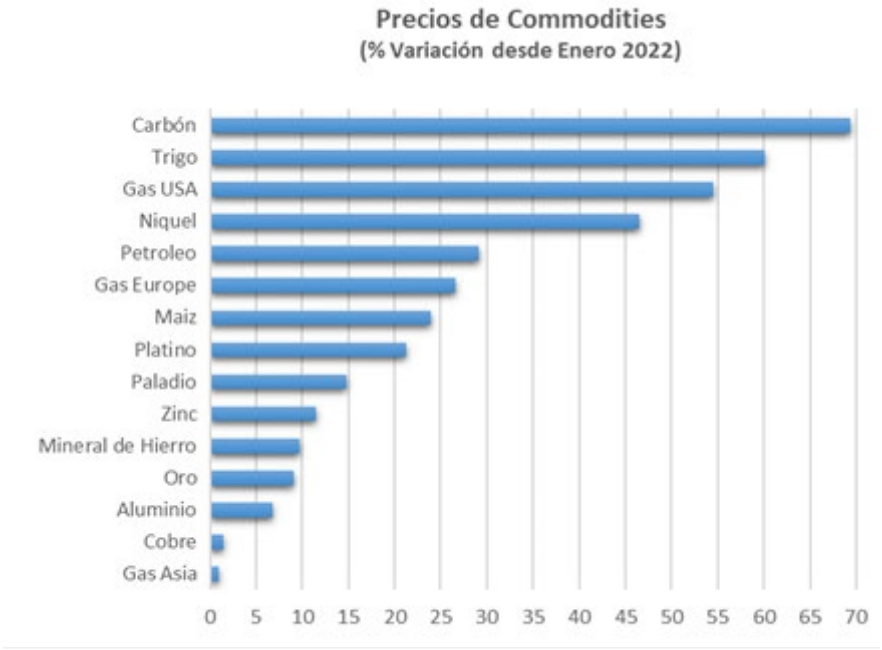
Precios de alimentación

Las perspectivas de los precios de los productos básicos están sujetas a muchos riesgos. Los mercados de energía se enfrentan a importantes preocupaciones relacionadas con la oferta, dado que en Europa se intensificarán las inquietudes sobre la disponibilidad de energía durante el próximo invierno. El aumento mayor a lo esperado de los precios de la energía podría repercutir en otros tipos de precios, sobre todo el de los alimentos, lo que prolongaría los desafíos asociados a la inseguridad alimentaria.

Tras la escalada de los precios de las materias primas alimenticias a nivel internacional en los primeros meses de 2022, desde mediados de año se observan dos tendencias:

- Los aceites vegetales, que son los que más aumentaron sus precios, registraron una sensible corrección de sus precios en el tercer trimestre de 2022.

- Buena parte de los alimentos frenan la escalada de precios, pero manifiestan una resistencia a reducirlos, por lo que se mantienen en niveles muy elevados: azúcar, arroz, trigo, soja, carne y pescado, y zumo de naranja, por ejemplo.



Elaboración Propia

RIESGOS GLOBALES

23.

El mundo está en una peligrosa situación, nos enfrentamos a un riesgo cada vez mayor y más grave, un alto crecimiento de las tasas de inflación, crisis energética y alimentaria, riesgo climático y fragmentación geopolítica, y una deuda que las naciones emergentes tienen problemas para pagar.

El endurecimiento de las políticas monetarias complicará las perspectivas económicas mundiales, al tiempo que estas medidas son cruciales para atajar la inflación. Así, un crecimiento económico más lento será un precio necesario a pagar, dada la urgente necesidad de restaurar la estabilidad de los precios.

También existe el riesgo creciente de divergencia entre las políticas fiscal y monetaria. Por ello, los países deben calibrar cuidadosamente sus acciones para evitar cualquier posibilidad de que el apoyo fiscal socave los esfuerzos de los bancos centrales para controlar la inflación.

Es necesario crear el mismo nivel de coordinación entre bancos centrales y ministerios de finanzas para que brinden apoyo de una manera muy específica y no debiliten lo que las políticas monetarias pretenden lograr.

Aún quedan obstáculos por vencer en 2022; los más peligrosos: la sostenibilidad de la deuda global y el estallido de una crisis geopolítica. Sin embargo, no son los únicos. Se pueden contemplar siete riesgos para el crecimiento económico. De ellos depende que el PIB global crezca un 2,8 % en 2023 o se produzca una recesión sin espacio fiscal suficiente para resolverlo.

Del lado económico lo más preocupante es la deuda. Su sostenibilidad se deteriora con rapidez, en un contexto en el que los bancos centrales buscan controlar la inflación a costa de endurecer su política monetaria. Los tipos históricamente bajos y la compra sostenida de activos financieros por parte del BCE o la FED permitían mantener los niveles de endeudamiento, pero las actuales subidas han evidenciado los desequilibrios acumulados en los países desarrollados y en ciertas economías emergentes, lo que sumado a la fortaleza del dólar podría materializarse en un importante riesgo de impago.

El mapa de riesgos también contempla la persistencia del ciclo inflacionario. En este año, el alza en los precios ha golpeado el poder adquisitivo de los consumidores, lo que a su vez ha impulsado demandas salariales que podrían reforzar efectos de segunda ronda. Por si fuera poco, cada vez hay más categorías afectadas por la inflación subyacente debido, entre otras cosas, a las disrupciones en las cadenas de suministro ocasionadas por la guerra en Ucrania.

La prolongación de las tasas de inflación en el mediano plazo, combinado con un deterioro de las cuentas públicas, podría desembocar en lo que los analistas denominan “eventos de dominancia fiscal”, es decir, que los bancos centrales se desvíen de sus objetivos. De manera adicional, las consecuencias del rápido cambio en los tipos de interés y de la reducción de balance de las principales autoridades monetarias pueden generar movimientos desordenados en los mercados financieros.

Los peligros no solo proceden del terreno económico. En lo político, ha aumentado la preocupación de que estalle una crisis geopolítica. Por un lado, la guerra entre Rusia y Ucrania parece que se prolongará en el tiempo. En paralelo, la UE se enfrenta a una posible escasez de gas debido a los bloqueos en los gasoductos de Nord Stream. En Asia, las tensiones entre China y Taiwán y la guerra comercial entre China y Estados Unidos aumentan la tensión en la región.

Asimismo, la crisis soberano-financiera del gigante asiático es un factor de preocupación. De acuerdo con el informe, la política de covid cero implementada por el presidente Xi ha deteriorado tanto la confianza del consumidor como la demanda externa, acumulando incertidumbre de cara al próximo invierno y redefiniendo el papel de la industria china en las cadenas globales de suministro. Además, las huelgas de los deudores hipotecarios están deteriorando las perspectivas del sector y se mantiene el riesgo de que el país desencadene una crisis de deuda que podría contagiar a todo el sistema financiero.

La guerra en Ucrania ha acelerado la necesidad de formular políticas integradas a nivel global que combatan las disrupciones en el marco energético.

Riesgos globales para la economía

GEOPOLÍTICOS:

• La **invasión de Ucrania** por parte del ejército ruso supone un cambio estructural en el escenario internacional que alterará todas las dinámicas geopolíticas presentes desde la caída del Muro de Berlín. Un evento de tal magnitud tendrá efectos sobre el comportamiento del ciclo de actividad en el corto plazo, pero a la vez puede suponer una alteración de las tendencias de fondo que han definido el comportamiento de la economía en las últimas décadas. El retorno a la política de áreas de influencia en torno a dos grandes bloques supondría una amenaza para el proceso de globalización tal como está conformado desde la incorporación de China a la cadena de producción mundial. Por tanto, el aumento del riesgo político va a tener incidencia en la economía a través de multitud de canales: precio de las materias primas, vínculos comerciales, incertidumbre o estabilidad financiera. Pero también puede originar cambios estructurales en la economía mundial, especialmente por su incidencia en el lado de la oferta.

• Por primera vez en la historia, **las cinco principales economías latinoamericanas estarán gobernadas por la izquierda,** que debe enfrentarse a un panorama macroeconómico muy diferente al de la Marea Rosa de comienzos de siglo, cuando los precios de las materias primas estaban por las nubes y la región no había sufrido los embates de una pandemia y una guerra en el corazón de Europa. La desaceleración del crecimiento económico, con algunos países incluso en recesión, la elevada inflación y el aumento del desempleo están generando malestar e impaciencia entre los ciudadanos, muchos de los cuales pasaron de la clase media a la pobreza.

• El **conflicto entre China y Taiwán** está viviendo un momento muy tenso, en el que incluso Estados Unidos se ha visto involucrado. El actual Taiwán fue una zona independiente durante miles de años, habitada por los pueblos Pingpu. Los Pingpu eran una serie de pueblos aborígenes que vivían en las planicies de la isla ubicada al sureste de China. Por su cercanía con China, la mayoría de los Pingpu se relacionaron con los chinos de la etnia han. De hecho, existen registros de cercanía entre China y Taiwán desde el año 232.

Ahora bien, por su ubicación se volvió un objetivo para varias potencias mundiales durante el siglo XVII. España, Portugal y Japón intentaron tomar control de la isla, pero fue Holanda quien lo logró con mayor éxito, controlando el destino de Taiwán por casi 40 años.

Después de la independencia de Taiwán, poco a poco comenzó a tener más presencia de chinos en su territorio. Hasta que, sin discusión, a partir del siglo XIX quedó completamente en poder de China. De hecho, actualmente el grueso de la población de Taiwán es de origen chino, principalmente chinos hoklo y chinos hakka.

En 1895, después de la derrota de China durante la primera guerra sino-japonesa, Japón tomó control de la isla. Curiosamente, durante el dominio japonés de la región se vivieron avances en la infraestructura de Taiwán, e incluso tuvo cierta autonomía. Japón abandonó, obligada por los aliados, Taiwán después de la Segunda Guerra Mundial, y el territorio regresó al dominio chino.

China vivió momentos tensos a mediados del siglo XX, tantos que terminaron con una revolución comunista liderada por Mao Zedong. Con el apoyo de Estados Unidos, el gobierno nacionalista chino derrocado huyó a Taiwán, donde tomaron el control de la isla. Chiang Kai-shek, el presidente chino derrocado, se asumió como líder legítimo de la República de China en el exilio y ese fue el nombre oficial de Taiwán. Su plan era buscar apoyo internacional para retomar el control de China, mientras tanto instauró una dictadura que gobernó Taiwán durante décadas.

Kai-shek logró un asiento en el Consejo de Seguridad de la ONU, que perdió en 1971, y fue reconocida por muchos países occidentales. Kai-shek nunca pudo llevar a cabo su plan de regresar a China continental, pero fue el responsable, en buena medida, del conflicto actual.

A partir de entonces se ha vivido una tensa relación política entre la China continental y Taiwán. China asumió que Taiwán es una provincia en rebeldía, mientras que Taiwán se asumía como la auténtica China.

China sigue asumiendo que Taiwán debe formar parte de China, y que todo el periodo de vida independiente que ha tenido es ilegítimo. Buscando evitar una formalización de la independencia de Taiwán, China aprobó la ley antisecesión en 2005, que vuelve legal atacar a Taiwán si intenta independizarse oficialmente. Por esto, Taiwán buscó acercarse a Estados Unidos para protegerse de un eventual ataque chino.

• **Europa corre el riesgo de quedarse sin gas en el invierno de 2023**. Unos 30.000 millones de metros cúbicos de gas podrían faltar el año que viene, si se corta por completo el suministro de Rusia y el repunte económico de China absorbe una gran parte del gas natural licuado (GNL).

Para el verano de 2023 se espera que las condiciones geopolíticas y económicas mundiales para el abastecimiento y llenado de reservas sean muy diferentes a las de 2022. La posición de Rusia, cuyos oleoductos suministraron cantidades casi normales en la primera mitad del 2022, antes de que las entregas se ralentizaran con el telón de fondo de la guerra de Ucrania.

Esto será improbable para 2023, ya que las entregas rusas podrían incluso cesar por completo. Además, la menor necesidad de GNL de China este 2022 ha facilitado las compras europeas.

• La **Guerra comercial entre EE.UU. y China**, comenzaba en marzo de 2018, después de que el expresidente de los Estados Unidos, Donald Trump anunciase la intención de imponer aranceles de 50.000 millones de dólares a los productos chinos; en represalia, el gobierno de la República Popular China impuso aranceles a más de 128 productos estadounidenses, incluyendo en particular la soja, una de las principales exportaciones de Estados Unidos a China. Su origen estaba en intentar corregir el déficit comercial de EE.UU. Y la situación, más de cuatro años después sigue generando tensiones a la economía.

• **Oriente Medio** es siempre un punto caliente en el mundo. A final de septiembre, las tropas de Teherán habían disparado cohetes contra posiciones de unidades kurdo-iraníes que se habían instalado en las afueras de Erbil, en el norte de Irak, luego de huir del régimen de los ayatolás. Esta demostración de fuerza podría repetirse si Irán se siente presionado. Las protestas contra la dictadura ponen cada vez más presión sobre Teherán.

En ese escenario, los conflictos internacionales sirven al régimen a nivel interno: puede calumniar a los manifestantes acusándolos de ser agentes extranjeros. Por ello, Irán intenta agrupar a sus enemigos: los manifestantes, Arabia Saudita, Israel y Estados Unidos. No se puede descartar un ataque de Irán contra Arabia Saudí.

Y aquí se sigue debatiendo el problema que dura ya siglos, el conflicto entre sunitas y chiíes. Arabia Saudí es una monarquía sunita, mientras que Irán es un régimen chií.

La religión del Islam tiene casi 1.400 años de historia y es la segunda mayor religión del mundo por número de fieles, con más de 1.300 millones de personas, pero está divida en dos grandes fracciones desde la muerte del profeta Mahoma: suníes y chiíes. El sunismo es la gran corriente actual entre los musulmanes, presente en países como Arabia Saudita (su principal bastión), Siria (donde son mayoría, aunque no gobiernan), Omán, el oeste de África o el este de Asia. Los chiíes por su pate están asentados en Irán (el otro gran bastión), Irak, Bahréin o el Líbano. Sus diferencias les han llevado en numerosas ocasiones a enfrentamientos directos, con Siria como el ejemplo más reciente, en donde se han enfrentado facciones como Hezbolá (chií) o países como Arabia Saudita (suní). A pesar de su origen común, y de que muchas de sus creencias son similares (todos creen en Alá y Mahoma), sus diferencias siempre terminan por mantener las distancias.

Origen y diferencias entre suníes y chiíes:

En el año 632 murió el profeta Mahoma y entre sus seguidores surgieron discrepancias sobre quién debía ser su sucesor. Los fieles se dividieron en dos corrientes: la primera (chiíes) optó por el yerno y primo de Mahoma (Alí), a quien, según sus seguidores, el propio Mahoma había designado como sucesor. Además, el hecho de que fuese pariente del profeta era un requisito indispensable para los chiíes.

La otra corriente (suníes) se decantó por Abu-Bakr, suegro de Mahoma, mercader de La Meca y miembro de la tribu de Quraish. Abu-Bakr se convirtió en el primer Califa y como tal aplacó revueltas, expandió su imperio (sobre todo en Irak) y realizó la primera compilación del Corán, pues hasta entonces se recitaba de forma oral. Abu-Bakr murió en el 634 y nombró como segundo califa a Umar ibn al-Jattab, quien fue ratificado por la comunidad.

Fracciones	Sucesor Mahoma	% Población Islámica	Grupos Terroristas	Paises de Mayoria
Sunitas Wahabita	Suegro Mahoma	90%	Hamas (Palestina) Al Qaeda Talibanes Estado islamico	Arabia Saudí Indonesia
Chiitas Alauitas →	Yerno Mahoma	10%	Hezbola (Libano)	Irán Siria Irak Barein Libano Pakistán Yemen Kuwait Azerbaiyán Turquía
Hachemitas				Jordania

DEUDA:

La deuda continúa su inexorable huida hacia adelante. La deuda soberana y privada sobrepasa el 353% el PIB del planeta. Ya supone 3,5 veces la producción global anual. El incremento de los últimos años se explica, por un lado, por los necesarios y urgentes programas de estímulos fiscales de los gobiernos ante la pandemia y más recientemente por la guerra de Ucrania.

Pero es hora de que las manijas del cronómetro empiecen la cuenta atrás porque la mochila empieza a ser un lastre insostenible. Los gobiernos deben empezar a poner en orden sus estados financieros tras las necesarias facturas de la COVID-19 y de la fase de recesión global. Porque las coyunturas nacionales del ciclo de negocios post crisis van a tener que navegar sobre altos oleajes de deuda pública y privada y una inflación creciente. Y las necesidades de financiación de los países supondrán más de la mitad del incremento de la ratio de deuda pública global.

Las economías avanzadas y China han totalizado más del 90% del repunte de la deuda. Esta expansión se ha logrado activar sin sobresaltos gracias a las políticas de tipos de interés próximos a cero y a los programas monetarios de los bancos centrales, entre los que destacan sus compras de activos corporativos y soberanos. Sin embargo, los países emergentes y en desarrollo están en el otro lado de la balanza, en el del acceso limitado a la financiación en los mercados internacionales y un coste prestamista a tipos de interés más elevados.

Los mercados emergentes han registrado un incremento de la deuda debido a la depreciación de las monedas frente al dólar. Los altos niveles de deuda actuales amplifican las vulnerabilidades, en especial, con el encarecimiento de las condiciones financieras por las subidas de tipos de los bancos centrales.

Desde la perspectiva de la Deuda, las palancas para la contención y reducción sostenida de la misma serían:

• Superávits presupuestarios primarios recurrentes, mediante planes de consolidación fiscal a medio-largo plazo.

• Mantenimiento de un nivel bajo de la brecha entre tipo de interés real y crecimiento económico.

Clasificación de la Deuda

USA	AA+	Brasil	BB-
Alemania	AAA	Rusia	CC
Francia	AA	Sudáfrica	BB-
Italia	BBB	Turquía	B
España	A	México	BBB
UK	AA	Argentina	CCC+
Japón	A+	Colombia	BB+
China	A+	Indonesia	BBB
India	BBB-		

Fuente: S&P

INFLACIÓN:

La inflación está desbocada en todo el mundo, y junto a la ralentización económica, e incluso recesión, en más de un territorio, nos enfrentamos a una situación estanflacionaria.

En 2023, se espera que los precios se suavicen, pero todavía seguirán altos y el crecimiento será muy leve. La inflación tiende a evolucionar de forma procíclica, normalmente es más elevada cuando el crecimiento es más fuerte. Un aumento de la inflación durante un repunte del crecimiento es una buena noticia, al menos inicialmente.

En este caso, la subida de los precios corresponde a una demanda fuerte, un mercado laboral en pleno empleo, al alza de los salarios y la capacidad de las empresas para subir precios sin que se vean dañadas sus ventas y su actividad. El problema es que ahora, en Europa, por ejemplo, nos enfrentamos a una inflación provocada por un shock de oferta, y en un entorno de estancamiento económico.

Uno de los efectos de la inflación es el de una mayor recaudación, por lo que los Gobiernos obtienen mayores ingresos impositivos, que utilizan para políticas fiscales expansivas y/o reducir el déficit. ¿Estamos ante una hipocresía por parte de la clase política?

Mientras tanto, la respuesta de los Bancos Centrales ha sido subir tipos, en otras palabras, endurecer la política monetaria. En caso de que la inflación se mantuviera a más largo plazo o no se contuviera, veríamos mayores subidas de tipos, con el consecuente impacto para la deuda.

La complejidad de la estanflación reside en la enorme dificultad que existe para atajarla: para frenar la inflación, las medidas a adoptar van en la línea de frenar el consumo: aumento de los tipos de interés, aumento de la presión fiscal, disminución del gasto público.

Ante un escenario de estancamiento económico las actuaciones que se llevan a cabo están dirigidas a reactivar la economía mediante el aumento del consumo: disminución de los tipos de interés, disminución de la presión fiscal, aumento del gasto público.

Las medidas son justamente las contrarias en un caso y en otro. Por lo que las medidas para atajarla pasarían por flexibilidad laboral, fiscalidad empresarial incentivadora de la inversión, regulación con plenas garantías de protección al inversor, oferta energética abundante, diversificada y segura para que sea barata, distribución comercial menos rígida, entre otras ... y ninguna, como se aprecia, es de poco calado.

POLITICA MONETARIA

Los Bancos Centrales han endurecido la política monetaria para contener la inflación, pero ¿cuánto deben subir los tipos?

Los bancos centrales, aunque no lo reconozcan abiertamente, especialmente la Fed, utilizan la Regla de Taylor, para este ejercicio. La regla de Taylor es un modelo econométrico que describe la relación entre los objetivos operativos de los bancos centrales y las tasas de inflación y de crecimiento del PIB. La regla de Taylor la han utilizado los bancos centrales para anticipar la estrategia de política monetaria a los vaivenes de la economía real.

La regla fue desarrollada en 1993 por John Taylor, profesor de la Universidad de Stanford, y tiene en cuenta tanto la inflación como el desempleo a la hora de hacer recomendaciones sobre la política ideal de tipos de interés. En general, la regla de Taylor recomienda que los bancos centrales aumenten los tipos de interés cuando la inflación es alta y el desempleo es bajo, y viceversa. Este enfoque ayuda a mantener los precios estables al tiempo que fomenta el crecimiento económico.

La regla de Taylor es un indicador que sirve para determinar el tipo de interés necesario para estabilizar una economía en el corto plazo, pero manteniendo el crecimiento a largo plazo. Esta regla pretende medir el nivel necesario de los tipos de interés para lograr un equilibrio entre inflación y crecimiento económico.

Cuando la inflación es muy alta los Bancos Centrales suelen aumentar los tipos de interés de corto plazo para contenerla, mientras que, si el crecimiento económico es muy bajo o hay recesión, los bancos centrales reducen el tipo de interés para impulsar el crédito y el consumo. Taylor asume esa actuación por parte de los bancos centrales, y aunque no sea una norma escrita, la experiencia nos dice que sí se cumple.

Es importante tener en cuenta que la regla de Taylor no se toma como mandato por parte de los bancos centrales y casi ninguno afirma utilizarla. Pero desde que se creó en 1992 es bastante utilizada por los bancos centrales para medir sus políticas monetarias y ver en qué punto se encuentran.

La Regla de Taylor es un indicador que sirve para determinar el tipo de interés necesario para estabilizar una economía en el corto plazo, pero manteniendo el crecimiento a largo plazo (se busca un equilibrio entre inflación y crecimiento económico). Se debe de tener en cuenta que la Regla de Taylor no se toma como reglamento en los Bancos Centrales, más bien es bastante utilizada para medir su política monetaria y ver en qué punto se encuentran. Desde 1993, no solo ha servido como guía para equilibrar los tipos de interés, sino también como orientadora de la oferta de dinero.

Esta se originó como una descripción de la política de la FED siguiendo 3 parámetros básicos:

• Inflación

• Exceso de capacidad productiva

• Meta de inflación.

El modelo de la regla de Taylor se establece en base a las 5 ecuaciones, cuales son:

Producción: Demanda de bienes y servicios: $Yt = Yt - \alpha(rt - p) + Et$

Interés real: Ecuación de Fisher: $rt = it - Et\pi t{+}1$

Curva de Phillips: $\pi t = Et{-}1\pi t + \emptyset(Yt - Yt) + Vt$

Expectativas adaptativas: $\pi t = Et\pi t{+}1$

Regla de Política Monetaria: $it = \pi t + Pt + \theta\pi(\pi t - \pi*) + \theta Y(Yt - Yt)$

A través de la utilización de las 5 ecuaciones antes mencionadas se puede obtener la Regla de Taylor para una economía abierta y grande bajo la siguiente función:

$Rt = \tilde{r}{+}\ \alpha 1(\pi t - \pi) + \alpha 2(Yt - Y)$

Donde Rt es la tasa de interés real, constituye la tasa natural de interés, $(\pi t - \pi)$, compone la diferencia de los precios observados, es decir la brecha inflacionaria, $(Yt - Y)$ es la desigualdad del producto efectivo y del potencial, es decir la brecha producto.

Los parámetros indican cuánto debe ajustarse la tasa de interés real frente ante desviaciones de la brecha producto o inflacionaria. Sin duda, α indica qué tan fuerte debe la tasa de interés responder ante cambios en la disimilitud de lo que se produce con lo que se puede producir, tanto en inflación como en producto. Todo esto significa que cuando el producto efectivo crece por encima de su nivel potencial, se incrementa consigo la inflación efectiva por encima de su meta de inflación, por lo cual a partir de Taylor los bancos centrales deben incrementar su tasa de interés real para ultimar la brecha del producto y con ello, la fisura inflacionaria.

La norma general que siguen los bancos centrales es aumentar los tipos de interés cuando la inflación está por encima del objetivo (2% en el BCE por ejemplo) y bajarlos cuando la inflación está bastante por debajo. La regla de Taylor en cambio, propone calibrar el tipo de interés siguiendo una media móvil para suavizar las fluctuaciones del tipo de interés y sus efectos en la economía.

Desde su creación, la regla de Taylor no solo ha servido como guía a los bancos centrales para calibrar los tipos de interés, sino también como guía de la oferta de dinero, dado que los tipos de interés y la oferta de dinero están ampliamente relacionados.

POLITICA FISCAL

Ante la situación inflacionaria, y consecuente impacto en la renta de los ciudadanos, los Gobiernos han puesto en marcha políticas fiscales expansivas, que chocan con las políticas monetarias contractivas de los Bancos Centrales.

Y, además, se produce el debate impositivo ... los liberales abogan por una bajada de impuestos, asumiendo que esto redundará en una mayor recaudación por crecimiento económico, mientras que los gobiernos de izquierdas abogan por mayores impuestos a las rentas altas. Y todo esto, en un momento de situación estanflacionaria.

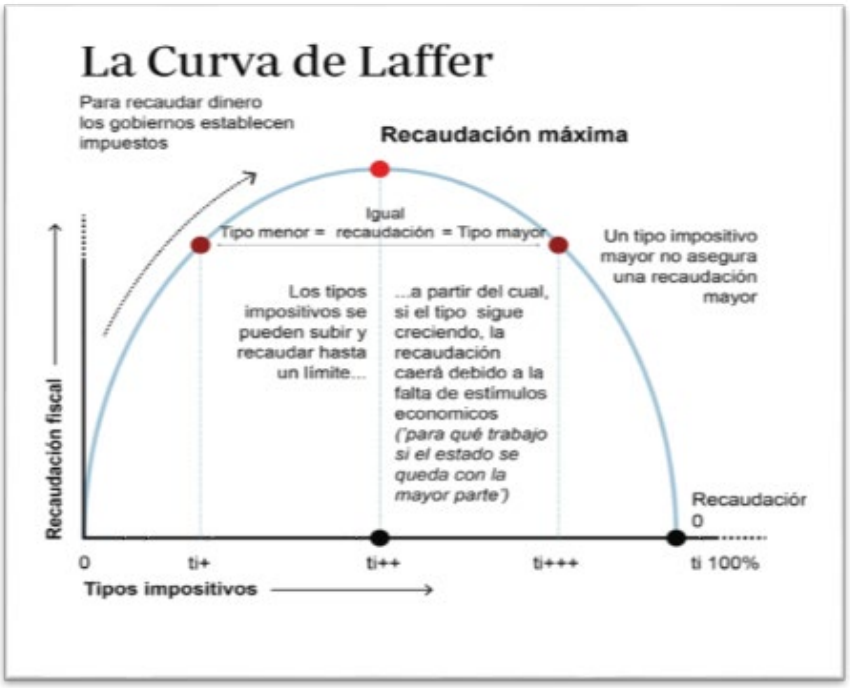
Las medidas que mejor resultado han dado para luchar contra la estanflación hasta el momento han sido, mejorar la fiscalidad de las empresas a la vez que se aplican medidas de flexibilización del mercado laboral, liberalización de la comercialización, medidas de defensa de la competencia y una mayor inversión en formación y educación.

Y en el debate fiscal, nos enfrentamos a la eterna deliberación del Teorema de Laffer:

La curva de Laffer es una representación económica que muestra la relación entre un impuesto y el nivel de recaudación total resultado del mismo.

Ha sido motivo de debate económico durante largo tiempo la efectividad de las políticas de oferta para estimular la economía basadas en la curva de Laffer.

La curva de Laffer se basa en la evolución de los ingresos fiscales en función de la variación de los tipos impositivos, estableciendo que el incremento de los tipos impositivos da lugar a un incremento de los ingresos fiscales hasta cierto punto, a partir del cual, el incremento de tipos reduce los ingresos fiscales hasta llegar a cero con un tipo del 100%.



Los defensores de la curva argumentan que la reducción de tipos en el tramo descendente de la curva estimularía la economía incrementando las bases imponibles, lo que daría lugar a un incremento de ingresos fiscales superior a la reducción inicial de ingresos fiscales provocada por la rebaja de tipos. Este tipo de políticas se enfrentan a la dificultad de determinar el tipo impositivo al cual se produce la inflexión de ingresos. Además, la eficacia de dicha reducción depende de otra serie de factores como el mix impositivo, los tipos aplicados, el grado de elusión fiscal, etc.

Por otro lado, este tipo de recetas económicas presentan su componente ideológico y político. Y en este sentido, los políticos de izquierda suelen odiar los recortes de impuestos y hacen de su bandera el incremento de estos, por lo menos a los ciudadanos de mayor poder adquisitivo, justificándolo como un principio básico de progresividad en que los ciudadanos con mayores recursos deben contribuir en mayor medida a soportar los gastos de la sociedad.

La política fiscal de los gobiernos, especialmente en Europa, no debe ser expansiva por el efecto negativo que tendría sobre la inflación, contrarrestando los esfuerzos que está realizando los Bancos Centrales subiendo los tipos de interés. Los gobiernos pueden llevar a cabo cierta expansión fiscal, pero las medidas deben ser selectivas y estar centradas en los segmentos vulnerables de la población. Por otro lado, otro empuje de política fiscal no es posible debido a dos causas, las ratios de deuda sobre PIB, muy altas especialmente en los países periféricos, y el deterioro de los déficits públicos que en algún momento va a tener que ser corregido.

CRISIS ENERGETICA

La continua subida de la energía es una amenaza para el crecimiento. Los precios del gas, el carbón y el petróleo se une al resto de problemas en la oferta que están generando un auge de los precios que empieza a ser preocupante (coincide con la desaceleración de la recuperación). Esto se traduce en precios más altos para empresa y consumidores.

La crisis energética provocada por la guerra de Ucrania ha puesto de manifiesto la falta de planificación de los Estados, y que es absolutamente necesario buscar alternativas al actual modelo. Cuando todo el mundo apostaba por las energías limpias, Alemania está volviendo al carbón y Francia a la energía nuclear, para contrarrestar el impacto de la guerra de Ucrania.

Las causas de la crisis energética son múltiples: la alta demanda de energía a nivel internacional para superar la pandemia, los esfuerzos de China por dejar el carbón, las históricas restricciones de infraestructura para incrementar la producción de hidrocarburos, los inviernos más fríos, la ausencia de viento en Europa, los huracanes en el Caribe, las sequías en América Latina, la falta de desarrollo de las fuentes renovables en el mundo y el insuficiente compromiso por cumplir con las metas de descarbonización del Acuerdo de París.

Las consecuencias son conocidas: ralentización de las economías por un bajón de las actividades productivas, una escalada de los precios de las materias primas básicas, el encarecimiento del gas natural, el GNL y el barril del petróleo, un aumento de las tarifas eléctricas, cierre de fábricas e industrias, transportes y alimentos más caros.

Y la invasión rusa de Ucrania ha acabado de poner patas arriba el tablero energético. Los precios del gas, carbón, petróleo y otras materias primas se han disparado y han desencadenado una batería de movimientos geoestratégicos, en las que habrá ganadores y perdedores. EEUU ya ha elevado enormemente su presencia en Europa al ofrecer el gas que el Viejo Continente quiere dejar de comprar a Putin. También se han beneficiado Venezuela, Qatar, Argelia, Noruega o China. Pierden, a corto plazo, los países más dependientes, España, entre ellos.

El fuerte incremento de los precios energéticos, con el demoledor impacto en la inflación, y la amenaza de escasez en el corto plazo en el caso del gas han obligado a reaccionar a los grandes países europeos. La primera medida ha sido buscar suministradores alternativos a Rusia ante un agravamiento de la crisis, y el país que ha reaccionado más rápido ha sido Estados Unidos en su condición de primera potencia mundial.

Este país elevará sus ventas de gas a Europa y liberará parte de sus reservas estratégicas de petróleo para ayudar a bajar precios. Además, juega un papel clave en la reinserción mundial de países como Venezuela o Irán. Venezuela es dueña de las mayores reservas mundiales de petróleo, pero incapaz de explotarlas por el deplorable estado de su economía. Irán es uno de los mayores productores de gas, pero lo tiene embargado por su política nuclear. Los principales estados petroleros han visto sus ingresos multiplicados: Arabia Saudí, Irak, Emiratos Árabes, etc.; fuera del golfo Pérsico, Noruega ha multiplicado por seis los suyos en unos meses.

Hasta hace poco, el comercio de gas natural ha tenido un carácter más regional que global, ya que su transporte estaba condicionado por la existencia de gasoductos. Rusia y el resto de Europa han desarrollado durante mucho tiempo una red de tuberías con origen en los yacimientos de Yamal. La mayoría entra en la UE a través de Bielorrusia, Ucrania y, para evitar el paso por ésta, también llega por el mar Báltico directamente hasta Alemania (Nord Stream).

El incremento del precio del gas tiene un doble efecto pernicioso para las economías de Europa. En primer lugar, es el combustible más utilizado para calentar y cocinar en los hogares, mientras que su uso industrial ha desplazado a otros más contaminantes y menos eficientes como el fuel o el carbón. En segundo lugar, el gas juega un papel clave en la generación eléctrica, por lo que su encarecimiento se traslada a la factura de luz de millones de empresas y hogares.

Si el gas es importante, más aún lo es el petróleo. En el caso de España, casi la mitad de la energía consumida cada año proviene de productos petrolíferos. Su mayor impacto se produce en el transporte, donde un encarecimiento de los carburantes afecta a toda la actividad económica. Hay un dato que ilustra esta amenaza: España había elaborado sus Presupuestos Generales del Estado para 2022 estimando un coste del petróleo de 60 dólares, pero la realidad ha sido que su coste medio ha sido de 100 dólares. Un golpe de 15.000 millones de euros para la economía en un año.

La fuerte subida del precio de los hidrocarburos ha resucitado el consumo de carbón a nivel global. Sólo China consume la mitad de todo el carbón que se quema cada año en el mundo y lo seguirá haciendo mientras negocia con Rusia nuevas vías para abastecerse de gas a medio plazo, aprovechando la ruptura de contratos con Europa.

Por su parte, países como Alemania o Polonia han reactivado el uso del carbón para alejarse de Putin, lo que implica de facto una paralización a corto plazo de la transición ecológica europea.

Si a corto plazo los países productores de gas, petróleo y carbón se están beneficiando por la guerra en Ucrania, a largo plazo la perspectiva es diferente y los ganadores tienen etiqueta verde. Europa tiene claro que, cuando se supere la emergencia actual, el futuro no pasa por depender de países alternativos a Rusia, sino por ser autónomos a nivel energético. Esto se logrará con un impulso a las renovables y, en países como Reino Unido o Francia, complementando éstas con la energía nuclear.

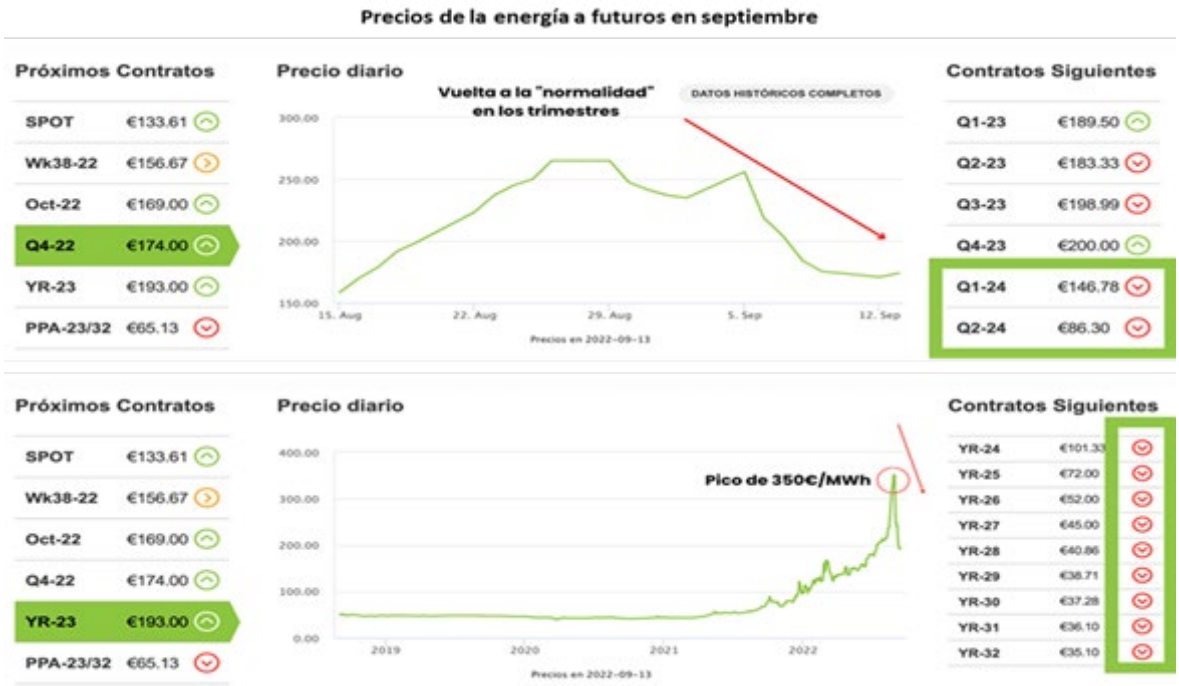
Son varias son las causas del incremento de precios energéticos:

Dependencia energética: El gas ruso es una de las principales tecnologías que necesita el continente, pero la subida de precio del mismo, unido a una demanda mayor, ha provocado un incremento generalizado del precio de la energía.

Falta de renovables: Contaminar cada vez tiene un precio más elevado el aumento del precio de los derechos de CO2. Pero el problema es que se necesita de tecnologías contaminantes para generar electricidad. Esto ha provocado un incremento en el precio de la energía, pues hay que pagar más costes en forma de penalizaciones.

Conflicto en Ucrania: Ha sido la gota que ha colmado el vaso. Europa se está enfrentando a Rusia en una batalla en la que tiene pocas posibilidades de victoria. Ellos tienen la llave que abre y corta el grifo, además de fijar los precios que desean. Cómo no, todo esto lo conocen los mercados, y ante cualquier acontecimiento, tiemblan y vuelven a incrementar la tendencia de los precios de la energía.

Si miramos los precios de la energía a futuros en septiembre de 2022:



Fuente: OMIP

Lo más importante viene de cara a principios del 2024, donde vemos una clara bajada coincidiendo con una posible recuperación energética y económica de Europa.

Los datos más impactantes los encontramos en la evolución anual. A finales de agosto se alcanzó un récord de 350€/MWh de media para el año 2023, una auténtica locura. Al anunciar la UE las primeras medidas para combatir la inflación y la dependencia energética, parece que la tendencia del precio de la energía durante los próximos años se ha normalizado de forma temporal.

RESUMEN DE PREVISIONES

Zona / País	PIB (%)		Inflación (%)		Déficit (%)		Deuda/PIB (%)		Desempleo (%)		T. Interés (%)		T. Cambio (USD)	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Mundo	3,3	2,8	8,9	6,3										
EEUU	1,4	1,2	7,0	2,6	-5,5	-4,5	126,0	124,0	3,7	4,1	4,0	4,5	0,9	1,0
Eurozona	2,5	-0,9	8,1	5,8	-3,9	-2,9	96,0	93,0	6,8	7,0	2,0	3,5	0,9	1,0
Alemania	1,2	-0,4	8,0	7,0	-3,7	-4,3	69,3	70,5	5,5	6,7	2,0	3,5	0,9	1,0
Francia	2,5	0,6	5,9	4,2	-4,6	-3,2	111,2	109,1	7,4	8,2	2,0	3,5	0,9	1,0
Italia	3,3	-0,2	8,5	6,5	-5,1	-4,2	147,0	147,2	7,8	8,8	2,0	3,5	0,9	1,0
España	4,1	1,2	8,7	5,6	-5,4	-4,6	116,8	115,7	13,0	13,9	2,0	3,5	0,9	1,0
Reino Unido	3,2	0,1	10,1	6,5	-5,3	-7,5	98,0	101,0	3,9	5,0	3,0	5,2	1,1	1,1
Japón	1,6	1,7	2,1	1,5	-7,5	-5,0	266,0	258,0	2,6	2,4	0,0	0,0	145,5	137,3
M. Emergentes														
BRICS														
China	3,1	4,7	2,3	2,5	-9,0	-7,8	77,8	81,8	3,7	3,3	4,4	4,4	7,1	6,6
India	8,2	6,1	7,4	4,9	-6,7	-6,4	89,2	84,0	6,4	7,5	5,9	6,3	82,0	86,3
Brasil	2,1	1,1	9,0	5,9	-4,9	-6,8	88,2	96,5	9,1	8,7	13,8	11,0	5,3	5,2
Rusia	-3,4	-2,3	13,4	6,0	-4,5	-3,2	18,2	23,0	3,8	6,5	7,5	6,0	59,0	56,5
Sudafrica	2,1	1,5	7,5	5,3	-5,5	-4,1	74,7	76,8	34,2	36,0	7,0	7,5	17,8	20,8
Turquía	4,5	1,8	83,0	44,0	-5,5	-5,0	45,0	43,0	10,3	13,5	10,5	17,3	19,2	24,8
México	1,7	1,5	8,2	5,8	-3,0	-2,3	52,1	50,0	3,6	3,5	10,5	10,5	20,5	21,6
Argentina	4,0	1,2	95,4	83,0	-4,5	-3,0	80,5	75,0	8,0	8,5	87,0	78,0	171,9	319,5
Colombia	5,4	2,5	12,0	7,1	-7,1	-2,0	64,5	59,0	10,7	11,0	10,0	11,0	4892,0	5941,0
Indonesia	5,1	4,7	4,9	4,5	-4,1	-3,5	41,2	43,0	5,8	5,4	5,0	5,3	15658,0	15167,0

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.

Dirección y coordinación:
Cristina Murgas Aguilar

Autor:
Aurelio García del Barrio

Maquetación:
Paula Peregrín Reja

Dirección de Comunicación y PR:
Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional QUUM
cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61
Fernando Moldenhauer, Ejecutivo de cuentas QUUM
fernando@quum.com / Telf. 679 53 37 46

C/Alfonso XI, nº 6, 28014, Madrid

91 524 06 15

www.ieb.es