



PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL 2025

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



ÍNDICE

1. Contexto Global	3
2. Estados Unidos	46
3. Unión Europea	59
4. Alemania	64
5. Francia	69
6. Italia	72
7. España	77
8. Reino Unido	87
9. Japón	90
10. Países Emergentes	96
11. China	100
12. India	105
13. Brasil	109
14. Rusia	113
15. Sudáfrica	117
16. Turquía	120
17. México	123
18. Argentina	126
19. Colombia	130
20. Indonesia	134
21. OPEP +	138
22. Commodities	143
ANEXO	
Cuadro Macroeconómico Global	151



CONTEXTO GLOBAL

Cuatro años después del inicio de la pandemia, la economía internacional sigue intentando corregir los desajustes entre oferta y demanda que se han acumulado desde entonces, cuya máxima expresión ha sido el intenso y sorpresivo proceso inflacionista que se desencadenó en el primer semestre de 2021, sembrando de obstáculos las decisiones de agentes económicos e inversores en los tres últimos años y, obligando a responder de manera contundente a los bancos centrales.

La noticia positiva es la resiliencia que está mostrando el ciclo de negocios a una coyuntura económica y geopolítica tan compleja, así como la respuesta de la inflación a las subidas de los tipos de interés. Una vez reducidos los desequilibrios entre oferta y demanda, la economía ha entrado en una fase de transición hacia una nueva normalidad, en la que variables como el crecimiento potencial o los tipos de interés neutrales se verán afectadas por el impacto de una política económica con múltiples objetivos, así como por las grandes tendencias subyacentes que conformarán el comportamiento de la economía internacional en el futuro.

Estos años después del inicio de la pandemia, origen de los desequilibrios y desafíos que ha ido sorteando desde entonces la economía internacional, la sensación es que en 2025 podríamos ver la recuperación de cierta normalidad en el comportamiento del ciclo de actividad global.

Normalidad entendida como el cierre de la brecha entre oferta y demanda presente en buena parte del último lustro, lo que permitirá un retorno de la inflación a una zona próxima a los objetivos de los bancos centrales y, como consecuencia, la aceleración del proceso de bajadas de los tipos de interés hacia la zona neutral (2% en la eurozona y 3% en EE. UU.).

Si a lo anterior le unimos un mercado de petróleo que, al margen de la volatilidad que seguirá transmitiendo la geopolítica, parece tener un precio de equilibrio en la banda de los 70-80 dólares, tendríamos una buena base de apoyo para la consolidación del escenario de aterrizaje suave de la economía mundial.

Por tanto, parece que estarían próximos a corregirse los desequilibrios monetarios causados por la acumulación de shocks de naturaleza muy diversa de los últimos años, una vez controlado el sorpresivo e intenso proceso inflacionista que se generó tras la pandemia. Y, lo más importante, el retorno de la estabilidad de precios se está consiguiendo sin tener que pagar un coste excesivo en términos de puestos de trabajo y actividad, pues el resiliente ciclo de actividad global va a mantener una velocidad de crucero algo por encima de la zona del 3%, con la mayoría de los mercados de trabajo todavía generando empleos.

La parte menos positiva del escenario macroeconómico es que pueden enquistarse las divergencias, tanto sectoriales (mejor sector servicios que industria) como entre áreas económicas (mejor EE. UU. que eurozona y China) o regiones (Alemania concentrando los problemas de Europa).

Pero todavía persisten los viejos problemas heredados de la gran crisis financiera, como son el bajo crecimiento potencial, los elevados niveles de deuda pública global o el mediocre desempeño de la productividad, especialmente en Europa. La magnitud de los retos estructurales es todavía mayor si pensamos que deberán abordarse en un entorno sujeto a una elevada incertidumbre, tanto por el aumento tendencial del riesgo geopolítico como por los

efectos del proceso de transformación de las relaciones comerciales globales, con las cadenas de suministros regionalizándose y el mundo volviendo a dividirse en bloques.

Todo ello mientras todavía tenemos más preguntas que respuestas sobre lo ocurrido en los últimos cuatro años en ámbitos como el comportamiento de las expectativas de inflación, la relación entre empleo y precios (aumento de pendiente en la curva de Phillips) o el reparto de los shocks de oferta entre salarios y márgenes. Lo que dificultará anticipar dónde se estabilizarán los tipos de interés reales o si la inflación mantendrá un comportamiento asimétrico con respecto al objetivo.

Por tanto, se necesitará tiempo para terminar de digerir los cambios de los últimos años, la política económica deberá pivotar triplemente a través de una política monetaria moviéndose de zona restrictiva a territorio neutral (buena noticia para los emergentes), una política fiscal buscando estabilizar las dinámicas de deuda (algo especialmente complicado en EE. UU. y China) y políticas de oferta recobrando protagonismo para mejorar la capacidad de crecimiento potencial.

En el año 2023, la producción mundial de bienes y servicios en dólares corrientes (agregada a tipos de cambio de mercado) ascendió a 105 billones de dólares, casi 17 billones más que en 2019 (+19%). A precios constantes, el aumento acumulado ha sido muy inferior (8,7%), reflejando el importante incremento de la inflación desde 2021.

En todo caso, un resultado destacable teniendo en cuenta que en el convulso período de tiempo transcurrido desde principios de 2020 se han sucedido sin solución de continuidad, la mayor crisis sanitaria de las últimas décadas, distorsiones en las cadenas de producción globales por la aparición de cuellos de botella en el transporte y la logística, un aumento drástico del riesgo geopolítico con dos conflictos activos de elevada importancia estratégica (Ucrania y Oriente Medio), además de un incremento de la incertidumbre comercial ligada a la búsqueda de autonomía estratégica por parte de las grandes potencias, con el riesgo de que en los escenarios más extremos se produzca un retorno a la división en bloques comerciales.

Con las cicatrices todavía presentes de la gran crisis financiera, en los últimos tres años los agentes económicos han tenido que adaptarse a un entorno sujeto a una gran inestabilidad y en el que empiezan a aflorar cambios de una naturaleza más estructural.

En un entorno caracterizado por la acumulación de perturbaciones negativas (policrisis) y por el intenso proceso de endurecimiento monetario de los dos últimos años, la cara positiva está siendo la resiliencia del ciclo de negocios mundial; y esto se puede observar en el escaso efecto de las subidas de tipos de interés aplicadas en los dos últimos años sobre la actividad y, especialmente, en el empleo. Sobre todo, teniendo en cuenta que la transmisión del endurecimiento monetario a la actividad real a través del canal crediticio está muy avanzada.

La mejora del escenario económico ha venido marcada por la moderación de los precios de la energía, la solidez de los mercados de trabajo o el buen comportamiento de la renta disponible en términos reales, gracias a la buena evolución de los salarios y la bajada de la inflación.

Respecto a la inflación, el desvanecimiento del shock energético directo y la paulatina desaparición de sus efectos indirectos, además de la limpieza de los cuellos de botellas en el transporte internacional han permitido un cambio de tendencia, comenzando el proceso de desinflación. La efectividad de las medidas puestas en marcha por los bancos centrales para contrarrestar la escalada de los precios ha sido muy apreciable, con un coste moderado en

términos de actividad, poniendo de manifiesto que probablemente buena parte de la inflación venía explicada por las distorsiones en el lado de la oferta.

El panorama macroeconómico mundial se ha caracterizado por un alto grado de incertidumbre desde la pandemia de COVID-19, debido posiblemente a los shocks inflacionarios y la escalada de las tensiones geopolíticas.

Consecuencias de la incertidumbre macroeconómica

La elevada incertidumbre macroeconómica puede afectar la estabilidad macrofinanciera a través de tres canales principales. En primer lugar, puede agravar los riesgos de eventos extremos en el mercado de activos financieros cuando se produce un shock adverso (el canal del mercado).

En segundo lugar, puede retrasar las decisiones de consumo e inversión del sector privado y desacelerar la actividad económica, lo que puede aumentar los riesgos de crédito para las instituciones financieras y desencadenar un círculo vicioso de interacciones macro financieras negativas (el canal real). Y, en tercer lugar, puede disminuir la disponibilidad de crédito interno al agravar la brecha de información entre los prestamistas y los nuevos prestatarios sobre su solvencia, así como también al aumentar el riesgo en las carteras de préstamos existentes (el canal del crédito).

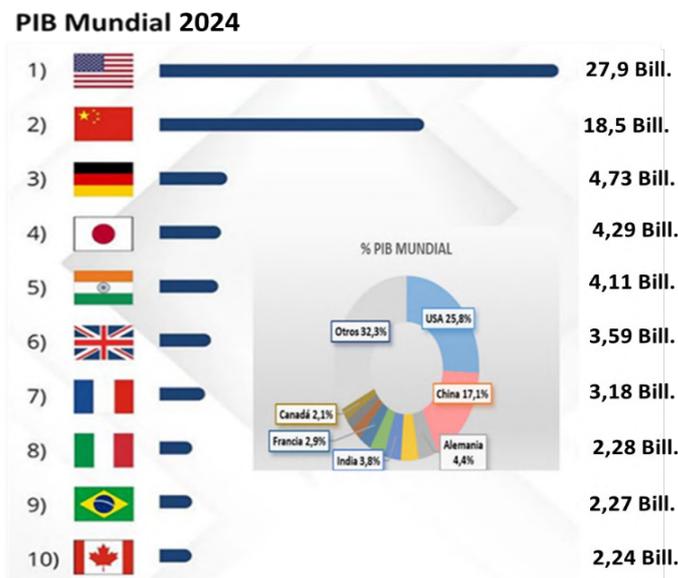
La elevada incertidumbre macroeconómica puede agravar significativamente el riesgo de que se materialice un evento de deterioro del crecimiento del PIB (riesgo de cola), en particular en países con importantes vulnerabilidades, como el endeudamiento excesivo en los sectores público y privado.

Además, la elevada incertidumbre macroeconómica hace más complicada la disyuntiva intertemporal que plantea la relajación de las condiciones financieras, que por un lado impulsa el crecimiento del PIB a corto plazo, y por otro lado propicia una acumulación de vulnerabilidades que agrava los riesgos de cola para el crecimiento del PIB a mediano plazo, especialmente cuando la volatilidad de los mercados financieros es baja, es decir, cuando hay una desconexión entre los mercados y la macroeconomía.

En cuanto a los posibles mecanismos subyacentes, los riesgos de eventos extremos en el mercado financiero y para el crédito bancario son canales importantes a través de los cuales la incertidumbre económica puede amplificar los riesgos de deterioro del crecimiento del PIB. Se deben adoptar políticas prudentes adecuadas cuando las condiciones financieras son laxas y frenando la acumulación de una deuda pública elevada en relación con el PIB, y contar con colchones adecuados de reservas internacionales y flexibilidad del tipo de cambio que pueden contribuir a mitigar los riesgos de deterioro derivados de un aumento de la incertidumbre macroeconómica.

El producto interior bruto mundial asciende a algo más de 108 billones de dólares estadounidenses en 2024, y a casi 112 billones en 2025, donde solo Estados Unidos representa una cuarta parte de esta cifra. Las 12 economías más grandes del mundo incluyen todas las economías del Grupo de los Siete (G7), así como las cuatro economías más grandes de los BRICS.

Estados Unidos ha tenido constantemente la economía más grande del mundo desde el período de entreguerras, y aunque informes anteriores estimaban que sería superada por China en la década de 2020, las proyecciones más recientes estiman que la economía de Estados Unidos seguirá siendo la más grande por un margen considerable en la década de 2030.



Radiografía de las 10 principales economías del mundo:

1. Estados Unidos

La economía más poderosa del mundo, con un PIB de 27,9 billones de dólares. Estados Unidos también tiene la economía tecnológicamente más poderosa del mundo, con industrias altamente diversificadas como el petróleo, el acero, los vehículos motorizados, la aeroespacial, los productos químicos, la electrónica, el procesamiento de alimentos y los bienes de consumo. El sector más crucial de Estados Unidos es el sector servicios, que representa el 80,2% del PIB total, seguido del sector manufacturero (18,9%) y la agricultura (0,9%). A pesar de la creciente presión de los productores de bajos salarios como China, Estados Unidos ha logrado aumentar la producción económica en los últimos años de manera constante.

2. China

La segunda economía más grande del mundo, con un PIB de 18,5 billones USD. China es también el país más grande del mundo por población, con más de 1.400 millones de personas. Es el líder mundial en producción industrial y tiene industrias sólidas como minería, hierro, acero, aluminio, construcción de maquinaria, textiles y prendas de vestir, productos químicos, así como productos de consumo. Esto da como resultado un sector industrial fuerte, que representa el 39,5% del PIB total. Por su parte, los servicios representan el 52,2% y la agricultura el 8,2% del PIB del país. Es importante señalar que hace 40 años, China era una economía cerrada y de planificación centralizada. Desde entonces, se ha convertido en una de las principales potencias económicas del mundo.

3. Alemania

Sustenta la tercera economía más grande del mundo, con un PIB de 4,7 billones de dólares. Alemania es también la economía más poderosa de la eurozona. Es uno de los mayores productores mundiales de hierro, acero, carbón, productos químicos, maquinaria, automóviles y máquinas herramienta. Sin embargo, el sector más fuerte del país es el terciario, que

representa el 69,3% del PIB total. El sector secundario representa el 30,1%, mientras que el sector primario solo suma el 0,6% restante.

4. Japón

El siguiente país de la lista es Japón. Con un PIB de 4,29 billones de dólares, es la cuarta economía más poderosa del mundo. Se encuentra entre los productores más grandes y tecnológicamente avanzados del mundo de vehículos motorizados, máquinas herramienta, electrónica, barcos, productos químicos y alimentos procesados. El sector más dominante en Japón es el sector servicios, que es responsable del 70,9% del PIB total del país. Mientras tanto, el sector manufacturero representa el 29,7% y el sector agropecuario el 1% restante. La posición de Japón como una de las industrias más influyentes del mundo es impresionante, principalmente porque el país es escaso en recursos naturales críticos.

5. India

Con un PIB de 4,11 billones de dólares. El país tiene una economía diversificada, con industrias fuertes como la textil, la química, la siderúrgica, la minera, la maquinaria, la farmacéutica y el software. Debido a sus vastas áreas rurales, el sector agrícola de la India representa alrededor del 16,8% del PIB total. En tanto, el sector industrial representa el 28,9% y los servicios el 46,6% restante. En los últimos años, la India se ha convertido en una economía de mercado abierto, lo que ha acelerado el crecimiento del país.

6. Reino Unido

La sexta economía más grande del mundo, con un PIB de 3,59 billones de USD. Además de eso, el Reino Unido es la segunda economía más grande de Europa. Las economías más importantes del Reino Unido incluyen máquinas herramienta, equipos de energía eléctrica, construcción naval, aviones, productos químicos, procesamiento de alimentos, ropa y otros bienes de consumo. El país cuenta con un fuerte sector de servicios, que representa el 80,4% del PIB del país. Por su parte, el sector manufacturero representa el 19% y la agricultura el 0,6%. El Reino Unido se vio especialmente afectado durante la crisis financiera de 2008.

7. Francia

La séptima economía del mundo, con un PIB 3,18 billones de dólares. Las industrias más fuertes del país incluyen maquinaria, productos químicos, automóviles, aviones, electrónica y turismo. El sector servicios representa el 78,9% del PIB total, seguido por el sector industrial (19,4%) y el sector agropecuario (1,6%).

8. Italia

Con un PIB de 2,28 billones de USD, Italia es la octava economía más grande del mundo. Las principales industrias del país incluyen el turismo, la maquinaria, el hierro y el acero, los productos químicos, la confección y el procesamiento de alimentos. Como resultado, el sector primario (73,9%) y el sector secundario (24%) representan juntos alrededor del 98% del PIB total. La mayor parte del 2% restante se origina en el sur agrícola del país.

9. Brasil

El siguiente país de la lista es Brasil, con un PIB de 2,27 billones de dólares. El país es conocido por su industria textil y del calzado, así como por sus fuertes industrias del cemento, la madera, el mineral de hierro y el estaño. Esto da lugar a un sector agrícola relativamente fuerte, que

representa alrededor del 6% del PIB total. Sin embargo, como en la mayoría de las industrias modernas, los sectores de servicios (72,8%) y manufactura (21%) siguen representando la mayor parte del PIB del país.

10. Canadá

Por último, pero no menos importante, Canadá es la décima economía más grande del mundo, según el Producto Interno Bruto, con un PIB de 2,24 billones de USD. El país cuenta con fuertes industrias en las áreas de equipos de transporte, productos químicos, productos alimenticios, productos de madera y papel, así como pesca. Si observamos la composición del PIB por sector de origen, el sector servicios es responsable de alrededor del 70,2% del PIB del país, seguido de la manufactura (28,1%) y la agricultura (1,7%).

PIB Per Cápita (PPA)



Fuente: Elaboración Propia

El PIB per cápita intenta nivelar el campo de juego dividiendo la producción económica de un país por su población, dando efectivamente el PIB promedio por persona. Un mayor PIB per cápita generalmente corresponde a mayores ingresos, niveles de consumo y niveles de vida.

Uno de los principales inconvenientes de utilizar el PIB per cápita es que no tiene en cuenta la fuerza de la moneda local frente a su tipo de cambio, este último fuertemente influenciado por los flujos de inversión y la demanda de la moneda nacional.

Los bienes no transables en un país (transporte local, escuelas, etc.) no se valoran cuando se utiliza una conversión de tipo de cambio. Tampoco tiene en cuenta las diferencias de precios entre países.

Para resolver esta situación, se utilizan los índices de paridad del poder adquisitivo (PPA). Un elemento clave de estos índices es que eliminan estas diferencias de precios y las convierten en una moneda común para mostrar una relativa prosperidad económica.

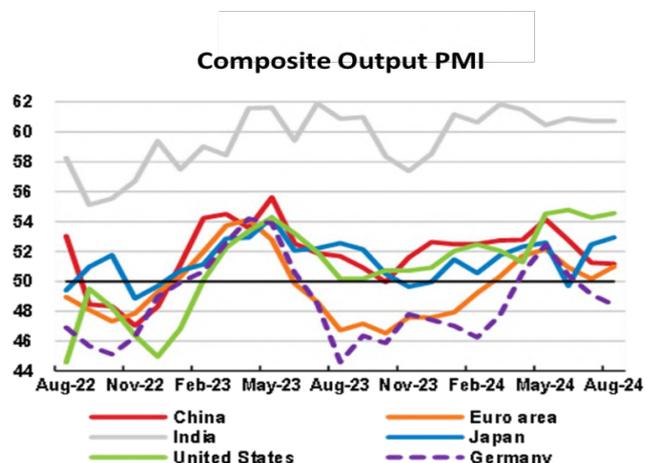
El crecimiento mundial sigue siendo moderado para los estándares históricos recientes, por debajo del promedio pre-pandémico, tasa del 3,8%. Los todavía altos tipos de interés, el limitado espacio fiscal y las continuas incertidumbres geopolíticas siguen enturbiando las perspectivas económicas.

A principios de agosto de 2024, los temores de una desaceleración más pronunciada de lo esperado de la economía de Estados Unidos y una escalada de la guerra en Oriente Medio, junto con un desmantelamiento del carry trade (pedir prestado - financiarse - a un bajo tipo de interés y usar esa financiación para invertir en activos que den un mayor tipo de interés) basado en el yen en medio de una subida de los tipos de interés por parte de la Banco de Japón, desencadenó un breve episodio de turbulencia en los mercados financieros.

Aunque los mercados se estabilizaron rápidamente, los riesgos para las finanzas mundiales se mantienen las previsiones de estabilidad y crecimiento. Además, un gran número de los países de bajos ingresos, especialmente en África, siguen enfrentándose a perspectivas de crecimiento en un contexto de condiciones financieras restrictivas, el aumento de los costes del servicio de la deuda y la amenaza de crisis de deuda.

Tras una ligera contracción en 2023, el comercio mundial de mercancías está recuperándose, en parte debido a los productos relacionados con la transición energética. Geográficamente, la recuperación ha sido impulsado por el aumento de las exportaciones de Asia y América del Norte, mientras que África y la región del Pacífico han experimentado una disminución de las actividades de comercio a principios de 2024. El crecimiento del comercio de servicios se está moderando, ya que la actividad turística se ha recuperado casi por completo a los niveles previos a la pandemia, prácticamente en todo el mundo.

El repunte del comercio mundial ha ido acompañado de un ligero



Fuente: Elaboración Propia

aumento de las actividades manufactureras. El PMI (Purchasing Manager Index), se ha mantenido en territorio expansivo en el primer semestre de 2024. No obstante, el aumento del uso de medidas restrictivas del comercio, el aumento de los costes de los fletes y las incertidumbres geopolíticas suponen una amenaza para la recuperación del comercio mundial y de la producción industrial.

La inflación general mundial se redujo aún más en el primer semestre de 2024 en medio de una disminución generalizada de las presiones sobre los precios. En muchos países desarrollados, la inflación se está acercando poco a poco a la tasa objetivo del banco central respectivo, aun cuando el crecimiento de los salarios y la inflación de los precios de los servicios sigue siendo elevada.

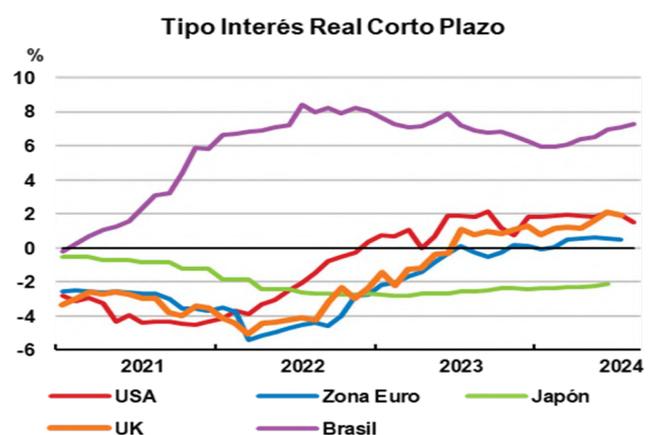
En junio, tanto el Índice Personal de precios de gastos de consumo (PCE) en Estados Unidos y el Índice de Precios de Consumo Armonizado (IPCA) en la eurozona aumentó solo un 2,5% interanual, acercándose en términos generales a el objetivo de inflación del 2% de los bancos centrales. La inflación en muchas economías en desarrollo también ha caído, pero en general siguen siendo más altas que en las economías desarrolladas. Una excepción notable es China, que sigue lidiando con una baja inflación en medio de una débil demanda de los consumidores.

Si bien se prevé que la inflación mundial se modere aún más en 2025, persisten los riesgos, tensiones geopolíticas y fenómenos meteorológicos extremos amenazan con interrumpir las rutas marítimas, elevando los costes de flete y ejerciendo presión al alza sobre los precios de las materias primas.

La disminución de las presiones inflacionarias ha dejado margen para la flexibilización cuantitativa en muchos países. En el primer semestre de 2024, los bancos bajaron los tipos de interés. Pero como la inflación subyacente y la inflación de los servicios han tardado en disminuir, las autoridades monetarias, en general, se han mantenido cautelosos a la hora de pivotar hacia los recortes de tipos.

El ritmo de la flexibilización monetaria por parte de los principales bancos centrales de los países desarrollados en los próximos trimestres dependerá de los avances en la desinflación y de los posibles cambios en las perspectivas de crecimiento y empleo.

A diferencia de los bancos centrales de otros países desarrollados, el Banco de Japón comenzó un ciclo de endurecimiento, después de haber subido los tipos de interés en marzo y julio para apoyar al yen y hacer frente a una inflación elevada.



Fuente: Elaboración Propia

La pandemia de COVID-19 y las múltiples perturbaciones que le siguieron han exacerbado las vulnerabilidades fiscales y de deuda, especialmente en muchos países de bajo ingreso. Dado que los tipos de interés mundiales siguen siendo elevadas, los costes del servicio de la deuda pública han seguido aumentando. Los intereses y los pagos de capital están absorbiendo una proporción cada vez mayor de los ingresos fiscales en muchos países en desarrollo, especialmente en África

y el Sur de Asia, desviando fondos públicos de la inversión en capital humano e infraestructura sostenible.

En general, **se espera que la política fiscal en 2024 se ajuste en relación con 2023. Más de la mitad de las economías desarrolladas se espera que reduzca los déficits fiscales en 2024.** Muchos gobiernos de países en desarrollo están llevando a cabo una consolidación fiscal gradual, retirando medidas de apoyo que contribuyeron a mitigar el impacto de las recientes crisis. Si bien el objetivo es reducir los déficits fiscales, mejorar la sostenibilidad de la deuda y crear espacio para el objetivo de gasto, la retirada de apoyo fiscal amenaza con debilitar la actividad económica y el empleo, especialmente en los países en desarrollo.

La economía mundial está iniciando el descenso final hacia un aterrizaje suave, con una inflación que disminuye de forma constante y un crecimiento que resiste. No obstante, el ritmo de expansión sigue siendo lento y podrían acercarse turbulencias.

Durante el segundo semestre de 2024, la actividad económica mundial ha sido resiliente, puesto que los factores de la oferta y la demanda respaldaron las principales economías. Por el lado de la demanda, la mayor solidez del gasto público y privado apoyó la actividad económica, a pesar de las condiciones monetarias restrictivas. Por el lado de la oferta, el aumento de la participación en la fuerza laboral, el restablecimiento de las cadenas de suministro y el abaratamiento de los precios de la energía y las materias primas tuvieron efectos positivos, pese a las renovadas incertidumbres geopolíticas.

Desafíos de la política económica

Ante el retroceso de la inflación y la estabilidad del crecimiento, hay que plantearse el futuro. Una proporción considerable de la desinflación reciente se produjo a través de un descenso de los precios de la energía y las materias primas, y no de una contracción de la actividad económica.

Como los ciclos de contracción monetaria suelen actuar deprimiendo la actividad económica, es pertinente preguntarse cuál ha sido ahí el papel de la política monetaria. La respuesta es que sus efectos se han dejado sentir a través de dos canales adicionales. En primer lugar, el acelerado ritmo de endurecimiento ayudó a convencer a ciudadanos y empresas de que no se iba a permitir que la elevada inflación se consolidase.

Esto evitó una escalada persistente de las expectativas inflacionarias, contribuyó a enfriar el crecimiento salarial y redujo el riesgo de que apareciese una espiral de precios y salarios. En segundo lugar, la inusual sincronía de la contracción monetaria redujo la demanda mundial de energía, provocando directamente un descenso de la inflación general.

Sin embargo, persisten las incertidumbres y los bancos centrales enfrentan ahora riesgos de doble filo. Deben evitar una relajación prematura, ya que esta echaría a perder gran parte de la credibilidad ganada a base de mucho esfuerzo, y provocaría un repunte de la inflación. No obstante, en los sectores sensibles a los tipos de interés (como el de la construcción) se aprecian crecientes señales de tensión, y la actividad de préstamo ha disminuido de forma pronunciada.

Igualmente, importante será dar a tiempo un giro hacia la normalización monetaria, como han comenzado a hacer varios mercados emergentes en los que la inflación va claramente a la baja. No hacerlo pondría en peligro el crecimiento y se correría el riesgo de que la inflación se situase por debajo de la meta.

Estados Unidos, donde la inflación ha venido impulsada principalmente por la demanda, debe centrarse en los riesgos de la primera categoría, mientras que la zona del euro, donde la escalada de los precios de la energía ha sido preponderante, debe gestionar más el segundo riesgo. En ambos casos, seguramente no será fácil mantener la trayectoria hacia un aterrizaje suave.

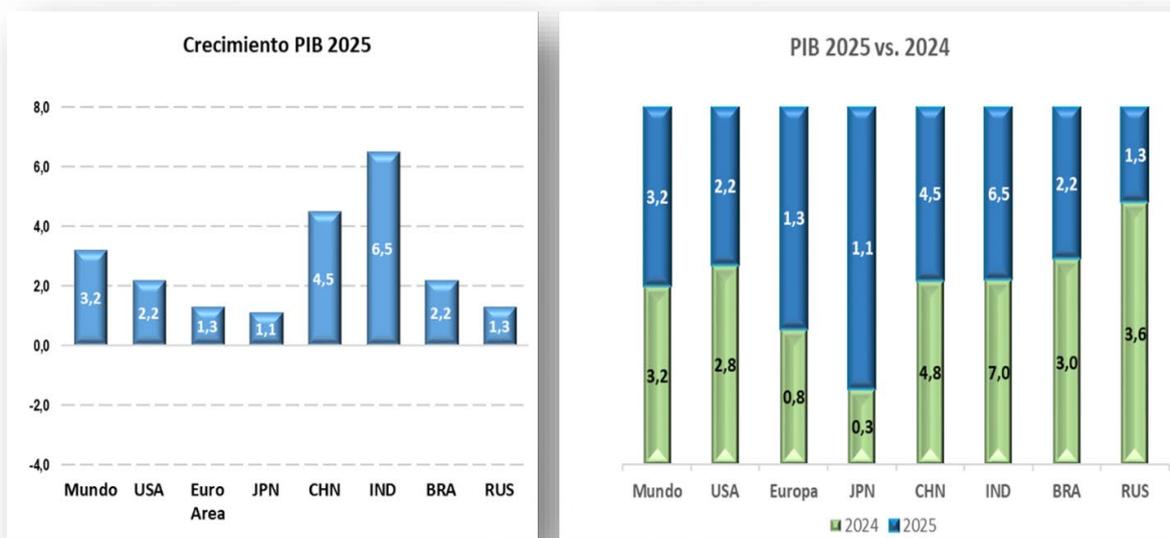
Pero, el principal desafío que hay por delante es abordar los elevados riesgos fiscales. La mayoría de los países salieron de la pandemia y la crisis energética con niveles de deuda pública y costes de endeudamiento más altos. Reducir la deuda y el déficit público generará espacio para enfrentar shocks futuros.

Se debe implementar una consolidación fiscal estable, con una primera ejecución importante. No basta con prometer ajustes futuros. Esta primera cuota debería combinarse con un marco fiscal mejorado y debidamente ejecutado, para que los esfuerzos de consolidación futuros sean notables y plausibles. A medida que la política monetaria vaya relajándose y se reanude el crecimiento, debería resultar más sencillo profundizar más en dicha consolidación fiscal.

Los mercados emergentes han sido muy resilientes, con un crecimiento más fuerte de lo esperado y saldos externos estables, en parte gracias a la mejora de los marcos monetarios y fiscales. Aun así, la divergencia de políticas entre países podría incitar las salidas de capital y la volatilidad de las monedas. Es preciso, pues, reforzar las reservas.

Otro aspecto que no podemos olvidar es reforzar el crecimiento, y para ello, es importante limitar la fragmentación geoeconómica, por ejemplo, eliminando aquellas barreras comerciales que obstaculizan los flujos comerciales entre bloques geopolíticos opuestos.

La previsión es que el crecimiento mundial sea de un 3,2% en 2024 y se mantenga en el 3,2% en 2025, donde venimos de unos elevados tipos de interés de política monetaria para combatir la inflación, el repliegue del apoyo fiscal en un entorno de fuerte endeudamiento que frena la actividad económica y el bajo crecimiento de la productividad subyacente.



Fuente: Elaboración Propia

La inflación está disminuyendo más rápidamente de lo previsto en la mayoría de las regiones, mientras se disipan los problemas en el lado de la oferta y se empieza a normalizar la política monetaria.

Ante la desinflación y el crecimiento sostenido, la probabilidad de que se produzca un aterrizaje brusco ha remitido, y los riesgos para el crecimiento mundial están en general equilibrados. Por el lado positivo, una desinflación más rápida podría dar lugar a una mayor distensión de las condiciones financieras. Una política fiscal más laxa de lo necesario podría comportar un aumento temporal del crecimiento, so pena de un ajuste posterior más costoso. Un mayor dinamismo de las reformas estructurales podría impulsar la productividad y dar lugar a efectos secundarios transfronterizos positivos.

Por el lado negativo, **las nuevas escaladas de los precios de las materias primas a causa de los shocks geopolíticos, como son los continuos ataques en el mar Rojo, y las perturbaciones de la oferta, o una mayor persistencia de la inflación subyacente, podrían frenar la dinámica de recorte de tipos de interés.** Una profundización de los problemas del sector inmobiliario en China o la desestabilización provocada en otros lugares por las subidas de impuestos y los recortes del gasto también podrían causar decepción en cuanto al crecimiento.

A corto plazo, las autoridades enfrentan el reto de gestionar con éxito el descenso final de la inflación hasta la meta, calibrando la política monetaria en respuesta a la dinámica de la inflación subyacente y, allí donde las presiones sobre precios y salarios claramente se estén disipando, ajustándola a una orientación menos restrictiva.

Al mismo tiempo, en muchos casos, visto que la inflación desciende y las economías están en mejores condiciones para absorber los efectos del ajuste presupuestario, es preciso prestar una atención renovada a la consolidación fiscal con el fin de restablecer la capacidad presupuestaria y poder abordar shocks futuros, recaudar ingresos para nuevas prioridades de gasto y frenar el incremento de la deuda pública.

La aplicación de reformas estructurales focalizadas y ordenadas reforzaría el crecimiento de la productividad y la sostenibilidad de la deuda, además de acelerar la convergencia hacia niveles de ingreso superiores. Es preciso aumentar la eficiencia de la coordinación multilateral, entre otras cosas, para facilitar la resolución de la deuda, evitar las situaciones críticas causadas por el sobreendeudamiento y crear espacio para las inversiones necesarias.

La inflación retrocede más rápidamente de lo esperado. Coincidiendo con la dinámica favorable de la oferta mundial, la inflación ha disminuido más rápidamente de lo esperado y, en los últimos meses, las mediciones se acercan al promedio de antes de la pandemia, tanto las de la inflación general como las de la inflación subyacente.

Este descenso de la inflación es consecuencia del desvanecimiento de los shocks de los precios relativos, en particular, los de la energía, y su subsiguiente traspaso a la inflación básica. El retroceso es consecuencia también de la distensión de la estrechez en los mercados de trabajo, con una disminución de las ofertas de empleo, un incremento modesto del desempleo y mayor oferta de mano de obra, en algunos casos vinculada a un importante flujo de llegada de inmigrantes.



Fuente: Elaboración Propia

En general, el crecimiento de los salarios ha seguido contenido, y las espirales salarios-precios, en las que los precios y los salarios se aceleran simultáneamente, no se han materializado. En las principales economías, las expectativas de inflación a corto plazo han disminuido, mientras que las expectativas a largo plazo se mantienen ancladas.

Los elevados costes de endeudamiento enfrían la demanda. Con el fin de reducir la inflación, los principales bancos centrales aumentaron la tasa de interés de política monetaria hasta niveles restrictivos en 2023, lo cual comportó altos costes hipotecarios, dificultó el refinanciamiento de la deuda de las empresas, limitó la disponibilidad de crédito y debilitó la inversión empresarial y en viviendas. Los inmuebles comerciales han estado especialmente sometidos a presión, ya que el aumento de los costes de endeudamiento se ha sumado a los cambios estructurales tras la pandemia.

No obstante, como la inflación está disminuyendo, **las expectativas de los mercados de que los tipos de interés de política monetaria desciendan han contribuido a reducir los tipos de interés a más largo plazo, así como a la subida de los mercados bursátiles.** Aun así, los costes de endeudamiento a largo plazo siguen siendo elevados tanto en las economías avanzadas como en las de mercados emergentes y en desarrollo, en parte porque la deuda pública ha ido aumentando. A esto hay que sumarle que las decisiones de los bancos centrales sobre la tasa de política monetaria son cada vez más asíncronas.

En algunos de los países en los que la inflación está disminuyendo, entre ellos, Brasil y Chile, cuyos bancos centrales endurecieron su política monetaria antes que otros países, los tipos de interés vienen descendiendo desde el segundo semestre de 2023. En China, donde la inflación se ha situado en niveles cercanos a cero, el banco central ha relajado la política monetaria. El Banco de Japón ha mantenido los tipos de interés a corto plazo en niveles cercanos a cero.

ENTORNO GEOPOLÍTICO

A. UCRANIA

La guerra se inició el 24 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 esta 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.

Después de 1000 días desde el comienzo de la guerra (a fecha de realización de este informe), no hay razones para creer que el conflicto terminará pronto.

Kiev insiste en que se deben restaurar sus fronteras reconocidas internacionalmente y que expulsará a las tropas rusas, mientras que la posición de Moscú sigue siendo que Ucrania no es un país y las fuerzas rusas seguirán presionando hasta que se logren sus objetivos.

Actualmente, alrededor del 18% del territorio ucraniano permanece bajo ocupación rusa, incluida la península de Crimea anexada en 2014, y gran parte de las regiones de Donetsk y Luhansk en el este que Rusia capturó poco después.

El presidente ucraniano, Vladímir Zelenski, advirtió en sendos discursos en la sede de Naciones Unidas que Rusia se está preparando para posibles ataques contra las tres centrales nucleares operativas restantes de Ucrania antes del próximo invierno, lo que, señala, pone de relieve la falta de voluntad del Kremlin para participar en negociaciones de buena fe y su deseo de destruir a su enemigo.

En los últimos dos años, los aliados de Ucrania le han enviado enormes cantidades de ayuda militar, financiera y humanitaria: casi 92.000 millones de USD de instituciones de la Unión Europea y 73.000 millones de USD de Estados Unidos hasta enero de 2024.

Los tanques, las defensas aéreas y la artillería de largo alcance suministrados por Occidente han ayudado sustancialmente a Ucrania. Pero el flujo de ayuda ha disminuido en los últimos meses, en medio del debate sobre cuánto tiempo los aliados pueden apoyar de manera realista a Ucrania.

Las sanciones no han funcionado tan bien como esperaban los países occidentales y Rusia ha podido seguir vendiendo su petróleo y obteniendo piezas y componentes para su industria militar.

Putin, antes de la guerra, escribió un largo ensayo en el que negaba la existencia de Ucrania como Estado soberano y decía que rusos y ucranianos eran un solo pueblo. También quiere una desmilitarización y una Ucrania neutral, y continúa criticando la expansión de la influencia de la OTAN hacia el este.

Dado que no parece probable que ninguna de las partes se rinda y Putin se muestra decidido a permanecer en el poder, las predicciones de los analistas tienden a asumir una guerra prolongada. **El escenario más probable es que una guerra de desgaste se prolongaría más allá de 2025.**

Otros dos escenarios potenciales, ambos considerados igualmente probables, eran que Ucrania lograra algunos avances militares, pero no se alcanzara un acuerdo para poner fin a la guerra, o que el apoyo de los aliados de Ucrania disminuyera y la presionaran para alcanzar un acuerdo negociado.

Pero las guerras son un pozo sin fondo, desde una perspectiva económica. En Kiev, tras la entrada de las tropas rusas en suelo ucraniano en febrero de 2022, las autoridades decretaron la ley marcial, restringieron la convertibilidad del grivna, la moneda ucraniana, y fijaron el tipo de cambio oficial con el dólar. Además, el Gobierno se apropió de empresas estratégicas y, en materia fiscal, rebajó el IVA en 13 puntos para casi todas las importaciones y el déficit público aumentó del 4% al 16,7% en un año. Todo con un único fin, poner más recursos en el frente.



Fuente: BBC

Y la situación no es fácil, Ucrania ya era uno de los estados más pobres de Europa y contaba con un PIB per cápita de en torno a 13.000 dólares en 2021, y ya en el año 2014, Ucrania perdió las regiones más productivas del país tras la anexión de la península de Crimea por parte de Rusia y la secesión de las regiones del Donbass y Lugansk. Para Rusia, el impacto ha sido mucho menor, y a pesar, de las sanciones de Occidente, su economía se ha sobrepuesto mejor al conflicto.

B. ORIENTE MEDIO

La guerra de Gaza comenzó el 7 de octubre de 2023, mientras los israelíes festejaban la fiesta de Simjat Torá.

Tradicionalmente se han identificado cuatro escollos principales para la resolución del conflicto:

- El establecimiento de fronteras seguras y definidas.
- El control de Jerusalén.
- Los asentamientos israelíes.
- El derecho de retorno de los refugiados palestinos.

A éstos, deben sumarse otras claves como el reconocimiento mutuo, los derechos sobre los recursos hídricos, los asesinatos de civiles palestinos (incluidos niños y mujeres), el terrorismo palestino, la libertad de movimiento palestino, la seguridad israelí y otros problemas de derechos humanos. Pero, por si esto fuera poco, ahora la guerra tiene dos frentes. Israel inició una serie de ataques en Líbano mientras continúa su asedio en la Franja de Gaza, después que Hezbolá se involucrara con mayor intensidad en el conflicto.

La ofensiva israelí es un nuevo capítulo de un conflicto que tiene décadas, pero que se reactivó el 7 de octubre cuando el grupo palestino Hamás lanzó un ataque sin precedentes contra Israel donde hubo 251 rehenes y 1.200 muertos.



Fuente: Mapa de



Fuente: Instituto de la Guerra

A esto le siguió una respuesta de Israel que no cesa: casi 41.500 palestinos han muerto en la ofensiva israelí desde el 7 de octubre de 2023. A la vez, desde el sur del Líbano, la rama militar de Hezbolá empezó a lanzar ataques hacia el norte de Israel exigiendo un cese el fuego en Gaza. La respuesta de Israel deja, por ahora, más de 500 libaneses muertos. El objetivo de sus ofensivas tanto en Gaza como en el Líbano tiene el nombre de Hezbolá y Hamás. Y para estos grupos islamistas, su objetivo es Israel.

Aunque durante un tiempo Hamás tuvo fuertes lazos con Siria y el país fue refugio de palestinos, con sede incluso en Damasco, se distanció de Bashar al Assad tras la brutal represión ejercida por su gobierno en las protestas a favor de la democracia en 2011 y que condujo a una sangrienta guerra civil aún en curso.

En cambio, Hezbolá tiene en Al Assad un aliado y ha luchado en la guerra de Siria entrenando y apoyando a milicias pro-Irak y Yemen.

Ambos grupos armados, ahora, encaminan sus esfuerzos nuevamente contra Israel en un conflicto que parece no tiene fin.

Para obtener una paz duradera, los israelíes tendrían que apoyar un Estado soberano para los palestinos que incluya a Hamás, levantar el bloqueo a Gaza y las restricciones de movimiento en Cisjordania y Jerusalén Oriental; por su parte los grupos palestinos deberían renunciar a la violencia y reconocer al Estado de Israel. Y se tendrían que alcanzar acuerdos razonables en materia de fronteras, asentamientos judíos y retorno de refugiados.

Pero quizás el tema más complicado por su simbolismo es Jerusalén, la capital tanto para palestinos como para israelíes. Un pacto definitivo nunca será posible sin resolver este punto.

C. TAIWÁN

La situación es delicada. La cuestión taiwanesa ya provocó en el siglo XX tres crisis que, en dos ocasiones, pudieron acabar en un conflicto nuclear. Asimismo, las ambiciones del gigante asiático en el Pacífico y el mar del Sur de China son anatema para Washington, que busca contener a Pekín a toda costa y reafirmar su presencia en la región.

China considera que la isla es una provincia rebelde de su territorio; el gobierno taiwanés, cada vez más cercano a USA, rechaza la tesis de una sola China, y sostiene, desde hace tiempo, que Pekín planea una invasión de la isla.

China y Taiwán reviven cada año las tensiones de un conflicto que permanece enquistado. Cualquier elemento que pueda ser usado como desestabilizante en las relaciones entre la isla y la China continental es respondido sistemáticamente con armamento, amenazas y, en alguna ocasión, con maniobras militares que ponen en alerta al mundo.

En la actualidad, únicamente reconocen a Taiwán como Estado independiente

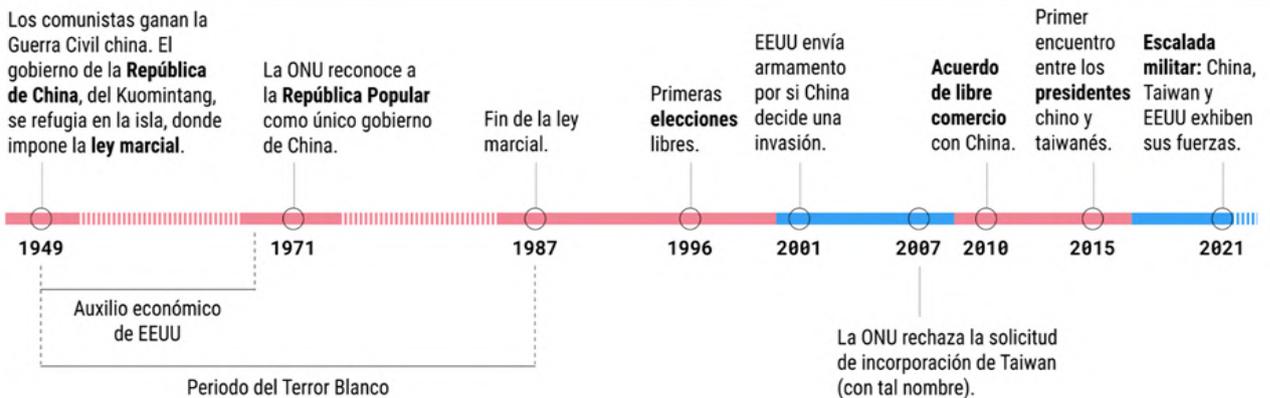


catorce países. Ninguno de ellos son potencias occidentales. Durante la Guerra Fría Estados Unidos comenzó una alianza con Taiwán, lo que les abrió la puerta al mar de la China Meridional y poder mantenerse cerca del gigante asiático.

En enero de 2024 se celebraron elecciones en Taiwán, resultando vencedor Lai Ching-te, que era el vicepresidente de Taiwán y abiertamente odiado por Beijing.

Con el triunfo de Lai, es la primera vez en la historia democrática de Taiwán, un partido político es elegido para un tercer mandato en el poder, y sirve como una potente señal de que la táctica de mano dura de China bajo Xi no están funcionando para persuadir a los votantes taiwaneses a abandonar el PDP.

CRONOLOGÍA



Fuente: Elaboración Propia

Taiwán produce cerca del 90% de los semiconductores más avanzados del mundo, principalmente a través de Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd (TSMC), el mayor productor mundial y uno de los principales proveedores de Apple y Nvidia.

El 50 % del tráfico de contenedores comerciales pasa por el estrecho de Taiwán cada día y más del 90 % de los semiconductores avanzados que el mundo necesita se producen en Taiwán. Por lo tanto, existe un gran interés en todo el mundo por mantener la paz y la estabilidad.

Las dos principales economías del mundo dependen de Taiwán para la producción de chips. El escenario de una guerra detendría el mundo y afectaría, por supuesto, a la economía mundial.

Todo parece indicar que en el horizonte más próximo no habrá guerra en el estrecho de Taiwán. Un ataque de este tipo implicaría preparativos militares y movimientos, como los que hizo Rusia durante meses que, hoy por hoy, no se han producido. Además, China necesitaría alguna excusa que permitiera justificar una operación militar de esta envergadura. Pero el gobierno de Taiwán ha rebajado los últimos años estratégicamente su tono, a pesar de estar controlado por los partidarios de la independencia. Lo más importante, pero, es que un ataque en Taiwán implicaría romper con el discurso chino que presenta a la propia China como una potencia estabilizadora y pacífica, que ha utilizado durante años para postularse como una alternativa en el escenario internacional al modelo que representan los EE. UU., su gran rival. Además, las consecuencias económicas que una guerra tendría serían de dimensiones globales, con efectos sin duda importantes para China que podrían amenazar la gran prioridad del gobierno chino, la estabilidad interna.

Lo único seguro es que el gobierno de Pekín nunca renunciará al que considera un territorio propio y que la solución a la cuestión de Taiwán será compleja, sea del tipo que sea.

Habrá que prestar atención a los movimientos de uno y otro lado y a los posicionamientos internacionales que se deriven, especialmente de los EE. UU., para entender cómo puede evolucionar la situación a medio y largo plazo.

FACTORES A VIGILAR

A. PRIMAS DE RIESGO

Las calificaciones de las agencias se han mantenido relativamente estables durante el año pasado. Los cambios han sido mayormente positivos en la Europa periférica, mientras que Estados Unidos y Francia fueron rebajados por Fitch. En todo el mundo, el ciclo de calificación ha sido principalmente negativo para Economías Emergentes, sobre todo debido a vulnerabilidades idiosincrásicas específicas.

Durante 2023 y entre las Economías Avanzadas (EA), Irlanda, Grecia y Portugal fueron mejoradas por al menos una agencia. Las calificaciones de LATAM se mantuvieron estables, con la excepción de Argentina, que se ubica en la categoría de impago, y Uruguay que ha sido mejorado. Hungría, Pakistán y Túnez están entre los países con rebajas en 2023. Rusia permanece en niveles de calificación de impago.

Los diferenciales soberanos se mantuvieron estables a pesar de las subidas de tipos y el endurecimiento cuantitativo de la FED y el BCE, y de hecho se han estrechado en la segunda mitad de 2023, como consecuencia de la estabilización y el descenso de la inflación, especialmente en las Economías Emergentes. Cierta volatilidad debida a episodios de inestabilidad política local y a un repunte general al inicio del conflicto de Gaza en octubre de 2023.

El endurecimiento de los Bancos Centrales apenas afectó a los spreads soberanos en las Economías Avanzadas, algo inesperado en gran medida en el caso de la periferia de la UE, donde los diferenciales apenas se movieron.

Los países fronterizos con Ucrania vieron sus diferenciales reducirse después de la atenuación del conflicto. En Turquía, la reducción de las presiones inflacionarias ha empujado los diferenciales hacia abajo a finales de 2023.

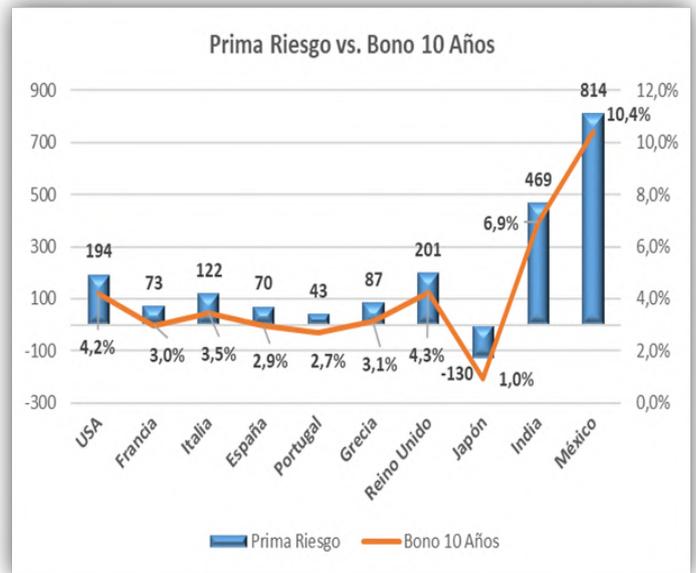
La incertidumbre política derivada de las elecciones amplió el ya estresado diferencial de Argentina, aunque el triunfo de Milei resultó en una relajación.

Los márgenes se mantuvieron relativamente estables en general en las economías emergentes de Asia, incluso descendiendo en Indonesia e India.

Calificación 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



Fuente: Elaboración Propia

ECONOMÍAS AVANZADAS: RADAR DE VULNERABILIDAD

G7: Los balances fiscales han empeorado ligeramente, y los altos niveles de deuda pública mantienen a la región vulnerable a choques fiscales. A pesar de los altos tipos de interés, el fuerte crecimiento del PIB nominal mantiene contenida la vulnerabilidad. Los precios de la vivienda y las brechas de deuda privada mejoran.

Núcleo Europa: Las vulnerabilidades del crecimiento han empeorado debido a la inflación persistente y a previsiones a corto plazo peores de lo esperado. Las vulnerabilidades financieras están disminuyendo debido a la desaceleración de los precios de la vivienda y la deuda privada.

Periferia de la UE: Los balances fiscales están mejorando, pero los altos niveles de deuda pública siguen siendo el mayor riesgo. La inflación se ha suavizado en línea con el resto de las economías avanzadas.



ECONOMÍAS EMERGENTES: RADAR DE VULNERABILIDAD

Europa-EE: La vulnerabilidad macroeconómica es mayor debido al menor crecimiento y la inflación. Los balances por cuenta corriente han mejorado debido a la relajación de los precios de la energía. La vulnerabilidad financiera es baja en relación con otras regiones.

LATAM: Las vulnerabilidades macroeconómicas han empeorado debido al bajo crecimiento del PIB. Los riesgos fiscales se estabilizan. Los precios reales de la vivienda y los mercados de valores se mantienen estables, por lo que la vulnerabilidad financiera es baja.

Asia-EE: Las vulnerabilidades fiscales continúan estando en niveles de alto riesgo. Las brechas en los precios de la vivienda y las vulnerabilidades del apalancamiento de los hogares siguen estando relajadas, pero la deuda pública sigue siendo alta.

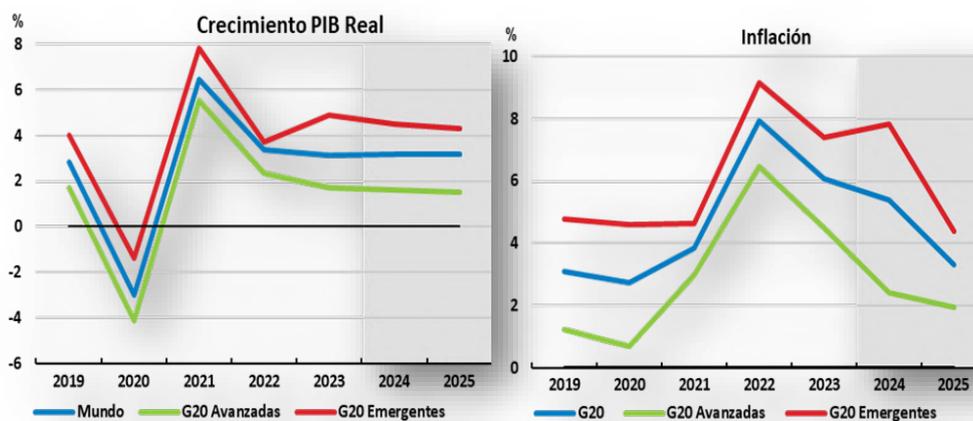


Fuente: Elaboración Propia

B. INFLACIÓN

El accidentado camino recorrido desde 2020, comenzó con los trastornos en las cadenas de suministro como consecuencia de la pandemia, la guerra iniciada por Rusia en Ucrania, que desencadenó una crisis energética y alimentaria mundial, y la considerable escalada de la inflación, a la que siguió una contracción monetaria sincronizada a escala mundial.

La escalada de la inflación, pese a su gravedad y la correspondiente crisis del cesto de vida, no desencadenó espirales descontroladas de precios y salarios (efectos drásticos de segunda ronda). En su lugar, la inflación mundial se ha reducido casi con la misma rapidez con la que aumentó.



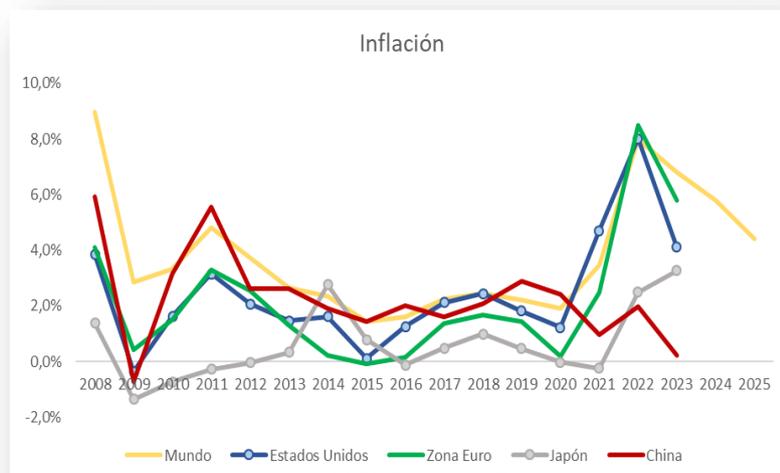
Fuente: Elaboración Propia

La resiliencia del crecimiento y la aceleración de la desinflación pueden explicarse por la favorable evolución de la oferta, en particular la disipación de los shocks de los precios de la energía y el notable repunte de la oferta de mano de obra.

Las decididas medidas de política monetaria, así como la mejora de los correspondientes marcos, en especial en las economías emergentes, han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación.

Pese a esta evolución favorable, siguen existiendo numerosos retos que hacen necesario adoptar medidas decisivas.

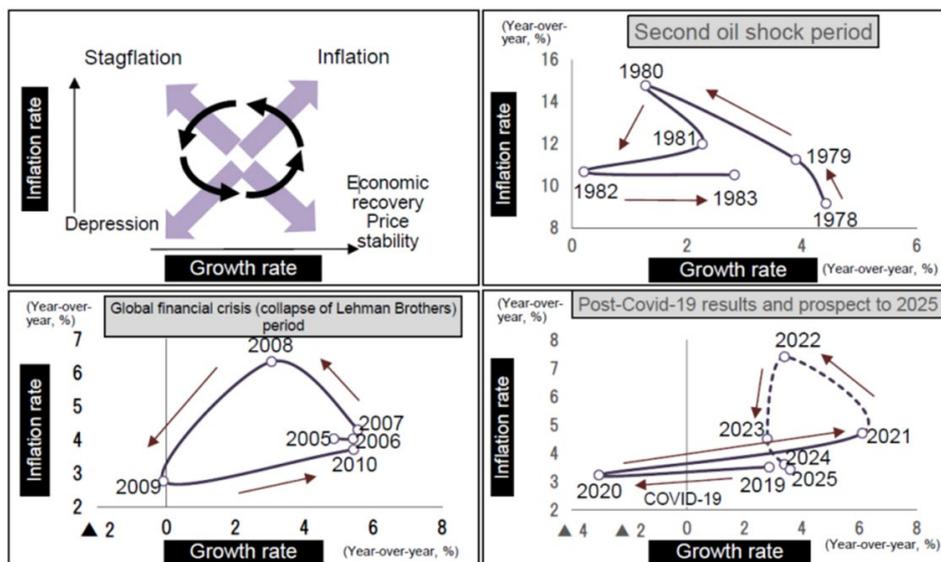
La mayor parte de los avances en materia de inflación provinieron de la caída de los



Fuente: Elaboración Propia

precios de la energía y de la inflación de productos por debajo de su promedio histórico. Esta última se vio favorecida por la relajación en las fricciones de las cadenas de suministro, así como por la disminución de los precios de exportación chinos. Pero la inflación de los servicios se mantiene elevada, lo que podría hacer descarrilar la trayectoria de desinflación. Reducir la inflación hasta su meta sigue siendo una prioridad.

A medida que la inflación converja hacia los niveles fijados como meta y los bancos centrales acentúen la flexibilización de la política monetaria, el endurecimiento fiscal dirigido a frenar los altos niveles de deuda soberana, mediante impuestos más altos y/o menos gasto público, puede lastrar el crecimiento.



Fuente: Hitachi Research Institute

El retroceso de la inflación general desde 2022 refleja el desvanecimiento de los shocks de precios relativos, sobre todo los de la energía, y la caída de la inflación subyacente. El abaratamiento de la energía respondió no solo a la expansión del suministro energético mundial, sino también a los efectos de la restrictividad monetaria.

La decisión de los bancos centrales de las principales economías avanzadas de endurecer la política monetaria en 2022–23 puede haber contribuido decisivamente a reducir los costes energéticos como consecuencia de su estrecha sincronización y del correspondiente enfriamiento de la demanda energética mundial.

Al desvanecerse los efectos de la transmisión de los shocks a la inflación general y al atenuarse las presiones del mercado laboral, la inflación subyacente se replegó. Esos efectos de transmisión incluyen el impacto de anteriores shocks de los precios relativos (sobre todo, los precios de la energía y los cambios de la oferta en diversos sectores) en los precios y en los costes de otros sectores a través de los insumos de la cadena de suministro y las demandas salariales.

Las expectativas de inflación a corto plazo constituyen un importante canal de transmisión a causa de sus implicaciones para la fijación tanto de salarios como de precios y han retrocedido hacia los niveles deseados tanto en las economías avanzadas como en las economías de mercados emergentes.

Los shocks de precios energéticos influyeron más en el retroceso de la inflación subyacente en la zona del euro y en el Reino Unido que en Estados Unidos.

La inflación general y subyacente mundiales retrocederán sin interrupción en 2024 y 2025.

¿Cuál es la tasa de inflación óptima?

Se considera que la tasa de inflación óptima se sitúa en **torno al 2%**. Por ejemplo:

- El objetivo de inflación del Reino Unido del 2% +/-1
- El objetivo de inflación del BCE inferior al 2%
- La Reserva Federal de EE.UU. tiene un objetivo de inflación inferior al 2%.

¿Por qué los bancos centrales quieren mantener la inflación en el 2%?

Una tasa de inflación más alta tiene varios costes para la economía:

- La alta inflación puede crear incertidumbre y confusión para las empresas. Con el aumento de los precios y los costos de las materias primas, se vuelve menos atractivo invertir y esto puede conducir a un menor crecimiento a largo plazo.
- Cuando la inflación esté por encima del 2%, las expectativas de inflación aumentarán y será más difícil reducir la inflación en el futuro. Mantener la inflación por debajo del 2% mantendrá bajas las expectativas a largo plazo.
- Una inflación de más del 2% puede indicar que la economía se está sobrecalentando y esto puede conducir a un ciclo económico de auge y caída.
- Si la inflación es más alta que la de sus competidores, entonces hará que las exportaciones de la economía sean menos competitivas y conducirá a una depreciación en el tipo de cambio.
- Costes del menú de cambio de precios.

¿Por qué apuntamos a una inflación del 2% en lugar del 0%?

La inflación del 0% está cerca de la deflación, y la deflación impone un tipo diferente de coste a la economía. Por lo tanto, una inflación del 2% tiene ciertos beneficios:

- Permite que los precios y los salarios se ajusten
- Evita el riesgo de deflación. La deflación es potencialmente dañina porque:
 - ✓ Aumenta el valor real de la deuda.
 - ✓ Puede desalentar el gasto porque los consumidores esperan que los precios sigan cayendo.
 - ✓ Puede hacer que la política monetaria sea ineficaz, ya que no puede tener tipos de interés negativos.

Argumentos a favor de un objetivo de tasa de inflación más alto

La tasa de inflación óptima es un concepto subjetivo. Algunas voces sostienen que hay ocasiones en las que los bancos centrales pueden necesitar permitir una inflación más alta.

Razones por las que puede ser necesaria una inflación más alta (3% o 4%).

- La inflación puede aumentar debido a factores temporales que impulsan los costes. La inflación está influenciada por materias primas volátiles como el petróleo. Justo antes de la recesión de 2009, el Reino Unido tenía una inflación del 5%, lo que disuadió a los bancos centrales de recortar los tipos de interés. Sin embargo, esta inflación es temporal y no evidencia un exceso de demanda en la economía. En otras palabras, la política monetaria debe distinguir entre aumentos temporales de la inflación y un aumento permanente del exceso de demanda.
- Una tasa de inflación más alta da más margen de maniobra. Algunos economistas argumentan que un objetivo del 2% da a la política monetaria muy poco margen de maniobra. Por ejemplo, durante la lenta recuperación económica de la recesión de 2009, la inflación cayó por debajo del objetivo del 2%, pero los recortes de los tipos de interés fueron ineficaces para impulsar la demanda. Si hubiéramos tenido un objetivo de inflación más alto, del 3 o 4 %, podríamos haber tenido una política monetaria más expansiva, lo que habría dejado a los bancos centrales más margen de maniobra y, por lo tanto, menos necesidad de depender de grandes déficits presupuestarios.
- Coste del desempleo. Un objetivo inflexible de inflación del 2% podría conducir a una disyuntiva de menor crecimiento económico y mayor desempleo. Un desempleo más alto tiene un coste de bienestar más alto que una inflación moderada. El alto desempleo conduce a la pobreza, al despilfarro de recursos y a un mayor endeudamiento público.

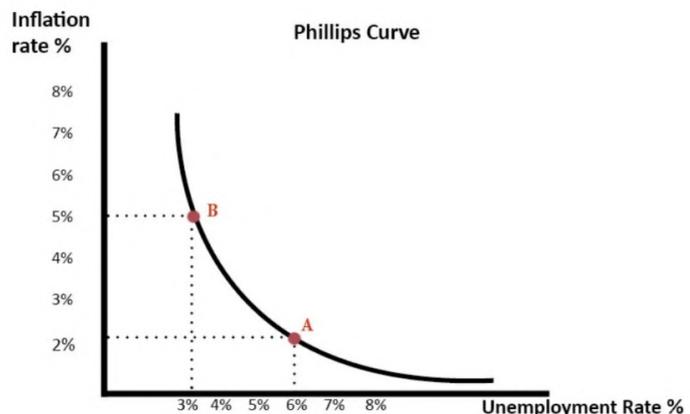
Esto demuestra que la inflación del Reino Unido estuvo por encima del objetivo, a pesar de los tipos de interés del 0,5%, porque la recuperación económica fue muy débil. Si el Reino Unido hubiera sido inflexible con respecto a la inflación, las tasas de interés habrían aumentado en un período de estancamiento económico.

- Las bajas expectativas de inflación hacen que la política monetaria sea ineficaz. Los períodos prolongados de baja inflación anclan las expectativas de inflación a un nivel muy bajo (por ejemplo, Japón en los años 90 y 00, Europa en los años 10). Esto conduce a un período prolongado de bajos tipos de interés nominales. Sin embargo, dado el estado de la capacidad ociosa, las estimaciones de la tasa de interés real deseable son tan bajas como -4%. Sin embargo, los bancos centrales no optan por tipos de interés negativos. Por lo tanto, los tipos de interés nominales del 5% son demasiado altos, lo que provoca una recuperación lenta.
- Las tasas de interés bajas prolongadas distorsionan el endeudamiento y el ahorro. Los bajos tipos de interés nominales pueden causar distorsiones en el mercado, ya que hacen que el endeudamiento sea muy barato y el ahorro poco atractivo. Una tasa de inflación más alta permitiría que los tipos de interés subieran por encima de los niveles más bajos y que los tipos de interés fueran más normales. Existe el peligro de que con los tipos de interés cercanos al 0%, las empresas zombis sean capaces de seguir pidiendo prestado para mantenerse a flote.

Disyuntiva entre Inflación y Empleo: La curva de Phillips

La curva de Phillips sugiere que existe una relación inversa entre la inflación y el desempleo. Esto sugiere que los responsables políticos tienen que elegir entre dar prioridad a la inflación o al desempleo.

Durante las décadas de 1950 y 1960, el análisis de la curva de Phillips sugería que había una disyuntiva, y que los responsables de la formulación de políticas podían utilizar la gestión de la demanda (política fiscal y monetaria) para tratar de influir en la tasa de crecimiento económico y la inflación. Por ejemplo, si el desempleo fuera alto y la inflación baja, las autoridades podrían estimular la demanda agregada. Esto ayudaría a reducir el desempleo, pero provocaría una mayor tasa de inflación.

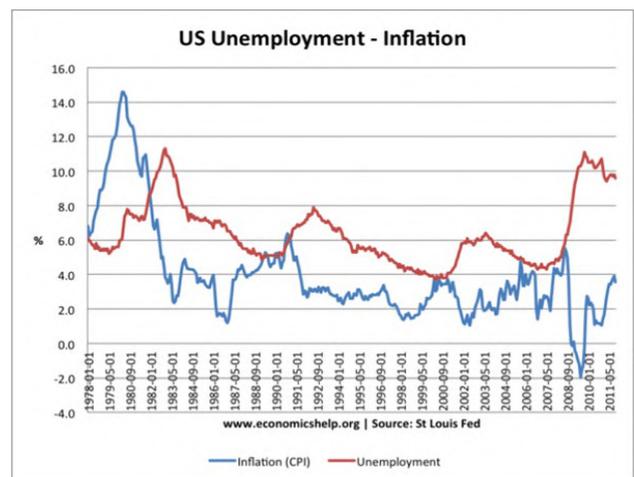


En la década de 1970, parecía haber una ruptura en la curva de Phillips a medida que experimentábamos una estanflación (mayor desempleo y mayor inflación). La curva de Phillips fue criticada por economistas monetaristas que argumentaban que no había una compensación entre el desempleo y la inflación a largo plazo.

Sin embargo, algunos consideran que la curva de Phillips sigue teniendo cierta relevancia y que los responsables de la formulación de políticas aún deben considerar la posible disyuntiva entre el desempleo y la inflación.

Desempleo e inflación en EE.UU.

Hay ocasiones en las que se puede ver una disyuntiva entre el desempleo y la inflación. Por ejemplo, entre 1979 y 1983, la inflación (IPC) bajó del 15% al 2,5%. Durante este período, vemos un aumento en el desempleo del 5% al 11%. En 2008, la recesión provocó un fuerte aumento del desempleo y la inflación pasó a ser negativa.

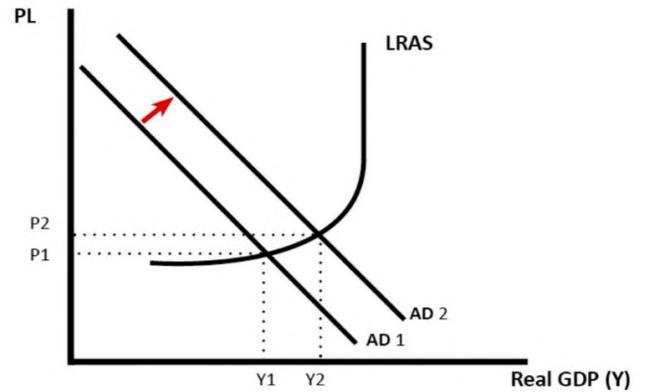


Fuente: US Treasury

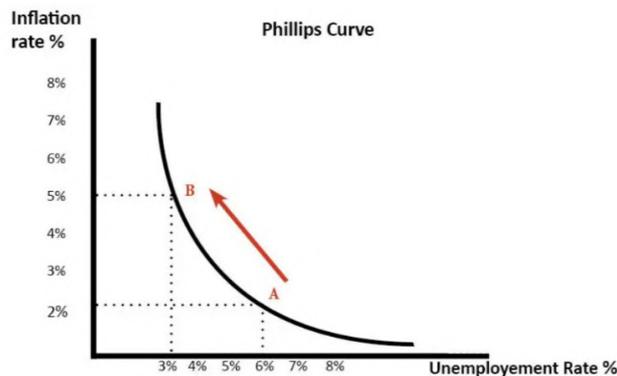
¿Por qué hay una disyuntiva entre el desempleo y la inflación?

Un aumento de la demanda agregada (AD1 a AD2) provoca un mayor PIB real (Y1 a Y2). Por lo tanto, las empresas emplean a más trabajadores y el desempleo disminuye.

Sin embargo, a medida que la economía se acerca a su plena capacidad, vemos un aumento de las presiones inflacionarias. Con un desempleo más bajo, los trabajadores pueden exigir salarios monetarios más altos, lo que provoca inflación salarial. Además, las empresas pueden subir los precios debido al aumento de la demanda.

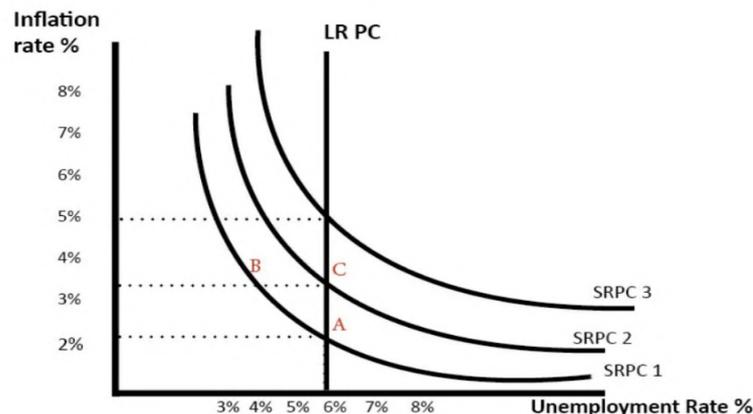


Por lo tanto, en esta situación, vemos una disminución del desempleo, pero una mayor inflación.



Vista monetarista de la curva de Phillips

Sin embargo, los monetaristas siempre han criticado esta disyuntiva de la curva de Phillips. Argumentan que a largo plazo no hay compensación, ya que el AS a largo plazo es inelástico. Los monetaristas argumentan que, si hay un aumento en la demanda agregada, entonces los trabajadores exigen salarios nominales más altos. Cuando reciben salarios nominales más altos, trabajan más horas porque sienten que los salarios reales han aumentado.

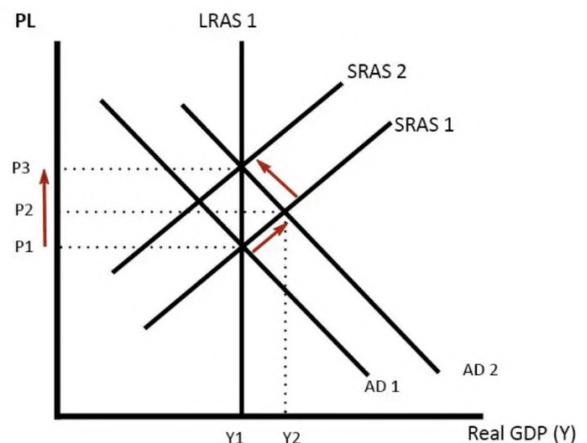


Sin embargo, este aumento de la DA provoca inflación y, por lo tanto, los salarios reales se mantienen igual. Cuando se dan cuenta de que los salarios reales son los mismos que el año pasado, cambian sus expectativas de precios, y ya no proporcionan trabajo adicional y la producción real vuelve a su nivel original. Por lo tanto, el desempleo se mantiene sin cambios, pero tenemos una tasa de inflación más alta. La curva de Phillips a corto plazo se desplaza hacia arriba a SRPC 2.

Visión monetarista de AD / AS

El aumento de la DA sólo provoca un aumento temporal de la producción real hasta Y1. Después de que las expectativas de inflación aumentan, el SRAS se desplaza a la izquierda (SRAS2), y terminamos con una inflación más alta (P3) y una producción de Y1 más alta. Este modelo AD/AS explica por qué solo tenemos una caída temporal del desempleo.

- Los monetaristas de expectativas adaptativas argumentan que solo hay una compensación a corto plazo entre el desempleo y la inflación.
- Los monetaristas de expectativas racionales argumentan que no hay compensación, ni siquiera a corto plazo. El modelo de expectativas racionales sugiere que los trabajadores ven un aumento en la DA como inflacionario y, por lo tanto, predicen que los salarios reales se mantendrán igual.



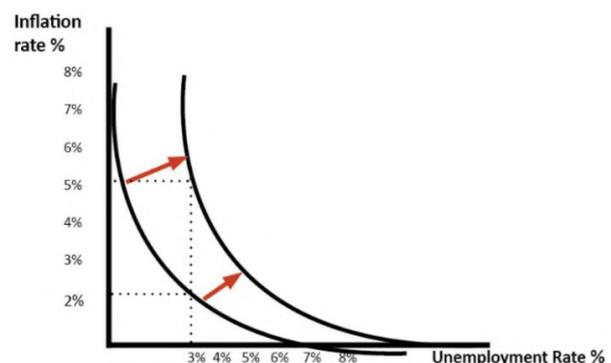
Resumen de la visión monetarista vs keynesiana

Un monetarista argumentaría que el desempleo es un fenómeno del lado de la oferta. Los monetaristas argumentan que el uso de políticas del lado de la demanda solo puede reducir temporalmente el desempleo por una tasa de inflación cada vez más acelerada. Los monetaristas argumentan que el desempleo está determinado por la tasa natural de desempleo.

Los keynesianos argumentan que puede haber un desempleo deficiente en la demanda, y durante una recesión, las políticas del lado de la demanda pueden reducir el desempleo a largo plazo (quizás con algo de inflación).

El desglose de la curva de Phillips

La evidencia de la década de 1970 sugería que la disyuntiva entre el desempleo y la inflación se había roto. La década de 1970 fue testigo de un aumento de la estanflación, es decir, un aumento del desempleo y la inflación. Los monetaristas argumentaban que el aumento de la oferta monetaria sólo conducía a una espiral inflacionaria de los salarios y no ayudaba a reducir el

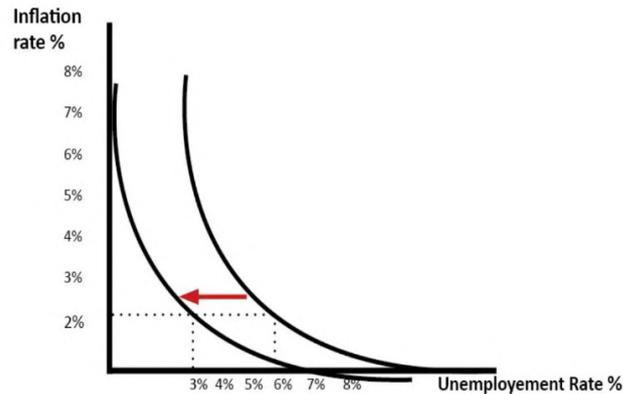


desempleo. Abogaban por reducir la oferta monetaria y lograr una inflación baja: cualquier desempleo sería solo temporal.

Sin embargo, otros argumentaron que todavía había una compensación: la curva de Phillips acababa de desplazarse hacia la derecha, lo que suponía una peor compensación debido a la inflación de costes.

A principios de la década de 2000, la compensación pareció mejorar. Ayudado por la baja inflación mundial, el desempleo en el Reino Unido cayó sin ningún aumento de la inflación. Algunos argumentaron que este período de estabilidad había puesto fin a los ciclos de auge y caída con la clásica disyuntiva entre inflación y desempleo.

A finales de 2008 se produjo un aumento de la tasa de desempleo y una caída de la inflación. Esto se debió a la recesión y a la caída de los precios del petróleo.



Sin embargo, en 2010-11, el Reino Unido experimentó un mayor desempleo y una mayor inflación debido a las presiones inflacionarias impulsadas por los costes. Este fue otro período de estanflación.

Conclusión sobre la curva de Phillips

Si la economía está funcionando por debajo de su plena capacidad, es probable que un aumento significativo de la demanda agregada provoque una reducción del desempleo y una mayor inflación. La mayoría de los economistas estarían de acuerdo en que, a corto plazo, puede haber una disyuntiva entre el desempleo y la inflación. Sin embargo, existe un desacuerdo sobre si esta política es válida a largo plazo.

Los monetaristas tenderían a argumentar que la disyuntiva resultará a corto plazo, y solo tendremos inflación. Los monetaristas ponen mayor énfasis en el lado de la oferta de la economía.

Sin embargo, los keynesianos argumentan que el desempleo por déficit de demanda podría persistir a largo plazo. Si hay una brecha de producción negativa significativa, el impulso de la DA podría conducir a una reducción del desempleo y un modesto aumento de la inflación. En una recesión profunda, esta caída del desempleo no será solo temporal porque no habrá desplazamiento.

En un mundo ideal, las autoridades apuntarán a una inflación baja y un desempleo bajo. Para lograrlo, necesitamos un crecimiento económico que sea sostenible (cercano a una tasa tendencial a largo plazo) y políticas del lado de la oferta para reducir la inflación de costes y el desempleo estructural. Si se cumplen estos criterios, será más fácil alcanzar este objetivo de menor inflación y menor desempleo.

Relevancia de la curva de Phillips en la actualidad

En el clima económico actual, muchos bancos centrales y responsables políticos están sopesando cuánta importancia deben dar a la reducción del desempleo y la inflación. Por ejemplo, la Reserva Federal está considerando utilizar la política monetaria para lograr un objetivo de desempleo y la voluntad de aceptar una inflación más alta.

Durante 2009-2013, el Banco de Inglaterra ha estado dispuesto a tolerar una inflación por encima del objetivo del gobierno del 2% porque cree que reducir la inflación habría causado serios problemas para el desempleo y el crecimiento económico.

Esta disposición a considerar una tasa de inflación más alta sugiere que los responsables de la política monetaria sienten que la compensación de una inflación más alta vale la pena en beneficio de un menor desempleo. Sin embargo, no todos los economistas están de acuerdo en permitir que el objetivo de inflación aumente. Si permitimos que la inflación aumente, las presiones inflacionarias se arraigarán y la política monetaria perderá credibilidad. El BCE no estaría dispuesto a tolerar una mayor inflación, ni siquiera como medida para reducir el desempleo en Europa.

C. POLÍTICA MONETARIA

Para contrarrestar la creciente inflación, los principales bancos centrales han subido las tasas de política monetaria a niveles considerados restrictivos. En consecuencia, las hipotecas se han encarecido y la disponibilidad de crédito es más bien limitada, lo cual dificulta la refinanciación de la deuda empresarial, multiplica las quiebras comerciales y desanima la inversión empresarial y residencial en varias economías.

En algunas economías, el sector de los inmuebles comerciales, incluido el mercado de las oficinas, está sometido a una presión especialmente fuerte; la multiplicación de los impagos y la caída de la inversión y las valoraciones reflejan los efectos combinados del alza de los costes de endeudamiento y de la expansión del trabajo a distancia desde la pandemia. Sin embargo, a pesar de las inquietudes, no se produjo una desaceleración económica mundial a causa del drástico aumento de las tasas de política monetaria por varios motivos.

Primero, algunos bancos centrales, como el Banco Central Europeo y la Reserva Federal, no subieron las tasas de interés nominales hasta que las expectativas de inflación no comenzaron a incrementarse, lo cual se tradujo en tasas de interés reales más bajas que inicialmente apuntalaron la actividad económica. El Banco de Japón mantuvo las tasas cerca de cero y así produjo un descenso constante de las tasas de interés reales.

Por el contrario, los bancos centrales de Brasil, Chile y varias otras economías de mercados emergentes endurecieron la orientación monetaria con relativa premura, por lo cual las tasas de interés reales subieron antes.

Segundo, los hogares de las principales economías avanzadas pudieron recurrir a sustanciales ahorros acumulados durante la pandemia para suavizar el impacto de un endeudamiento más costoso en el gasto.

Tercero, en varias economías, los cambios ocurridos en los mercados hipotecarios y de la vivienda durante la década de bajas tasas de interés que precedió a la pandemia limitaron el efecto moderador de la reciente alza de las tasas de política monetaria en el consumo de los

hogares. La duración promedio de las hipotecas y el porcentaje de hipotecas sujetas a tasas fijas aumentaron, suavizando el impacto a corto plazo del aumento de las tasas.

Los últimos años han sido una prueba de resistencia extrema para la estrategia basada en un objetivo de inflación en todo el mundo. No solo hemos tenido que hacer frente a perturbaciones encadenadas, sino también a los diferentes tipos e intensidades de las perturbaciones en distintos lugares. Por ejemplo, los elevados precios de la energía perjudicaron mucho más a Europa que a Estados Unidos, mientras que este último país tuvo que lidiar con las consecuencias de un estímulo de la demanda más intenso.

Con todo, la inflación está convergiendo hacia el objetivo casi en todas partes. Y cabe destacar que la desinflación ha tenido, al menos de momento, un coste reducido en términos de empleo. Cuando los bancos centrales suben los tipos de interés en respuesta a un ascenso de los precios energéticos, no suele ser común poder evitar un rápido deterioro del empleo.

Esta mayor estabilidad obedece a dos motivos:

En primer lugar, décadas aplicando una estrategia basada en un objetivo de inflación han dejado una huella profunda en la forma en que las personas forman sus expectativas sobre la inflación futura. Cuando el objetivo de inflación se comunica con suficiente claridad y la política monetaria es creíble, las expectativas de inflación permanecen ancladas, lo que hace que el proceso de ajuste frente a una perturbación inflacionista sea menos doloroso.

En segundo lugar, los bancos centrales se han dado cuenta con el tiempo de que estabilidad no tiene por qué ser sinónimo de rigidez.

Ahora, están mejor posicionados para afrontar los cambios estructurales porque las estrategias de política combinan tres elementos: objetivos de inflación definidos claramente, instrumentos de política flexibles para cumplir esos objetivos y marcos analíticos capaces de evaluar los cambios de la economía y de darles respuesta y que, por tanto, sirven como base para las funciones de reacción. En los últimos años los bancos centrales han utilizado todos estos elementos para lograr que la política monetaria mantenga la estabilidad de precios sin un coste excesivo para la economía.

No se observa una desglobalización estricta en el sentido de una reversión del comercio mundial. Sin embargo, la estructura de las cadenas globales de valor se está viendo alterada como resultado de un entorno más volátil, caracterizado por perturbaciones de oferta más frecuentes y por la fragmentación del panorama geopolítico.

Tanto Estados Unidos como la zona euro han diversificado recientemente su oferta de bienes importados, lo que ha dado lugar a un aumento del número de países suministradores y a un incremento de los costes. En Estados Unidos, las empresas parecen estar estudiando opciones para acercar la producción a países vecinos geográficamente como Canadá y México (nearshoring) o al territorio del propio país (reshoring). En Europa, el interés se centra en reubicar la producción dentro de la región (nearshoring), a la vez que se sigue exportando a todo el mundo.

Esta evolución tiene implicaciones para la política monetaria, ya que podría revertir en parte algunos de los cambios a largo plazo en la economía que debilitarían su transmisión.

En primer lugar, podría reforzar el vínculo entre holgura interna e inflación.

La transmisión de la política monetaria podría verse reforzada, ya que la reestructuración de las cadenas globales de valor podría impulsar una intensificación del uso del capital. Los incentivos para que los sectores estratégicos se establezcan más cerca del territorio nacional pueden dar lugar a un resurgir de los sectores intensivos en capital en las economías avanzadas.

La intensificación del uso del capital podría aumentar la sensibilidad de la economía a las variaciones de los tipos de interés, lo que podría mejorar la eficacia de la transmisión de la política monetaria a través del canal de tipos de interés. Al fortalecer el mecanismo de transmisión, estos cambios podrían permitir a los bancos centrales un mayor control de los resultados nacionales. Sin embargo, estos beneficios se verían contrarrestados si la reestructuración de las cadenas globales de valor aumentara la volatilidad de la inflación ... toda moneda tiene dos caras.

Pero lo que es una realidad es que las estrategias de política monetaria han demostrado ser eficaces y han mitigado la disyuntiva entre inflación y empleo.

Debido a que la inflación seguiría descendiendo hacia las metas fijadas y las expectativas de inflación a más largo plazo se mantendrían ancladas las tasas de política monetaria de los bancos centrales de las principales economías avanzadas han comenzado a bajar en 2024. En lo que respecta a los principales bancos centrales, la previsión de cierre para 2024 de la Reserva Federal, es de 4,25%, para descender a 3,25% en 2025; en el Banco Central Europeo, de 3,0% en 2024 a 2,25% en 2025. En cuanto a Japón, se podría ver que las tasas de política monetaria suban gradualmente, ya que, a pesar de la histórica deflación, se está cimentando la confianza en la convergencia sostenida de la inflación hacia la meta a mediano plazo.

D. POLÍTICA FISCAL

La política fiscal se endurecerá a partir de 2024 para reconstituir el margen de maniobra presupuestario y frenar la trayectoria ascendente de la deuda, previéndose aumentos de los impuestos y/o recortes del gasto público en varias economías avanzadas y de mercados emergentes. Esta reorientación lastraría la actividad económica a corto plazo.

El nivel mundial de deuda pública es elevado. Para que la probabilidad de estabilizar (o reducir) la deuda sea alta, será necesario realizar ajustes fiscales mucho mayores que los previstos. Ahora es el momento de reponer las reservas fiscales y cualquier retraso será costoso. Reponer las reservas fiscales de una manera positiva para el crecimiento y reforzar la gobernanza fiscal son acciones fundamentales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad financiera.

Los planes de ajuste fiscal actuales son claramente insuficientes para lograr que la probabilidad de que la deuda se estabilice (o disminuya) sea alta. El momento actual es adecuado para reponer las reservas. La inflación se está moderando y los bancos centrales relajando su política monetaria, así que las economías están en mejores condiciones para absorber el efecto económico del endurecimiento de la política fiscal.

Además, cualquier retraso será costoso, en los países en los que se prevé que la deuda siga aumentando, como Brasil, Francia, Italia, Sudáfrica, el Reino Unido y Estados Unidos, posponer las medidas hará que el ajuste necesario sea aún mayor. Más aun, esperar es arriesgado: las experiencias de los países muestran que una deuda elevada puede desencadenar reacciones adversas de los mercados y restringe el margen de maniobra presupuestario cuando se

producen shocks negativos. Entre los elementos clave de los ajustes fiscales necesarios cabe citar los siguientes:

- Fijar el tamaño. Hace falta un ajuste fiscal acumulado de 3,0%–4,5% del PIB, en promedio, para que la probabilidad de estabilizar o reducir la deuda sea alta. La magnitud de la consolidación fiscal necesaria es mayor de lo previsto actualmente y casi duplica el tamaño de ajustes anteriores, especialmente en los países en los que no se prevé una estabilización de la deuda. En los países con perspectivas de deuda más favorables, es prioritario optimizar el espacio fiscal y mantener al mismo tiempo la sostenibilidad de la deuda.
- Diseñar la composición. Un diseño cuidadoso del ajuste fiscal puede evitar que los países caigan en un período prolongado de crecimiento anémico. Los componentes fundamentales del ajuste fiscal varían de un país a otro. Las economías avanzadas deberían reorganizar las prioridades de gasto, impulsar reformas de los programas de prestaciones sociales, incrementar los ingresos mediante impuestos indirectos allí donde la carga impositiva sea baja y eliminar incentivos fiscales ineficientes.

Las economías de mercados emergentes y en desarrollo gozan de un margen mayor para incrementar la recaudación modernizando sus sistemas tributarios; ampliando sus bases impositivas, por ejemplo, reduciendo la informalidad; y mejorando la capacidad de administración de los ingresos públicos. Por el lado del gasto, las iniciativas orientadas a racionalizar las elevadas masas salariales del sector público, reforzar las redes de protección social y salvaguardar la inversión pública son fundamentales para limitar el impacto negativo sobre el producto, proteger a los hogares vulnerables y apoyar la reducción de la deuda.

- Calibrar el ritmo. Un ajuste fiscal gradual pero sostenido lograría un equilibrio entre contener las vulnerabilidades de la deuda y preservar la fuerza de la demanda privada. Una consolidación acelerada requeriría también subidas de las tasas impositivas inviables desde el punto de vista político, así como recortes del gasto. No obstante, las economías con un elevado riesgo de sobreendeudamiento y las que han perdido el acceso a los mercados necesitan una consolidación fiscal concentrada en la etapa inicial.
- Reforzar la gobernanza fiscal. Los países deben evitar la deuda no identificada (la variación de la deuda que no explican los diferenciales tasa de interés-crecimiento, ni los déficits presupuestarios, ni las variaciones de los tipos de cambio). A este respecto, es fundamental evaluar los pasivos contingentes, incluidos los asociados con empresas estatales, y someterlos a un estrecho seguimiento. El refuerzo de los controles del gasto y una gestión de tesorería activa pueden limitar el exceso de gasto.

Se prevé que los gobiernos de las economías avanzadas adopten una política fiscal más restrictiva en 2024 y, en menor medida, en 2025. Entre las principales economías avanzadas, la relación saldo fiscal estructural/PIB se incrementaría en 1,9 puntos porcentuales en Estados Unidos y 0,8 puntos porcentuales en la zona del euro en el curso de 2024. Se proyecta que, en las economías de mercados emergentes, la orientación fiscal sea, en promedio, más bien neutral en 2024, seguida de un endurecimiento de alrededor de 0,2 puntos porcentuales en 2025.

La política fiscal de las economías emergentes se va a endurecer durante 2024 y 2025, reflejando los esfuerzos para atenuar los elevados saldos de deuda. La reconstrucción de los márgenes de maniobra fiscal será importante para contener la carga del servicio de la deuda y recuperar la confianza del mercado, lo que ayuda a reducir los costes de financiación.

Dicho esto, si bien el ajuste fiscal puede mejorar perspectivas de crecimiento a largo plazo mediante el fomento de la confianza y la ampliación del espacio fiscal, los impactos adversos en el crecimiento a corto plazo y la desigualdad debe reducirse al mínimo mediante su diseño e implementación, priorizando el gasto crítico en salud, educación, y protección social.

Los países también pueden implementar medidas para aumentar los ingresos, incluso mediante la eliminación gradual de los recortes de impuestos implementados en la pandemia y el fortalecimiento de la administración tributaria.

El elevado coste del servicio de la deuda podría quitar foco en el gasto en otras prioridades, incluidas la inversión en capital físico y humano.

En las economías emergentes con espacio presupuestario limitado, el gasto debe focalizarse en las prioridades más acuciantes, incluyendo inversiones que fomenten el crecimiento, donde mejorar la eficiencia del gasto es fundamental para ayudar a satisfacer las necesidades de gasto a medida que se endurece la política fiscal.

E. DEUDA

Para analizar los cambios de la ratio Deuda/PIB, vamos a ver cómo esto funciona. Los cambios de la ratio Deuda Pública/PIB ("d" en la ecuación) puede ser descompuesto en varios términos.

Específicamente, los cambios en la proporción pueden ser descompuesto en contribuciones del crecimiento de PIB, los saldos fiscales primarios (que reflejan la diferencia entre ingresos y gastos corrientes menos intereses), la inflación y otros factores.

La ecuación para cambios en la relación deuda/PIB se descompone como sigue:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t - \pi_t - g_t(1 + \pi_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + \text{other factors}$$

i_t es el tipo de interés nominal efectivo; π_t la inflación (medida como deflactor del PIB); y g_t es el crecimiento del PIB real. Deuda, d_t , y el saldo fiscal primario, pb_t , se escalan por el PIB nominal. La expresión "otros factores" incluye factores como la depreciación del tipo de cambio, ingresos por privatización, la materialización de pasivos contingentes y otros pasivos ad hoc de ajustes a los saldos de deuda. La ecuación puede ser reorganizado para identificar las contribuciones a los cambios en la relación deuda/PIB de los componentes en forma aditiva de la siguiente manera:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - \frac{\pi_t}{1 + \gamma_t} d_{t-1} - \frac{g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t + \text{other factors}$$

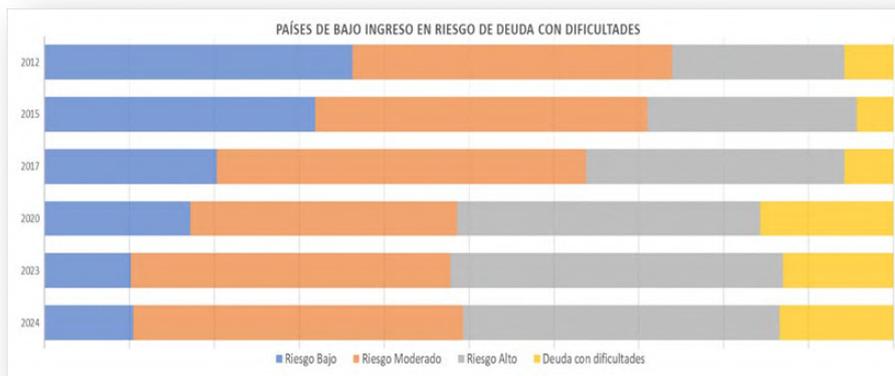
where $\gamma_t = (1 + g_t)(1 + \pi_t)$

La ecuación se utiliza como base para el cambio en la relación Deuda/PIB, descomponiendo en los componentes atribuibles de:

- Saldo fiscal primario.
- Costes de intereses.
- Inflación.
- Crecimiento del PIB real.

El largo periodo expansivo de la década de 2010, con tipos de interés ultra-bajos, permitió a las economías avanzadas y emergentes ampliar su capacidad de endeudamiento. La deuda soberana ha aumentado hasta cotas inéditas desde el periodo posterior a 1945. En consecuencia, se ha reducido la calificación crediticia de varios países, incluidas algunas economías avanzadas, lo que ha incrementado los costes de endeudamiento, tanto para los deudores públicos como para los privados.

Al mismo tiempo, pocos países parecen haber tomado medidas de precaución para fijar los tipos de interés en niveles bajos, por lo que ahora se enfrentan a un rápido incremento de los costes de los intereses en sus presupuestos públicos, cuya capacidad para proporcionar ayudas específicas se ve así limitada. Los países en desarrollo sobre-endeudados están más expuestos al riesgo de entrar rápidamente en dificultades financieras a medida que se endurecen las condiciones, un escenario que afectaría a las condiciones de su mercado laboral, al crecimiento de los salarios y a los puestos de trabajo.



Las relaciones Deuda/PIB, que dieron un fuerte salto durante la pandemia, se mantienen elevadas, y los abultados déficits presupuestarios continúan engrosando la carga de la deuda en muchas economías. Los pagos de intereses de la deuda también se incrementaron como porcentaje de los ingresos públicos, desplazando inversiones presupuestarias necesarias para impulsar el crecimiento. Como referencia, en los países de ingreso bajo, los pagos de intereses promediarán estimativamente 14,3% de los ingresos del gobierno general en 2024.

La avalancha de endeudamiento es una tendencia generalizada en todas las economías. Los mayores contribuyentes son Estados Unidos y Japón, mientras que China, India y México impulsaron la mayor participación en los mercados emergentes.

Desde el inicio de la pandemia, la deuda ha aumentado un 21%, sumando 54,1 billones de dólares al total mundial.

Se estima que la ratio Deuda/PIB se sitúe en un 340% en 2024 y en un 360% en 2025.

F. EMPLEO

La resiliencia económica mantuvo estables las condiciones del mercado laboral en 2023. Debido al crecimiento económico más fuerte de lo previsto en 2023, las tasas totales de actividad superaron su tendencia lineal a largo plazo. Posiblemente impulsadas por un mercado de trabajo más robusto de lo esperado, en 2023 las tasas de actividad aumentaron en varias regiones, sobre todo en los países de ingresos altos y en los de ingresos medianos-bajos. En los países de ingresos bajos y medianos-altos, las tasas de actividad descendieron.

En 2023 se mantuvo la trayectoria descendente de las tasas de desempleo. Estas se redujeron en todo el mundo en 0,2 puntos porcentuales en 2023, hasta situarse en el 5,1%, con descensos en la mayoría de los grupos de países, salvo en los de ingresos bajos, donde las tasas aumentaron, y en los de ingresos altos, donde el desempleo se mantuvo estable.

El descenso de las tasas de desempleo en 2023 fue consecuencia de que el empleo creció más deprisa que la participación laboral. Sin embargo, desde 2021 el crecimiento del empleo mundial ha tendido a desacelerarse.

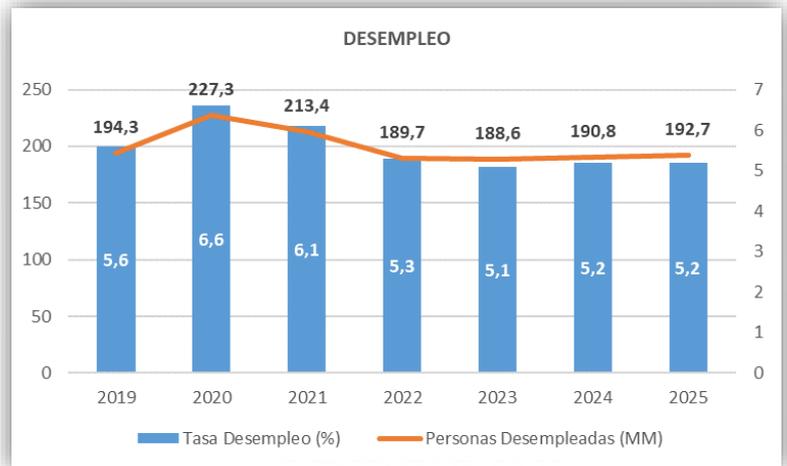
El promedio de horas trabajadas aún no se ha recuperado plenamente de la pandemia. En un contexto de crecimiento positivo del empleo, a nivel mundial el promedio de horas trabajadas a la semana por persona ocupada ascendió aproximadamente a 42, circunstancia que puede afectar negativamente a la oferta global de mano de obra.

Pese a la baja tasa de desempleo y al crecimiento positivo del empleo, los salarios reales han disminuido en la mayoría de los países. Es el caso de la gran mayoría de los países del G20, que sufrieron un descenso de los salarios reales en 2023, lo que significa que los aumentos salariales no lograron contrarrestar los efectos de la inflación.

Únicamente China, la Federación de Rusia y México presentan un crecimiento positivo de los salarios reales en 2023. Los mayores aumentos salariales se registraron en China y la Federación de Rusia, donde el crecimiento de la productividad laboral fue de los más elevados entre los países del G20 en 2023. El crecimiento de los salarios reales también fue positivo en la India y Turquía; descensos especialmente notorios en el Brasil, Italia e Indonesia.

Parte de la resiliencia del mercado laboral de 2023 puede deberse al hecho de que el empleo suele ser un indicador retardado, de modo que las deficiencias en la creación de empleo empiezan a manifestarse generalmente un tiempo después de que el crecimiento económico se ralentice.

Así, se espera que el crecimiento del empleo mundial siga siendo positivo en 2024, pero a tasas de solo el 0,8 por ciento en 2024 y del 1,1 por ciento en 2025.



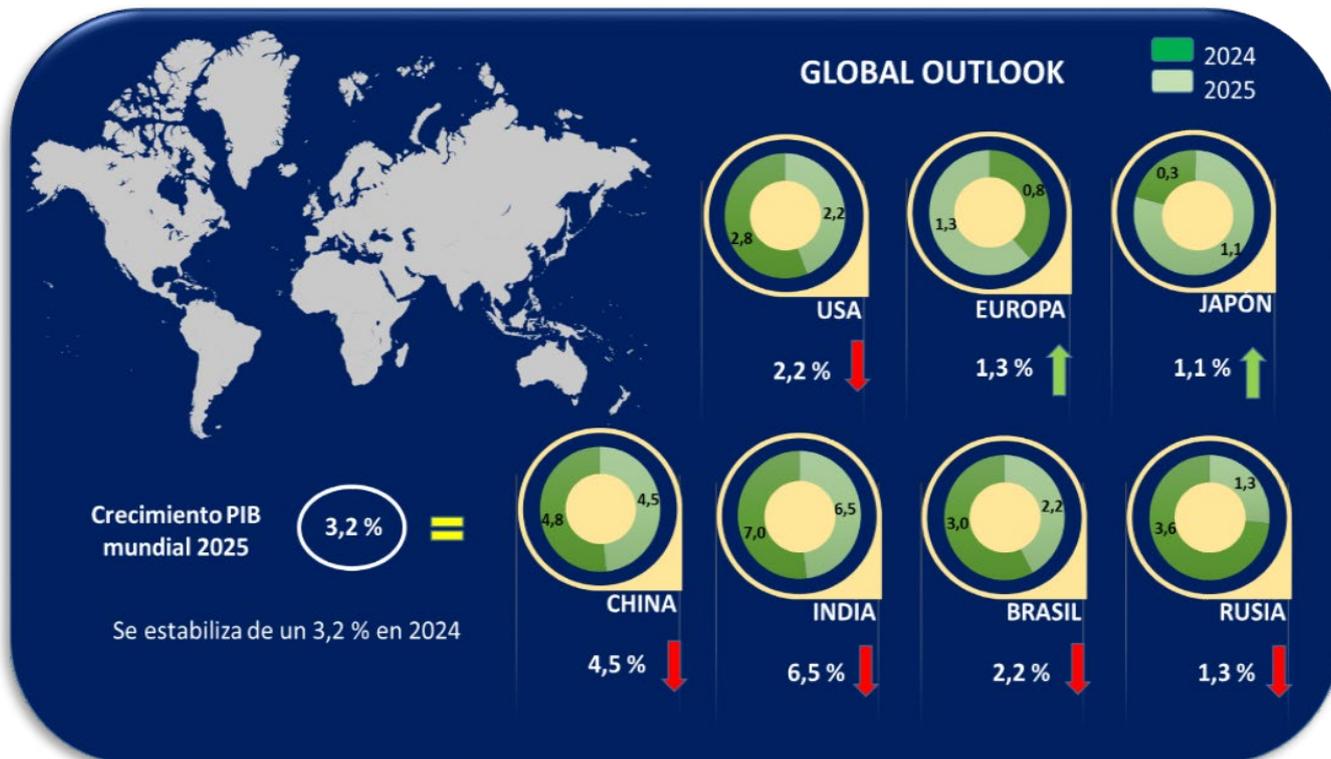
Fuente: Elaboración Propia

El desempleo registrará un modesto aumento. Las previsiones indican que las tasas de desempleo se mantendrán prácticamente estables en 2024 y 2025. A medida que disminuyan las tasas de actividad y se ralentice el crecimiento del empleo, la tasa de desempleo mundial tenderá a mantenerse próxima a los niveles actuales, subiendo tan solo del 5,1% en 2023 al 5,2% en 2024 y permaneciendo invariable en 2025.

El leve aumento de la tasa de desempleo se traducirá en un incremento de 2 millones en las cifras de personas desempleadas, que pasarán a ser 190,8 millones en 2024.

GLOBAL OUTLOOK

Se prevé que el crecimiento mundial sea del 3,2% en 2025, estabilizándose desde ese mismo nivel, 3,2% en 2024.



Fuente: Elaboración Propia

A. CRECIMIENTO REGIONAL

En **Estados Unidos**, se prevé que el crecimiento crezca de 2,5% en 2023 a 2,8% en 2024 y se ralentice a un 2,2% en 2025. La economía estadounidense se está desacelerando suavemente debido a una mayor prudencia del sector privado, pero la flexibilización de la Fed debería amortiguar la desaceleración.

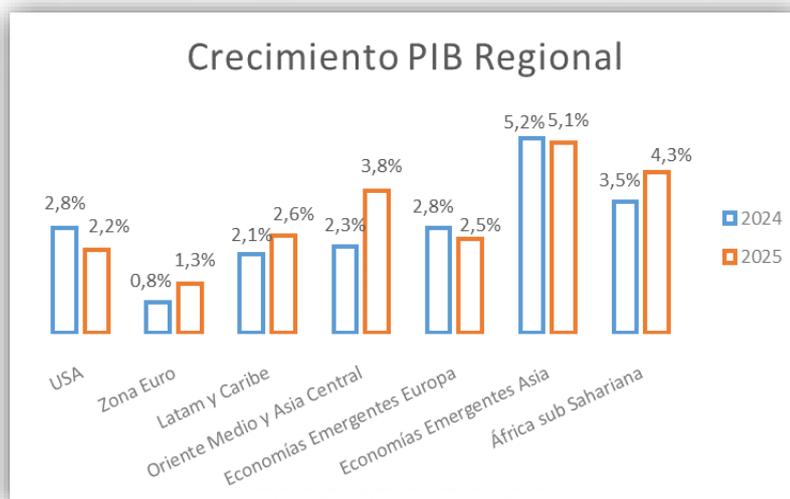
Los datos económicos recientes confirman que la economía de EE. UU. se mantiene sobre una base sólida antes de las elecciones generales. Las revisiones al alza del crecimiento de los ingresos y el crecimiento históricamente sólido de la productividad siguen siendo los pilares clave de la rentabilidad económica superior de EE. UU., mientras que la prudencia selectiva de los consumidores frente a los altos precios sigue impulsando la desinflación.

De cara al futuro, preveemos que los consumidores y las empresas seguirán gastando, pero lo harán de forma más prudente en medio de unos costes y tarifas aún elevados.

Se proyecta que el crecimiento en la **Zona Euro** se recupere tras registrar una tasa baja, estimada en 0,4%, en 2023 y causada por una exposición relativamente elevada a la guerra en Ucrania, hasta 0,8% en 2024 y 1,3% en 2025. Se espera que la mayor fortaleza del consumo de los hogares

impulse la recuperación a medida que el shock de los precios de la energía vaya cediendo y la inflación disminuya, en apoyo al crecimiento del ingreso real.

Entre las demás economías avanzadas, se prevé que en el **Reino Unido** el crecimiento aumente de forma moderada, pasando de un 0,1% en 2023 a 0,8% en 2024, coincidiendo con el desvanecimiento de los efectos negativos rezagados de los elevados precios de la energía, y



Fuente: Elaboración Propia

posteriormente a 1,9% en 2025, cuando la desinflación permita relajar las condiciones financieras y deje que las rentas reales se recuperen.

En **Japón**, se proyecta que el producto se mantenga por encima del potencial, mientras que el crecimiento se desacelera, desde 1,9% en 2023 a 0,3% en 2024 y 1,1% en 2025, debido al desvanecimiento de factores puntuales que respaldaron la actividad en 2023, como la depreciación del yen, la demanda latente y la recuperación de la inversión empresarial tras la ejecución postergada de proyectos previos.

Para las **Economías de Mercados Emergentes y en Desarrollo**, se espera que el crecimiento se mantenga en 4,1% en 2024 y que aumente a 4,2% en 2025.

Se espera que el crecimiento en las **Economías Emergentes y en Desarrollo de Asia** disminuya de 5,4% en 2023 a 5,2% en 2024 y 5,1% en 2025.

Las proyecciones sitúan el crecimiento de **China** en 4,8% en 2024 y en 4,5% en 2025. Se proyecta que el crecimiento en **India** continúe fuerte, con una tasa del 7% para 2024 y un 6,5% para 2025, debido a la resiliencia de la demanda interna.

En las **Economías Emergentes y en Desarrollo de Europa**, se proyecta que el crecimiento aumente, pasando de 2,7% en 2023 a 2,8% en 2024, y que luego retroceda hasta 2,5% en 2025. En Rusia, se proyecta que el crecimiento sea de 3,6% en 2024 y de 1,3% en 2025, como reflejo del efecto de arrastre de un crecimiento más fuerte de lo esperado en 2023, generado por el aumento del gasto militar y el consumo privado, y el respaldo del crecimiento salarial en un mercado laboral tensionado.

En **América Latina y el Caribe**, se proyecta que el crecimiento disminuya de 2,5% en 2023 a 2,1% en 2024, y que aumente hasta 2,6% en 2025. La previsión para 2024 está influenciada por el

crecimiento negativo de Argentina en el contexto de un ajuste significativo de la política económica para restablecer la estabilidad macroeconómica. Como en otras economías importantes de la región, se registran mejoras para Brasil y México, principalmente a causa de los efectos de arrastre de una demanda interna más fuerte de lo esperado y un crecimiento mayor de lo previsto en los principales socios comerciales.

Para las economías de **Oriente Medio y Asia Central**, se proyecta que el crecimiento aumente de 2,0% en 2023 a 2,3% en 2024 y 3,8% en 2025. En general, estas revisiones pueden atribuirse a Arabia Saudita y ponen de manifiesto la reducción temporal de la producción de petróleo en 2024, procedente tanto de recortes unilaterales como de otros derivados de un acuerdo de la OPEP+, al tiempo que se prevé que el crecimiento no petrolero se mantenga sólido.

En **África Subsahariana**, se proyecta que el crecimiento se incremente, pasando de 3,3% en 2023 a 3,5% en 2024 y 4,3% en 2025, ya que remitirán los efectos negativos de los shocks meteorológicos anteriores y mejorarán gradualmente los problemas de la oferta. Sudáfrica sufrirá un debilitamiento cuyo origen está en el aumento de las restricciones logísticas, como las presentes en el sector del transporte, que afectan a la actividad económica.

B. COMERCIO INTERNACIONAL

El crecimiento del comercio se recuperará gradualmente en 2024, a pesar de los conflictos regionales y las tensiones geopolíticas.

Se prevé que el volumen del comercio mundial de mercancías crezca un 2,6% en 2024 y un 3,3% en 2025, al resurgir la demanda de mercancías objeto de comercio tras la contracción experimentada en 2023. El volumen del comercio disminuyó un 1,2% el año pasado tras crecer un 3,0% en 2022, a pesar del estallido de la guerra en Ucrania. La persistencia de los efectos de los elevados precios de la energía y la inflación pesaron especialmente en la demanda de productos manufacturados que generan mucho comercio, pero este año y en 2025 se debería producir una recuperación gradual, a medida que se vayan reduciendo las presiones inflacionarias y vayan mejorando los ingresos reales de los hogares.

	2024	2025
Volumen Comercio Mundial	2,6%	3,3%
Exportaciones		
América del Norte	3,6%	3,7%
América del Sur	2,6%	1,4%
Europa	1,7%	2,8%
CIS	5,3%	1,7%
África	5,3%	2,4%
Oriente Medio	3,5%	2,2%
Asia	3,4%	3,4%
Importaciones		
América del Norte	1,0%	3,3%
América del Sur	2,7%	3,4%
Europa	0,1%	3,1%
CIS	-3,8%	2,9%
África	4,4%	1,6%
Oriente Medio	1,2%	2,1%
Asia	5,6%	4,7%



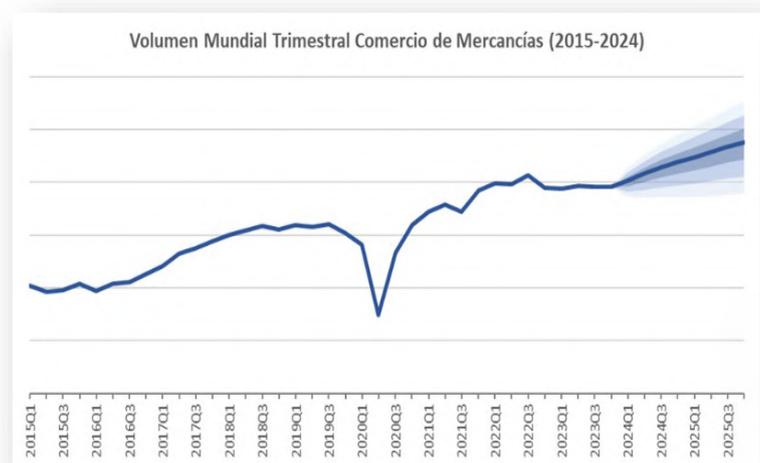
Fuente: Elaboración Propia

El descenso relativamente pequeño registrado por el comercio de mercancías en 2023, del 1,2%, impide apreciar una fuerte variación regional, ya que la demanda de importaciones cayó bruscamente en Europa, disminuyó en América del Norte, se mantuvo estable en Asia y aumentó en las principales economías exportadoras de combustibles. La debilidad de la demanda redujo los volúmenes de exportación en Europa e impidió una recuperación más fuerte en Asia, mientras que el panorama en otras regiones fue dispar. Asia aportará más al crecimiento del volumen del comercio en 2024 y 2025.

En los últimos años, el comercio mundial se ha visto afectado por una combinación de factores desfavorables, lo que se ha venido en llamar una “policrisis”. Estos factores abarcan una serie de conmociones de la oferta y la demanda relacionadas con la pandemia de COVID-19, las perturbaciones de las cadenas de suministro y los efectos de una mayor incertidumbre en la política comercial debido a rivalidades geopolíticas. A pesar de esas dificultades, el comercio mundial de mercancías ha mostrado una notable resiliencia en los últimos cuatro años.

Los precios de los productos primarios aumentaron enormemente a raíz de la guerra en Ucrania, como resultado de la pugna de las diferentes economías por acceder a los recursos naturales esenciales y a los suministros de alimentos.

Estos aumentos espolearon la inflación, que ya se estaba acelerando en las economías avanzadas debido a las perturbaciones de las cadenas de suministro y a las medidas de estímulo relacionadas con la pandemia de COVID-19.



Fuente: Elaboración Propia

Los índices de precios de los productos básicos han bajado con respecto a los niveles máximos registrados en el segundo semestre de 2022, pero en el primer trimestre de 2024 la mayoría de ellos sigue estando muy por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

En los dos primeros meses de 2024, los precios mundiales de la energía disminuyeron un 41% en promedio con respecto a su nivel máximo más reciente, pero seguían estando un 30% por encima de los precios de 2019.

En cuanto a los productos e insumos agropecuarios, los precios de los alimentos, los cereales y los abonos fueron considerablemente más elevados en 2024 que en 2019, con aumentos del 35%, el 45% y el 44%, respectivamente.

Los elevados precios de la energía en Europa, en particular en el caso del gas natural, han tenido efectos negativos en las economías de la UE, como Alemania, que producen y exportan productos manufacturados que hacen un uso intensivo de la energía.

Desde principios de 2022, los bancos centrales de las economías avanzadas han aumentado los tipos de interés para frenar las presiones inflacionarias que erosionan los ingresos y reducen el consumo de mercancías, incluidas las importadas.

A corto plazo, la demanda real de mercancías objeto de comercio en cualquier economía depende de las decisiones de gasto de los agentes económicos, a saber, los hogares, las empresas, los gobiernos y el sector exterior. A su vez, en ese gasto influyen las fluctuaciones reales y previstas de los ingresos familiares, los ingresos de las empresas y los precios relativos de los productos de producción internacional en comparación con los de producción nacional.

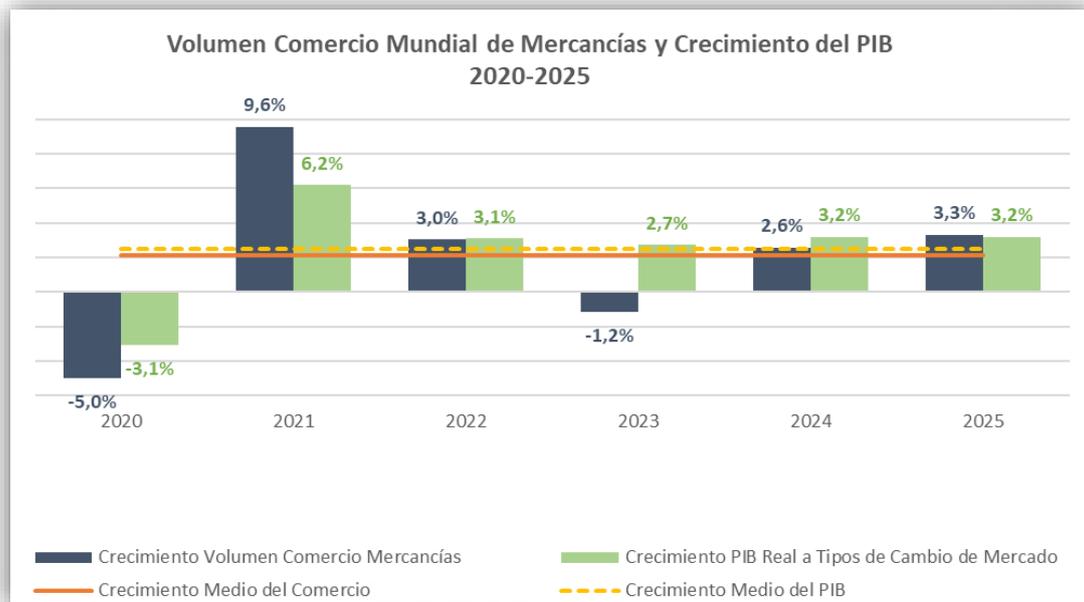
Una economía se convierte en importador (exportador) neto de mercancías cuando su demanda de mercancías supera (es inferior a) su producción nacional. La demanda mundial de mercancías objeto de comercio es simplemente la suma de las importaciones de todas las economías. En principio, esa cantidad debería ser igual a la suma de todas las exportaciones, ya que todos los productos importados los suministra alguna economía exportadora.

Hace mucho que se observó que las diferencias en la composición del comercio de mercancías y el PIB tienden a producir fluctuaciones más fuertes en dicha composición que en el PIB, lo que hace que el crecimiento del comercio sea muy procíclico. En otras palabras, el crecimiento del comercio de mercancías se ralentiza más que el crecimiento del PIB en los períodos de contracción económica y puede incluso llegar a ser negativo, como sucedió en 2023. A la inversa, el comercio se recupera de manera más sólida que la producción durante las fases de expansión, como hizo en 2010 y 2021.

El carácter tan procíclico del comercio puede atribuirse a la elevada proporción que representan los productos manufacturados en el comercio de mercancías (un 63% en 2022) en comparación con el PIB (el 28% en 2022), que se basa sobre todo en los servicios. El consumo de manufacturas, en particular de bienes duraderos y de capital, es sensible a la renta real disponible y a factores cíclicos.

Cuando disminuye la renta real, los consumidores prefieren aplazar la compra de bienes duraderos, como vehículos y electrodomésticos, que a menudo tienen un alto contenido de importaciones, en lugar de retrasar el consumo de servicios, donde el consumidor tiene menos margen de elección (por ejemplo, alquileres, servicios médicos, etc.).

Las compras de bienes duraderos también dependen en mayor medida del crédito, lo que hace que sean más vulnerables a las fluctuaciones de los tipos de interés. En respuesta a la disminución del consumo de productos manufacturados, las empresas también pueden aplazar el gasto en inversiones fijas en bienes de capital. La inversión es el componente de la demanda interna que hace un uso más intensivo de las importaciones (con un contenido importado global de alrededor del 36% como promedio), seguido de las exportaciones y el consumo privado.



Fuente: Elaboración Propia

Se prevé que el entorno comercial desfavorable que prevaleció en 2023 mejore en cierta medida este año y el próximo, lo que impulsará el comercio de mercancías en 2024 y 2025. Sin embargo, las tensiones geopolíticas y la incertidumbre en materia de políticas pueden limitar el alcance de la recuperación del comercio. Aunque el crecimiento de las exportaciones debería mejorar en muchas economías debido al aumento de la demanda externa de mercancías, los precios de los alimentos y la energía podrían experimentar de nuevo fuertes subidas vinculadas a acontecimientos geopolíticos.

La elección de un ritmo adecuado de reducción de los tipos de interés también será difícil para los bancos centrales de las economías avanzadas, y cualquier error de cálculo podría dar lugar a una volatilidad financiera a finales de 2024. En general, los riesgos se mantienen a la baja, aunque podrían aumentar si el comercio en la Unión Europea se recupera más rápidamente de lo previsto.

El aumento de los costes del comercio y la incertidumbre en las relaciones internacionales pueden obstaculizar la recuperación del comercio.

Las perturbaciones en dos de las principales rutas marítimas, el canal de Panamá y el canal de Suez, están poniendo a prueba la resiliencia del comercio mundial.

El 6% del comercio mundial atraviesa el canal de Panamá, y más del 70% del tráfico tiene origen o destino en los Estados Unidos. En la actualidad, opera parcialmente debido a la escasez de agua dulce, y es probable que las restricciones se mantengan durante algún tiempo. Al mismo

tiempo, alrededor del 12% del comercio mundial y de un tercio del transporte marítimo de contenedores entre Asia y Europa atraviesan el canal de Suez.

La desviación del tráfico del Mar Rojo, rodeando el cabo de Buena Esperanza, ha aumentado en unos 10 días los viajes entre Asia y Europa y ha aumentado los costos de los combustibles. Si bien los costes del transporte marítimo mundial volvieron a niveles anteriores a la pandemia a mediados del año pasado, las tarifas del transporte en contenedores han comenzado a aumentar de nuevo.

El año pasado, el dólar de los Estados Unidos se apreció un 5,2% frente al yuan chino y un 6,9% frente al yen japonés, pero se depreció un 2,6% frente al euro. La apreciación general del dólar tiende a reducir el valor del comercio mundial medida en dólares de los Estados Unidos, mientras que su depreciación general tiende a aumentarlo.

Ninguna región es autosuficiente. Asia-Pacífico, incluida China, es el principal exportador mundial de manufacturas en general y el mayor proveedor de productos electrónicos, pero importa más del 25% de sus necesidades de recursos energéticos, así como bienes intermedios críticos. Los recursos energéticos de Medio Oriente y Rusia abastecen a China e India.

China también importa más del 25% de sus necesidades de minerales: los corredores de minerales más grandes del mundo van desde Australia, Brasil, Chile y Sudáfrica para proporcionar los insumos para el centro de manufactura de China. Europa y América del Norte proporcionan gran parte de la maquinaria avanzada y los conocimientos técnicos intangibles que respaldan la producción de productos electrónicos avanzados, como los semiconductores.

Europa también es una región manufacturera sólida, pero importa más del 50% de sus necesidades de recursos energéticos. Antes de 2022, la mayor fuente de importaciones de recursos energéticos de Europa era Rusia. Desde la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, las economías europeas han intentado diversificar las fuentes de gas natural fuera de Rusia. Europa también depende de otros para obtener insumos específicos para sus manufacturas. Por ejemplo, si bien Europa es un importante exportador neto de productos farmacéuticos, depende de Asia-Pacífico para conseguir insumos cruciales de ingredientes farmacéuticos activos.

Las regiones ricas en recursos, es decir, Europa del Este y Asia Central, América Latina, Medio Oriente y África del Norte (MOAN) y África subsahariana, tienden a ser importadoras netas de bienes y servicios manufacturados. Estas regiones importan productos manufacturados aproximadamente a partes iguales de Asia-Pacífico y Europa. Asia-Pacífico es el mayor socio de estas regiones para los flujos de productos electrónicos, textiles y metales básicos, mientras que Europa es el mayor socio para los productos farmacéuticos y la maquinaria. Las regiones ricas en recursos suelen ser también importadoras netas de algunos tipos de recursos. Por ejemplo, MOAN es el mayor exportador neto de recursos energéticos, pero depende de otras regiones para obtener más del 60% de los cultivos clave que necesita para la alimentación.

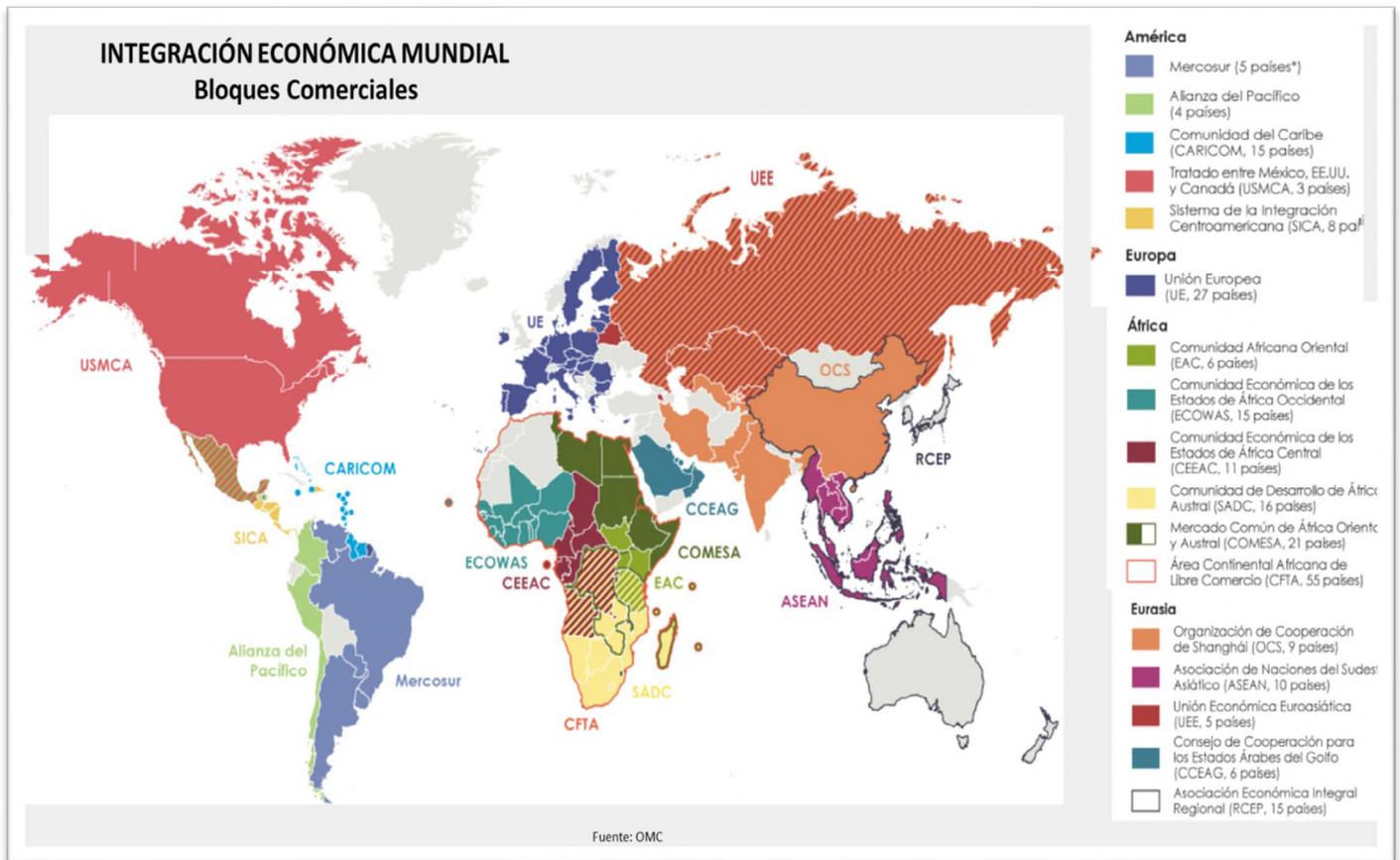
Antes de la invasión de Ucrania por parte de Rusia, grandes corredores fluían hacia la región desde estos dos países. En América Latina, Brasil y Argentina son dos de los mayores exportadores de cereales del mundo, pero dependen de los flujos de fertilizantes del resto del mundo. En particular, han estado obteniendo más del 50% de sus importaciones de potasa de Rusia y Bielorrusia.

América del Norte es un importador neto tanto de productos manufacturados como de recursos minerales; Asia-Pacífico es su principal socio para ambos. América del Norte importa alrededor

del 15% de sus necesidades de consumo de productos electrónicos, y Asia-Pacífico representa alrededor del 85% de estas importaciones, repartidas aproximadamente entre China y otras economías de la región. América del Norte también importa alrededor del 10% de su consumo de minerales, nuevamente con Asia-Pacífico como su principal socio.

La dependencia de América del Norte de las importaciones de minerales es aún más pronunciada cuando se analiza a nivel granular. Por ejemplo, Estados Unidos importa más del 70% de sus necesidades de consumo de más de 30 productos minerales.

En los últimos años, la economía mundial se ha visto afectada por varias conmociones económicas, mientras que las tensiones geopolíticas han ido en aumento. En respuesta a estas y otras preocupaciones, algunos Gobiernos se han vuelto más escépticos acerca de los beneficios del comercio y han adoptado medidas encaminadas a relocalizar la producción y orientar el comercio hacia naciones afines. Estas medidas tuvieron un cierto impacto en la estructura del comercio, pero los indicios de una tendencia sostenida hacia la desglobalización no son todavía muy importantes.



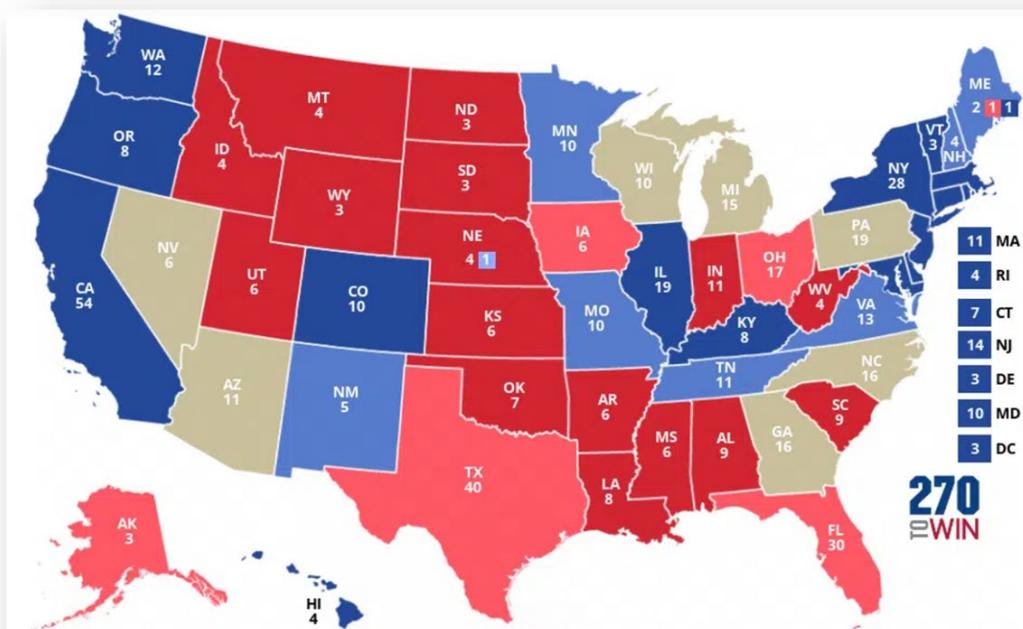


ESTADOS UNIDOS

Donald Trump volverá a la Casa Blanca cuatro años después, convirtiéndose en el 47º Presidente de EE. UU.

Además de la presidencia, los republicanos dominan el Senado, el Tribunal Supremo, y lo harán más que probablemente en el Congreso, por lo que el poder de Trump va a ser realmente grande en estos 4 años.

Aunque gran parte de la campaña electoral se ha centrado en cuestiones como el control de las fronteras y las guerras culturales, existen claras diferencias en la política económica. **La agenda de Trump comprende recortes fiscales, en forma de impuestos de sociedades más bajos y una ampliación de los recortes de impuestos personales que puso en marcha anteriormente.**



Fuente: Towin.com

Su programa también favorece la desregulación, como se vio en su primera administración, y una vuelta a las guerras comerciales con la aplicación de un arancel universal del 10% a las importaciones, y del 60% en el caso de las importaciones chinas, dentro del marco proteccionista de su política.

El regreso de Trump a la Casa Blanca ha impulsado los valores bursátiles y el dólar. El mercado considera que su política de rebajas fiscales y desregulación podría ser un motor clave para el crecimiento económico, beneficiando a numerosas empresas en el proceso. En particular, se prevé que las acciones de empresas de pequeña y mediana capitalización, como las que componen el Russell 2000, experimenten un aumento significativo en sus valores, beneficiándose de un mayor proteccionismo.

El bitcoin ha alcanzado máximos históricos, impulsado por la expectativa de un marco regulatorio más laxo; Trump se ha convertido en un firme defensor del universo cripto. Quiere convertir a Estados Unidos en el gran centro mundial de las criptomonedas, con propuestas tan novedosas como crear una reserva de Bitcoin.

Por otro lado, el mercado del petróleo también está experimentando fluctuaciones. Con Trump, se anticipa un aumento en la producción de energías fósiles en EE.UU., lo que podría afectar la oferta y la demanda global.

- **El sector Tecnológico y regulación digital también se verán afectados, Trump ha mostrado una postura de menor regulación hacia las grandes empresas tecnológicas**
- **En lo referente a defensa, la administración Trump exigirá con casi total seguridad a los países de la OTAN que incrementen su gasto militar, poniendo presión sobre la alianza**
- **Las políticas de Trump son netamente inflacionistas y expanden el déficit, ya de por sí elevado, por lo que es de esperar también que los tipos de interés no se reduzcan drásticamente**

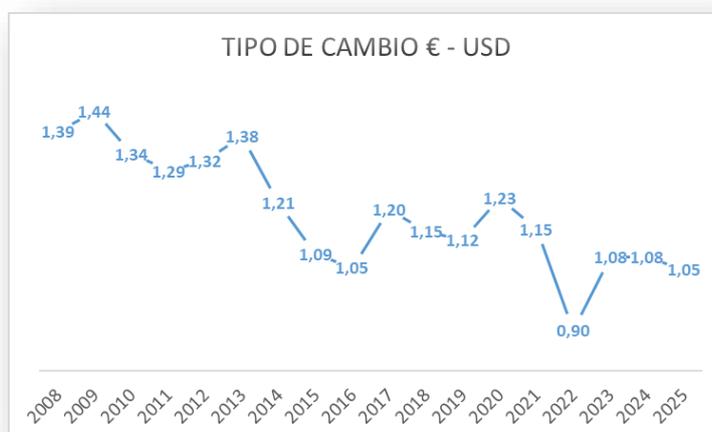
Segmentos como los bancos, el petróleo y el gas y las acciones de defensa, se verán favorecidas

La victoria de Trump supuso también que la rentabilidad del bono americano a 10 años (inversa a los precios) continuara con su escalada. Aunque la Reserva Federal baje los tipos, las expectativas de un fuerte aumento del gasto público que eleven el déficit presupuestario tiran al alza de las rentabilidades de la deuda.

El triunfo de Trump hace que se reduzcan las expectativas de una rápida baja de los tipos de interés en Estados Unidos en los próximos meses, lo que podría tener impacto también en la zona euro. La rentabilidad de los bonos europeos bajó ligeramente.

El dólar está en pleno despegue por las expectativas de un crecimiento económico más fuerte de la mano de políticas de gasto más potentes, más inflación y más déficit.

En el otro lado de la balanza, el euro cayó con fuerza. La divisa de buena parte del Viejo Continente anticipa un cambio de las reglas del juego con la primera economía del mundo. La posibilidad más que evidente de que Trump amplíe la guerra comercial más allá de su gran rival, China, pasa una onerosa factura al euro.



Fuente: Elaboración Propia

Pero hay otras áreas con implicaciones, una política arancelaria más dura en EE.UU. sería especialmente perjudicial para las exportaciones españolas, ya que **Trump ha propuesto un arancel del 10% a todas las importaciones, lo cual puede afectar a las aproximadamente 28.000 empresas españolas que exportan al país norteamericano.**

El sector automotriz, que constituye el 10% del PIB español y depende en gran medida del comercio con EE. UU., sería particularmente vulnerable, así como las exportaciones de productos de consumo y lujo.

Si se confirman las intenciones de Trump, este giro proteccionista podría obligar a España a fortalecer sus lazos comerciales con otros mercados emergentes, como América Latina y África, en un esfuerzo por diversificar sus destinos de exportación.

En un hipotético contexto de distanciamiento de EE. UU., la Unión Europea también podría verse impulsada a desarrollar una defensa europea autónoma. España, como país clave de la OTAN, podría beneficiarse si las necesidades de defensa europea generan demanda en su industria armamentística.

En cuanto a Seguridad y Política Exterior, uno de los cambios potencialmente más delicados para Europa sería una reducción del compromiso de EE.UU. con la OTAN. Trump ya ha criticado la alianza, y su postura podría llevar a una menor presencia militar estadounidense en el continente europeo, lo que aumentaría la vulnerabilidad de Europa ante amenazas globales. Esto requeriría que los países europeos asuman mayores responsabilidades de defensa y seguridad, presionando a los gobiernos a aumentar su gasto en defensa.

Respecto a Rusia, Trump ha mostrado en el pasado una postura más conciliadora hacia el Kremlin, lo que podría alterar el equilibrio geopolítico en Europa y provocar cambios en la política de sanciones de la UE.

La relación con Oriente Medio, también está en juego. Si Trump decidiera modificar su postura en esta región, podría verse afectada la estabilidad del Mediterráneo y las rutas comerciales. En su etapa anterior, promulgó políticas fuertemente proisraelíes, declarando Jerusalén capital de Israel y trasladando allí la embajada estadounidense desde Tel Aviv.

Una nueva administración Trump podría obstaculizar los esfuerzos globales contra el cambio climático al desvincular a EE.UU. del Acuerdo de París, lo que dificultaría la cooperación internacional en este ámbito. Además, Trump puede volver a priorizar los combustibles fósiles sobre las energías renovables. Pondrá fin a los subsidios para la energía eólica, reducirá los impuestos a los productores de petróleo, gas y carbón y revertirá las regulaciones sobre emisiones de vehículos.

Endurecer las políticas migratorias ha sido una de las promesas clave de su campaña. Además de intentar deportar a millones de inmigrantes no autorizados, muchos de los cuales han vivido en Estados Unidos durante décadas, Trump busca reducir la inmigración legal.

Claves de la nueva presidencia Trump

En 2024, la economía americana ha esquivado la recesión que algunas voces anticipaban. El mercado laboral se enfría en la última parte del año y la inflación se modera, por lo que la Fed ha comenzado el ciclo de recorte de tipos.

Las perspectivas sobre la economía americana siguen siendo inciertas, con una moderación del crecimiento, las expectativas de inflación pueden ser más altas de lo previsto, y el empleo que se ha enfriado.

El crecimiento de EE.UU. será de 2,8% en 2024 y un 2,2% en 2025.

La economía estadounidense ya no cuenta con las reservas de fortaleza que la ayudaron a superar las recientes turbulencias.

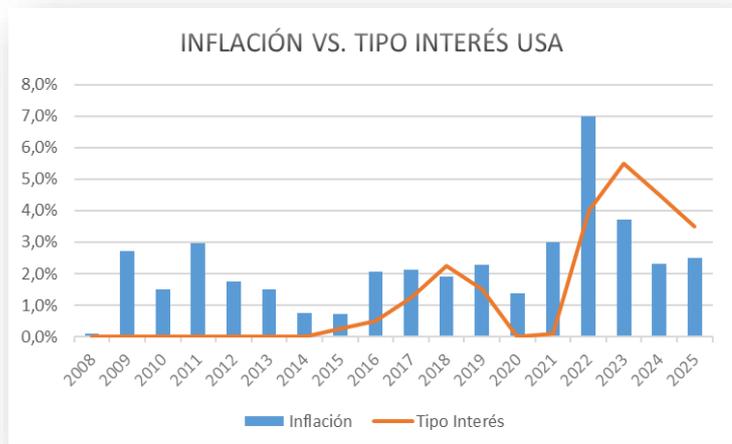
Las familias ya no disponen del colchón de dinero en efectivo acumulado durante la pandemia, ni de la demanda reprimida para gastarlo y las empresas ya no tienen puestos de trabajo que cubrir. El reto para los legisladores es que, tras dos años tratando de ralentizar la economía, pretendan hacer algo aún más delicado, nivelarla.

El déficit asciende a 1,6 billones de dólares en el año fiscal 2024, creciendo a 1,8 billones de dólares en 2025. Medido en relación con el producto interno bruto, el déficit asciende al 5,6% en 2024, aumentando al 6,1% en 2025. Los déficits primarios, es decir, los déficits que excluyen los desembolsos netos por intereses, aumentan de 2,5% del PIB en 2024 a 2,8% en 2025.

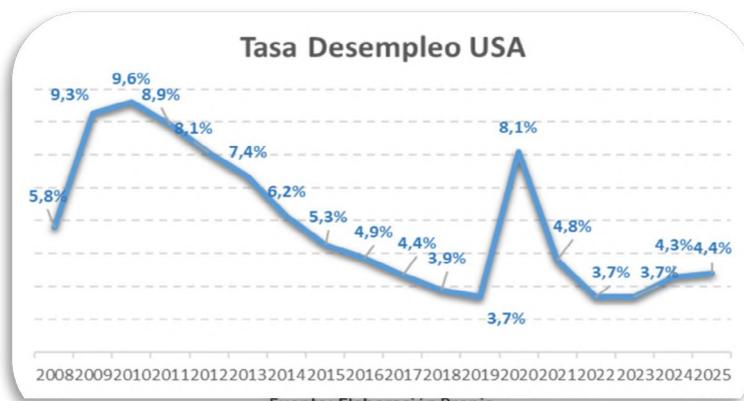
La inflación (medida por el índice de precios de los gastos de consumo personal) se desaceleró notablemente en 2023. Se desacelera aún más en 2024, a una tasa más o menos en línea con el objetivo a largo plazo de la Reserva Federal del 2%, y luego aumenta en 2025.

Una razón clave por la que se prevé que la inflación sea más baja que en los últimos años es la disminución de las presiones al alza sobre los precios de los alimentos, la energía y otros bienes. Otra razón clave es el menor crecimiento de los precios de los servicios de vivienda

(que reflejan los costes tanto de la vivienda de alquiler como de la vivienda ocupada por sus propietarios) debido a las elevadas tasas de interés en la primera parte de 2024.



Fuente: Elaboración Propia



Fuente: Elaboración Propia

El desempleo alcanza el 4,3% en 2024, aumentando al 4,4% en 2025. Las fluctuaciones de esa tasa se atribuyen principalmente a cambios en el crecimiento económico y en el tamaño y la composición de la fuerza laboral. el número de personas que están trabajando o buscando empleo activamente continúa expandiéndose a un ritmo moderado hasta 2026.

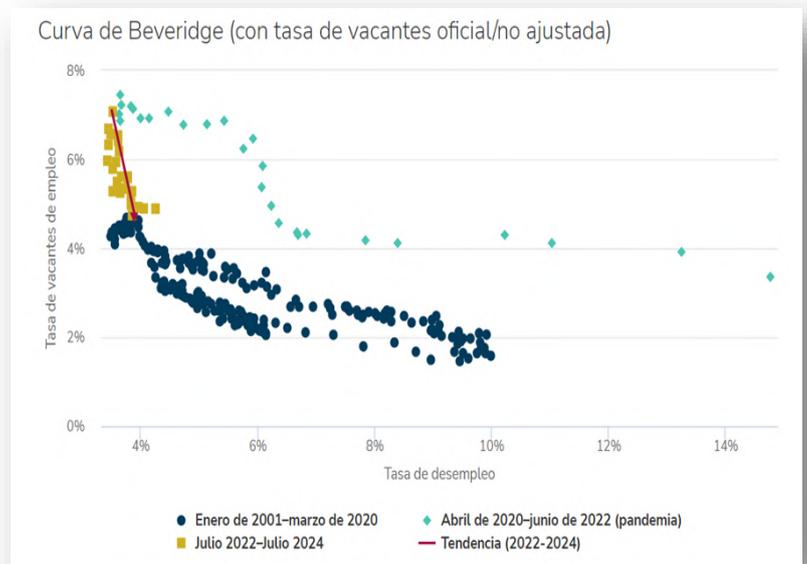
El mayor crecimiento de la población en esos años, principalmente debido al aumento de la inmigración, compensa con creces una disminución en la participación en la fuerza laboral debido a la desaceleración de la demanda de trabajadores y el aumento de la edad promedio de la población. Se espera que una gran proporción de los inmigrantes recientes y proyectados tengan entre 25 y 54 años de edad, es decir, adultos en sus mejores años de trabajo.

La normalización del mercado laboral ha ayudado a reducir el crecimiento de los costes laborales unitarios (y a aumentar la productividad laboral).

La normalización se ha producido a través de una gran disminución en la tasa de ofertas de empleo, en lugar de a través de despidos. Hemos bajado por la empinada curva de Beveridge post-pandémica.

Todavía no está claro si hemos llegado a un punto de inflexión en el que una mayor relajación del mercado laboral se produciría a través de despidos, no solo a través de una disminución de los puestos vacantes.

El mercado laboral se ha enfriado durante el último año, pero no se aprecia suficiente evidencia que sugiera que el reciente debilitamiento sea el comienzo de un deterioro más grave en los fundamentos subyacentes.



Fuente: Bureau of Labor Statistics

La deuda pública aumenta cada año en relación con el tamaño de la economía, los aumentos en el gasto obligatorio y los costes de los intereses superan las disminuciones en el gasto discrecional y el crecimiento de los ingresos y la economía, lo que aumenta la deuda.

La política monetaria no sigue un curso preestablecido. Aun así, a medida que el objetivo de inflación parece estar más

cerca, el cálculo de la gestión de riesgos de la Fed ha cambiado para preocuparse más por los riesgos a la baja para el mercado laboral.

Los datos sugieren que la tasa de política monetaria de la Fed no tiene por qué ser tan restrictiva como lo es, pero hay suficiente fortaleza como para que aún no se justifique una relajación agresiva de la política monetaria, y, además, una política fiscal expansiva por parte del nuevo gobierno de Trump no lo sugiere.

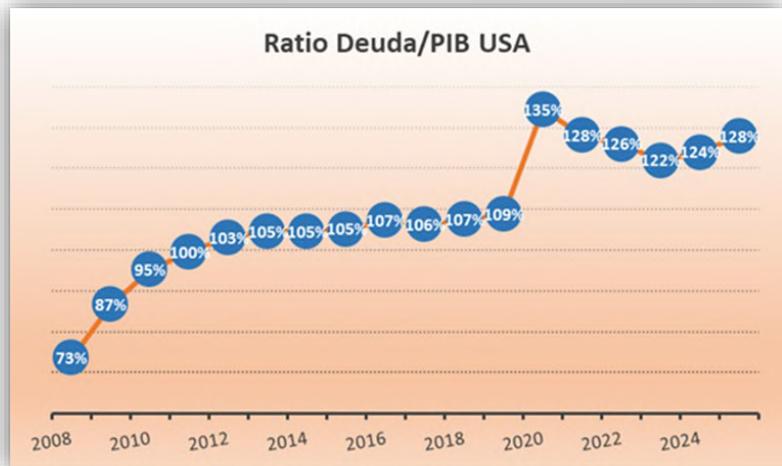
El riesgo para la hipótesis de referencia es que puede haber más recortes anticipados y que la relajación puede ser más lenta en primavera y más allá a medida que los tipos se acerquen al posible rango neutral (que la Fed fija en el 2,5%-3,5%). Los recortes adelantados corren un mayor riesgo de rebasamiento de la inflación y probabilidades de una corrección de la política.

Con el mercado laboral mostrando claros signos de enfriamiento, el crecimiento de los ingresos reales por detrás del crecimiento del gasto real desde mediados de 2023, la tasa de ahorro de los hogares en su nivel más bajo en dos años y las tasas de morosidad de las tarjetas de crédito y los automóviles por encima de los niveles anteriores a la pandemia y aun subiendo, se espera que los consumidores probablemente frenen su gasto en los próximos trimestres.

Es probable que la relajación acumulativa de la política monetaria prevista para los próximos trimestres evite que el crecimiento se sitúe demasiado por debajo del crecimiento del producto potencial, que es la cantidad de PIB real que puede producirse si la mano de obra y el capital se emplean a sus tasas máximas sostenibles. Es probable que cualquier efecto estimulante de la flexibilización de la política monetaria venga acompañado de un retraso largo.

Hay que tener en cuenta un par de efectos negativos antes de que veamos cualquier efecto estimulante de los recortes de tipos. En primer lugar, una reducción de las tasas a corto plazo reduciría inmediatamente los ingresos por intereses de los fondos del mercado monetario y los certificados de depósito, que generalmente tienden a afectar a los hogares mayores y más acomodados.

En segundo lugar, los prestatarios potenciales pueden esperar a que se produzcan más recortes de tipos antes de tomar cualquier decisión de préstamo. Es posible que solo más tarde en el



Fuente: Elaboración Propia

ciclo de flexibilización, cuando los tipos parezcan estar cerca de los mínimos del ciclo, se produzca el verdadero efecto estimulante.

¿Puede haber una recesión en la economía americana en 2025?

La cuestión de la recesión suele ser una prioridad para los responsables políticos cuando la economía se encuentra en una brecha de producción positiva y la política monetaria se encuentra en territorio restrictivo.

La inversión actual de la curva de rendimientos refleja principalmente la expectativa de que la Reserva Federal eventualmente tendrá que recortar las tasas de interés, lo que a su vez puede reflejar lo siguiente:

- La opinión de que la Fed irá demasiado lejos y empujará a la economía a la recesión, o
- La opinión de que la Fed ha empujado la tasa de política monetaria por encima de su promedio esperado a largo plazo y que su éxito en la reducción de la inflación le permitirá revertir el rumbo.

Por otro lado, la regla Sahm indica que se avecina una recesión si la tasa de desempleo aumenta más de 0,5 puntos porcentuales en comparación con el mínimo de los 12 meses anteriores. Pero esta vez el aumento no se debió a la caída del empleo, sino más bien a que la fuerza laboral aumentó más rápido que el empleo.

Lo que ha ocurrido ahora es que los responsables de la política monetaria han intentado desacelerar la economía, subiendo los tipos de interés y hundiendo accidentalmente la economía o reduciendo la inflación estructural de forma intencionada.

A corto plazo, la Fed seguirá centrada en los datos económicos, en términos de cómo los riesgos en torno al empleo y la inflación influyen en las perspectivas de la política monetaria y para medir la resistencia de la demanda interna y el mercado laboral. Si bien el potencial de crecimiento subyacente de la economía limitará cualquier aumento del gasto, el impacto retardado de la política fiscal debería limitar una desaceleración cíclica del crecimiento del PIB.

Con la victoria de Trump, también nos debemos preguntar el impacto de los aranceles. Los aranceles conllevan un riesgo al alza para el pronóstico de inflación y un riesgo a la baja para el crecimiento del PIB. La magnitud exacta depende de cómo se estructure el arancel, qué otras políticas (tanto fiscales como monetarias) se pongan en marcha para contrarrestar las implicaciones negativas, cómo se utilicen los ingresos arancelarios (¿están subsidiando a otro sector?) y cómo responda el resto del mundo. Desde la perspectiva de las empresas, los aranceles sobre los bienes finales protegen a los productores de bienes finales de EE. UU. (pero no son buenos para los consumidores estadounidenses), pero los aranceles sobre los insumos intermedios que necesitan para la producción los perjudican.

La competitividad de costes de las empresas estadounidenses se verá más perjudicada si los bienes finales no reciben aranceles adicionales (presumiblemente para proteger a los consumidores), pero los insumos intermedios sí. El coste de producción de las empresas estadounidenses aumenta mientras tienen que seguir compitiendo con los bienes finales importados. Para los importadores, los aranceles universales perjudican más que los aranceles concentrados, ya que no hay una vía para capitalizarlos mediante el desvío o la sustitución.

El par EUR/USD es uno de los pares de divisas más importantes, siendo el más operado en el mercado Forex. El volumen de transacciones diarias supera los 6,6 billones de dólares.

Esto es porque conecta las dos principales economías del mundo: la eurozona, que comprende 20 países europeos (que utilizan el euro como moneda oficial), y los Estados Unidos, la economía más grande del planeta.

El EUR/USD no solo es un indicador crucial de la relación económica entre estas dos regiones, sino que también actúa como un barómetro de la estabilidad y el crecimiento global.



➤ Relevancia en el comercio internacional

Estados Unidos y la eurozona son los dos actores más importantes en el comercio mundial y son responsables de casi un tercio del comercio internacional. Las transacciones entre ambas regiones tienen una gran importancia para la manufactura, la tecnología, los productos farmacéuticos y los bienes de consumo. En este contexto, el tipo de cambio EUR/USD es sumamente relevante a la hora de competir en los sectores de importación y exportación de ambos lados.

➤ Influencia en los mercados financieros globales

La cotización del par EUR/USD tiene un impacto directo en los mercados financieros globales. Como es el par de divisas más operado en el mundo, cualquier fluctuación significativa afecta a los inversores, Gobiernos y empresas multinacionales. Las grandes instituciones financieras, fondos de cobertura y corporaciones multinacionales utilizan el par EUR/USD para gestionar riesgos, especular en los mercados Forex y equilibrar sus carteras internacionales.

Cuando el euro se deprecia frente al dólar, los inversionistas internacionales se refugian en el dólar, lo que lo fortalece aún más, y puede tener un efecto en cadena en los precios de activos, como bonos, acciones y commodities. Asimismo, una apreciación del euro puede desencadenar un mayor flujo de capital hacia la eurozona, beneficiando a los mercados bursátiles europeos y elevando la demanda de activos en la región.

➤ **Política monetaria y su impacto en el par EUR/USD**

El valor del EUR/USD depende en gran parte de las políticas monetarias de los principales bancos centrales: la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo. Estos dos bancos se encargan de controlar la inflación, promover el pleno empleo y mantener la estabilidad financiera. El EUR/USD se ve influenciado por las decisiones sobre las tasas de interés, las políticas de flexibilización cuantitativa o las medidas de estímulo económico por parte de estas instituciones.

➤ **La cotización EUR/USD como indicador económico**

Más allá de su uso en las transacciones diarias y su influencia en los mercados financieros, el EUR/USD es un indicador del estado de las economías de la eurozona y Estados Unidos. Cuando el dólar se fortalece frente al euro, se puede interpretar como un signo de confianza en la economía estadounidense y sus políticas fiscales o monetarias. En cambio, una apreciación del euro puede reflejar la recuperación económica en la eurozona, una mejora en los balances comerciales o una mayor estabilidad política.

➤ **El papel del EUR/USD en las estrategias de inversión global**

El EUR/USD desempeña un papel crucial en las estrategias de inversión global de empresas multinacionales, instituciones financieras y fondos de cobertura. Las fluctuaciones en el tipo de cambio pueden generar oportunidades de arbitraje, cobertura y especulación. Por ejemplo, un fondo de cobertura que anticipe una depreciación del dólar frente al euro podría elegir posicionarse en activos denominados en euros, esperando beneficiarse de su apreciación futura.

➤ **Efecto en la inflación y las políticas de importación/exportación**

- Otro aspecto clave del EUR/USD es su impacto en la inflación. Dado que muchos commodities (incluyendo productos como el petróleo) cotizan en dólares, un euro débil puede desencadenar un aumento de los costos de importación de energía para la eurozona, lo que incrementa la inflación. Esto obliga al BCE a adoptar políticas más restrictivas para controlar los precios. En EE.UU., un dólar fuerte genera una reducción del coste de las importaciones, lo que contribuye a mantener la inflación bajo control, pero también puede hacer que los productos estadounidenses sean menos competitivos en los mercados internacionales.

Principales factores que influyen en el tipo de cambio EUR/USD

Para comprender mejor las proyecciones del tipo de cambio EUR/USD en 2024, hay que desglosar los principales factores que influirán en su comportamiento:

➤ **Política monetaria de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo**

Qué va a pasar con el EUR/USD en 2024 está determinado por las políticas monetarias que la Fed y el BCE implementen. Estos bancos centrales enfrentan un entorno inflacionario complicado y una desaceleración económica que exige decisiones equilibradas.

✓ **En Estados Unidos:**

La Reserva Federal tiene la esperanza de que el mercado laboral no se debilite más de la cuenta, y pueda sustentar el recorte de tasas ya iniciado. Si el crecimiento se deteriora junto con un proceso deflacionario más débil de lo previsto, los rendimientos a corto plazo de EE.UU. pueden caer aún más y presionar al dólar.

El centro de atención de los datos será la inflación, que, debido a una política fiscal más laxa por parte de la nueva administración, no baje al ritmo deseado.

✓ **En la Eurozona:**

En contraste, el BCE es más moderado en su política monetaria debido a la debilidad de la economía de la eurozona y la incertidumbre derivada de los costes energéticos que aumentaron a raíz de la guerra en Ucrania. El BCE también subió tasas para controlar la inflación, pero adoptó un enfoque más gradual.

Al final, mucho depende de cómo cambien los datos económicos y cómo actúen los bancos centrales, pero los últimos pronósticos del euro frente al dólar prevén más recortes de tasas por parte del BCE que de la Reserva Federal. Junto con las predicciones actualizadas de precios del EUR/USD y las especulaciones sobre que el par se acerca a la paridad, vuelve la vieja pregunta de cómo debería reaccionar el Banco Central Europeo ante los movimientos en el tipo de cambio.

➤ **Inflación**

La inflación seguirá siendo un factor determinante en 2024, ya que su evolución afectará tanto las decisiones de política monetaria como las perspectivas económicas generales. A principios de 2024, la inflación se mantuvo bajo control, lo que permitió a la Fed relajar un poco la política monetaria, aunque las tasas de interés se mantuvieron altas. Los programas de apoyo gubernamentales introducidos durante la pandemia, como el apoyo a las pequeñas empresas y los pagos directos a los ciudadanos, siguieron impactando positivamente en la economía.

El BCE se encuentra equilibrando entre dos extremos: la inflación y el bajo crecimiento económico. El BCE no puede mantener la tasa de interés en un nivel alto, ya que el crecimiento económico se desaceleraría. Al mismo tiempo, la tasa no puede reducirse bruscamente: podría causar un nuevo aumento de la inflación.

➤ **Geopolítica**

La guerra en Ucrania tuvo un impacto especialmente negativo en el euro, por el hecho de que Europa depende en gran medida del suministro de energía proveniente de Rusia. A pesar de los esfuerzos por diversificar las fuentes de energía, Europa sigue siendo vulnerable a los altos costes energéticos, lo que limita su capacidad de recuperación económica. La economía del bloque de la UE está compuesta por múltiples economías de sus Estados miembros. La economía alemana es una de las más importantes de la UE.

Debido a la lenta recuperación tras el COVID-19, el empeoramiento de los problemas geopolíticos en 2022 y la crisis energética, la economía alemana registró un PIB negativo en el primer trimestre de 2024, alcanzando un -0,2%. Al mismo tiempo, algunos países, como Irlanda y Francia, mostraron un mayor crecimiento del PIB, lo que influyó en el PIB de la eurozona. El Producto Interno Bruto de la eurozona para el primer trimestre fue de 0,4%.

Asimismo, las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China también podrían tener un impacto indirecto en el EUR/USD. Si estas tensiones se agravan, los inversores podrían volverse aún más reacios al riesgo, favoreciendo al dólar. Además, cualquier interrupción en las cadenas de suministro globales puede afectar negativamente las economías europeas, que dependen más del comercio internacional, lo que debilitaría más al euro.

Las proyecciones para finales de 2024, el EUR/USD se va a mover en torno a 1,08. Esto sugiere que los mercados esperan que tanto la Fed como el BCE logren cierto equilibrio en sus políticas monetarias, evitando así movimientos extremos en el tipo de cambio.

➤ **Pronóstico euro/dólar para 2025-2026**

El periodo entre 2025 y 2026 será crucial para el tipo de cambio entre el euro y el dólar estadounidense. A medida que las principales economías globales se adaptan a nuevas realidades económicas, tecnológicas y geopolíticas, el comportamiento de este par de divisas estará condicionado por una serie de factores que pueden generar tanto estabilidad como volatilidad. Para prever el comportamiento del EUR/USD en este periodo, hay que analizar los posibles escenarios económicos y las políticas monetarias y fiscales de ambos bloques, así como el impacto de factores políticos y tecnológicos.

Posibles escenarios económicos para EE.UU. y la UE

➤ **Estabilización económica**

En un escenario base para 2025-2026, tanto EE.UU. como la Unión Europea podrán estabilizarse económicamente tras varios años de turbulencia. Para que esto ocurra, deben converger varios factores favorables:

En Estados Unidos:

La inflación se mantiene bajo control sin que la Reserva Federal tenga que aplicar políticas monetarias extremadamente restrictivas. Si la Fed logra estabilizar la economía sin provocar una recesión, podemos ver un crecimiento moderado, respaldado por el dinamismo del mercado laboral y la innovación tecnológica. Un entorno de crecimiento estable y una inflación controlada van a permitir que el dólar mantenga su fortaleza relativa frente al euro.

En la Unión Europea:

Este escenario depende de la capacidad de resolver los problemas energéticos que afectan gravemente a las economías de la región. Si Europa logra diversificar sus fuentes de energía y estabilizar los precios, en especial el del gas, es probable que la región pueda evitar una recesión prolongada. Esto puede permitir que el BCE adopte una política monetaria más equilibrada, sin tener que elegir entre combatir la inflación o estimular el crecimiento. En este escenario, el euro puede ganar terreno frente al dólar, ya que una mayor estabilidad económica fortalecería la confianza en la moneda europea.

Factores políticos y económicos que pueden afectar el tipo de cambio EUR/USD en el medio plazo:

• **Políticas fiscales y monetarias**

Las políticas fiscales en ambos bloques serán cruciales para el tipo de cambio EUR/USD. Un aumento en el gasto público, ya sea en Estados Unidos o en Europa, puede generar desequilibrios en las economías y presionar a los bancos centrales para ajustar sus políticas monetarias. Durante una recuperación de la recesión, los inversores ya no se enfocan tanto en preservar su dinero. Los inversores minoristas buscan formas de multiplicar su capital. En esta etapa, los fundamentos que impulsan el par EUR/USD son las tasas de crecimiento del PIB y la política monetaria de los bancos centrales.

En Europa, la política fiscal podría inclinarse hacia el gasto público para estimular el crecimiento, en especial si la región enfrenta un estancamiento prolongado. Sin embargo, este tipo de políticas puede aumentar los niveles de deuda y limitar la capacidad del BCE para combatir la inflación, debilitando al euro.

- **Avances tecnológicos**

Adoptar nuevas tecnologías y digitalizar economías tendrá un impacto directo en la competitividad entre EE.UU. y Europa. Estados Unidos, con su liderazgo en innovación y tecnología, puede ver un aumento en los flujos de inversión hacia sectores como la inteligencia artificial, las energías renovables y la digitalización, lo que fortalecería al dólar.

Si Europa logra cerrar la brecha tecnológica con Estados Unidos y adopta con éxito las nuevas tecnologías, va a ver una mejora en su competitividad, lo que ayudará a fortalecer al euro a mediano plazo.

- **Elecciones políticas**

Las elecciones presidenciales de Estados Unidos en 2024 tendrán un impacto duradero en las expectativas de los inversores. Con la elección de Trump como presidente de EE.UU., podríamos ver un cambio en las políticas fiscales, comerciales y regulatorias que influirán en el comportamiento del dólar. Una administración promercado y con políticas favorables al crecimiento podría fortalecer aún más al dólar.

Es ampliamente aceptado que un Gobierno de Trump probablemente implementaría una política fiscal más laxa, una curva de rendimientos más pronunciada en EE.UU. y una moneda más fuerte.

En Europa, los cambios en la dirección política, tanto a nivel de la UE como de los Estados miembros, también influirán en el tipo de cambio EUR/USD. Las elecciones clave, como las de Alemania o Francia, podrían cambiar la dirección de la política económica y fiscal, afectando las perspectivas de crecimiento y la estabilidad del euro.

Expectativas para el tipo de cambio EUR/USD para 2025

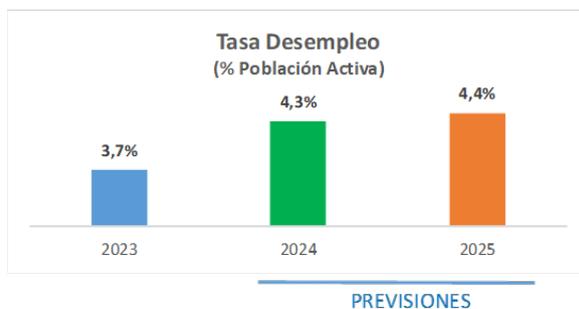
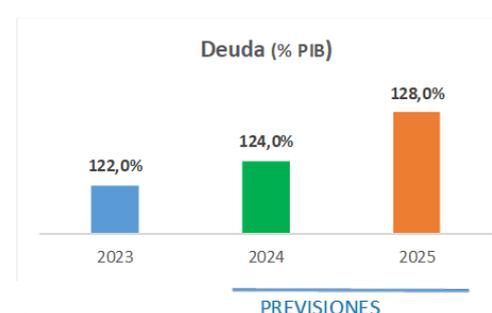
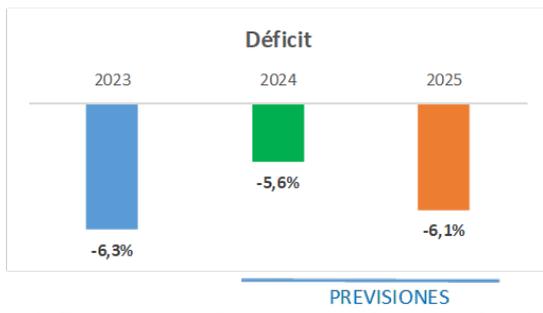
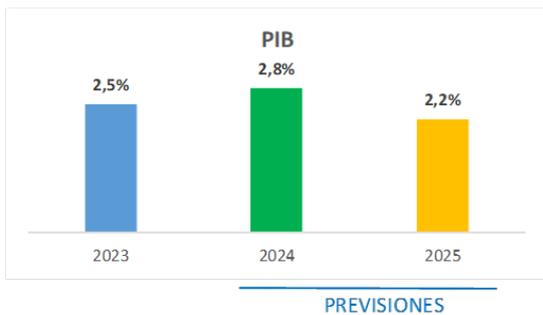
Se prevé un tipo de cambio EUR/USD en el periodo 2025 de 1,05.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	2,8%	2,2%
Contrib. D. Doméstica	3,0%	2,4%
Contrib. Consumo Privado	2,4%	1,3%
Contrib. Inversión Total	0,4%	0,8%
Contrib. Consumo Público	0,2%	0,3%
Contrib. D. Externa	-0,2%	-0,2%
Inflación	2,3%	2,5%
Déficit	-5,6%	-6,1%
Deuda/PIB	124,0%	128,0%
Desempleo	4,3%	4,4%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	4,5%	3,5%
PMI	49,0	50,0

	2023	2024	2025
PIB	2,5%	2,8% ↑ 0,3 p.p.	2,2% ↓ -0,6 p.p.
Inflación	3,4%	2,3% ↓ -1,1 p.p.	2,5% ↑ 0,2 p.p.
Déficit	-6,3%	-5,6% ↓ -0,7 p.p.	-6,1% ↑ 0,5 p.p.
Deuda	122,0%	124,0% ↑ 2,0 p.p.	128,0% ↑ 4,0 p.p.
Desempleo	3,7%	4,3% ↑ 0,6 p.p.	4,4% ↑ 0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



UNIÓN EUROPEA

Tras registrar un crecimiento prácticamente nulo a lo largo de 2023, la actividad económica de la zona del euro empezó a recuperarse en el primer semestre de 2024. El crecimiento intertrimestral del 0,3% observado en el primer trimestre de 2024, bajó hasta el 0,2% en el segundo trimestre. El dato del segundo trimestre fue debido a que la inversión y el crecimiento del consumo privado fueron inferiores, así como a una mayor debilidad de las existencias, pese a que la contribución de la demanda exterior neta fue mayor de lo previsto. El valor añadido de la industria se contrajo en el segundo trimestre de 2024, mientras que el de los servicios continuó incrementándose. La pérdida de fuerza del sector manufacturero ha sido especialmente pronunciada, relacionada principalmente con la debilidad de la demanda, sobre todo en Alemania.

El PIB crecerá un 0,8% en 2024 y un 1,3% en 2025

La expectativa es que el PIB real crecerá, favorecido por el aumento de las rentas reales, el fortalecimiento de la demanda externa y la desaparición gradual de los efectos moderadores de la política monetaria. Se espera que el incremento continuado de la renta real disponible respalde el consumo privado, que es ser el principal motor de crecimiento en el segundo semestre de 2024.

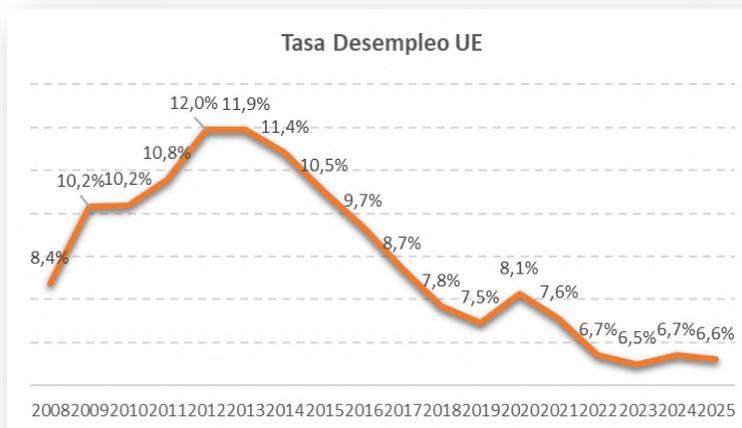
El gasto de los hogares también debería beneficiarse de la solidez del mercado de trabajo, el incremento gradual de la confianza de los consumidores y la reducción de la incertidumbre, a pesar de que la intención de ahorro es actualmente elevada. La inversión empresarial sigue siendo débil a corto plazo, como consecuencia, en parte, del aumento de la incertidumbre política. No obstante, debería recuperarse más adelante, debido a la desaparición progresiva del efecto de freno que todavía supone el endurecimiento anterior de la política monetaria y al apoyo de la demanda tanto interna como externa en un contexto en que esta última impulsaría también el crecimiento de las exportaciones.

Los efectos del endurecimiento de la política monetaria que se aplicó entre diciembre de 2021 y septiembre de 2023 siguen transmitiéndose a la economía real y afectan a las perspectivas de crecimiento, en particular en 2024.

Para 2025, se espera que el consumo privado sea el principal motor del crecimiento a medio plazo, respaldado por el robusto incremento de la remuneración por asalariado gracias al aumento de los salarios y la caída de la inflación. Asimismo, el crecimiento del consumo privado debería beneficiarse de la reducción prevista de la incertidumbre en 2025, que propiciaría un descenso de la tasa de ahorro en el contexto de normalización gradual del comportamiento de gasto de los consumidores.

Mirando al sector exterior, las perspectivas a corto plazo de las exportaciones han empeorado como consecuencia de la leve apreciación del euro vivida y de los persistentes problemas de competitividad, agravados por una ligera subida de los precios del gas. De hecho, los factores que lastran la competitividad de la zona del euro, como la perturbación de los precios energéticos y los problemas de competitividad tanto en términos de precios como, en otros términos, frenando sus exportaciones.

Se espera que el mercado de trabajo mantenga su capacidad de resistencia, aunque el crecimiento del empleo debería ralentizarse en comparación con los últimos años. El desempleo subirá en 2024, 2 décimas, para rebajarse una décima en 2025.



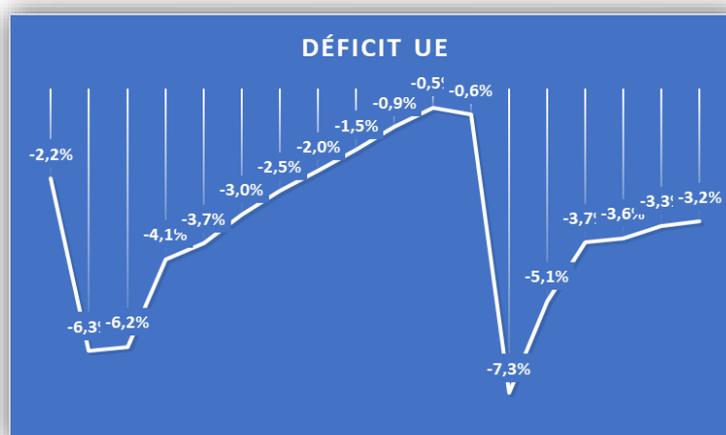
Fuente: Elaboración Propia

La estimación es que la productividad repunte como consecuencia del

ajuste cíclico de la economía durante el período 2024-2025 y de una ralentización del fuerte crecimiento del empleo observado anteriormente. No obstante, en el segundo trimestre de 2024, el crecimiento de la productividad (por persona ocupada) fue más bajo de lo previsto, y continuará el segundo semestre de 2024, lo que refleja una recuperación cíclica más lenta de lo esperado. El crecimiento de la productividad del 0,9%, estimado para 2025 es relativamente fuerte, superior a la media histórica del 0,6% anual observada en el período 2000-2019.

Se estima que la orientación de las políticas fiscales se endurecerá de manera considerable en 2024, debido fundamentalmente a la retirada de gran parte de las medidas de apoyo en respuesta a los precios energéticos y a la inflación. **Se prevé que siga endureciéndose en 2025, aunque a un ritmo mucho más lento, debido a una rebaja adicional del resto de medidas de apoyo energético, a aumentos de los impuestos directos y de las cotizaciones a la seguridad social, y a un crecimiento más lento de las transferencias fiscales.** Estos factores se ven parcialmente contrarrestados por un aumento del consumo público y de la inversión.

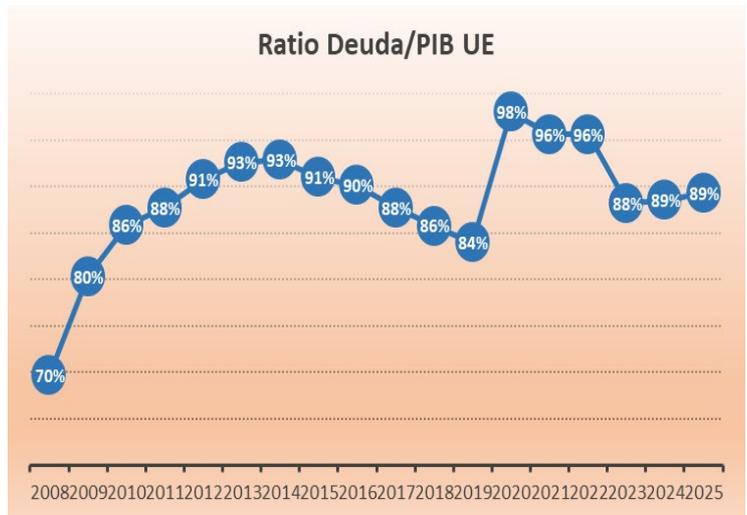
El saldo presupuestario de la zona del euro se espera que mejore durante el periodo 2024-2025, mientras que se prevé un aumento de la ratio de deuda.



Fuente: Elaboración Propia

Se proyecta que el déficit de la zona euro disminuya ligeramente, hasta situarse en el valor de referencia del 3,2 % del PIB en 2025. Esto se debe principalmente a una reducción del déficit primario ajustado de ciclo durante el periodo, y en particular en 2024, que se espera que compense el incremento de los pagos por intereses.

Se prevé que el componente cíclico se mantenga, en líneas generales, sin variaciones. El ritmo más bajo de contención del déficit se debe a efectos de composición negativos, relacionados con previsiones a la baja de las bases imponibles generadoras de ingresos tributarios, como la remuneración de los asalariados y el consumo privado nominal. Se considera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente en 2024 y 2025, ya que los persistentes (aunque decrecientes) déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda se ven compensados con creces por diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables.



Fuente: Elaboración Propia

Se espera que la inflación se mantenga básicamente estable hasta final de 2024, en tasas próximas al 2,5%, y que luego empiece a descender a principios de 2025, impulsada por el componente de servicios.



Fuente: Elaboración Propia

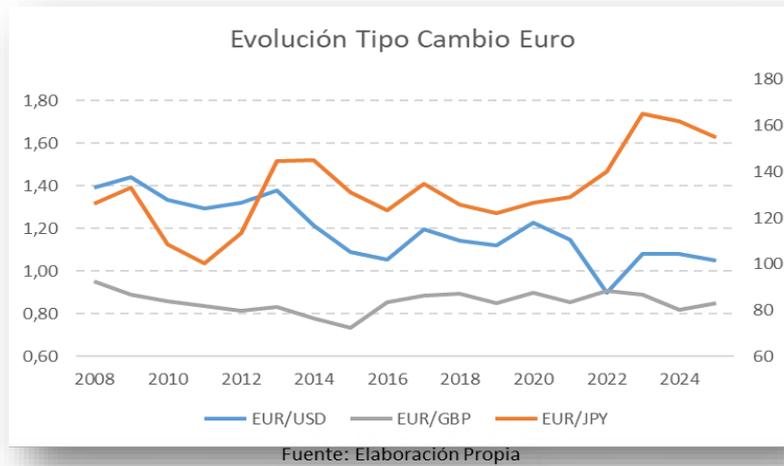
En conjunto, esto significa que la inflación general continuará en una trayectoria de desinflación lenta. Se espera que la inflación se acerque al objetivo de inflación (2%) en el cuarto trimestre de 2025, situándose en el 2,2%.

Se prevé que el crecimiento de los salarios nominales descienda de manera gradual, pero seguirá siendo elevado, lo que permitirá que los salarios reales retornen rápidamente a sus niveles de antes del fuerte ascenso de la inflación.

La inflación importada (de los precios de las importaciones) se mantendrá por debajo del 2%. Se espera que el crecimiento del deflactor de las importaciones aumente desde el -2,8% en 2023 hasta el -0,4% en 2024, y el 1,7% en 2025.

Ya he comentado las expectativas del par EUR/USD. Respecto al par EUR/GBP, de cara a 2025, se estima una depreciación progresiva de la libra hasta situarse en 0,85 fruto del diferencial de crecimiento con la UE y mayores recortes de tipos estimados en Reino Unido.

Mirando al par EUR/JPY, la moderada normalización monetaria de Japón, reducirá el diferencial de tipos de interés frente a EE.UU. y Europa, por lo que el yen debería frenar la deriva depreciatoria que ha mostrado desde 2020, cerrando 2025 en cambio de 155.

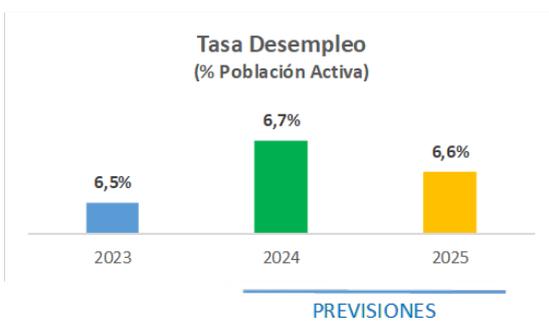
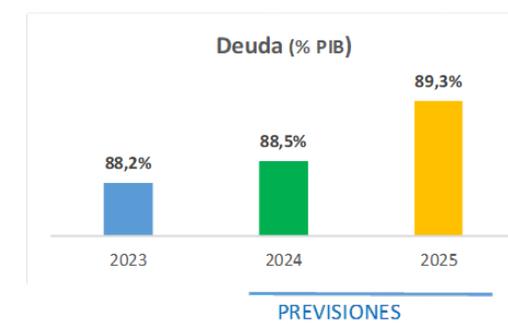
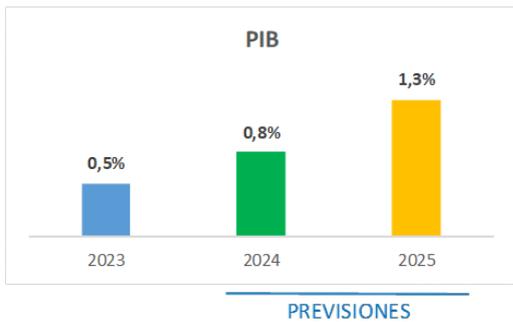




Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	0,8%	1,3%
Contrib. D. Doméstica	-0,1%	1,7%
Contrib. Consumo Privado	0,2%	0,8%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,7%
Contrib. Consumo Público	-0,4%	0,2%
Contrib. D. Externa	0,9%	-0,4%
Inflación	2,5%	2,2%
Déficit	-3,3%	-3,2%
Deuda/PIB	88,5%	89,3%
Desempleo	6,7%	6,6%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	3,0%	2,3%
PMI	51,0	52,5

	2023	2024	2025
PIB	0,5%	0,8% ↑ 0,3 p.p.	1,3% ↑ 0,5 p.p.
Inflación	5,4%	2,5% ↓ -2,9 p.p.	2,2% ↓ -0,3 p.p.
Déficit	-3,6%	-3,3% ↓ -0,3 p.p.	-3,2% ↓ -0,1 p.p.
Deuda	88,2%	88,5% ↑ 0,3 p.p.	89,3% ↑ 0,8 p.p.
Desempleo	6,5%	6,7% ↑ 0,2 p.p.	6,6% ↓ -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **ALEMANIA**

Alemania comenzó 2024 con un crecimiento mayor de lo esperado. De hecho, el PIB creció en el 1T 2024 un 0,2% intertrimestral, tras retroceder un 0,5% en el 4T de 2023. El resultado del 1T se debió al buen comportamiento de la construcción (2,8% intertrimestral frente al -2,0% anterior) y de las exportaciones (1,1% frente al -0,9% anterior), en un contexto de caída del gasto, privado y público, y de apatía de la inversión en bienes de equipo.

Pero esto fue sólo una cuestión puntual, ya que el **crecimiento del PIB será de -0,2% en 2024, para volver a la senda del crecimiento en 2025 con un 1,1%**. Por lo tanto, dos años consecutivos en contracción.

En definitiva, falta de competitividad, infraestructura anticuadas, deterioro del empleo, ausencia de inversiones, exceso de regulación, aumento de las insolvencias, falta de mano de obra cualificada y malos empleos, son las principales causas del deterioro de la primera economía de la UE, y la tercera del mundo.

El sector industrial alemán afronta importantes retos y será difícil que a corto plazo inicie una reactivación intensa y sostenida. De un lado, la crisis energética parece que ha causado una pérdida permanente de capacidad productiva en los sectores más intensivos en

energía. Los precios del gas natural (referencia TTF holandés) son ahora cinco veces más baratos que los máximos alcanzados tras el inicio de la guerra en Ucrania, pero la producción de los sectores más intensivos en energía todavía es un 12% inferior a sus niveles previos a la guerra.

De otro, su sector estrella, el automovilístico, ha entrado en una fase de clara desaceleración desde sus máximos de 2017. Se espera que la tendencia a la baja continuará, ya que los coches alemanes están perdiendo cuota de mercado frente a China, principalmente en vehículos eléctricos. Esta casuística del sector industrial alemán limitará el impacto positivo sobre el conjunto de la economía de una reactivación de la demanda externa.

Mientras, el consumo de las familias tiene un notable margen de mejora. El entorno de menores tipos de interés y de inflación, puede estimular el gasto de los hogares que, además, cuentan con un importante colchón de ahorro extra, estimado en más de 360.000 millones de euros, casi un 9,0% de su PIB.

Alemania, como la mayor economía de Europa y la cuarta a nivel mundial, juega un papel crucial en la estabilidad y el crecimiento económico global. Sin embargo, en los últimos años, ha enfrentado diversos desafíos que han ralentizado su crecimiento económico.



Fuente: Elaboración Propia

Entre los factores que han contribuido a esta desaceleración se encuentran problemas estructurales internos, como una fuerte dependencia de las exportaciones, y factores externos, como las interrupciones en las cadenas de suministro globales, la volatilidad en los precios de la energía y las tensiones geopolíticas, en particular la guerra en Ucrania.

A nivel doméstico, los altos costes energéticos, una lenta transición hacia las energías renovables y la presión inflacionaria han debilitado el consumo interno y afectado la competitividad industrial del país.

La situación actual de la economía alemana viene desde hace tiempo; tras la pandemia de COVID-19, la economía alemana experimentó una contracción significativa. En 2023, el Producto Interno Bruto (PIB) de Alemania disminuyó un -0,3% respecto al año anterior, reflejando una desaceleración en la actividad económica debido a múltiples factores internos y externos.

- **Inventarios:** El nivel de inventarios en Alemania ha mostrado un incremento, especialmente en el sector manufacturero. Este aumento sugiere una menor rotación de stock, resultado de la incertidumbre económica y la disminución de la demanda global. En el sector automotriz, la escasez de semiconductores ha llevado a una acumulación de inventarios no vendidos, afectando la producción y las exportaciones.
- **Ahorro:** Durante la pandemia, la tasa de ahorro de los hogares alemanes se incrementó significativamente, alcanzando un 16% en 2021, en comparación con el 10% registrado en años previos. Este aumento ha limitado el consumo interno, ya que tanto consumidores como empresas han preferido mantener reservas financieras en lugar de gastar o invertir.
- **Crecimiento de Salarios:** En 2023, los salarios reales en Alemania crecieron un 1,5%, pero la inflación del 6% erosionó el poder adquisitivo de los trabajadores, resultando en un consumo interno débil que afecta al crecimiento económico.

El país está experimentando transformaciones en la estructura productiva:

Sector Manufacturero: El sector manufacturero sigue siendo una columna vertebral de la economía alemana, contribuyendo aproximadamente al 22% del PIB. Abarca industrias clave como la automotriz, la maquinaria, productos químicos y electrónicos, con Alemania reconocida por su alta eficiencia en la fabricación de automóviles y maquinaria industrial.

Sector Servicios: El sector servicios ha experimentado un crecimiento sustancial, representando más del 69% del PIB. Incluye finanzas, seguros, turismo, comercio minorista y servicios empresariales, reflejando la terciarización de la economía global.

Aunque el sector servicios ha aumentado su participación en el PIB, el sector manufacturero enfrenta desafíos como la alta dependencia de las exportaciones y los altos costes energéticos. La digitalización y la innovación en manufactura son claves para mantener la competitividad global. Mientras tanto, el sector servicios, aunque más resiliente, también se enfrenta a retos derivados de la digitalización y la automatización.

Se espera que ambos sectores evolucionen, con el sector manufacturero centrando sus esfuerzos en la sostenibilidad y digitalización, y el sector servicios, ampliando su base en tecnologías avanzadas y servicios de alto valor añadido.

El impacto energético se deja notar: Alemania dependía en un 55% de las importaciones de gas ruso, reduciéndose al 26% después de las sanciones impuestas a Rusia. Ante el recorte de importaciones del gas ruso, Alemania ha diversificado sus fuentes de energía, importando GNL desde Noruega, Qatar y Canadá. Además, ha arrendado unidades flotantes de regasificación de gas (FSRU) y está construyendo terminales fijas en Wilhelmshaven y Brunsbüttel.

Por otro lado, está la transición a Energías Renovables; aunque las energías renovables representaron el 52% del mix energético en 2023, la infraestructura aún no es suficiente para satisfacer la demanda industrial. Los retrasos burocráticos han obstaculizado proyectos clave como las líneas de alta tensión para transportar energía eólica.

Por lo tanto, el coste de la energía ha aumentado debido a la diversificación de fuentes y las inversiones en infraestructura. El impuesto al gas añadido en 2022 ha incrementado los costes, exacerbando la presión sobre la producción industrial desde ese momento.

A corto plazo, el coste elevado de la energía seguirá afectando la competitividad. A largo plazo, la expansión de las energías renovables y la posible extensión de la vida útil de las plantas nucleares contribuirán a estabilizar el suministro energético y reducir la dependencia externa.

La industria automovilística representa aproximadamente el 5% del PIB alemán y emplea a más de 800.000 personas, siendo uno de los pilares fundamentales de la economía del país. Sin embargo, el sector está enfrentando importantes desafíos debido a la transición hacia los vehículos eléctricos, la competencia de los fabricantes chinos y las tensiones comerciales.

En 2023, los vehículos eléctricos representaron el 17,7% de las ventas de automóviles en Alemania, y se estima que los fabricantes tendrán que invertir más de 70.000 millones de euros en la próxima década para adaptarse a esta transformación, pero con la potencial pérdida de 100.000 empleos, ya que es una producción de menos demanda de mano de obra.

Por otro lado, los coches eléctricos chinos han ganado un 8% del mercado europeo, lo que ha supuesto que la producción automovilística en Alemania haya disminuido considerablemente, afectando tanto a las exportaciones, que representan el 15% de las exportaciones totales del país, como a las ventas internas.

En 2023, el déficit fiscal fue del 2,5% del PIB, influenciado por los paquetes de estímulo económico y las medidas de apoyo energético. Se proyecta una reducción al 1,6% en 2024 y al 1,2% en 2025, gracias a la consolidación fiscal.

La deuda pública alcanzó el 63,6% del PIB en 2023, incrementándose desde los niveles prepandémicos debido a gastos extraordinarios y las inversiones energéticas. El freno de deuda (Schuldenbremse) reactivado en 2024 restringe el déficit fiscal y limita el crecimiento del gasto público, garantizando la sostenibilidad fiscal a largo plazo, por lo que la ratio Deuda/PIB se reducirá en 2024 y 2025.

Varios son los aspectos en los que se basa la recuperación de Alemania. Para lograr un crecimiento económico sostenido, Alemania debe centrarse en la estabilización de los precios energéticos, la recuperación de la demanda global y el fortalecimiento de la innovación y digitalización. La estabilización de los costes energéticos es crucial para mejorar la competitividad industrial del país.

Además, la recuperación de la demanda global, en mercados estratégicos como China y Estados Unidos, es esencial para impulsar las exportaciones alemanas, históricamente un motor clave del crecimiento del país. Fortalecer el mercado interno europeo es otro factor importante.

Todo esto en un entorno político muy complicado, ya que la coalición, formada por el SPD, Los Verdes, y el Partido Liberal (FDP) saltó por los aires. Una noticia que no ha pillado a muchos por sorpresa, ya que, desde hacía meses, los distintos grupos habían hecho públicas sus desavenencias en temas clave, como la política económica. Cómo afrontar la recesión económica del país, y la aprobación de los presupuestos de 2025, han sido los principales puntos de fricción.

Los ciudadanos alemanes volverán a las urnas el 23 de Febrero de 2025. En Octubre de 2024 el Partido Socialdemócrata (SPD), y la Unión Cristianodemócrata (CDU), llegaron a un acuerdo sobre la fecha definitiva para la celebración de las elecciones anticipadas. Unos comicios que se producen a raíz de la ruptura de la actual coalición de Gobierno, encabezada por Olaf Scholz, tras tres años de mandato.

El canciller Olaf Scholz, ha reclamado una mayor flexibilidad económica para Alemania, aludiendo a la compleja situación geopolítica que está experimentando Europa y Oriente Próximo. Flexibilidad que apoyan Los Verdes, y a la que el partido liberal se ha opuesto, aludiendo a la necesidad de hacer recortes para encauzar las cuentas públicas. Este tira y afloja, y las amenazas en ambas direcciones, han culminado en la destitución del ministro de Finanzas, Christian Lindner, a tan solo 11 meses de las próximas elecciones.

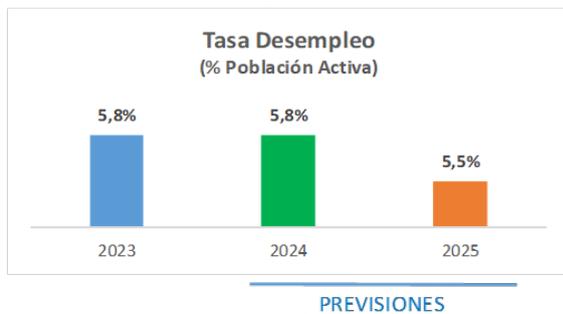
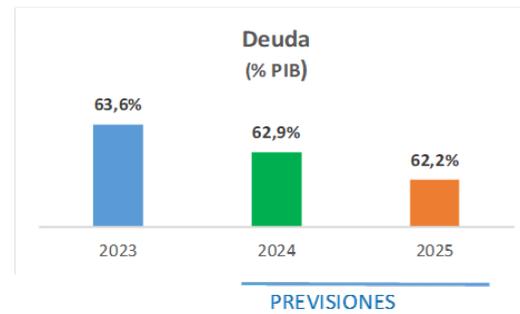
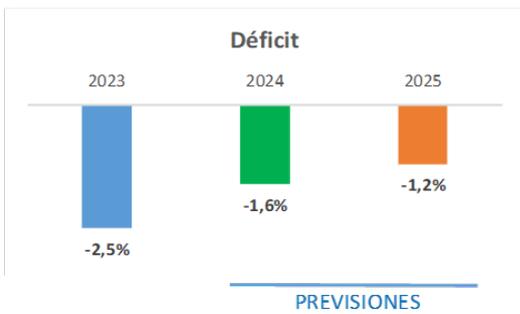
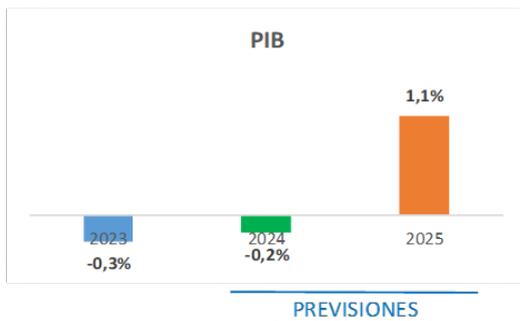
El principal beneficiado de la ruptura del tripartito será la coalición ultraderechista Alternativa para Alemania (AfD). De acuerdo con una encuesta de INSA, AfD conseguiría un 19,5% en intención de voto, si hoy se celebrasen elecciones. Sin embargo, es el partido de la oposición, CDU, con Friedrich Merz a la cabeza, quien continúa liderando los sondeos en intención de voto con un 32,5%. A continuación, figuran el SPD de Scholz en un 15,5%, y Los Verdes con un 11,5% y el FDP de Lindner en un 5% (Datos a Octubre de 2024).



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	-0,2%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	-0,6%	1,4%
Contrib. Consumo Privado	0,1%	1,0%
Contrib. Inversión Total	-0,8%	0,4%
Contrib. Consumo Público	0,1%	0,0%
Contrib. D. Externa	0,4%	-0,3%
Inflación	2,2%	2,0%
Déficit	-1,6%	-1,2%
Deuda/PIB	62,9%	62,2%
Desempleo	5,8%	5,5%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	3,0%	2,3%
PMI	50,8	53,0

	2023	2024	2025
PIB	-0,3%	-0,2% ↓ 0,1 p.p.	1,1% ↑ 1,3 p.p.
Inflación	3,5%	2,2% ↓ -1,3 p.p.	2,0% ↓ -0,2 p.p.
Déficit	-2,5%	-1,6% ↓ -0,9 p.p.	-1,2% ↓ -0,4 p.p.
Deuda	63,6%	62,9% ↓ -0,7 p.p.	62,2% ↓ -0,7 p.p.
Desempleo	5,8%	5,8% = 0,0 p.p.	5,5% ↓ -0,3 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **FRANCIA**

Se prevé que la actividad económica en Francia se recupere en 2024 (1,1% de crecimiento anual) tras una importante desaceleración en el segundo semestre de 2023, pero se prevé que rebaje su crecimiento en 2025 (0,9%). Se prevé que la inflación disminuya progresivamente durante el horizonte de previsión (hasta el 2,5 % en 2024 y el 2,0 % en 2025, frente al 5,7 % en 2023), favorecida por el descenso de los precios de la energía y las materias primas. **Se prevé que el déficit público caiga al 5,3% del PIB en 2024 y al 5,0% en 2025. En lo que respecta a la deuda pública, se estima que aumente hasta casi el 114% del PIB en 2025.**

La moderación de la inversión lastrará el crecimiento: En 2024, la actividad se ha mantenido moderada durante el primer semestre del año, con un crecimiento en el primer trimestre estimado del 0,2%. Sin embargo, la moderación de la inflación y la relajación de las condiciones financieras del segundo semestre del año permiten una recuperación progresiva.

Se espera que el consumo privado sea el principal motor del crecimiento, ya que los salarios reales se recuperan, mientras que la inversión tanto de los hogares como de las empresas se desacelera. Se prevé que las exportaciones netas tengan una contribución positiva al crecimiento a medida que las exportaciones cobren impulso, especialmente en el sector del equipo de transporte. Las medidas de reducción del déficit anunciadas por el Gobierno, de las que se han dado a conocer suficientes detalles, se han tenido en cuenta en esta previsión y también pesarán sobre el crecimiento económico. En general, se prevé que el PIB real crezca un 1,1% en 2024.

En 2025, se prevé que la economía siga ganando impulso gracias a unas condiciones financieras más laxas y a una menor inflación, y se espera que el PIB crezca un 1,3%. Esta recuperación se verá impulsada por la demanda interna, dado el poder adquisitivo de los hogares conservado en los últimos años, el crecimiento de los salarios reales y un mercado laboral todavía favorable. Se prevé que las exportaciones netas tengan una contribución nula al crecimiento, con un fuerte crecimiento de las exportaciones compensado por el aumento de las importaciones a medida que aumenta el consumo de los hogares.

Se prevé que la inversión tanto de los hogares como de las empresas se recupere progresivamente. El Gobierno ha anunciado importantes ahorros en el gasto, pero no se han tenido en cuenta en esta previsión, ya que hasta ahora no se han dado a conocer suficientes detalles. Una vez especificados e integrados, podrían afectar el crecimiento proyectado.

El mercado laboral se estabilizará: se mantuvo dinámico en 2023. La tasa de desempleo alcanzó el 7,1% en el 1T 2023, su nivel más bajo desde el 1T 2008, mientras que la tasa de empleo alcanzó un máximo histórico. El repunte moderado del desempleo a lo largo de 2023 se debió principalmente a una población activa muy dinámica. Se prevé que el crecimiento del empleo se ralentice en 2024 y 2025, a medida que disminuya el efecto de los contratos de aprendizaje en el crecimiento del empleo, las horas trabajadas vuelvan a sus niveles de 2019 y la productividad laboral se recupere. Se espera que la tasa de desempleo aumente al 7,7% en 2024 y al 7,8% en 2025, ya que se espera un fuerte crecimiento de la población activa, resultado principalmente de la reforma de las pensiones de 2023 y la tasa de desempleo relativamente baja.

Se espera que la inflación disminuya significativamente: tras alcanzar un máximo del 7,0 % en el primer trimestre de 2023, la inflación disminuyó gradualmente hasta alcanzar el 4,2 % en el cuarto trimestre, en gran medida gracias al descenso de los precios de la energía y las materias primas. Volvió a caer hasta el 3,0% en el 1T 2024, a medida que se generalizaba la desaceleración de los precios al consumo, en particular por el traspaso de los precios de la energía y las materias primas a los bienes industriales. Se espera que la tendencia a la baja de la inflación continúe, aunque a un ritmo más lento, dado que los aumentos salariales siguen alimentando la inflación de los servicios. Así, se espera que la inflación se sitúe en 2,5% en 2024, antes de desacelerarse hasta el 2,0% en 2025.

La deuda volverá a subir debido a los elevados déficits

El déficit de las administraciones públicas aumentó hasta el 5,5 % del PIB en 2023, debido principalmente a la lentitud de los ingresos fiscales debido al crecimiento mediocre y a la disminución de la inflación. Por otro lado, la carga de intereses de la deuda pública disminuyó en 0,2 p.p., hasta el 1,7% del PIB, ya que las menores rentabilidades de los bonos indexados a la inflación en comparación con 2022 compensaron el efecto de la subida de tipos en las nuevas emisiones. Las medidas relacionadas con la energía representaron el 0,9% del PIB.

Para 2024, se prevé que el déficit disminuya hasta el 5,3% del PIB. Se espera que la débil actividad económica siga pesando sobre los ingresos fiscales, aunque se espera que estos respondan mejor a la actividad económica tras los considerables déficits de ingresos en 2023. Por el contrario, se estima que la introducción del impuesto excepcional sobre los productores de energía y los beneficios financieros aumentará los ingresos en 0,1 p.p. del PIB. Por lo tanto, la relación entre los ingresos y el PIB se mantendría prácticamente estable, en torno al 52%. A su vez, la ratio de gasto sobre PIB disminuirá en 0,5 p.p.

Esta caída se debería principalmente a la retirada de la mayoría de las medidas relacionadas con la energía al 0,2% del PIB, y al 0,3% del PIB de los ahorros en gastos adoptados en febrero de 2024 que afectan al consumo público, las prestaciones sociales, las subvenciones, las transferencias corrientes y de capital. Sin embargo, se espera que estos efectos de reducción del déficit se vean compensados en parte por el fuerte aumento previsto de los pagos de intereses de la deuda pública a alrededor del 2,0% del PIB, impulsado por el aumento de los tipos de interés de las nuevas emisiones.

Para 2025, sobre la base de políticas sin cambios, se espera que el déficit de las administraciones públicas disminuya hasta el 5,0% del PIB. Si bien se espera que la tasa de ingresos aumente solo marginalmente, se prevé que la tasa de gastos disminuya en 1/2 p.p., debido principalmente al repunte esperado del crecimiento. Este pronóstico supone la eliminación casi completa de las medidas relacionadas con la energía. A su vez, se prevé que el pago de intereses de la deuda pública siga aumentando en 0,3 p.p., hasta el 2,3% del PIB.

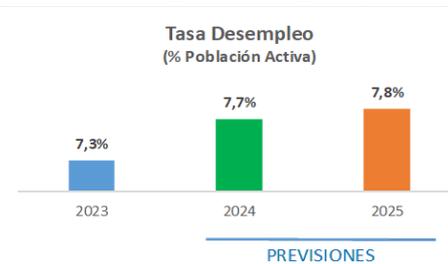
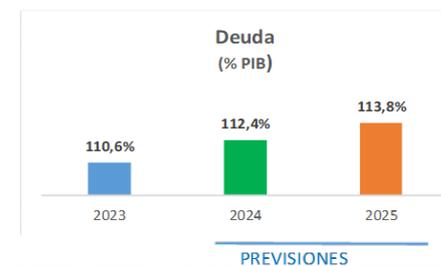
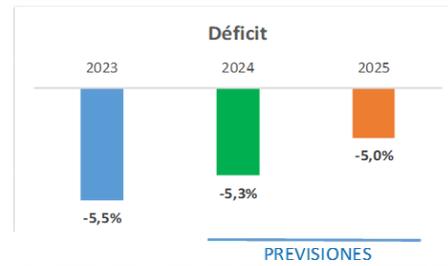
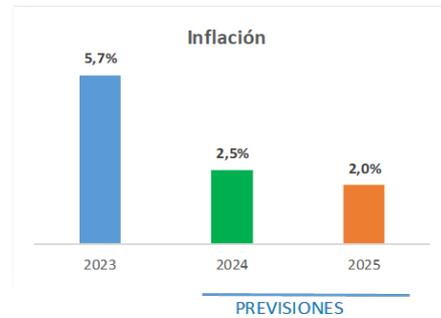
Tras descender hasta el 110,6% del PIB en 2023, se estima que la deuda pública vuelva a subir, situándose en torno al 112,4% en 2024 y casi el 114% en 2025. Se espera que la tendencia al alza esté impulsada principalmente por los elevados déficits primarios y el aumento de los pagos de intereses, mientras que se prevé que el efecto de reducción de la deuda derivado del crecimiento nominal sea más moderado que en los últimos años.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	1,1%	1,3%
Contrib. D. Doméstica	0,1%	1,3%
Contrib. Consumo Privado	0,3%	0,8%
Contrib. Inversión Total	-0,3%	0,3%
Contrib. Consumo Público	0,1%	0,2%
Contrib. D. Externa	1,0%	0,0%
Deuda/PIB	112,4%	113,8%
Desempleo	7,7%	7,8%
Déficit	-5,3%	-5,0%
Inflación	2,5%	2,0%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	3,0%	2,3%
PMI	50,3	52,2

	2023	2024	2025
PIB	0,7%	1,1% ↑ 0,4 p.p.	1,3% ↑ 0,2 p.p.
Inflación	5,7%	2,5% ↓ -3,2 p.p.	2,0% ↓ -0,5 p.p.
Déficit	-5,5%	-5,3% ↓ -0,2 p.p.	-5,0% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	110,6%	112,4% ↑ 1,8 p.p.	113,8% ↑ 1,4 p.p.
Desempleo	7,3%	7,7% ↑ 0,4 p.p.	7,8% ↑ 0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

ITALIA

En 2023, el PIB real creció un 0,9%, impulsado por una vigorosa expansión del gasto de capital. Esto se materializó en importantes créditos fiscales para la renovación energéticamente eficiente de edificios residenciales, que continuaron mostrando sus efectos hasta finales de año. El gasto en consumo tanto de los hogares como del gobierno aumentó un 1,2%. Las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento, ya que las exportaciones de bienes cayeron ligeramente menos que las importaciones, mientras que el comercio de servicios siguió aumentando a un ritmo saludable.

Se espera que el PIB italiano crezca un 1% en 2024 y un 1,1% en 2025, mostrando una aceleración en comparación con 2023.

En 2024, se prevé que la actividad económica se expanda un poco más que en 2023, +1,0%. Se prevé que los incentivos gubernamentales a la inversión en vivienda disminuyan, mientras que la inversión en infraestructura y equipo se recuperará gradualmente. A pesar de la recuperación de la renta real disponible, los hogares están dispuestos a aumentar sus ahorros, aprovechando la subida de los tipos de interés. Por lo tanto, se espera que el consumo anual de los hogares se mantenga moderado, también dado el lastre del último trimestre de 2023. Se prevé que las exportaciones netas contribuyan positivamente al crecimiento del PIB.

En 2025, el consumo privado seguirá beneficiándose de la dinámica positiva de los salarios reales. Se espera que una ejecución más rápida de los proyectos respaldados por el MRR compense el déficit de inversión en vivienda. Esto impulsará la demanda de importaciones y dará lugar a una pequeña contribución neta negativa a las exportaciones. En general, se prevé que el crecimiento del PIB se acelere ligeramente hasta el 1,1%.

En 2024, la tasa de crecimiento del PIB se verá respaldada por la contribución de la demanda interna neto de inventarios y demanda externa neta (+0,7 puntos porcentuales cada uno), con una contribución de inventarios (-0,4 p.p.). En 2025, el crecimiento de la economía italiana será impulsada principalmente por la demanda interna (+0,9 p.p.).

El consumo privado sigue estando respaldado por el fortalecimiento del mercado laboral y por el aumento de los salarios reales. Esta dinámica llevará a un crecimiento del +0,4% del consumo de los hogares en 2024 y +1% en 2025.

Se espera que la tasa de crecimiento de la inversión fija bruta se desacelere durante el período de pronóstico, a +1,5% y +1,2% en 2024 y 2025, respectivamente, desde el +4,7% en 2023, impulsados por la eliminación gradual de incentivos fiscales para la construcción, que se verán contrarrestados por los efectos de la implementación de las nuevas medidas en el marco de la PNRR (National Recovery and Resilience Plan) y por tipos de interés más bajos.

El empleo total aumentó en 2023 un 1,8%, al mismo ritmo que el año anterior, también porque el trabajo por cuenta propia volvió a aumentar, ayudado por un régimen fiscal más favorable. Se espera que esto tenga un efecto temporal, lo que se traducirá en una disminución del número de trabajadores por cuenta propia a partir de este año. A pesar del aumento de la participación, la tasa de desempleo disminuyó en 2023 y se espera que siga disminuyendo en el horizonte de previsión hasta el 7,0% en 2025. Al mismo tiempo, se prevé que el crecimiento de los salarios

nominales supere la inflación, a medida que se renueven los contratos en los servicios privados y la administración pública, incorporando parte de los aumentos de precios anteriores.

El empleo, medido en términos de FTE, crecerá en línea con el PIB (+0,9% en 2024 y +1,0% en 2025), acompañado de una disminución de la tasa de desempleo, 7,1% en 2024 y 7,0% en 2025.

Se ha visto una fuerte disminución de los precios de la energía a lo largo de 2023 y principios de 2024. La reducción de los precios al productor ha aliviado la presión sobre la mayoría de los componentes de la inflación, y ha resultado más persistente en los servicios de gran intensidad de mano de obra. Gracias a los efectos de base, la inflación anual tocó fondo por debajo del 1% a principios de 2024 y se prevé que repunte moderadamente en el futuro, alcanzando una tasa anual del 1,2% en 2024 y del 1,9% en 2025.

En los próximos meses, se espera un retorno gradual a las tasas de inflación más cercanas a los objetivos del BCE; esta tendencia provocará una fuerte desaceleración del deflactor del gasto de los hogares, +1,6% en 2024, a la baja desde el +5,2% en 2023, seguido de un aumento moderado en 2025, +2,0%.

En el período 2024-2025, se espera que la economía italiana muestre un crecimiento moderado, pero con una tasa de expansión estable.

No obstante, las perspectivas internacionales deberían favorecer el crecimiento de las exportaciones italianas a un ritmo moderado. En el caso de las importaciones, las expectativas de una tendencia moderadamente favorable de los componentes de la demanda interna en los próximos meses implican una recuperación de las compras externas, tras la contracción registrada en el primer trimestre de 2024. **En 2025, el estímulo continuado de la demanda internacional y la continua tendencia positiva de la economía italiana, en particular en el consumo privado, favorecería tanto una aceleración de las exportaciones como una fuerte recuperación de las importaciones.**

El aumento previsto del empleo y de los salarios reales contribuirá a respaldar una moderada, pero continua expansión del consumo privado; se espera que estas tendencias continúen en 2025 también.

En cuanto a la inversión fija bruta, a pesar de los signos aún positivos mostrados en el primer trimestre de 2024 en el caso de la vivienda, se espera una contracción para el período de dos años debido a la eliminación gradual de los incentivos a la construcción, que se verán más que compensados por los efectos de la aplicación de la nueva formulación de las medidas previstas en el PNRR y los efectos de la reversión de la política monetaria del BCE.

Se espera que la tendencia desinflacionaria, iniciada en 2023 y continuada en los primeros meses de 2024 haya completado esencialmente su fase descendente. En los próximos meses se esperan un lento retorno a tasas de inflación cercanas a los objetivos del BCE; esta dinámica conducirá a una drástica reducción en comparación con los valores medios de 2023, seguido de un modesto aumento en 2025.

En general, en 2024, el crecimiento del PIB (+1,0%) será impulsado a partes iguales por la demanda interna y externa. Para 2025, la recuperación de las importaciones se traduciría en una menor contribución de la demanda externa neta (+0,1 p.p.); por lo tanto, la expansión del PIB (+1,1%) estaría impulsada casi en su totalidad por componentes internos (+1 p.p.).

Se espera que el empleo equivalente a tiempo completo crezca de manera sostenida durante 2024 y 2025, alineado con el crecimiento del PIB. Los aumentos proyectados son de 0,9% para 2024 y 1,0% para 2025. La tasa de desempleo mostrará una mejora en 2024, alcanzando el 7,1%, y disminuirá a 7,0% en 2025. Se prevé que los salarios per cápita se aceleren en comparación con 2023, con aumentos del 1,9% en 2024 y del 2,4% en 2025.

La reducción de la inflación se benefició de la disminución de los precios de la energía, una reducción significativa de la inflación subyacente de los alimentos, y la estabilización del crecimiento de los precios de los servicios en niveles mínimos desde mayo de 2022. Italia prevé un aumento de su deuda pública hasta el 2026 y espera comenzar a reducirla a partir de 2027.

El Plan Presupuestario Estructural diseñado busca llevar la ratio déficit/PIB hasta el 3,3% en 2025 y 2,8% en 2026, lo que permitirá salir del procedimiento de déficit excesivo.

En 2023, el déficit de las administraciones públicas cayó hasta el 7,4% del PIB, frente al 8,6% de 2022. Esto se sustentó en una disminución tanto del déficit primario, gracias también al menor coste presupuestario de las medidas que mitigan el impacto de los altos precios de la energía, como del gasto en intereses, debido al menor impacto de los títulos ligados a la inflación. Los impuestos corrientes aumentaron más que el PIB nominal, impulsados principalmente por los impuestos sobre la renta y por el retorno a los niveles ordinarios de impuestos sobre los combustibles y la electricidad.

El crecimiento del gasto primario se vio impulsado por la indexación parcial de las prestaciones sociales a la inflación de 2022, un fuerte aumento de la inversión pública, financiada por fondos nacionales y de la UE, y el aumento de las subvenciones a la inversión, ya que en esta partida de gasto se registraron las bonificaciones fiscales a la vivienda.

Se prevé que el déficit caiga hasta el 4,0 % del PIB en 2024, beneficiándose de la eliminación completa de las medidas relacionadas con la energía y de los cambios legislativos en los créditos fiscales para la vivienda, lo que tendrá un menor impacto en el déficit. Se espera que los ingresos corrientes aumenten a lo largo del crecimiento del PIB nominal, ya que los nuevos recortes de la cuña fiscal del trabajo se equilibran con una dinámica salarial más sólida.

El crecimiento del gasto corriente primario está impulsado por la indexación de las pensiones a la inflación aún elevada de 2023 y la renovación de los salarios públicos en 2022-2024, compensada en parte por algunos ahorros derivados de la revisión del gasto (0,1% del PIB). Se prevé que el aumento de los tipos de interés de las nuevas emisiones de bonos impulse el pago de intereses hasta el 4,0% del PIB.

Se espera que el déficit se reduzca marginalmente hasta el 3,5% del PIB en 2025, sobre la base de políticas sin cambios. La movilización continua de fondos del MRR está destinada a sostener la inversión pública.

La deuda para el 2024 se estima en un 135,8% del PIB, algo más que el 134,8% de 2023. Se espera que crezca al 136,9% en 2025. Esto se debe a los gastos añadidos por el plan de ayuda de reforma de viviendas, conocido como 'Superbonus', que el país implementó en los años de la pandemia de coronavirus.

Italia -la tercera mayor potencia económica de la UE- tiene una elevada deuda que es la segunda más alta de la eurozona en relación al porcentaje del PIB.

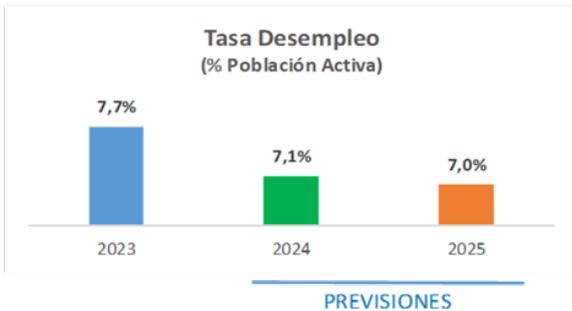
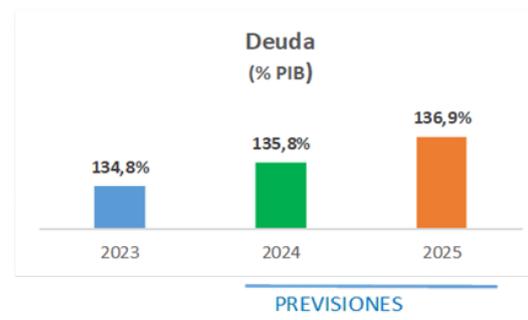
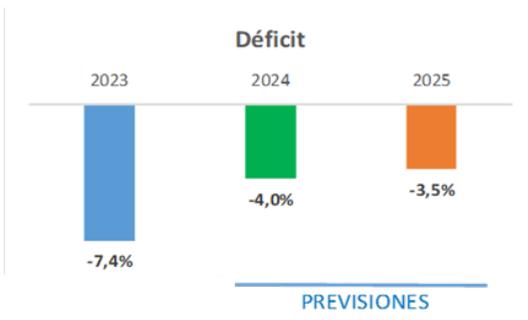
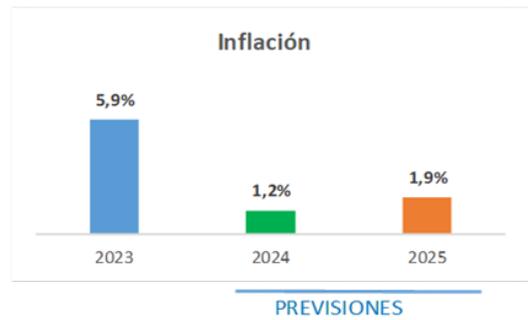
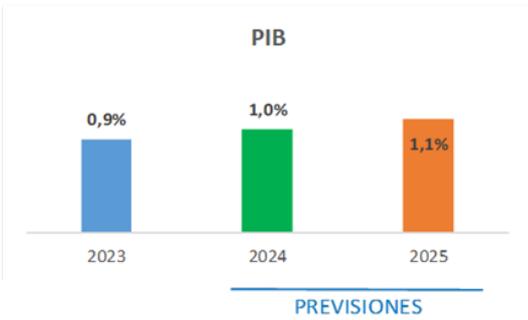
El Plan pretende mejorar la competitividad de la economía italiana, promoviendo un crecimiento sostenible y luchando contra el descenso demográfico, y contempla intensificar esfuerzos para recuperar los ingresos tributarios.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	1,0%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	0,5%	1,0%
Contrib. Consumo Privado	0,1%	0,7%
Contrib. Inversión Total	0,2%	0,2%
Contrib. Consumo Público	0,2%	0,1%
Contrib. D. Externa	0,5%	0,1%
Inflación	1,2%	1,9%
Déficit	-4,0%	-3,5%
Deuda/PIB	135,8%	136,9%
Desempleo	7,1%	7,0%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	3,0%	2,3%
PMI	50,6	52,5

	2023	2024	2025
PIB	0,9%	↑ 1,0% 0,1 p.p.	↑ 1,1% 0,1 p.p.
Inflación	5,9%	↓ 1,2% -4,7 p.p.	↓ 1,9% 0,7 p.p.
Déficit	-7,4%	↓ -4,0% -3,4 p.p.	↓ -3,5% -0,5 p.p.
Deuda	134,8%	↑ 135,8% 1,0 p.p.	↑ 136,9% 1,1 p.p.
Desempleo	7,7%	↓ 7,1% -0,6 p.p.	↓ 7,0% -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



ESPAÑA

La economía española crecerá un 2,9% en 2024, rebajando su crecimiento a un 2,1% en 2025.

En el contexto actual se prevé que las tasas de avance del PIB converjan gradualmente a aquellas acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía, que aumente la contribución de la demanda interna a la expansión del PIB.

El consumo privado sería el componente con una mayor aportación al avance del PIB en el 2025, fruto de una evolución favorable del empleo, los salarios y la inflación, así como del aumento de la población y de la recuperación paulatina de la confianza de las familias.

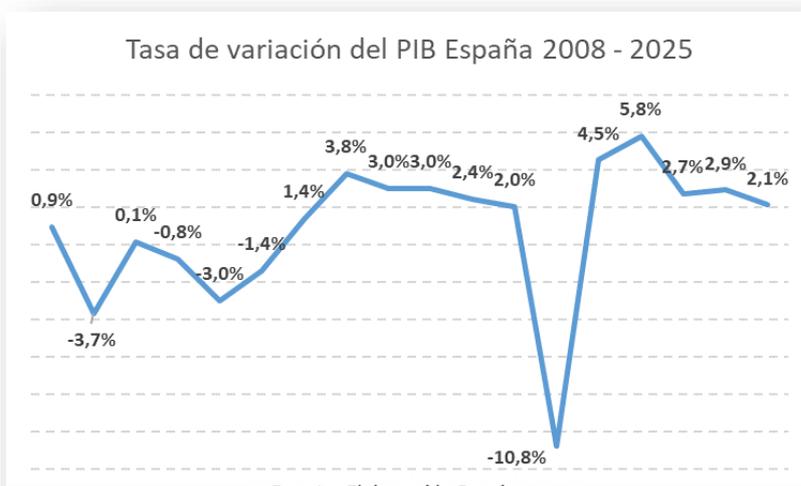
La formación bruta de capital fijo también aumentaría su contribución al crecimiento del PIB a lo largo del 2025, gracias, entre otros factores, al impulso procedente de los fondos vinculados al programa NGEU cuyo despliegue se prevé que gane tracción en 2024 y 2025 y a la mejora ya mencionada de las condiciones de financiación.

En todo caso, existen algunas dudas en cuanto al comportamiento del consumo y de la inversión en el corto plazo, y que se reduzca paulatinamente la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento.

Por otra parte, también se espera una cierta aceleración de las importaciones, en sintonía con el mayor dinamismo que se proyecta para la inversión y las exportaciones de bienes, que tienen un elevado contenido importador.

La inflación será del 2,7% en 2024, fundamentalmente, por la menor contribución al avance de los precios que se espera del componente energético y alimenticio este último afectado también por la extensión de la reducción del IVA de los alimentos esenciales y por la incorporación del aceite de oliva a este grupo, dinámicas que se ven parcialmente compensadas por una revisión al alza de la inflación subyacente en respuesta a la mayor resistencia a labaja que viene mostrando la inflación de los servicios.

En 2025, la inflación podría situarse en el 2,1%; la ralentización en el ritmo de avance de los precios prevista para 2025 reflejará, fundamentalmente, una moderación paulatina de la inflación de los alimentos coherente con la evolución prevista para los precios de producción de estos bienes y para los precios de las materias primas alimenticias de acuerdo con los mercados

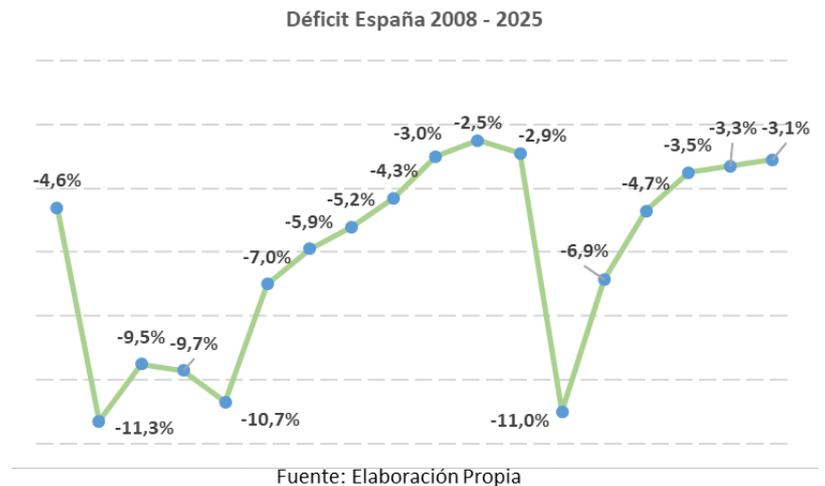


Fuente: Elaboración Propia

de futuros y de la inflación subyacente entre los factores, por la desaceleración que se espera en el ritmo de avance de la demanda y de los costes de producción en 2025.

En lo referente a las cuentas públicas, los ingresos públicos continúan creciendo a un ritmo robusto (un 9,2% interanual en el 2T24), pero también los gastos públicos (un 5%).

Para asegurar el cumplimiento de la recomendación de la Comisión Europea a nuestro país en 2024, que el crecimiento nominal del gasto primario neto financiado nacionalmente no supere el 2,6% este año, podría ser necesario implementar, en los próximos meses, medidas compensatorias adicionales de ajuste del gasto o de incremento de los ingresos.



En ausencia de nuevas medidas, el tono de la política fiscal sería ligeramente contractivo en 2024 y aproximadamente neutral en 2025. Sin embargo, la aplicación del nuevo marco fiscal europeo exigiría en nuestro país un tono contractivo sostenido de la política fiscal en los próximos años.

Consolidación Fiscal

Si se implementara un ajuste presupuestario coherente con el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo, lo que implicaría una reducción anual promedio de nuestro desequilibrio estructural de unos 0,5 p.p. del PIB potencial durante un período de siete años comenzando en 2025, la ratio de deuda pública podría iniciar, en los próximos años, una senda descendente que la situaría en el entorno del 80% del PIB en 2040.

Es imprescindible que la economía española aproveche las fases expansivas de la actividad para construir márgenes de actuación fiscal que le permitan contrarrestar el efecto recesivo sobre la actividad de eventuales perturbaciones macro financieras adversas que puedan materializarse en el futuro. En este sentido, cabe señalar que el elevado nivel actual de endeudamiento público en España es el resultado, principalmente, del hecho de que una parte importante de los aumentos del déficit de las AAPP que tuvieron lugar durante las anteriores fases recesivas de la actividad se convirtieron en estructurales y no se corrigieron durante las expansiones.

Esto es, en gran medida, consecuencia de la evolución del gasto público. Así, desde una perspectiva histórica, en los períodos en los que la economía española ha crecido por debajo de su potencial, el gasto público ha tendido a elevarse. Sin embargo, los períodos de mayor crecimiento no se han aprovechado para reducir dicho gasto, observándose incluso un ligero incremento en el mismo.

Por el lado de los gastos, resulta imprescindible identificar todos aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia, así como optimizar la distribución del gasto entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.

En particular, se debería continuar avanzando en la introducción de mejoras en la eficiencia del gasto público en algunas partidas de gasto en las que se ha identificado un margen importante de mejora son las políticas activas de empleo, los beneficios fiscales, las subvenciones, el gasto hospitalario y los incentivos a la contratación.

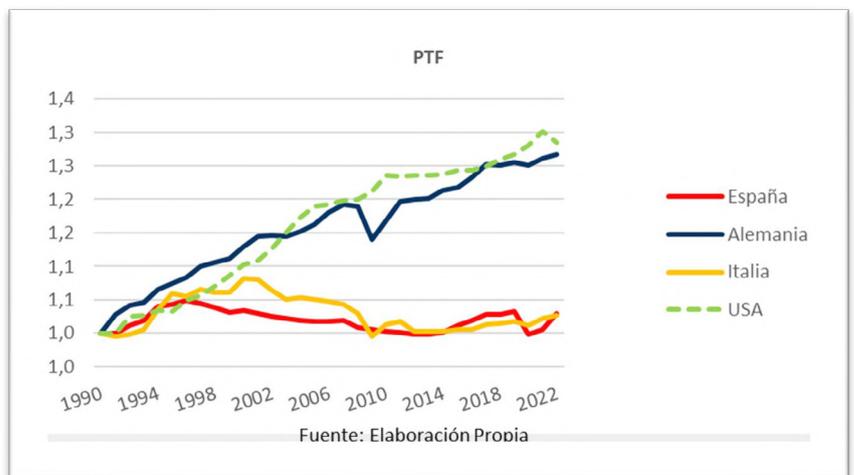
La Productividad, importante tarea pendiente

La baja productividad por empleado en España es uno de los males crónicos de la economía nacional. Este parámetro, que muchas veces se pasa por alto, está detrás de los bajos sueldos que se pagan en este país y es clave para determinar el nivel de bienestar futuro de la sociedad y de la capacidad competitiva de las empresas.

Las ganancias de productividad representan el principal motor del crecimiento económico a largo plazo. Una de las métricas más utilizadas para medir la productividad es la productividad total de los factores (PTF), que puede definirse como la parte del crecimiento del producto que no viene explicada por la evolución de los recursos productivos. Es decir, los incrementos de la PTF aproximan las mejoras en la eficiencia con la que se combinan y se utilizan los factores productivos, que redundan en crecimientos del PIB incluso sin aumentar los niveles de dichos factores (capital y trabajo).

De este modo, los avances en la PTF pueden considerarse el determinante fundamental del crecimiento a largo plazo, en la medida en que las mejoras en la eficiencia, al utilizar los recursos productivos, no están sometidas a rendimientos decrecientes; además, su uso no es excluyente.

En las últimas décadas, la economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad, que ha sido significativamente más acusada que la registrada en otros países desarrollados. En particular, entre 2000 y 2022, el crecimiento de la PTF en España fue en torno a 13 y 17 puntos porcentuales (pp) inferior al observado en Alemania y Estados Unidos, respectivamente. Este reducido vigor de la productividad ha sido, junto con la persistencia de tasas de paro muy elevadas, una de las principales razones por las que nuestra economía se ha mostrado incapaz de alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro a lo largo de las últimas décadas.



La economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad más acusada que la registrada en otros países desarrollados. Entre los factores que lo explican destacan su reducido crecimiento en las empresas activas y la escasa aportación de la creación neta de empresas.

El escaso vigor de la productividad en la economía española es el reflejo de múltiples factores que interactúan entre sí y sobre los que convendría actuar simultáneamente. Entre dichos factores destacan:

- Todos aquellos aspectos que condicionan el tamaño y la demografía empresarial, así como la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas.
- El nivel de capital humano en la población.
- El stock de capital tecnológico y los determinantes de la inversión en innovación.
- El marco regulatorio e institucional.

Otros factores importantes que afectan al bajo nivel de productividad son también:

- Nivel formativo bajo: déficit significativo del nivel de formación de los empleados, los empresarios y los trabajadores autónomos, así como bajo compromiso de los trabajadores.
- Escasa cultura empresarial: la cultura empresarial en España es más baja que la de otros países europeos o que la de Estados Unidos. Los gestores de este país pecan de conservadores y muchas veces no están dispuestos a innovar en procesos y en tecnología. La baja calidad directiva supone un freno a la productividad.
- Mala asignación de recursos: Otro freno a la productividad es la carencia de inversión tecnológica y en innovación de las empresas españolas. En España, las compañías invierten poco, y, además, son escasas las que hacen esta inversión.
- Minifundismo empresarial: los bajos niveles de productividad también se deben a la estructura del tejido empresarial, que es muy minifundista, y donde escasean las compañías medianas y grandes, que son las que más suelen hacer por formar a sus plantillas e innovar.

La productividad del trabajo, calculada dividiendo el PIB por el total de horas trabajadas por los ocupados, creció en España menos que en otros países, la media anual es del 0,7% desde principios de siglo, frente al 1,1% que registra la UE en su conjunto o el 1,4% de Estados Unidos.

La productividad del capital, definido como el valor añadido generado por unidad de dotaciones de capital disponibles (maquinaria, equipamientos tecnológicos, inmuebles, infraestructuras públicas y privadas), registró un descenso medio del 1,2% anual entre 2000 y 2022 debido a que la inversión acumulada avanzó más que el valor añadido generado.

Presión Fiscal

Antes de analizar esta situación, es importante clarificar 2 conceptos:

La **presión fiscal** de un país se calcula dividiendo los ingresos fiscales totales de un país por su producto interno bruto (PIB).

$$\text{Presión Fiscal} = \frac{\text{Impuestos Recaudados}}{\text{PIB}} \times 100$$

Por otro lado, tenemos el **esfuerzo fiscal**, que se calcula como una operación matemática que involucra la presión fiscal y el PIB per cápita.

$$\text{Esfuerzo Fiscal} = \frac{\text{Presión Fiscal}}{\text{PIB per Cápita}} \times 100$$

El esfuerzo fiscal, en otras palabras, es un indicador que sirve para medir la incidencia recaudatoria de un determinado Estado en su economía, y nos permite conocer el sacrificio que supone una determinada incidencia recaudatoria.

Las diferencias entre ambos conceptos se muestran a continuación:

Característica	Presión Fiscal	Esfuerzo Fiscal
Definición	Relación entre ingresos tributarios y PIB	Relación entre ingresos tributarios y renta nacional
Indicador	Porcentaje del PIB destinado a impuestos	Porcentaje de la renta nacional destinado a impuestos
Interpretación	Peso de los impuestos en la economía	Capacidad de un país para recaudar impuestos
Limitaciones	No refleja la distribución de la carga fiscal	No considera la economía sumergida

La paralización de la actividad económica en respuesta a la pandemia del Covid 19 y las ayudas para hacer frente al fuerte aumento de la inflación asociado a la invasión de Ucrania por Rusia, han obligado a utilizar de forma extensiva políticas de gasto público en un intento de proteger a la ciudadanía de los efectos negativos de estos shocks sobre su renta y calidad de vida. Esta evolución al alza del gasto público ha venido acompañada de distintas estrategias sobre los ingresos públicos que han afectado al saldo de las cuentas públicas de los países de la Unión Europea.

Superado, por lo menos en parte, este negativo escenario temporal, Eurostat acaba de publicar los datos de ingresos públicos con origen en impuestos y cotizaciones sociales para el ejercicio 2022 en los países de la Unión Europea. La presión fiscal medida como ingresos por ambos criterios en relación con el PIB, apenas ha crecido dos décimas sobre el PIB desde el inicio del Covid 19 en la Unión Europea (media ponderada 41,2% vs 41%) y de cinco décimas en los países de la Eurozona (media ponderada 41,9% vs 41,4%).

La evolución de los ingresos por impuestos y cotizaciones ha sido bastante superior en España con un crecimiento de 2,9 puntos sobre PIB en el periodo 2019-2022 (38,3% vs 35,4%). Este importante incremento ha sido resultado de:

- Un aumento de los ingresos en imposición sobre la renta (1,9% PIB) en los que la imposición personal/familiar explica algo más del sesenta por ciento del total (1,25% PIB) y la que gira sobre las corporaciones, el resto (0,65%).
- Un incremento de la imposición indirecta (0,5%) localizado íntegramente en el IVA.
- Una mayor recaudación de las cotizaciones sociales (0,5% PIB). En estas últimas, la mayor parte del aumento se localiza en la cuota del empleador (0,5% PIB), bastante menos en la del trabajador (0,1% del PIB) mientras que disminuye la denominada cuota imputada correspondiente al Estado en concepto de cuotas de funcionarios incluidos en el Régimen de Clases Pasivas (-0,1% PIB).

A la vista de las cifras, la renta personal es el epígrafe que ha asumido el mayor porcentaje de aumento de la presión fiscal (41,4% del total), en su mayor parte debido a la no actualización de la tarifa y las deducciones personales del IRPF. Le sigue la renta de las corporaciones empresariales (20,7% del total), la cotización a la Seguridad Social del empleador que forma parte de los costes laborales (17,2% del total) y el IVA, la principal figura tributaria sobre el consumo (17,2% del total). La aportación de la cuota social del trabajador ha sido bastante inferior (3,4% del total).

La presión tributaria y de cotizaciones sociales en España se ha mantenido históricamente por debajo del promedio (ponderado) de los países comunitarios dentro de un abanico que alcanzó su menor porcentaje en 2007 (-2,8 puntos de PIB) al contar con un nivel extraordinario derivado del efecto de la burbuja inmobiliaria y financiera. La distancia se ha reducido significativamente desde 2018 hasta situarse a -2,9 puntos de PIB en 2022 con el promedio (ponderado) de la Unión Europea (38,3% vs 41,2%).

La distribución de las diferencias por tipos de tributos y de cotizaciones sociales muestra una estructura bastante peculiar del sistema tributario español, que mejoraría si se ampliasen las bases imponibles para incrementar la recaudación ayudando a mejorar el crecimiento de la economía española.

		2019	2020	2021	2022
Impuestos sobre la Renta	Total	10,0%	10,8%	11,4%	11,9%
	Personal	8,0%	8,8%	8,7%	9,2%
	Corporaciones	2,1%	2,0%	2,6%	2,7%
Impuestos sobre consumo	Total	12%	12%	12%	12%
	IVA	7%	6%	7%	7%
Cotizaciones Sociales	Total	12,9%	14,5%	14,0%	13,4%
	Empleador	9,0%	10,0%	9,7%	9,5%
	Trabajador	3,3%	3,8%	3,8%	3,4%
	Imputadas	0,6%	0,7%	0,5%	0,5%
Impuestos sobre Capital		0,4%	0,4%	0,5%	0,4%
Otros Impuestos		0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Total		35,4%	37,6%	38,6%	38,3%

Fuente: Eurostat

La presión fiscal se va a situar en torno al 38,6% en 2024. dato en el que se basa el Gobierno, para justificar que la diferencia con la media de presión fiscal de la UE, sustentan el impuesto de

solidaridad de las grandes fortunas, y la transformación de los gravámenes temporales a los beneficios de la banca y las energéticas en impuestos permanentes.

El esfuerzo fiscal de España es un 17,8% superior al de la UE, sin olvidarnos que la presión fiscal ha subido 30 veces más en España que en el conjunto de la UE durante la era Sánchez; la suma de impuestos y cotizaciones sociales creció tres puntos de PIB entre 2018 y 2022, mientras que el dato medio europeo fue de apenas un 0,1% de PIB, según los datos de Eurostat.

Presión Fiscal UE 2022 (% PIB)

	ESP	UE	Diferencia (% PIB)
Total Impuestos + Contribuciones Sociales	38,3	41,9	-3,6 p.p.
Total Impuestos	24,9	27,1	-2,2 p.p.
Impuestos Directos	12,2	13,5	-1,3 p.p.
Impuestos Indirectos	12,2	13,2	-1,0 p.p.
Otros Impuestos	0,5	0,4	0,1 p.p.
Contribuciones Sociales	13,4	14,8	-1,4 p.p.

Fuente: Eurostat

España soporta una presión fiscal normativa muy superior a la media europea, con especial incidencia en la fiscalidad empresarial, es decir, cuenta con un sistema fiscal más ineficiente y distorsionante que penaliza el ahorro y la inversión. En nuestro país, las medidas de incremento de los tributos al ahorro y a las empresas se pretenden justificar, además de en la pretendida diferencia de presión fiscal con la media de la UE, que como vemos no es tal, en la necesidad de reducción del déficit, además de emplear argumentos de redistribución de la riqueza, sosteniendo que los grandes patrimonios pagan pocos impuestos.

Sobre el objetivo de reducción del déficit, una de las peores decisiones que puede tomar el Gobierno, en un momento como el actual, es la de subir los impuestos, en general, y al sector empresarial, en particular, ya que las alzas impositivas deprimen la oferta productiva y el consumo, justo lo contrario de lo que necesitamos, y deterioran las expectativas de los agentes provocando una degradación de la confianza, que es el pilar fundamental sobre el que apoyar el crecimiento económico y la creación de empleo.

Por otro lado, la vuelta a la senda de equilibrio presupuestario, tras la pausa acordada durante la crisis motivada por la pandemia, hace temer que se pretendan corregir los equilibrios mediante la subida de impuestos adicionales, lo que empeorará nuestra competitividad fiscal aún más.

En este contexto, y para mantener el equilibrio presupuestario, es prioritario acometer nuestra gran reforma estructural pendiente, la de optimizar la eficiencia del gasto público, y no realizar subidas impositivas adicionales que comprometen el crecimiento y, por lo tanto, la consolidación presupuestaria ulterior. Así, gran parte del gasto público estructural no se debe tanto a mejores prestaciones públicas a los ciudadanos, sino a mayores ineficiencias.

Dado el grado de integración de las distintas economías y de los mercados, una tributación empresarial superior a la de los países de nuestro entorno provocaría una deslocalización de inversiones, fuga de contribuyentes y desventajas competitivas a nuestros residentes, fundamentalmente a aquellos que operan en mercados internacionales, pero también a los locales que deberían afrontar la competencia de operadores no residentes con una menor carga tributaria.

En este sentido, cualquier incremento de la recaudación tributaria debería basarse en el aumento de las bases imponibles, fomentando el crecimiento económico, y en la lucha contra el fraude fiscal, más que en incrementar la presión sobre unos contribuyentes que ya soportan una carga tributaria comparable, o superior, a la de los países de nuestro entorno, principalmente en lo relativo a la tributación empresarial.

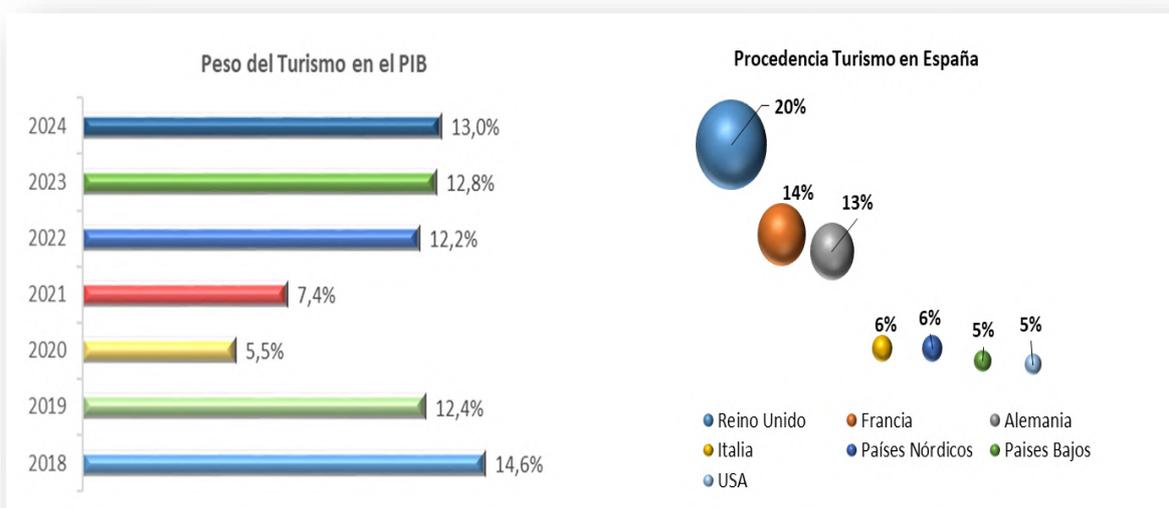
La única forma de aumentar nuestra recaudación impositiva, de forma sostenible, pasa por favorecer la recuperación de la actividad. Para ello nuestro objetivo debería ser la consecución de una fiscalidad competitiva y equiparable con nuestro entorno que favorezca la actividad, la inversión empresarial y el empleo, además de mitigar nuestra excesiva tributación del capital, en general, y sobre la empresa, en particular.

Turismo

En 2024, se prevé que el PIB turístico crezca un 5% y que se superen los 90 millones de visitas de turistas internacionales, gracias a la recuperación del poder adquisitivo de los hogares europeos en un contexto de descenso de la inflación, la recuperación económica en Europa y la percepción de mayor seguridad que transmite nuestro país frente a otros destinos competidores.

El turismo doméstico se mantendrá en niveles históricamente elevados, pero creciendo a tasas más modestas que el turismo internacional, ya que se espera una reactivación en las salidas de españoles al exterior. El éxito del sector no debe ir en detrimento de seguir mejorando la gestión de los flujos turísticos para mitigar las externalidades negativas que pueda provocar, y tender hacia un modelo turístico menos estacional y que refuerce la sostenibilidad.

España sigue excelentemente posicionada en Italia, siendo el destino favorito vacacional para las estancias largas y las perspectivas para este verano son buenas, confirman a nuestro país como uno de los destinos preferidos este verano.

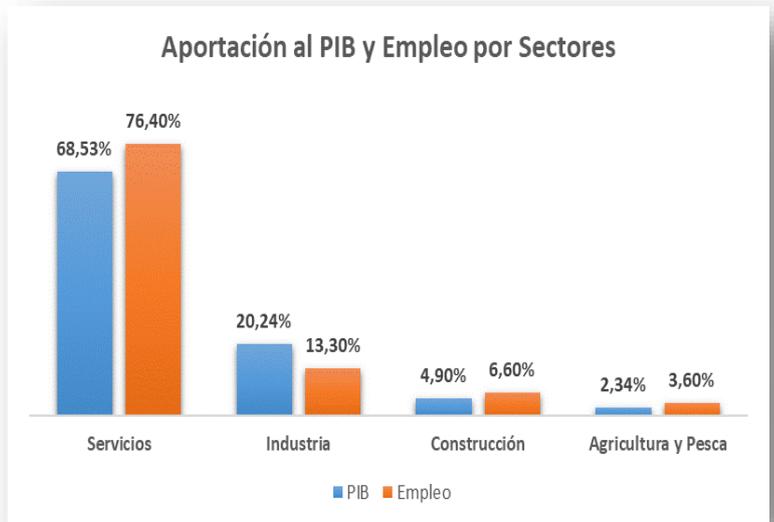


Fuente: Elaboración Propia

Buenas expectativas para los mercados de largo radio.

La economía española ha experimentado una terciarización habitual en el proceso de desarrollo económico de la mayoría de los países. En este sentido, España es una economía de servicios y tiene un importante número de empresas que son muy competitivas en ese sector.

Por ejemplo, buena parte de la inversión española en el exterior y de las exportaciones está en los sectores, bancario, distribución, ingeniería, gestión y construcción de infraestructuras (aeropuertos, autopistas), gestión de aguas y basuras, hoteles, producción y distribución de energía, energías renovables, seguros y telefonía.

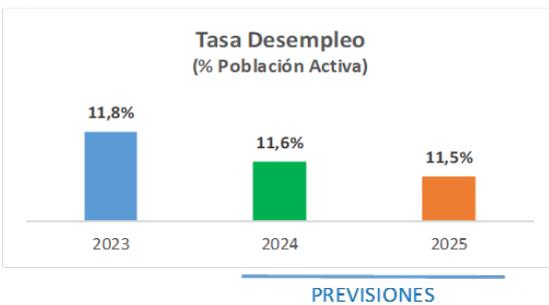
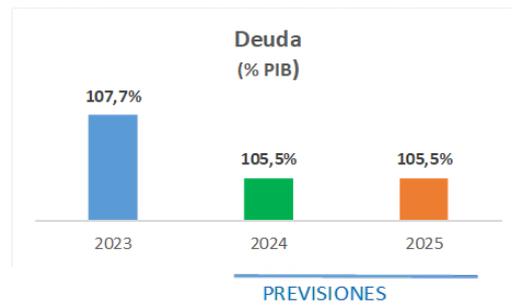
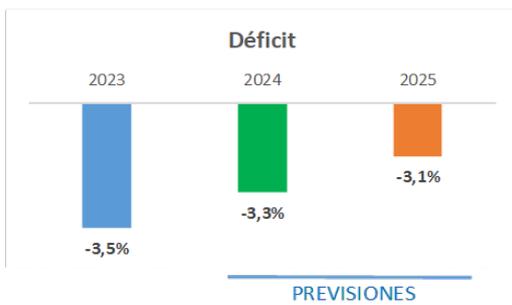
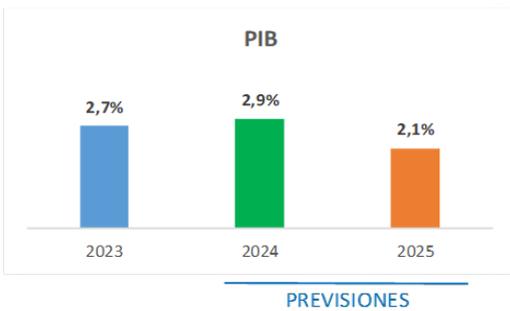




Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	2,9%	2,1%
Contrib. D. Doméstica	2,4%	2,2%
Contrib. Consumo Privado	1,4%	1,0%
Contrib. Inversión Total	0,4%	0,9%
Contrib. Consumo Público	0,6%	0,3%
Contrib. D. Externa	0,5%	-0,1%
Inflación	2,7%	2,1%
Déficit	-3,3%	-3,1%
Deuda/PIB	105,5%	105,5%
Desempleo	11,6%	11,5%
Tipo Cambio (€/USD)	1,08	1,05
Tipo Interés	3,0%	2,3%
PMI	52,9	52,0

	2023	2024	2025
PIB	2,7%	2,9% ↑ 0,2 p.p.	2,1% ↓ -0,8 p.p.
Inflación	3,3%	2,7% ↓ -0,6 p.p.	2,1% ↓ -0,6 p.p.
Déficit	-3,5%	-3,3% ↓ -0,2 p.p.	-3,1% ↓ -0,2 p.p.
Deuda	107,7%	105,5% ↓ -2,2 p.p.	105,5% = 0,0 p.p.
Desempleo	11,8%	11,6% ↓ -0,2 p.p.	11,5% ↓ -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



REINO UNIDO

la economía británica, que lleva con un crecimiento muy débil desde la crisis financiera global, debería acelerar su ritmo de expansión en el periodo 2024-2025, para pasar del 0,3 % en 2023 al **1,0 % en 2024 y al 1,2 % en 2025**. El principal vector de esa subida del producto interior bruto será la progresión de los salarios en términos reales, que van a alimentar el consumo privado.

Simultáneamente, la inflación está moderándose rápidamente, al pasar del 7,3 % de media el pasado ejercicio al 2,7 % en 2024 y al 2,4 % en 2025. La inflación se prevé que aumente al 3% a principios de 2025, impulsado por el aumento de los precios de la energía y un persiste alto nivel de inflación de los servicios, rebajándose hasta un 2,4%.

No obstante, la inflación subyacente (que excluye los elementos más volátiles que son la energía y los alimentos) se mantendrá relativamente elevada en 2024, con un 3,7 %, para disminuir al 2,8 % en 2025. Por eso se anticipa que continuará la orientación restrictiva de la política monetaria.

La inflación subyacente, que excluye categorías más volátiles como precios de la energía y los alimentos, podrían alcanzar su punto máximo a principios de 2025 y moderarse gradualmente hasta el 2,4% a finales de dicho año. El aumento en la inflación subyacente está siendo impulsado indirectamente por el impacto de los precios más altos de la energía y un ritmo más rápido del aumento los precios de la producción. No obstante, se espera que esto se compense parcialmente con la moderación de la inflación de los servicios, a medida que se desacelera el crecimiento de los salarios, así como el impacto de una libra más fuerte.

La economía británica tiene una serie de importantes retos en el terreno fiscal dado el agujero de las cuentas públicas, con un déficit que después de alcanzar el 5,7 % del PIB el pasado año seguirá siendo del el 4,7 % en 2024 y del 3,7 % en 2025, y con una deuda que continúa aumentando.

Esa deuda era del 101,3 % del PIB al finalizar 2023 y, aunque calcula que va a disminuir muy ligeramente en términos relativos al 101,2 % este año, volverá a repuntar en 2025 al 102,6 %.

El Gobierno debe afrontar reformas fiscales para reducir las exenciones de impuestos y reforzar el respeto de las reglas impositivas con el objetivo de que haya un mayor margen, de que el sistema sea más justo y de reducir ciertas distorsiones. A largo plazo la tendencia es a un incremento de las presiones fiscales por las necesidades derivadas del envejecimiento de la población y de las inversiones en la transición verde.

Es probable que el Banco de Inglaterra adopte un enfoque más cauteloso con respecto a la flexibilización política monetaria en comparación con la Fed y el BCE, con una serie de recortes que llevarán el tipo de interés básico del Reino Unido al 3,5% a finales de 2025.

Se prevé que el mercado laboral siga aflojándose, con menos vacantes, desacelerándose el crecimiento de los salarios, pero con un aumento relativamente modesto de la tasa de desempleo.

Los consumidores del Reino Unido siguen adoptando un enfoque cauteloso del gasto, mientras siguen acumulando ahorro a un ritmo significativo. Es probable que esto frene el crecimiento del gasto, a pesar de las constantes mejoras en los ingresos de los hogares.

La inversión empresarial podría recuperarse en 2025 si las incertidumbres geopolíticas disminuyen, y el efecto de los tipos de interés más bajos y la mejora de las perspectivas de crecimiento da a las empresas la confianza para comprometerse con los planes de inversión.

Las perspectivas del comercio están muy influidas por los resultados de las políticas geopolíticas, acuerdos, incluidas las adicionales futuras restricciones comerciales, mientras que las exportaciones del Reino Unido también siguen lastradas por el alto valor de la libra.

Los consumidores del Reino Unido han estado ahorrando una alta proporción de sus ingresos desde la pandemia, que puede seguir frenando el crecimiento del gasto. El aumento del ahorro refleja una respuesta a la subida de los tipos de interés y se esperaría que al menos parcialmente se redujera a medida que los tipos de interés vuelven a su nivel de equilibrio a largo plazo.

Pero una parte importante del aumento del ahorro podría resultar persistente, debido a las tendencias demográficas a más largo plazo, así como una mayor cautela en respuesta al entorno económico volátil.

El mercado laboral del Reino Unido sigue relajándose a pesar del crecimiento económico en los últimos trimestres. La oferta de vacantes continuó con una tendencia a la baja, cayendo a su nivel más bajo desde mediados de 2021, y volviendo a acercarse a los niveles previos a la pandemia.

Se espera que el crecimiento salarial continúe moderándose en 2025, a medida que la desaceleración del mercado laboral reduzca el poder de negociación de los trabajadores, mientras que una inflación más baja reduce la necesidad de mayor crecimiento de los salarios nominales para sostener el poder de compra de los trabajadores. Por lo tanto, se espera que el crecimiento de los salarios se modere a niveles que sean más coherentes con el objetivo de inflación a finales de 2025, cayendo a alrededor del 3,5%.

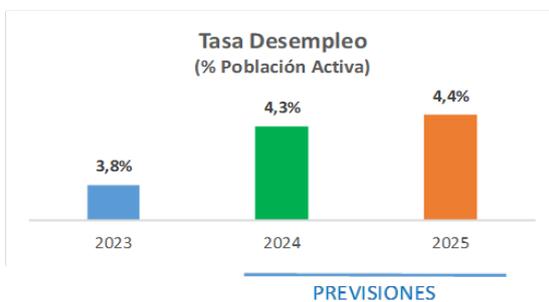
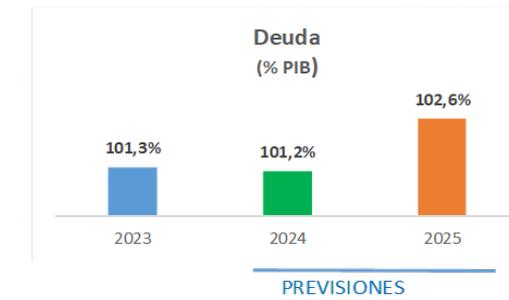
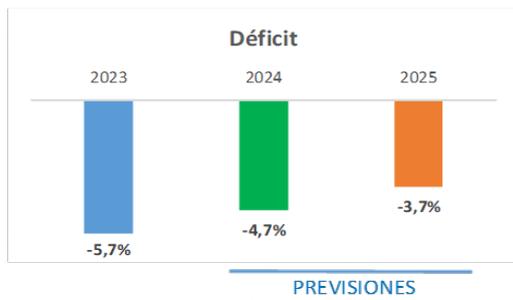
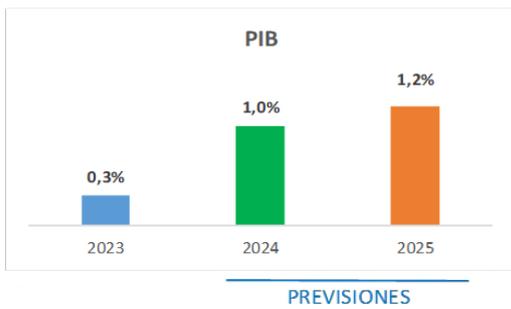
Las exportaciones del Reino Unido podrían experimentar un ritmo modesto de crecimiento, con la continua fortaleza de las exportaciones de servicios, compensada por la relativa debilidad en el comercio de bienes, pero una libra esterlina apreciada, en gran parte debido a las expectativas divergentes de los tipos de interés en comparación con algunos de los principales socios comerciales del Reino Unido, perjudican la competitividad de las exportaciones del Reino Unido.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	1,0%	1,2%
Contrib. D. Doméstica	1,1%	1,4%
Contrib. Consumo Privado	0,5%	0,9%
Contrib. Inversión Total	0,1%	0,2%
Contrib. Consumo Público	0,5%	0,3%
Contrib. D. Externa	-0,1%	-0,2%
Inflación	2,7%	2,4%
Déficit	-4,7%	-3,7%
Deuda/PIB	101,2%	102,6%
Desempleo	4,3%	4,4%
Tipo Cambio (GBP/USD)	1,28	1,31
Tipo Interés	4,8%	3,5%
PMI	52,3	52,0

	2023	2024	2025
PIB	0,3%	↑ 0,7 p.p. 1,0%	↑ 0,2 p.p. 1,2%
Inflación	7,3%	↓ -4,6 p.p. 2,7%	↓ -0,3 p.p. 2,4%
Déficit	-5,7%	↓ -1,0 p.p. -4,7%	↓ -1,0 p.p. -3,7%
Deuda	101,3%	↓ -0,1 p.p. 101,2%	↑ 1,4 p.p. 102,6%
Desempleo	3,8%	↑ 0,5 p.p. 4,3%	↑ 0,1 p.p. 4,4%



Fuente: Elaboración Propia



JAPÓN

La economía japonesa sigue recuperándose de la pandemia. Inicialmente impulsada por factores de empuje de costes, la inflación se está volviendo impulsada por la demanda. La brecha de producción se ha cerrado y la escasez de mano de obra se intensifica. A corto plazo, la atención debería centrarse en el endurecimiento de la política fiscal y reducir la política monetaria, manteniendo al mismo tiempo la estabilidad. En el mediano plazo, la prioridad es reconstruir las finanzas amortiguadoras, fortalecer el marco fiscal y avanzar en las reformas del mercado laboral, para apoyar crecimiento potencial.

La recuperación económica repuntó en 2023 y se estima que la brecha de producción se ha cerrado. La inflación subyacente (excluyendo los alimentos frescos y la energía) parece haber alcanzado un nivel alto y se está convirtiendo en una demanda impulsada por la demanda. Los salarios están aumentando, aunque menos que la inflación, en medio de la escasez de mano de obra.

Se espera que la recuperación económica continúe. Se proyecta una desaceleración del crecimiento en 2024, debido a la contracción del PIB en los dos primeros trimestres de 2024. Se espera que la inflación subyacente disminuya gradualmente a medida que el efecto de los precios de las importaciones disminuya.

El cierre de la brecha de producción y el aumento de los salarios nominales mantienen la inflación subyacente por encima de la meta del 2% hasta el segundo semestre de 2025. El déficit fiscal primario seguirá siendo considerable en 2024, lo que refleja el impacto del último paquete de estímulo fiscal. El superávit por cuenta corriente se espera que aumente en 2024, respaldado por mayores exportaciones y menores importaciones.

Los riesgos para el crecimiento y la inflación están globalmente equilibrados. Para crecimiento, los riesgos a la baja se deben principalmente a factores externos, entre ellos una la desaceleración de la economía mundial, la profundización de la fragmentación geoeconómica y los precios más volátiles de los alimentos y la energía. En el ámbito interno, los principales riesgos a la baja son, el bajo crecimiento de los ingresos reales de los hogares, que sigue superando el crecimiento de los salarios, una escasez de mano de obra más aguda que podría limitar la actividad y volver a un entorno de inflación cero.

La economía japonesa crecerá un 0,3% en 2024 y un 1,1% en 2025

El motor del crecimiento económico de Japón ya está pasando de las exportaciones al gasto de los consumidores. Un rápido aumento de los salarios finalmente ha dado a los hogares el poder adquisitivo que necesitan para gastar más.

Un yen más fuerte también podría ayudar a aliviar algunas presiones inflacionarias, lo que impulsará aún más el gasto de los consumidores. Sin embargo, es probable que la inflación siga siendo elevada a corto plazo, lo que mantendrá el ritmo de gasto relativamente modesto. Una postura de política monetaria más agresiva en Estados Unidos, así como una reversión de los aumentos salariales, son riesgos que podrían obstaculizar aún más la incipiente recuperación de Japón.

En cuanto a la Política Fiscal, dada la estrecha brecha de producción y la elevada relación Deuda/PIB, el gran estímulo fiscal en el paquete de noviembre de 2024 no fue bien focalizado.

Los gastos adicionales deberían haberse compensado con mayores ingresos o ahorros en gastos en otros lugares. Dada su naturaleza temporal y la baja propensión de los hogares japoneses a consumir, el recorte no focalizado del impuesto sobre la renta tuvo un impacto limitado en el crecimiento, al tiempo que empeora la dinámica de la deuda. Además, los subsidios a la energía pueden distorsionar el consumo de energía y obstaculizan las iniciativas de descarbonización y deben ser sustituidas por transferencias a hogares vulnerables.

Con las políticas actuales, la relación entre la deuda pública y el PIB aumentará de manera sostenida a largo plazo para adaptarse a las presiones de gasto relacionadas con la edad. El adicional gasto planificado en defensa, transformación verde, transformación digital, y las políticas relacionadas con la infancia, se espera que pesen sobre el equilibrio fiscal y debería compensarse con ingresos sostenibles.

A corto y medio plazo, la dinámica de crecimiento de la tasa de interés real seguirá siendo favorable y niveles de deuda con un crecimiento más sostenido, a pesar de un aumento gradual de las tasas de interés. Sin embargo, el crecimiento potencial que refleja el envejecimiento y la disminución de la población en edad de trabajar elevará los niveles de deuda a largo plazo.

El análisis de sostenibilidad de riesgo soberano y la deuda encontró que las necesidades brutas de financiación son elevadas, pero los riesgos de refinanciación se ven mitigados por la gran base de inversores nacionales y por el perfil de la deuda, con un riesgo general de sobreendeudamiento evaluado como moderado.

La consolidación fiscal es necesaria para reconstruir los márgenes de maniobra fiscales y garantizar la deuda sostenible, respaldada por medidas tanto de ingresos como de gastos. Éste puede lograrse limitando las transferencias no focalizadas con un bajo impacto fiscal multiplicador o la eliminación gradual de los subsidios a la energía, al tiempo que se movilizan ingresos para compensar las políticas de gasto adicionales.

Mirando a la Política Monetaria, se espera que la inflación converja en el medio plazo al objetivo del 2% del Banco de Japón. El retorno de la inflación sostenida sigue a una inflación persistentemente superior a la meta desde hace algún tiempo y refleja:

- Expectativas de inflación más altas durante un período prolongado por primera vez en décadas.
- El mayor crecimiento del salario base desde 1995, en un contexto de escasez de mano de obra.
- Un alto grado histórico de política monetaria con una tasa de interés real muy inferior a la estimada tasa neutral.

El Banco de Japón ha sido correctamente cauteloso, dada la historia de deflación de Japón y señales contradictorias de datos recientes. Dicho esto, los riesgos al alza para la inflación se han materializado en el último año, con el fortalecimiento de los salarios nominales y una brecha de producción cerrada. Los recientes ajustes de política del Banco de Japón han permitido que el rendimiento a 10 años fuera más flexible e impulsado por las fuerzas del mercado, y van a contribuir a:

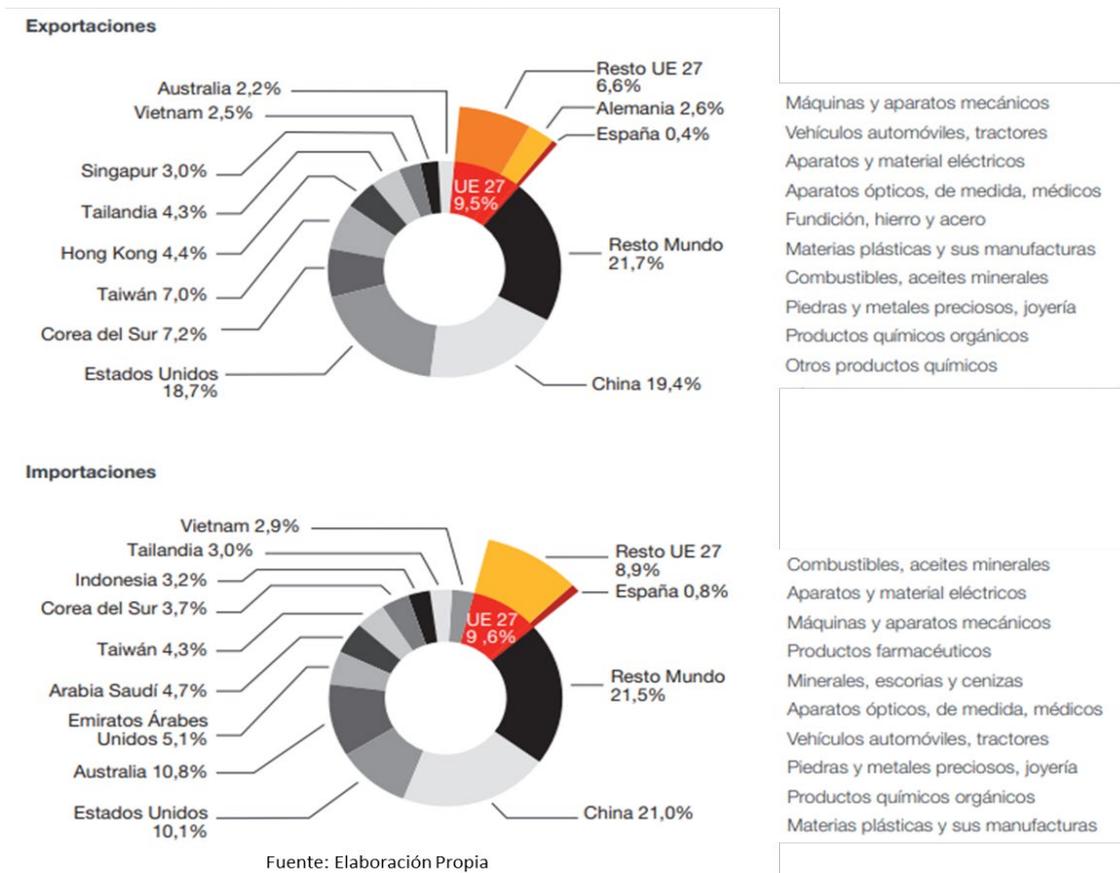
- Frenar la expansión de las compras de bonos del gobierno japonés por parte del Banco de Japón y sus efectos secundarios no deseados en el funcionamiento del mercado de bonos.

- Apoyar la estabilidad y rentabilidad de las instituciones financieras, así como la reducción de los incentivos para la exposición a carteras de activos de mayor riesgo en busca de mayores rendimientos.
- Permitir una salida más suave de política monetaria no convencional en un futuro próximo.

El Banco de Japón debería considerar salir del Control de la Curva de Rendimiento (YCC) y poner fin a Flexibilización Cuantitativa y Cualitativa (QQE) ahora, junto con la normalización de política monetaria.

Japón debe seguir trabajando activamente con los socios internacionales para fortalecer el sistema multilateral de comercio basado en acuerdos. Es importante que los acuerdos comerciales se utilicen para una mayor integración entre los miembros.

Comercio Exterior Japón



Los elevadísimos niveles de deuda pública, el débil crecimiento y el aumento de los costes relacionados con el envejecimiento de la población siguen siendo importantes desafíos.

La reciente inflación de Japón parece cada vez más duradera. La inflación general y la subyacente aumentaron hasta el 2,8% interanual en febrero de 2024, mientras que la inflación de Tokio, que se emplea como indicador nacional, se mantuvo elevada. La inflación general anual a nivel nacional se ha mantenido por encima del 2% desde abril de 2022, lo que demuestra un cierto

grado de estabilidad después de que las políticas de reflación del gobierno de la última década bajo las “Abenomics” (la política económica de Shinzo Abe) recibiera un impulso significativo por parte de la crisis mundial del coste de vida. La inflación en Japón fue negativa durante 12 de los 27 años comprendidos entre 1995 y 2021, y por debajo del 2% en todos esos años menos en uno.

Este historial de deflación, la llamada japonificación, ha representado una restricción fundamental para la sostenibilidad de la deuda pública y una limitación para el crecimiento de la producción real de la economía. Aunque es demasiado pronto para declarar la victoria sobre la deflación, ya que la fase de mayor inflación de los dos últimos años parece cada vez más duradera. Se prevé una inflación del 2,5% para 2024 y del 1,9% para 2025.

El Gobierno japonés ha tratado de aprovechar los primeros motores de la inflación durante esta crisis (incluidos el aumento de los precios de las materias primas y la depreciación del yen) apoyando el crecimiento salarial y un círculo virtuoso de subidas de precios impulsadas por la demanda. Las negociaciones salariales de 2024 de Rengo, el mayor grupo sindical japonés, condujeron a una significativa subida salarial del 5,28% en los primeros resultados agregados, la más alta en 33 años. Este aumento, muy superior al previsto, reforzó la decisión del Banco de Japón (BoJ) de poner fin a ocho años de tipos negativos.

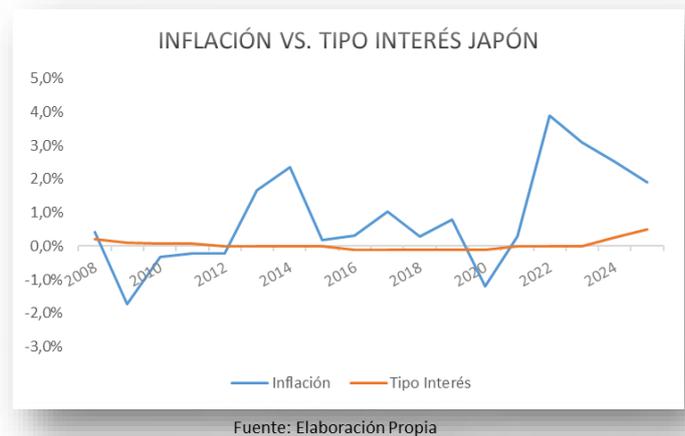
El elevado crecimiento salarial ayuda a mantener la reflación (el objetivo de la reflación es crear inflación mediante los estímulos fiscales y monetarios por el temor a entrar en deflación. El impulso del Gobierno puede darse a través de un incremento de la base monetaria o de una rebaja de impuestos.

Ambas acciones generan que la población demande más productos y servicios). Una fase prolongada de inflación por encima del objetivo es casi obligatoria para retomar la inflación cerca del 2 % a largo plazo, ya que el riesgo de inflación a medio plazo sigue sesgado a la baja dada la dinámica deflacionista estructural.

La inflación sostenida ha permitido al banco central retirar muy gradualmente parte de la acomodación monetaria excepcional y aliviar las tensiones asociadas para la rentabilidad del sistema bancario y la estabilidad del sistema financiero.

Un crecimiento salarial más elevado, las subvenciones públicas y los nuevos programas fiscales deberían contribuir a estimular la demanda agregada y el crecimiento de la producción. El Gobierno aspira, de forma bastante ambiciosa, a lograr un crecimiento real del 1%-2% anual. Si la reflación se traduce en patrones de consumo e inversión más sanos, esto puede suponer un modesto aumento de las hipótesis de crecimiento real a largo plazo.

La mejora de las perspectivas de inflación es constructiva para las difíciles perspectivas de sostenibilidad de la deuda. Se prevé una estabilización de la ratio de deuda pública en 2024-2025. Se estima una ratio deuda/PIB del 255% en 2025, prácticamente sin cambios desde el



253% de finales de 2023. El elevado crecimiento nominal del 5,8% del año pasado provocó una reducción de la ratio de deuda desde máximos históricos del 260% en 2022, la mayor caída registrada en un año. Las perspectivas de deuda están ancladas en un crecimiento nominal más constructivo en comparación con los diferenciales de tipos de interés nominales que en años anteriores, impulsado por una mayor inflación.

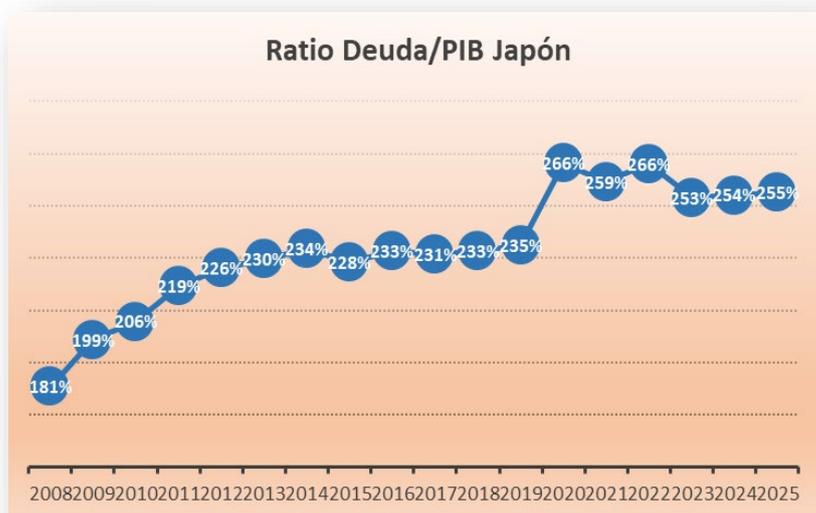
Japón forma parte de un selecto grupo de países soberanos (incluida Grecia) a los que la crisis del coste de vida ha ayudado significativamente desde el punto de vista crediticio. La elevada inflación ha recortado las elevadas ratios de deuda después de que muchas estrategias de reducción de la deuda de décadas pasadas resultaran menos eficaces, mientras que las estructuras de deuda de bajo interés y largo vencimiento se han alineado con un espacio más significativo para unos tipos de interés más altos.

Así pues, aunque Japón posee la mayor ratio de deuda del mundo, paga uno de los menores intereses. El tipo de interés efectivo se mantiene cerca del 0% en el periodo 2024-2025.

La sostenibilidad de la deuda también se ve respaldada por el hecho de que la deuda de Japón es predominantemente nacional, está denominada íntegramente en yenes y el 48% ha sido monetizado por el Banco de Japón.

Esto hace que la deuda imponible del sector privado sea inferior a la ratio de deuda bruta del soberano. Aunque el Banco de Japón ha puesto fin recientemente al control de la curva de rendimientos, sigue comprando bonos en los mercados secundarios en general como antes, lo que garantiza que siga aumentando la proporción de deuda pública que posee.

Por último, como la mayor nación acreedora del mundo, Japón posee activos financieros públicos brutos de alrededor del 96,7% del PIB, casi igual en tamaño a la deuda bruta debida al sector privado. Sobre esta base, el panorama de sostenibilidad de la deuda agregada es más benigno de lo que podría sugerir la elevadísima ratio de deuda soberana por sí sola.



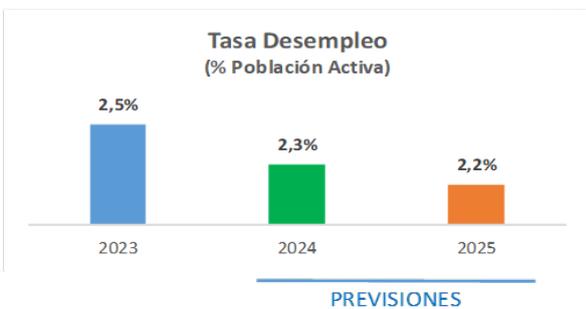
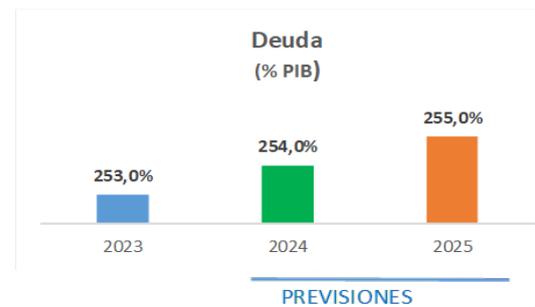
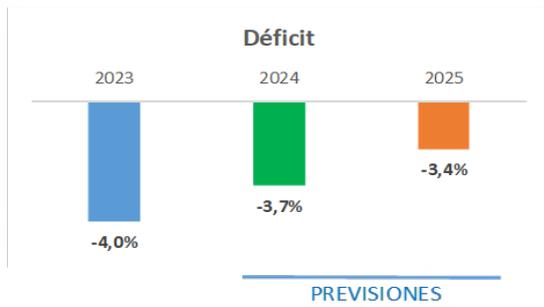
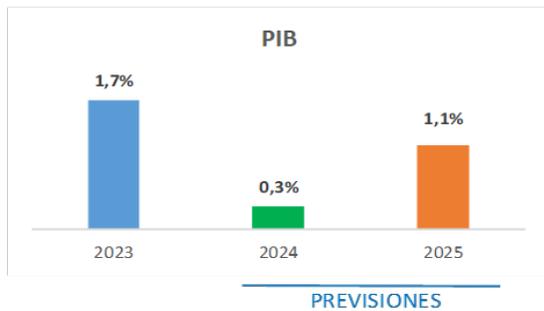
Fuente: Elaboración Propia



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	0,3%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	0,3%	1,1%
Contrib. Consumo Privado	0,0%	0,7%
Contrib. Inversión Total	0,3%	0,3%
Contrib. Consumo Público	0,0%	0,1%
Contrib. D. Externa	0,0%	0,0%
Inflación	2,5%	1,9%
Déficit	-3,7%	-3,4%
Deuda/PIB	254,0%	255,0%
Desempleo	2,3%	2,2%
Tipo Cambio (JPY/USD)	159,0	160,0
Tipo Interés	0,3%	0,5%
PMI	52,9	51,3

	2023	2024	2025
PIB	1,7%	0,3% ↓ -1,4 p.p.	1,1% ↑ 0,8 p.p.
Inflación	3,1%	2,5% ↓ -0,6 p.p.	1,9% ↓ -0,6 p.p.
Déficit	-4,0%	-3,7% ↓ -0,3 p.p.	-3,4% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	253,0%	254,0% ↑ 1,0 p.p.	255,0% ↑ 1,0 p.p.
Desempleo	2,5%	2,3% ↓ -0,2 p.p.	2,2% ↓ -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

BRICS PAÍSES EMERGENTES

El término BRICS se refiere a cinco países de economías emergentes: Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica. Este grupo se formó en el año 2001, con una reunión entre los entonces presidentes de Brasil, Rusia, India y China. En 2010, Sudáfrica se unió al grupo, convirtiéndose en los BRICS. La idea detrás del nacimiento de este grupo fue la de crear una alianza económica entre países con economías en crecimiento, buscando una mayor influencia en la economía mundial.

El proceso de formación del BRICS se inició en 2001, cuando la economía china comenzó a crecer a un ritmo acelerado, lo que llevó a los líderes de Brasil, Rusia e India a reconocer la importancia de las economías emergentes y la necesidad de establecer una alianza entre ellos. En 2006 se oficializó la creación de los BRICS; posteriormente, en 2010, Sudáfrica se unió al grupo.

Egipto, Irán, Emiratos Árabes Unidos y Etiopía se han incorporado el 1 de Enero de 2024. Con su inclusión, los BRICS representan el 37% del PIB mundial y el 45 % de la población mundial.

El principal objetivo del BRICS es consolidarse como una voz influyente en la escena global. Este grupo busca promover el desarrollo económico y social de sus miembros, así como también fomentar la cooperación en temas estratégicos, como la seguridad internacional y la lucha contra el cambio climático.



Fuente: Elaboración Propia

Sus objetivos son la cooperación económica e incrementar el comercio entre ellos. También buscan aumentar su influencia geopolítica, remodelar las instituciones y prácticas mundiales existentes o reducir el uso del dólar estadounidense. Sin embargo, los objetivos geopolíticos de cada uno de los países que lo integran son variados.

Nació con la intención de ser contrapartida al G7, el grupo de potencias económicas occidentales formado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido, en otras palabras, un contrapeso a Occidente.

Pero existen profundas diferencias entre los Estados miembros, y el bloque ha tenido dificultades para articular y definir su propósito. La cooperación económica entre los países BRICS es cada vez mayor en términos de comercio intra-BRICS, basado en el acelerado crecimiento económico, el incremento de su participación en el comercio internacional y el aumento de sus reservas internacionales, y también debido a otros elementos comunes

relacionados con el elevado nivel de su población, el extenso tamaño de su territorio y la disponibilidad de recursos naturales y de materias primas.

Por otro lado, se ha puesto en funcionamiento el Mecanismo de Cooperación Interbancaria facilitador de pagos entre los bancos de los Estados de este bloque que utilizan las monedas nacionales. Una medida adoptada en 2018 es el BRICS Pay, un sistema de pago para las transacciones de los BRICS que no supone convertir la moneda de cada uno en dólares americanos.

Uno de los principales objetivos de los BRICS es desafiar la hegemonía del dólar estadounidense. El principal promotor de esto ha sido China a través del uso del Yuan usándolo en transacciones internacionales, así como Rusia quien también impulsa más comercio en rublos y yuanes, especialmente tras las sanciones internacionales.

Han creado el Nuevo Banco de Desarrollo, que lleva operando desde 2015, siendo el primer banco multilateral fundado después de la Conferencia de Bretton Woods, que creó el Banco Mundial. La misión del NDB es proporcionar préstamos para proyectos de infraestructura y desarrollo sostenible en los países BRICS, particularmente para fomentar el comercio entre ellos.

Cada uno de los cinco países originales del BRICS comprometió 10 mil millones de dólares para el banco, totalizando 50 mil millones de dólares de capital suscrito que estaban disponibles de inmediato para préstamos.

Por otro lado, han creado el Acuerdo de Reserva Contingente (CRA), un fondo de intercambio de divisas diseñado para proporcionar recursos temporales a los países miembros que enfrentan problemas en sus respectivas balanzas de pagos, con 100 mil millones de dólares disponibles. Cada país del BRICS que se adhiere al CRA está obligado a apartar una parte de sus reservas de divisas y prestarlas a los demás en caso de que estén lidiando con desequilibrios financieros.

Cuando hablamos de los principales desafíos que enfrenta el grupo en su intento de fortalecer su influencia global, hablamos básicamente de desafíos internos; las tensiones fronterizas entre India y China, la competencia económica entre Rusia y China, y los intereses divergentes de los nuevos miembros, como Arabia Saudita e Irán, son algunos de los obstáculos que el bloque debe sortear para consolidarse como una fuerza unificada.

Sin embargo, la creciente influencia de este grupo también plantea retos para las potencias occidentales, particularmente en términos de seguridad global y reconfiguración de las alianzas estratégicas.

Para América Latina, los BRICS ofrecen una ventana de oportunidad para romper con décadas de dependencia económica de Estados Unidos y Europa. Una de las discusiones más mediáticas dentro del bloque ha sido la posibilidad de crear una nueva moneda común para el comercio entre sus miembros.

La viabilidad de esta propuesta aún está en debate, pero su implementación podría ser un golpe estratégico al dominio hegemónico del dólar en el comercio global. La experiencia de la eurozona demuestra que crear una moneda común no es tarea fácil, requiere mecanismos de control centralizados y una estabilidad económica entre los países miembros que, en el caso de los BRICS, aún no existe.

¿Cómo se relacionan los BRICS con otras organizaciones internacionales?

El incremento del comercio, no sólo entre los países BRICS sino también entre los países BRICS y el resto del mundo, es uno de los principales factores del crecimiento económico y del mayor y mejor posicionamiento de estos países en la escena mundial.

A través del Fondo Monetario Internacional (FMI), que tiene 187 miembros, entre los cuales se encuentran los 5 países BRICS, la Organización Mundial del Comercio (OMC), donde los 5 BRICS son miembros, y el Banco Mundial. Esta importancia económica y política de los BRICS ha sido reconocida internacionalmente desde la inclusión de los países emergentes a las convenciones del G20.

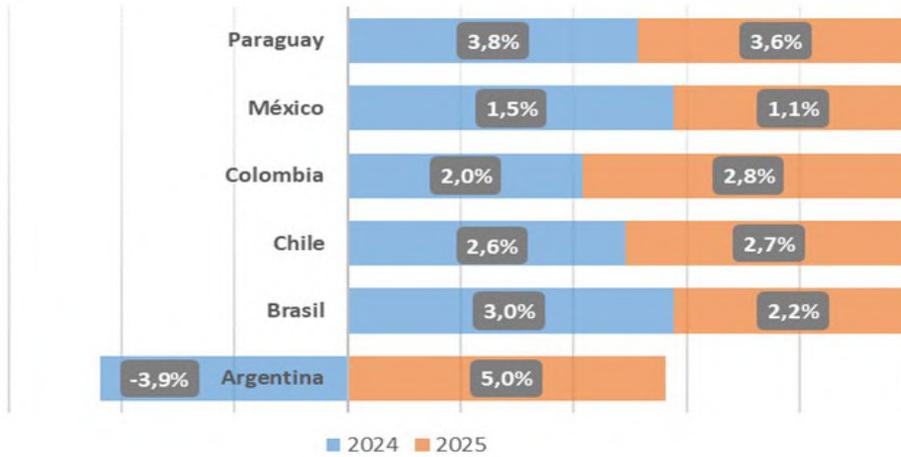
Los sectores de fortaleza de los BRICS son, fundamentalmente, el sector de la tecnología de la información y la comunicación (TIC), que tiene un papel crucial en el crecimiento de los BRICS. India y China son líderes en servicios de tecnología y outsourcing, mientras que Brasil y Rusia también han experimentado un aumento significativo en esta área. La inversión en infraestructura digital y la capacitación de profesionales en el campo de las TIC son estrategias para el desarrollo económico sostenible.

En segundo lugar, el sector agrícola también desempeña un papel importante en la economía de los BRICS. Brasil, India y Rusia son conocidos por su producción agrícola en gran escala, mientras que China es uno de los principales importadores y consumidores de productos agrícolas. Estos países se centran en aumentar la productividad, mejorar la infraestructura agrícola y promover la sostenibilidad ambiental en este sector vital.

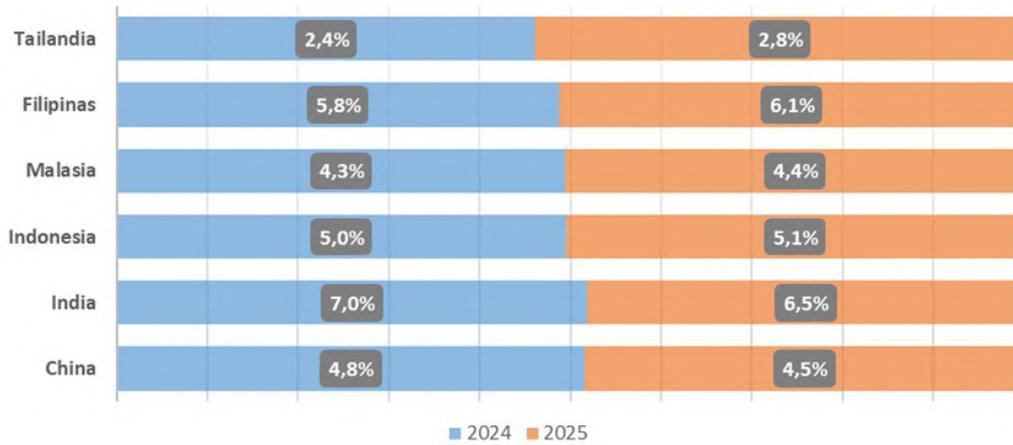
Por último, el sector de la energía es fundamental para el desarrollo económico y la seguridad energética de los BRICS. China es el mayor consumidor mundial de energía, mientras que Rusia es uno de los principales productores y exportadores de energía. Brasil e India también están invirtiendo en la producción de energías renovables. La cooperación en la exploración y producción de energía, así como la diversificación de fuentes de energía, son aspectos clave en este sector estratégico.

En resumen, los sectores de la tecnología de la información y la comunicación, la agricultura y la energía desempeñan un papel crucial en el desarrollo económico de los BRICS. Estos países están invirtiendo en la modernización de infraestructuras, la capacitación de profesionales y la diversificación de sus economías para impulsar su crecimiento.

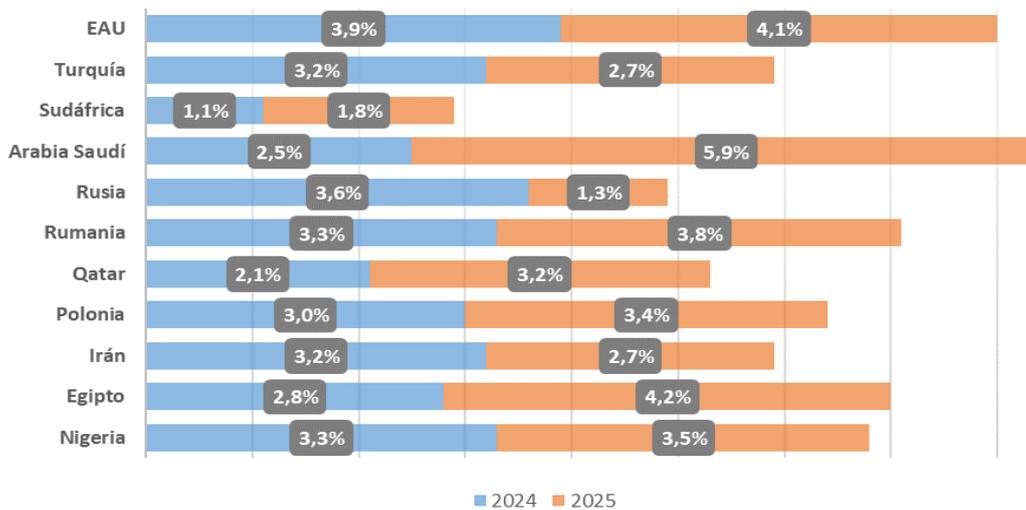
LATAM



ASIA



OTROS



Fuente: Elaboración Propia



CHINA

El crecimiento económico de China se ha ralentizado en los últimos años, y una pequeña ralentización del crecimiento de China es en realidad increíblemente relevante para la economía mundial. Serán necesarias nuevas vías de crecimiento para que China mantenga un crecimiento constante. Esto incluye la expansión de industrias nuevas y en transformación, como la inteligencia artificial, los servicios financieros digitales y las tecnologías verdes, como los vehículos eléctricos.

Centrarse en un crecimiento de alta calidad sigue siendo vital para garantizar el crecimiento económico a medio y largo plazo, y aquí hablamos de vectores tecnológicos; en cuanto a los sectores tradicionales, necesitan actualización y una profunda transformación.

Pero existen obstáculos y trabas al crecimiento, entre ellos destacan las tensiones geopolíticas y la fragmentación económica mundial. Aunque las políticas de estímulo, como los recortes en las tasas de interés y otras medidas de apoyo monetario, podrían tener un impacto a corto plazo, el crecimiento a largo plazo dependerá de la implementación de reformas estructurales más profundas.

La economía china se está desacelerando. El crecimiento de la demanda interna se ha debilitado, la desaceleración del sector inmobiliario ha entrado en su cuarto año y los gobiernos locales siguen luchando con problemas fiscales que restringen las medidas de estímulo del gobierno, donde los factores cíclicos y estructurales limitan el crecimiento.

Con el desvanecimiento de la era de cuatro décadas de alto crecimiento de China, el país está cambiando gradualmente a un entorno de crecimiento similar al de las economías desarrolladas.

El ritmo de crecimiento moderado refleja factores estructurales como la disminución del número de personas en edad de trabajar, el envejecimiento de la población, el progreso lento en la transición del paradigma de crecimiento impulsado por la inversión de China a una economía moderna impulsada por el consumo, el uso ineficiente de los recursos, un entorno político opaco y tendencias débiles de la productividad total. Es probable que permanezcan enormes diferencias específicas de las ramas, con algunas ramas experimentando un alto crecimiento y otras contrayéndose.

A diferencia de las demás economías del mundo, la economía china sigue estando fuertemente inclinada hacia la inversión de capital fijo (por encima del 40 % del PIB). A pesar de años de reconocimiento oficial de que el país necesita reequilibrar sus estructuras económicas, no se han implementado medidas sustanciales.

De hecho, las distorsiones estructurales del exceso de inversión se han puesto de manifiesto en los últimos años, a medida que el sector de la construcción de China, que alguna vez fue próspero, entra en su cuarto año consecutivo de contracción. Los proyectos de inversión en infraestructuras de transporte o proyectos de transición ecológica han contribuido a sostener el crecimiento de la inversión fija, mientras que el consumo de los hogares, especialmente en servicios, se ha descuidado como posible ancla económica. El crecimiento real de las ventas minoristas ha caído por debajo del 2 % este año, y la confianza de los hogares en la economía está por los suelos. Entre los factores que afectan a la confianza de los consumidores se encuentran la debilidad de las condiciones del mercado laboral, el trauma persistente de los

confinamientos y las restricciones por la covid, los retos operativos a los que se enfrentan las empresas privadas y la continua erosión de la libertad de expresión.

Con dos años de esfuerzos oficiales fallidos para detener la caída del mercado inmobiliario, la incesante sangría de la riqueza de los hogares por la caída de los precios inmobiliarios ahora se refleja claramente en la demanda de consumo. El desempleo juvenil sigue siendo extremadamente alto.

En 2024, la economía china muestra señales de debilidad, con el consumo interno y el sector inmobiliario como principales focos de preocupación, e incertidumbre con respecto a la evolución de la demanda externa, pero en el que las exportaciones siguen mostrando buen dinamismo.

En un entorno de debilidad de la demanda interna, y de enfriamiento gradual de la demanda externa, las presiones desinflacionistas se acumulan, con señales de sobrecapacidad en el sector manufacturero.

La economía china sigue enfrentando problemas de difícil resolución, de naturaleza tanto coyuntural como estructural. Entre la crisis de confianza desencadenada por la contracción del sector inmobiliario y el aumento de la incertidumbre percibida por los hogares desde 2021, la falta de consumo sigue lastrando la economía china. Asimismo, con el objetivo de estimular la economía, a lo largo del último mes las autoridades chinas han lanzado, o ampliado, una serie de medidas monetarias y fiscales.

Entre los anuncios más relevantes, del lado monetario, el banco central ha anunciado recortes de tipos de interés, un aumento de la financiación a entidades locales para la absorción del stock de viviendas vacías en el balance de las promotoras y ha lanzado programas de financiación dirigidos al sector privado. Del lado fiscal, los anuncios se han multiplicado desde la reunión del Politburó en Septiembre de 2024, aunque todavía sin detalles sobre su magnitud.

Eso sí, las autoridades chinas se han comprometido a alcanzar la meta de déficit para este año y han autorizado a las autoridades locales a utilizar su financiación para la recompra de terrenos vacíos y de vivienda a promotoras, por lo que el impulso fiscal debería acelerarse cara a finales de 2024. Además, se han anunciado más de 2 billones de yuanes (alrededor del 1,5% del PIB) para nuevas medidas de apoyo directo al consumo y a la absorción de deuda de los gobiernos locales, aunque todavía sin más detalles, cuyo impacto debería observarse principalmente a partir del primer trimestre de 2025.

Los niveles subnacionales de gobierno de China (provinciales, municipales, regiones administrativas especiales), que tradicionalmente son responsables de las medidas de estímulo económico, enfrentan una situación financiera débil en este momento. Los déficits de los gobiernos locales antes de la pandemia ya eran enormes, en parte debido a la búsqueda de objetivos económicos demasiado ambiciosos. Los gobiernos locales, que asumieron la mayor parte de los costes de la pandemia, ahora deben lidiar con un colapso en las ventas de derechos de uso de la tierra, una fuente importante de ingresos. Los recortes de impuestos y otros beneficios para las empresas, como parte de la política industrial estatal, también han tenido un impacto en los flujos de ingresos de los gobiernos locales.

La debilidad de las finanzas provinciales dificulta la implementación de medidas de estímulo de impacto. Si bien el gobierno central está aumentando su déficit emitiendo más deuda, al mismo

tiempo las provincias enfrentan presiones para reducir su gasto. Para parchear sus finanzas, algunos gobiernos locales han recurrido a la venta de activos.

Los gobiernos locales también deben encontrar la manera de pagar la ola demográfica del envejecimiento de la población, ya que soportan la carga de los costes de la prestación de asistencia sanitaria y el cuidado de las personas mayores. En anteriores programas de estímulo económico a gran escala, los vehículos de financiación de los gobiernos locales desempeñaron un papel importante en la obtención de financiación para proyectos de los gobiernos locales, al tiempo que mantenían la deuda fuera de los libros. En los últimos años, estas actividades extrapresupuestarias se han sometido a un mayor escrutinio, parte de la deuda se ha convertido en deuda presupuestal con una tasa de interés más baja.

La economía de China se expandirá un 4,8% en 2024, por debajo del objetivo del Gobierno, y el crecimiento se enfriará aún más hasta el 4,5% en 2025, manteniendo la presión sobre los responsables políticos mientras consideran más medidas de estímulo.

Las autoridades han aumentado drásticamente el estímulo político desde finales de septiembre de 2024 en un intento por reactivar la economía y garantizar que el crecimiento alcance el objetivo del Gobierno de alrededor del 5% este año.

La principal presión proviene del lado del consumo, que está vinculado a presiones deflacionarias. Se espera que la actividad económica mejore en el cuarto trimestre de 2024 a medida que entren en vigor una serie de medidas de estímulo, pero se mantiene la previsión de crecimiento para 2024 en el 4,8%.

El ministerio de Finanzas de China se ha comprometido a aumentar significativamente la deuda para reactivar el crecimiento, pero dejó a los inversores adivinando el tamaño total del paquete de estímulo.

China podría recaudar 6 billones de yuanes adicionales (850.000 millones de dólares) de bonos especiales del Tesoro durante tres años para ayudar a impulsar una economía en declive a través de un mayor estímulo fiscal. De esos 6 billones, el plan es emitir bonos soberanos especiales por valor de alrededor de 2 billones de yuanes este año como parte de un nuevo estímulo fiscal.

El banco central anunció a finales de septiembre de 2024 las medidas de apoyo monetario más agresivas desde la pandemia de COVID-19, incluidos recortes de las tasas de interés, una inyección de liquidez de 1 billón de yuanes y otras medidas para respaldar los mercados inmobiliario y bursátil. Se espera que el banco central recorte la tasa preferencial de los préstamos a un año, la tasa de referencia, en 20 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2024, y reduzca el coeficiente de reservas obligatorias (RRR) de los bancos en 25 puntos básicos.

Es probable que el Banco Popular de China recorte la tasa repo inversa a siete días, su principal tasa de referencia, en 20 puntos básicos en el primer trimestre de 2025. El banco recortó la tasa en 20 puntos básicos el 27 de septiembre de 2024.

La inflación al consumidor de China disminuyó inesperadamente en septiembre de 2024, mientras que la deflación de los precios al productor se profundizó, aumentando las presiones sobre Pekín para que tome medidas para estimular la demanda a medida que las exportaciones pierden fuerza.

Se estima un aumento del 0,5% en los precios al consumidor de China en 2024, muy por debajo del objetivo del gobierno de alrededor del 3%, antes de repuntar un 1,4% en 2025.

El sector financiero centrado en los bancos de China debe hacer frente a los efectos del rápido deslizamiento del país hacia el endeudamiento en la década de 2010, la pandemia de covid y el colapso del sector inmobiliario. Incluso antes de la pandemia, el gobierno necesitaba rescatar a un puñado de bancos pequeños y medianos en dificultades.

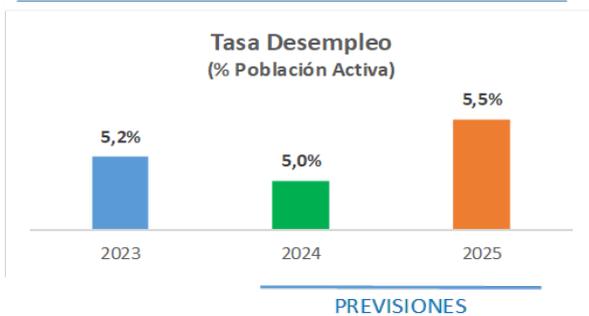
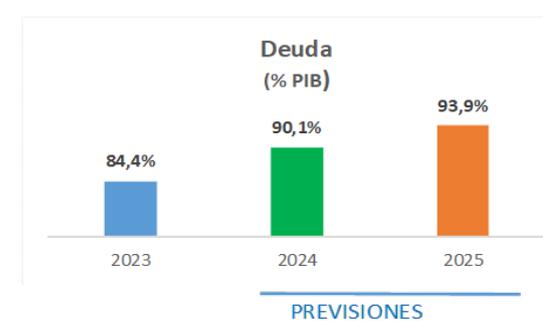
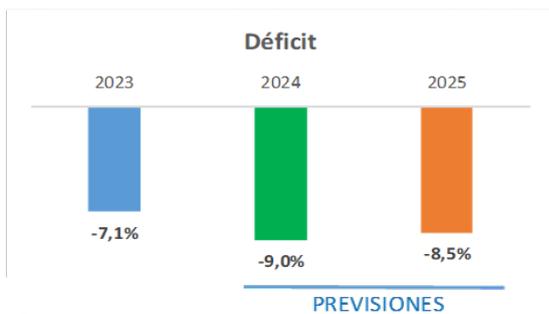
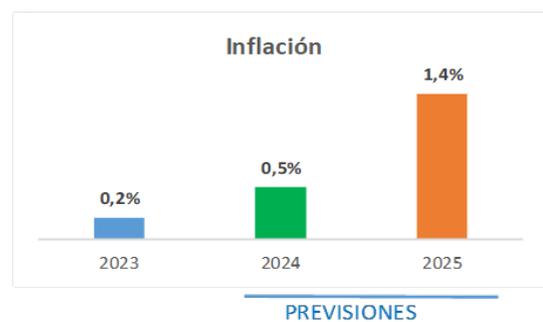
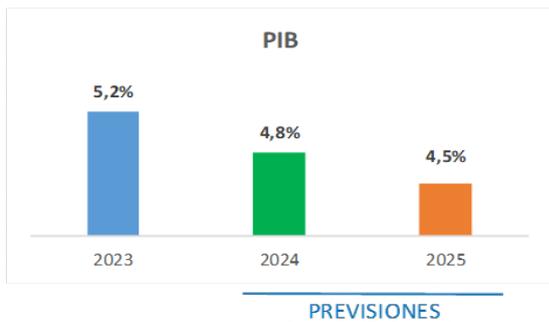
Es probable que tres años de declive del sector inmobiliario y los impactos masivos de la era de la pandemia en grandes franjas de la economía, como los servicios, hayan degradado la calidad de las carteras de préstamos bancarios. Se ha ampliado la posibilidad de posponer los pagos de préstamos ofrecidos a algunas empresas durante el apogeo de la pandemia, y ahora se promete a los promotores inmobiliarios que el beneficio se extenderá al menos hasta finales de 2026.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	4,8%	4,5%
Contrib. D. Doméstica	4,3%	5,3%
Contrib. Consumo Privado	1,0%	1,8%
Contrib. Inversión Total	2,2%	2,3%
Contrib. Consumo Público	1,1%	1,2%
Contrib. D. Externa	0,5%	-0,8%
Inflación	0,5%	1,4%
Déficit	-9,0%	-8,5%
Deuda/PIB	90,1%	93,9%
Desempleo	5,0%	5,5%
Tipo Cambio (RMB/USD)	7,2	7,3
Tipo Interés	3,1%	2,7%
PMI	50,0	51,3

	2023	2024	2025
PIB	5,2%	4,8% ↓ -0,4 p.p.	4,5% ↓ -0,3 p.p.
Inflación	0,2%	0,5% ↑ 0,3 p.p.	1,4% ↑ 0,9 p.p.
Déficit	-7,1%	-9,0% ↑ 1,9 p.p.	-8,5% ↓ -0,5 p.p.
Deuda	84,4%	90,1% ↑ 5,7 p.p.	93,9% ↑ 3,7 p.p.
Desempleo	5,2%	5,0% ↓ -0,2 p.p.	5,5% ↑ 0,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



INDIA

India sigue siendo una de las grandes economías de más rápido crecimiento del mundo, aunque **su crecimiento se va a moderar en 2024 a un 7%, haciéndolo aún más en 2025, para hacerlo a un 6,5%**, respaldado por la recuperación de la economía rural, el fuerte crecimiento de la fabricación, los sólidos balances bancarios y el aumento de las exportaciones

Las perspectivas de crecimiento mundial moderadas y la demora de la recuperación sincronizada de las economías occidentales, pueden pesar sobre las exportaciones y las perspectivas de India en 2025. Al mismo tiempo, la India puede beneficiarse de mayores entradas de capital, lo que se traduce en oportunidades de inversión y empleo a largo plazo a medida que las empresas multinacionales de todo el mundo buscan reducir aún más los costes operativos.

En medio del fuerte crecimiento, están surgiendo nuevos patrones de gasto tanto en las zonas rurales como en las urbanas de la India. Hay un cambio visible hacia el gasto en bienes duraderos discretivos (incluidos automóviles y bienes eléctricos y electrónicos), así como en servicios. Esto apunta a un cambio generalizado en la composición del consumo hacia artículos no alimentarios y discretivos, lo que refleja los cambios en los estilos de vida y las preferencias que han llegado para quedarse. El surgimiento de una nueva generación de consumidores está creando nuevas oportunidades de negocio.

Al mismo tiempo, existe preocupación por la disminución de la proporción del gasto en educación y la disparidad en los patrones de gasto entre los estados indios, lo que requiere esfuerzos prudentes del gobierno para dirigir los patrones de gasto de manera estratégica. El impulso político adecuado del gobierno ayudará a abordar las brechas de gasto urbano y rural en los próximos años, lo que resultará en un crecimiento sostenido de la demanda general de los consumidores por parte de una base de consumidores más amplia. Sin embargo, sostener este cambio depende de que se refuerce el poder adquisitivo y se garantice una fuente de ingresos estable para su población.

Se ven brotes verdes en las tendencias del mercado laboral, con un aumento en la proporción de puestos asalariados y subsectores de servicios que exigen mayores calificaciones, incluidos los servicios empresariales y profesionales en las áreas de tecnología y finanzas. La participación femenina en la fuerza laboral también ha aumentado, particularmente en las zonas rurales. Sin embargo, sigue existiendo una fuerte dependencia de los empleos agrícolas, y el empleo informal sigue prevaleciendo.

Respecto a las elecciones, diez años después de que se convirtiera en primer ministro, Narendra Modi se declaró vencedor de las elecciones en India, aunque con una victoria más ajustada de lo esperado que le obligará a depender de sus aliados políticos.

La alianza de partidos encabezada por Modi alcanzó el umbral de 272 escaños necesarios para formar un gobierno. Pero el partido nacionalista hindú BJP del primer ministro perdió su mayoría absoluta parlamentaria y se prevé que finalice las elecciones con 240 de los 543 escaños existentes, muchos menos que el objetivo de 400 escaños que se fijó durante la campaña electoral.

La coalición de oposición india ha tenido un desempeño mucho mejor del esperado, consiguiendo 193 escaños hasta el momento en todo el país. Modi sigue siendo una figura muy popular pero igual de polarizadora, tanto en India como en el extranjero.

En el segundo trimestre de 2024, el PIB creció un 6,7 % interanual, y aunque se trata del crecimiento más lento en cinco trimestres, la economía india mostró resistencia, especialmente durante la parte del trimestre que coincidió con las elecciones generales.

El enfoque del gasto apunta a un fuerte crecimiento del consumo privado, que creció un 7,4% en ese periodo, un máximo de siete trimestres. Con la disminución de la inflación y el aumento de la producción agrícola, el gasto en consumo se recuperó, especialmente en las zonas rurales. Mientras tanto, el gasto bruto en formación de capital fijo creció un 7,5%, una tasa fuerte a pesar de las incertidumbres electorales, las modestas ganancias corporativas y la sustancial repatriación de ingresos de los flujos de capital extranjero.

Las exportaciones crecieron un 8,7% en el mismo período, debido principalmente a las fuertes exportaciones de servicios. Si bien las exportaciones de bienes tuvieron un buen desempeño, las exportaciones en ciertos segmentos, como las gemas y las joyas, se contrajeron y el impulso de los bienes de mayor valor se mantuvo fuerte. Las importaciones crecieron un 4,1% en el trimestre, por debajo del crecimiento del 8,3% del trimestre anterior, lo que se tradujo en una contribución neta positiva del comercio al PIB.

El enfoque de producción apunta a actividades manufactureras fuertes, que crecieron un 7% interanual en ese trimestre, y una construcción robusta (10,5%), lo que impulsó el crecimiento del valor añadido bruto de la India a una tasa anual del 6,8% en dicho periodo, en comparación con el 6,3% del trimestre anterior. Después de tres trimestres consecutivos de escaso crecimiento, la agricultura mostró signos de recuperación, con un crecimiento del 2%.

Las perspectivas de crecimiento de 2024 se sustentan en cinco factores:

- El gasto en consumo rural está repuntando debido a la moderación de la inflación, específicamente en alimentos. Además, la mejora de las precipitaciones climáticas y la producción y las existencias (como el arroz y el arroz sembrados durante la temporada de monzones de junio a agosto) apuntan a una sólida producción agrícola este año. impulsando así aún más la demanda rural.
- La reducción de los gastos de capital del gobierno durante las elecciones se ve compensada en la segunda mitad del año, lo que impulsará la economía en general.
- La utilización de la capacidad del sector manufacturero se encuentra en un máximo histórico del 76,4%, lo que sugiere que las inversiones privadas en el sector repuntarán. El mayor gasto de capital también atraerá las inversiones.
- Se espera que los precios del petróleo sigan siendo modestos y dentro de un rango limitado, lo que ayudará a reducir las facturas de importación y, por lo tanto, el déficit por cuenta corriente. Además, los bajos precios del petróleo también reducirán el coste de los bienes intermedios y las materias primas importadas, lo que reducirá los costes de producción.

Por último, pero no por ello menos importante, la política de la Reserva Federal en EE.UU., flexibilizando aún más la política monetaria para finales de año, el aumento de la liquidez, la

estabilidad de las políticas y unas perspectivas de crecimiento modestas en Estados Unidos podrían incentivar a los inversores mundiales y a las empresas multinacionales a invertir fuera de Estados Unidos. Es probable que la India se beneficie de estas tendencias y vea cómo el aumento de las entradas de capital se traduce en oportunidades de inversión y empleo a largo plazo.

Es probable que el crecimiento ligeramente más lento de la India en 2025 esté vinculado a tendencias globales más amplias, incluido el lento crecimiento y una recuperación sincrónica tardía en Occidente. La desaceleración del comercio mundial y las interrupciones de la cadena de suministro debido a la intensificación de las incertidumbres geopolíticas también afectarán a la demanda de exportaciones.

Las preocupaciones sobre la inflación se están desvaneciendo como se esperaba, con mejores lluvias e intervenciones gubernamentales proactivas que mejoran la cadena de suministro de alimentos. La inflación se está moderando aún más en la segunda mitad de 2024. Sin embargo, un crecimiento más fuerte también puede presionar la inflación, ya que la demanda supera a la oferta. Se espera que la inflación vuelva lentamente al nivel objetivo del Banco de la Reserva de la India del 4% a finales de 2024 y se mantenga en ese rango en 2025.

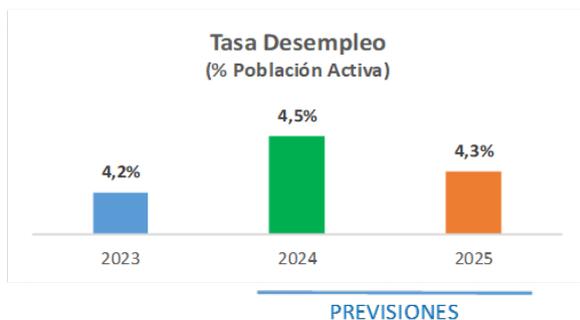
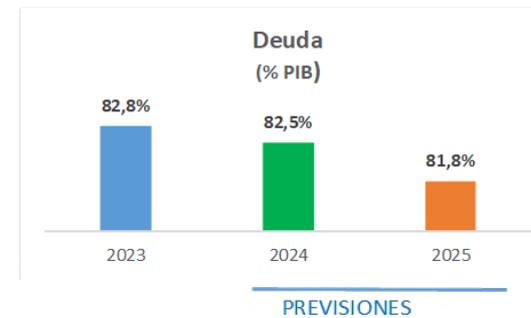
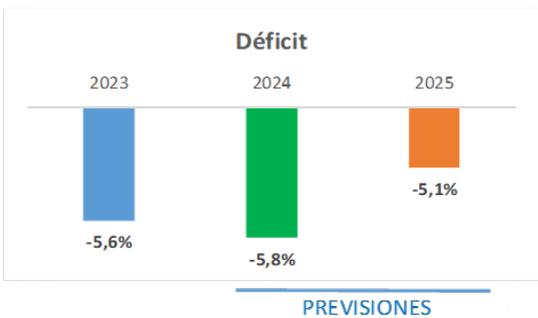
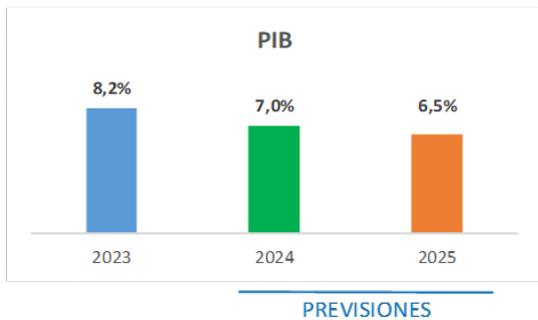
En cuanto al empleo, la mayor preocupación está en los trabajadores atrapados en trabajos de baja calificación. Los empleos en la construcción, la agricultura y los servicios conexos son relativamente de baja calificación, lo que es una gran preocupación, ya que estos dos sectores son también los mayores empleadores en la India.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	7,0%	6,5%
Inflación	4,0%	4,0%
Déficit	-5,8%	-5,1%
Deuda/PIB	82,5%	81,8%
Desempleo	4,5%	4,3%
Tipo Interés	6,0%	5,5%
Tipo de Cambio (INR/USD)	84,4	84,8
PMI	56,4	54,0

	2023	2024	2025
PIB	8,2%	7,0% ↓ -1,2 p.p.	6,5% ↓ -0,5 p.p.
Inflación	5,6%	4,0% ↓ -1,6 p.p.	4,0% = 0,0 p.p.
Déficit	-5,6%	-5,8% ↑ 0,2 p.p.	-5,1% ↓ -0,7 p.p.
Deuda	82,8%	82,5% ↓ -0,3 p.p.	81,8% ↓ -0,6 p.p.
Desempleo	4,2%	4,5% ↑ 0,3 p.p.	4,3% ↓ -0,2 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **BRASIL**

El país sigue trabajando en su reconstrucción tras la recesión de hace nueve años, cuando la economía se contrajo casi un 7%. Desde entonces, Brasil no ha podido crecer al mismo ritmo al que estaba acostumbrado durante la década anterior a la recesión. Sin embargo, la economía brasileña ha experimentado una lenta pero constante recuperación en los últimos años.

La economía de Brasil parece resistir los envites de una situación complicada, impulsada por la estrechez de los mercados laborales y las inversiones, pero persisten riesgos como el déficit fiscal y la política monetaria restrictiva.

Brasil posee abundantes recursos naturales y una economía relativamente diversificada. El país es el mayor productor mundial de café, caña de azúcar y naranjas, y uno de los mayores productores mundiales de soja; así mismo, es el cuarto exportador mundial de madera, además, alberga la mayor cabaña ganadera comercial del mundo.

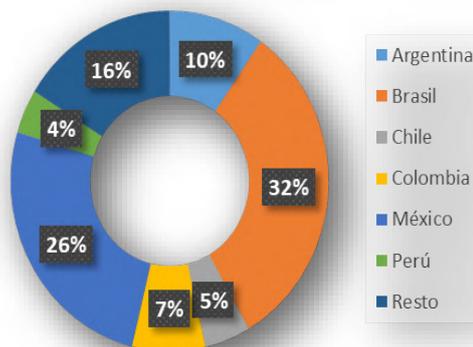
En 2023, Brasil experimentó un deterioro significativo de su situación fiscal debido a la lentitud del crecimiento de los ingresos, a los considerables aumentos del gasto vinculados principalmente a la ampliación de las prestaciones sociales de Bolsa Familia y a la resolución de los pagos "precatórios" pendientes ordenados por los tribunales.

La economía brasileña crecerá un 3% en 2024, para desacelerarse a un 2,2% en 2025. La moderación en la economía brasileña es fruto de la consolidación fiscal, efectos rezagados de una política monetaria todavía restrictiva y una menor contribución de la agricultura al crecimiento. En el segundo trimestre de 2024, se observó una desaceleración del crecimiento, marcado por las inundaciones en Rio Grande do Sul.

Un mercado laboral ajustado y señales de repunte de la inversión empresarial apuntan a una economía que se está moviendo en la dirección correcta. Aun así, existe un grave riesgo de un crecimiento más lento no relacionado con las fuertes lluvias e inundaciones. Fundamentalmente, los desequilibrios fiscales amenazan con avivar la inflación y aumentar las tasas de interés. El rumbo de la economía brasileña estará cada vez más determinado por la capacidad del gobierno para apuntalar sus finanzas.

La buena noticia es que la demanda interna sigue siendo fuerte. Un mercado laboral ajustado ha respaldado el gasto de los consumidores, con la tasa de desempleo cayendo. El mercado laboral tampoco muestra signos de enfriamiento. El crecimiento del empleo se ha acelerado y hará que la tasa de desempleo baje en 2024 a un 7,1%, desde un 7,8% en 2023, situación que incluso mejorará más en 2025, con una tasa de desempleo de un 6,2%.

% PIB Latam



Fuente: Elaboración Propia

El empleo en el sector privado, excluidos los trabajadores domésticos, aumentó un 4,5% aún más fuerte durante el año. La fuerte demanda de mano de obra también ha impulsado el crecimiento de los salarios. Tras ajustar la inflación, los ingresos medios mensuales aumentaron un 5,6% respecto al 2023.

Los consumidores han respondido positivamente a las mejoras en el mercado laboral. Por ejemplo, los volúmenes de ventas minoristas han aumentado, el gasto en alimentos, vehículos de motor y productos farmacéuticos se encuentran entre las categorías de más rápido crecimiento. Sin embargo, la desventaja de un mercado laboral tan ajustado es que podría alimentar la inflación.

Incluso con una tasa de inflación algo elevada de alrededor del 4,8%, el crecimiento de la productividad tendría que situarse en torno al 5,6%, la tasa de crecimiento de los salarios reales. Desafortunadamente, el crecimiento de la productividad fue del 0% en el primer trimestre de 2024 y había sido notablemente débil incluso antes de la pandemia.

Sin una mayor productividad, el crecimiento de los salarios tendrá que desacelerarse. Aunque será difícil alcanzar un crecimiento de la productividad laboral del 5,6%, también es poco probable que se mantenga en el 0%. La productividad laboral fue más alta en 2014 que a principios de 2024, lo que sugiere que podría haber algún lado positivo en la productividad, incluso si parece ser estructuralmente deficiente.

Además, las empresas parecen estar aumentando la inversión, lo que podría tener efectos positivos en la productividad. La formación de capital fijo creció un 8,3% en los primeros seis meses de 2024. La producción de bienes de capital, un indicador de la demanda de inversión empresarial, cayó en mayo debido a las inundaciones, pero también ha aumentado. Del mismo modo, el volumen de bienes de capital importados fue débil en mayo, pero también ha mostrado crecimiento versus 2023.

La aceleración del crecimiento de los salarios, combinada con un débil crecimiento de la productividad, podría significar problemas para la inflación. De hecho, la inflación general se acelerará hasta el 4,8% en 2024. Parte del aumento de la inflación se debió a las inundaciones. Resulta alentador que la inflación de los servicios haya sido relativamente benigna. Dado que los costes laborales suelen representar una proporción mayor de la producción de servicios, es ciertamente alentador que el crecimiento de los salarios aún no haya desencadenado una espiral de precios y salarios.

La reciente subida del dólar, junto con las incertidumbres en torno a la inflación, ha llevado al Banco Central a subir los tipos de interés por primera vez en más de dos años. Su Comité de Política Monetaria elevó por unanimidad la tasa Selic, la tasa de interés de referencia de Brasil, en 0,25 puntos porcentuales a 10,75% en Septiembre de 2024.

Pero, el banco decidió en Octubre de 2024 acometer un incremento de 50 puntos básicos en su última reunión de política monetaria, hasta llevar la tasa al 11,25%, y se espera un nuevo aumento antes de terminar 2024. Los tipos de interés llegarían, en consecuencia, al 11,75% al cierre de 2024, el 12% en 2025.

La medida se justifica por la resiliencia de la actividad económica, las presiones en el mercado laboral, una brecha de producción positiva (en la que la economía se está moviendo hacia el consumo superior a su capacidad de producción), estimaciones de inflación más altas y un

desanclaje de las expectativas de inflación. En cuanto al futuro, el Banco Central no quiere mojarse en cuanto a la intensidad y duración del ciclo de tipos de interés crecientes.

El ritmo de los futuros ajustes de las tasas de interés y la magnitud total del ciclo en curso estarán dictados por el firme compromiso de converger la inflación a la meta y deberán depender de la evolución de la dinámica inflacionaria, especialmente de los componentes más sensibles a la actividad económica y la política monetaria: las proyecciones de inflación, la brecha del producto y el balance de riesgos.

La tasa Selic es la principal herramienta del Banco Central para frenar la inflación oficial de Brasil, medida por el índice de precios al consumidor IPCA. Al cierre de octubre, la inflación en Brasil se elevó más de tres décimas respecto a septiembre, y el Índice Nacional de Precios al Consumidor (IPC) llegó al 4,76% interanual. Por su parte, en términos mensuales, el índice se elevó 0,12 puntos porcentuales, hasta el 0,56%.

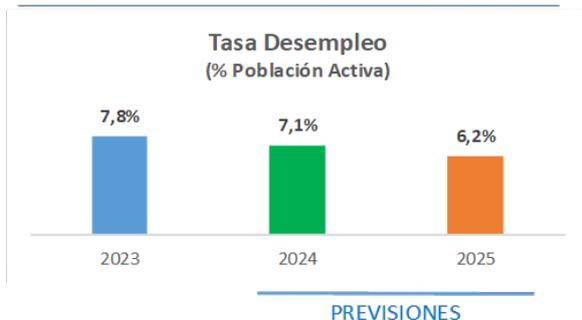
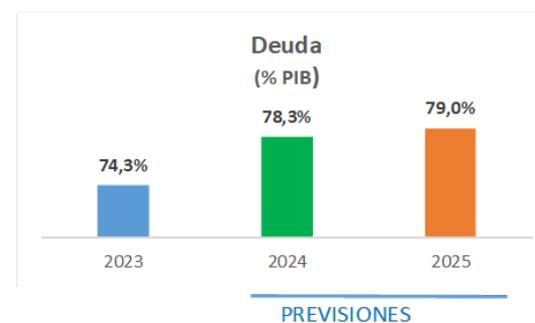
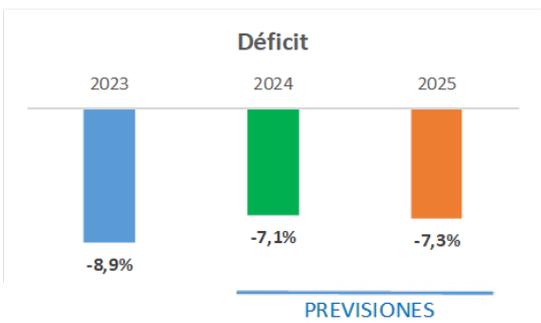
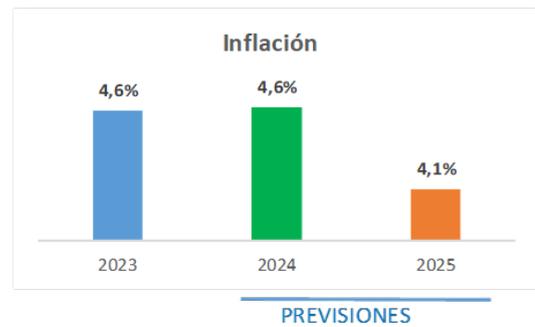
Otro aspecto a revisar es la reforma fiscal. La tributación de bienes y servicios en Brasil es compleja. Con cinco impuestos diferentes en tres niveles de gobierno, las tarifas pueden variar entre los gobiernos federales 26 estados y 5.568 municipios, reflejando aproximadamente 10 tasas impositivas generales y más más de 300 tasas diferenciadas y exenciones.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	3,0%	2,2%
Contrib. D. Doméstica	4,5%	2,6%
Contrib. Consumo Privado	2,9%	1,0%
Contrib. Inversión Total	1,1%	1,2%
Contrib. Consumo Público	0,5%	0,4%
Contrib. D. Externa	-1,5%	-0,4%
Inflación	4,6%	4,1%
Déficit	-7,1%	-7,3%
Deuda/PIB	78,3%	79,0%
Desempleo	7,1%	6,2%
Tipo Cambio (BRL/USD)	5,8	6,2
Tipo Interés	11,8%	12,0%
PMI	52,0	52,5

	2023	2024	2025
PIB	2,9%	↑ 3,0% 0,1 p.p.	↓ 2,2% -0,8 p.p.
Inflación	4,6%	⇌ 4,6% 0,0 p.p.	↓ 4,1% -0,5 p.p.
Déficit	-8,9%	↓ -7,1% -1,8 p.p.	↑ -7,3% 0,2 p.p.
Deuda	74,3%	↑ 78,3% 4,0 p.p.	↑ 79,0% 0,7 p.p.
Desempleo	7,8%	↓ 7,1% -0,7 p.p.	↓ 6,2% -0,9 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



RUSIA

En marzo de 2022, el rublo ruso se desplomó, el valor en Londres de los gigantes Gazprom y Sberbank cayó en un 97%, largas filas comenzaron a formarse en los cajeros automáticos de Moscú. A los oligarcas se les confiscaron yates, equipos de fútbol, mansiones e incluso sus tarjetas de crédito. Rusia cayó en una gran recesión.

Este fue el resultado inmediato del intento más extraordinario de Occidente de contener financieramente a Rusia después de su invasión de Ucrania. Entre las medidas más importantes estaba la confiscación de los activos oficiales en divisas del Estado ruso y, en particular, el congelamiento sin precedentes de las reservas del banco central por 300.000 millones de USD. Los gobiernos occidentales entablaron una guerra económica con Moscú. En Marzo de 2024, los rusos pasaron por las urnas y volvieron a elegir presidente a Vladimir Putin.

Ante este escenario, se podía esperar que la economía rusa sufriera las consecuencias de su invasión a Ucrania, pero han pasado casi tres años y se ha producido un gran cambio en este contexto económico.

Se ha producido un impulso de la economía de Rusia a pesar de la guerra en Ucrania y de las sanciones internacionales. **La previsión es que su PIB crezca un 3,6% en el 2024 y un 1,3% en el 2025**, gracias al aumento del gasto militar y del consumo privado.

El estancamiento en Ucrania el año pasado y la creciente expectativa de un conflicto congelado en el terreno a lo largo de este año se han visto apuntalados por la movilización de la economía rusa hacia su esfuerzo militar, especialmente en la construcción de frentes defensivos en el este y el sur de Ucrania.

Rusia ha transformado su economía en una economía de guerra movilizadada. El Estado ruso está gastando una cifra récord en la era postsoviética. El gasto militar y de seguridad, que representa hasta el 40% del presupuesto, ha regresado a los niveles de finales de la época de las URSS. Otras áreas de apoyo estatal a la población se han reducido para compensar la financiación de la producción de tanques, sistemas de misiles y defensas en la ocupada Ucrania.

Además de eso, y a pesar de las restricciones occidentales sobre el petróleo y el gas rusos, los flujos de ingresos de los hidrocarburos han seguido llegando a las arcas estatales, ya que los flujos petroleros se dirigen ahora a India y China y la mayoría de los pagos se realizan en yuanes chinos en lugar de dólares estadounidenses.

La producción de petróleo de Rusia se mantiene en 9,5 millones de barriles por día, una cantidad que está apenas por debajo de los niveles de antes de la guerra. El actual flujo de divisas hacia el petróleo, el gas y los diamantes rusos también ha ayudado a aliviar la tensión sobre el valor del rublo.

Pero esta forma de crecimiento económico ha aumentado considerablemente la dependencia de Moscú de los ingresos petroleros, de China y del gasto bélico no productivo.

A medida que la demanda de petróleo y gas alcance su punto máximo y la producción competidora del Golfo Árabe entre en funcionamiento en 2025, Rusia quedará expuesta. Los aumentos del PIB derivados de la producción de armamento también están lejos de ser productivos.

Contra todo pronóstico, el PIB ruso solo cayó un 2,1% en 2022, el año en el que dio comienzo la invasión a Ucrania y en el que todos los organismos internacionales vaticinaban una recesión de hasta el 10% para Rusia. En 2023, el PIB se recuperó por completo y creció un 3,6%, con un fuerte aumento del PIB per cápita (por la pérdida de población). Este 2024, la economía va camino de expandirse otra 3,6%, con un aumento del PIB per cápita del 5,6%.

En 2023, el crecimiento también se vio impulsado por un repunte del comercio (+6,8%), el sector financiero (+8,7%) y la construcción (+6,6%). Estos factores llevaron a aumentos del PIB tanto real (+3,6%) como nominal (+10,9%). La pregunta es, **¿hasta cuándo puede funcionar este modelo de crecimiento?**

Esta situación de la economía rusa parece insostenible a medio plazo. Gran parte del crecimiento del PIB ha estado basado, y sigue estándolo, en la intensa producción de bienes destinados a la guerra, es decir, en la fabricación de armas, carros, etc., que quedan contabilizados en el PIB y son útiles para luchar, pero no para mejorar (al menos en términos materiales) la vida de los rusos.

Además, este fuerte crecimiento del sector armamentístico, militar y sus ramas auxiliares ha traído muchos recursos (que podía ser útiles para otros sectores) generando un espejismo en el mercado laboral (el paro está en mínimos porque los rusos o están luchando en el frente o haciendo armas) y en el PIB, donde la fabricación de un carro de combate tiene el mismo impacto que la producción de un coche civil. Por si fuera poco, buena parte de esta producción bélica se está financiando con dinero público (ya sea mediante la emisión de dinero nuevo del banco central y endeudamiento).

Hasta ahora, la economía de Rusia ha crecido en términos estadísticos, pero los recursos destinados a la economía que conduce a la prosperidad material (una sociedad que puede consumir más bienes y servicios en su conjunto) está sufriendo la falta de recursos, lo que se traduce en una fuerte inflación.

Los últimos datos de PIB anticipan una desaceleración de la economía y una aceleración de la inflación en 2025. La economía se ha sobrecalentado a un nivel nunca visto desde antes de la crisis financiera mundial de 2008, y esto ha sido en respuesta al enorme aumento de la demanda interna, ya que la disponibilidad de mano de obra y capacidad de producción están casi agotadas.

Este desequilibrio económico, que canibaliza al resto de la economía rusa para financiar la guerra de Putin, ha alimentado la inflación, exacerbada aún más por la depreciación del rublo y el aumento de los costes de las importaciones. El rublo está volviendo a tambalearse, lo que encarece las importaciones, mientras que los costes en general no paran de subir a medida que escasea la mano de obra.

Los salarios están subiendo, pero la inflación crece cada vez con más fuerza. En este caso, aunque parezca contradictorio, que la tasa de paro esté en el 2,4% no es una buena noticia, sino que es síntoma de una fuerza laboral insuficiente para atender la demanda de dos economías, una de guerra y otra civil. Mientras que buena parte del factor trabajo y factor capital (maquinaria) está alimentando al frente en Ucrania y en Rusia, la otra economía, la real, sigue demandando bienes y servicios.

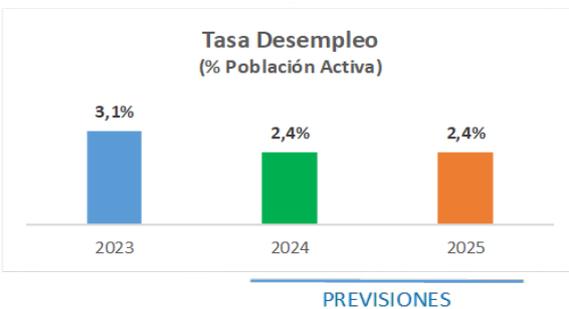
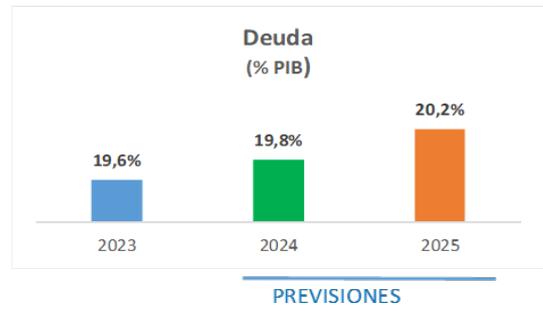
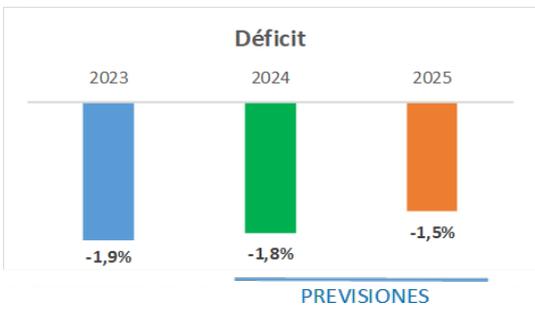
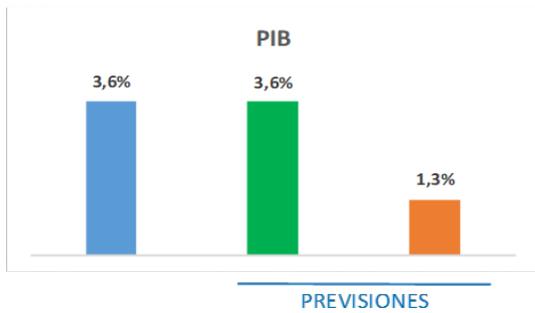
La administración de Putin ha priorizado la producción militar sobre todo lo demás en la economía, a un coste sustancial. Mientras la industria de defensa se expande, los consumidores rusos están cada vez más agobiados por la deuda, lo que potencialmente prepara el escenario para una crisis.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	3,6%	1,3%
Inflación	8,1%	5,7%
Déficit	-1,8%	-1,5%
Deuda/PIB	19,8%	20,2%
Desempleo	2,4%	2,4%
Tipo Interés	23,0%	18,0%
Tipo de Cambio (RUB/USD)	99,0	105,0
PMI	52,5	51,0

	2023	2024	2025
PIB	3,6%	3,6% = 0,0 p.p.	1,3% ↓ -2,3 p.p.
Inflación	7,4%	8,1% ↑ 0,7 p.p.	5,7% ↓ -2,4 p.p.
Déficit	-1,9%	-1,8% ↓ -0,1 p.p.	-1,5% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	19,6%	19,8% ↑ 0,3 p.p.	20,2% ↑ 0,4 p.p.
Desempleo	3,1%	2,4% ↓ -0,7 p.p.	2,4% = 0,0 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **SUDÁFRICA**

El crecimiento del PIB real se desaceleró del 1,9 % en 2022 al 0,6 % en 2023, debido a la persistente escasez de electricidad, las limitaciones del sector del transporte y la caída de los precios internacionales de los metales del grupo del oro y el platino. Estos factores se tradujeron en una desaceleración del crecimiento de los sectores clave de la agricultura (-3,2%) y la minería (-1,6%) en 2023 en comparación con 2022.

El sector manufacturero repuntó marginalmente (un 0,2%) debido al aumento de la demanda de productos petroquímicos y vehículos. El consumo de los hogares disminuyó del 2,8% en 2022 al 0,7% en 2023 debido a la subida de los tipos de interés. La inflación disminuyó de 6,9% en 2022 a 6,0% en 2023, debido a los menores precios internacionales de los combustibles. El tipo de cambio del rand sudafricano se debilitó un 12,4% frente al dólar estadounidense en 2023, hasta los 18,40 rands por dólar, debido al deterioro de los términos de intercambio de las principales exportaciones de Sudáfrica.

El déficit fiscal se mantuvo en 4,6% del PIB durante 2023. El déficit por cuenta corriente se amplió, situándose en el 1,6 % en 2023, ya que la factura de las importaciones creció debido a la depreciación del rand y a la caída de los precios de las exportaciones de materias primas. Las reservas oficiales se situaron en 61.700 millones de dólares (5,3 meses de cobertura de importaciones) a finales de 2023. El sector financiero es resistente, está bien capitalizado y es rentable. La solvencia se situó en el 17,3% en 2023 frente al 17,8% de 2022, la morosidad en el 45% frente al 4,2% y las ratios de activos líquidos en el 14,9% frente al 13,7%.

La tasa de pobreza se situó en 21,6% en 2023 y el coeficiente de Gini fue de 0,63. El desempleo general se situó en el 28% y el desempleo juvenil (de 25 a 34 años) en el 39%. Sudáfrica se encuentra entre los 10 países más desiguales del mundo.

Las perspectivas son débilmente positivas, con un **crecimiento del PIB previsto del 1,1% en 2024 y del 1,8% en 2025**, ya que las nuevas inversiones en infraestructuras apoyan la construcción y la recuperación de otros sectores. Se espera que la inflación se modere hasta el 4,6% en 2024. Se prevé que el déficit fiscal disminuya a alrededor del 4,9% del PIB en 2024, a medida que mejore la recaudación de ingresos fiscales. Se espera que el déficit por cuenta corriente se amplíe hasta el 3,0% del PIB en 2024, debido principalmente a un menor crecimiento de las exportaciones que de las importaciones debido a las limitaciones del sector del transporte y a la escasez de energía.

Entre los principales riesgos figuran la persistente escasez de suministro de electricidad, los cuellos de botella en el transporte, las vulnerabilidades fiscales derivadas de los rescates de las empresas estatales, la volatilidad de los precios de las materias primas y las perturbaciones del cambio climático. Los resultados de las elecciones generales de 2024 también podrían generar un riesgo de aprensión de los inversores. Sin embargo, se espera que las reformas macroeconómicas, la inversión y el comercio estimulen la economía.

Respecto a las elecciones generales, el partido Congreso Nacional Africano, en el poder desde 1994, obtuvo su peor resultado electoral a raíz de la crisis social y política que atraviesa el país.

La agrupación llegó al poder en 1994 de la mano de Nelson Mandela y el fin del apartheid. Desde aquel momento, se mostró como un actor protagonista en el derrocamiento del régimen de segregación.

Cyril Ramaphosa, fue reelegido presidente para un segundo mandato por el nuevo Parlamento, después de que su partido, el Congreso Nacional Africano (ANC), alcanzase un acuerdo de gobierno inédito con la opositora Alianza Democrática (DA).

Se pronostican déficits presupuestarios más amplios y una mayor deuda en el horizonte, aunque con mejores perspectivas de crecimiento debido a un mejor suministro de electricidad.

El déficit consolidado en el 4,9% de la producción nacional en 2024, para reducirse al 4,3% en 2025. La moneda rand se estima se deprecie frente al dólar estadounidense en 2025. Las medidas de consolidación fiscal han limitado, pero no impedido, el aumento de los déficits presupuestarios y la deuda.

Se espera que la recaudación de ingresos se vea afectada por una disminución en el gravamen a los combustibles y la recaudación del impuesto al valor agregado de las importaciones. En ausencia de un crecimiento más rápido y frente a riesgos externos, los ingresos fiscales seguirán bajo presión. Se prevé que la deuda bruta de Sudáfrica se estabilice en el 75,5% del PIB en 2025.

La economía más industrializada de África ha luchado por crecer durante más de una década, limitada por las ineficiencias de la empresa estatal de energía Eskom y el operador ferroviario portuario y de carga Transnet.

Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo estaban mejorando gracias a una suspensión de los apagones y una mayor confianza de los inversores tras la formación del gobierno de coalición en Junio de 2024, aunque los persistentes cuellos de botella logísticos seguían siendo una preocupación.

El presidente Cyril Ramaphosa ha promocionado el desarrollo de infraestructura como clave para el crecimiento económico.

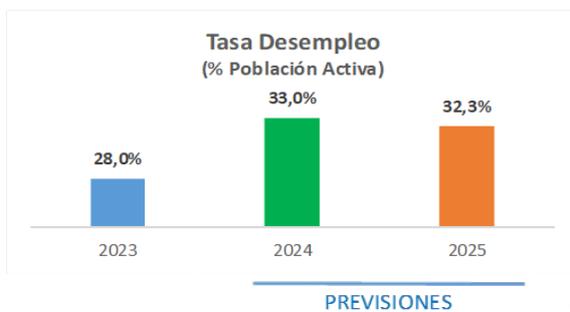
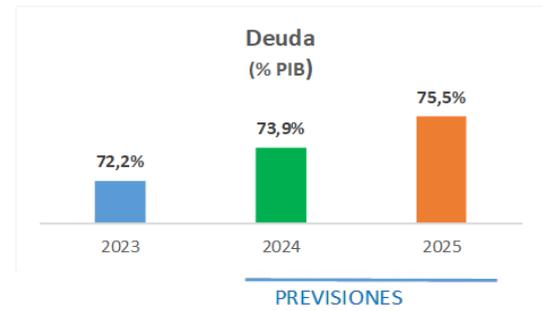
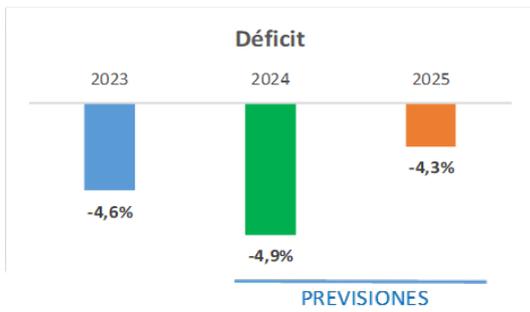
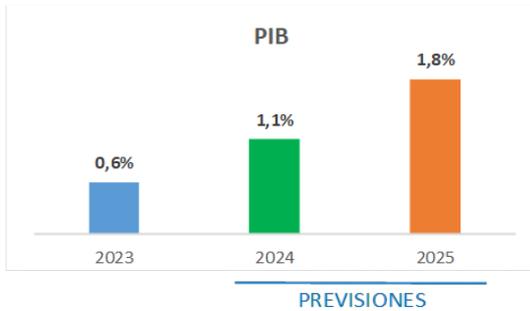
El gobierno tenía como objetivo transformar su enfoque de la infraestructura del sector público haciendo más para atraer la participación del sector privado, incluido un enfoque en la exploración de mecanismos de financiamiento alternativos.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	1,1%	1,8%
Inflación	4,6%	4,3%
Déficit	-4,9%	-4,3%
Deuda/PIB	73,9%	75,5%
Desempleo	33,0%	32,3%
Tipo Interés	7,75%	7,00%
Tipo de Cambio (ZAR/USD)	17,8	18,5
PMI	50,8	51,6

	2023	2024	2025
PIB	0,6%	↑ 1,1% 0,5 p.p.	↑ 1,8% 0,7 p.p.
Inflación	6,0%	↓ 4,6% -1,4 p.p.	↓ 4,3% -0,3 p.p.
Déficit	-4,6%	↑ -4,9% 0,3 p.p.	↓ -4,3% -0,6 p.p.
Deuda	72,2%	↑ 73,9% 1,7 p.p.	↑ 75,5% 1,6 p.p.
Desempleo	28,0%	↑ 33,0% 5,0 p.p.	↓ 32,3% -0,7 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



TURQUÍA

Turquía tiene una economía mixta con una mezcla de industria y comercio modernos junto con la agricultura tradicional. Se caracteriza por un fuerte sector privado, una importante participación del Estado en industrias clave y un estatus de mercado emergente.

El sector de los servicios es el que más contribuye al PIB turco, abarcando áreas como el turismo, la banca y el comercio minorista. A este sector le sigue la industria, incluidas la manufactura y la construcción, y la agricultura también desempeña un papel notable, aunque menor en comparación con los servicios y la industria.

Turquía está abordando los efectos de los terremotos que azotaron el país en 2023. Causaron más de 50.000 víctimas, hirieron a 107.000 personas, dañaron o destruyeron 1,9 millones de viviendas y desplazaron a 3,3 millones de personas, de las cuales dos millones necesitaron refugio. Las evaluaciones estimaron las necesidades de recuperación y reconstrucción en alrededor de 81.500 millones de dólares. Los riesgos también siguen siendo altos, ya que alrededor del 70% de la población del país vive en zonas sísmicas de primer y segundo grado.

Tras las elecciones de mayo de 2023, el equipo económico puso en marcha un conjunto de políticas integrales para abordar los desequilibrios macroeconómicos del pasado, especialmente la elevada inflación. Desde entonces, Turquía ha ido normalizando sus estrategias macroeconómicas.

El país experimentó una fuerte expansión económica del 5,1% en 2023. Sin embargo, se espera que esta **tasa de crecimiento se modere hasta situarse en el 3,2% en 2024, y en un 2,7% en 2025**. Los desafíos macroeconómicos y estructurales de larga data que socavan el crecimiento potencial, como la alta inflación, el bajo crecimiento de la productividad y el debilitamiento de la inversión extranjera directa, requerirían medidas fiscales sólidas y reformas estructurales ambiciosas para ayudar a acelerar el crecimiento económico sostenible.

Erdogan ganó la presidencia en mayo de 2023, extendiendo sus 20 años en el poder. Dado su perfil, se espera que Erdogan continúe tomando la mayoría de las decisiones por sí mismo, lo que significa que la política exterior y económica seguirá siendo impredecible. Sin embargo, se está produciendo un retorno gradual hacia políticas económicas más racionales, lo que tranquilizará a los inversores después de casi dos años de políticas irracionales. Se espera una depreciación controlada de la lira turca frente al dólar estadounidense hacia un nivel más cercano al valor razonable en 2024.

Turquía está inmersa en conflictos regionales y las relaciones con Occidente pueden ser conflictivas. Sin embargo, Turquía seguirá manteniendo una relación pragmática y transaccional con Occidente. Turquía tiene grandes necesidades de financiación externa y su sector privado está muy endeudado en moneda extranjera, lo que aumenta los riesgos para la estabilidad financiera. La elevada inflación, una política económica todavía parcialmente poco ortodoxa y el debilitamiento de la demanda externa limitarán el crecimiento del PIB real en 2024 y 2025.

En los últimos años, la política monetaria ha sido extremadamente laxa debido a la preferencia del presidente Erdogan por los tipos de interés bajos. Esto se ha traducido en el colapso de la lira y en algunas de las tasas de inflación más altas del mundo, lo que ha pesado sobre el poder adquisitivo y la confianza de los inversores. Dicho esto, la política monetaria se ha vuelto más

convencional desde la victoria electoral de Erdogan en mayo de 2023, y los tipos de interés se cuadruplicaron con creces entre mayo y diciembre de 2023.

La economía de Turquía se ha enfrentado a importantes retos en los últimos años, con una desaceleración del crecimiento superior a la esperada en el segundo trimestre de 2024. La economía se expandió solo un 2,5% durante este período. Esta desaceleración refleja el impacto de una campaña de endurecimiento monetario de un año de duración, destinada a controlar la inflación y estabilizar la economía.

Ciertos sectores, como la construcción (6,5%), el inmobiliario (3,7%) y la agricultura (3,7%), mostraron resiliencia, mientras que otros, como los servicios, crecieron a un ritmo más moderado.

Turquía ha estado sorteando estos obstáculos económicos en el contexto de una crisis inflacionaria, en la que los tipos alcanzaron un máximo del 75% en mayo de 2024 antes de caer por debajo del 62% en julio. El banco central respondió elevando agresivamente las tasas de interés del 8,5% al 50% para controlar la inflación. Sin embargo, el endurecimiento monetario ha frenado la actividad económica.

A la luz de estos desafíos, el gobierno turco revisó su estrategia económica a través del Programa de Mediano Plazo para 2025-2027. El programa refleja un enfoque más cauteloso, con el gobierno reduciendo sus objetivos de crecimiento y ajustando al alza sus proyecciones de inflación, reconociendo la necesidad de equilibrar el crecimiento económico con el control de la inflación.

Entre los sectores clave que probablemente se verán afectados por esta trayectoria de menor crecimiento se encuentran los servicios y las industrias sensibles a la demanda de los consumidores, ya que el endurecimiento de la política monetaria ha frenado el gasto interno. La construcción y el sector inmobiliario también pueden enfrentar un crecimiento más lento, aunque estos sectores han mostrado cierta resistencia en los últimos trimestres.

La inflación sigue siendo uno de los desafíos más acuciantes de Turquía. La expectativa de inflación para 2024 se sitúa en un 58%, aumentado casi 4 p.p. respecto a 2023; para 2025, la proyección de inflación se rebaja a 30,2%.

Varios factores están contribuyendo a estas elevadas expectativas de inflación, como la continua depreciación de la lira turca, el aumento de los precios mundiales de la energía y las secuelas de los terremotos que azotaron el país en 2023. Además, las presiones económicas externas, como las tendencias inflacionarias mundiales, están exacerbando los niveles de precios internos, lo que hace que la batalla contra la inflación sea más compleja.

Las previsiones económicas de Turquía se derivan de desafíos tanto internos como globales. Internamente, el país está lidiando con la volatilidad de su moneda, las continuas presiones inflacionarias y el impacto de la deuda externa. Las condiciones económicas mundiales, incluido el aumento de las tasas de interés en las economías desarrolladas y las fluctuaciones en los mercados energéticos, han complicado aún más las perspectivas económicas.

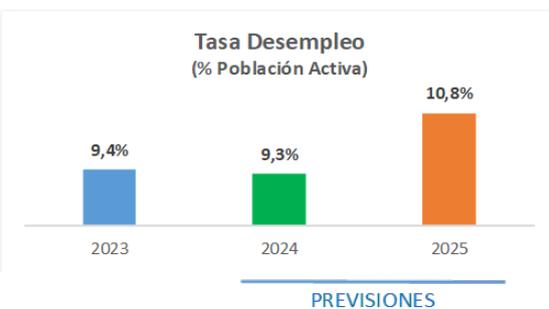
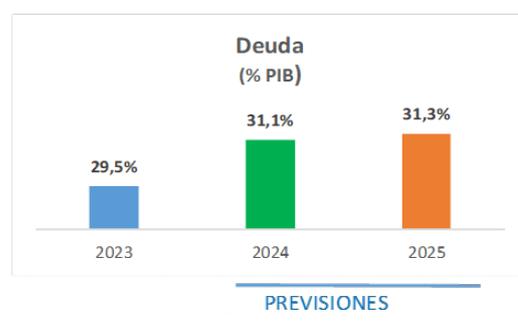
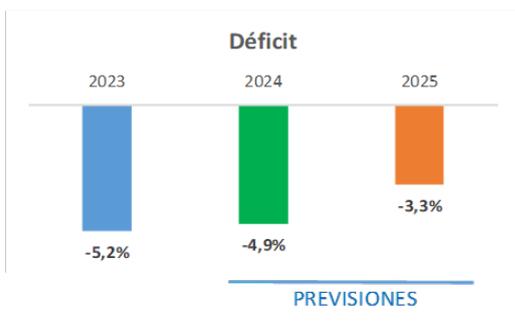
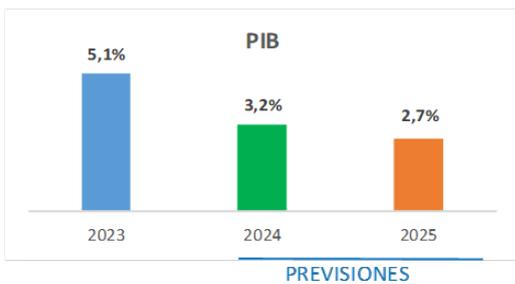
El agresivo endurecimiento monetario del banco central, destinado a frenar la inflación, ha ralentizado la actividad económica, lo que ha llevado a unas expectativas de crecimiento más



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	3,2%	2,7%
Contrib. D. Doméstica	2,0%	2,5%
Contrib. Consumo Privado	0,6%	-0,2%
Contrib. Inversión Total	0,6%	1,3%
Contrib. Consumo Público	0,8%	1,4%
Contrib. D. Externa	1,2%	0,2%
Inflación	58,0%	30,2%
Déficit	-4,9%	-3,3%
Deuda/PIB	31,1%	31,3%
Desempleo	9,3%	10,8%
Tipo Cambio (TRY/USD)	37,0	45,5
Tipo Interés	50,0%	27,8%
PMI	52,5	52,8

	2023	2024	2025
PIB	5,1%	3,2% ↓ -1,9 p.p.	2,7% ↓ -0,5 p.p.
Inflación	53,9%	58,0% ↑ 4,1 p.p.	30,2% ↓ -27,8 p.p.
Déficit	-5,2%	-4,9% ↓ -0,3 p.p.	-3,3% ↓ -1,6 p.p.
Deuda	29,5%	31,1% ↑ 1,6 p.p.	31,3% ↑ 0,2 p.p.
Desempleo	9,4%	9,3% ↓ -0,1 p.p.	10,8% ↑ 1,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

modestas. El gobierno también está trabajando para reducir el déficit de cuenta corriente y fortalecer la disciplina fiscal tras el aumento del gasto en la recuperación tras el terremoto.

 **MÉXICO**

Durante la primera mitad de 2024, el crecimiento del PIB presentó una desaceleración si lo comparamos con el mismo periodo de 2023. Asimismo, la inflación ha repuntado en los últimos meses, debido principalmente a los precios agropecuarios, mientras que Banco de México ha realizado únicamente un recorte de 25 puntos base en la tasa de interés.

En México, la tasa de desempleo se mantiene en mínimos históricos, derivado en buena medida de la incorporación de la población disponible al mercado laboral. Al mismo tiempo, los salarios reales mantienen su tendencia alcista, apoyados por los incrementos en el salario mínimo. El expansivo gasto público, a pesar de la restricción monetaria, muestra crecimientos similares a los exhibidos en la crisis financiera de 2008-2009.

Entre los retos económicos que enfrentará el país durante la segunda mitad del año destacan la inflación y la política monetaria. Ante la reciente aceleración de la primera, Banco de México podría tomar una posición más cautelosa, y mantener la tasa de interés hasta que la inflación retome una tendencia descendente.

Sin embargo, el comportamiento de la inflación subyacente, las expectativas de inflación (que se encuentran bien ancladas alrededor de 4,5%) y la desaceleración de la producción, el Instituto Central optó por hacer el segundo recorte a la tasa de interés, tras el inicio del ciclo restrictivo en junio del 2021 que llevó a la tasa referencial a niveles de 11,25% hasta febrero de 2024.

El segundo recorte generó presiones de apreciación en el peso ante la disminución del diferencial de tasas, que han sido temporales ya que la Reserva Federal también redujo su tasa en septiembre de 2024.

Por el comportamiento de la inflación subyacente o medular, el Banco de México tiene la oportunidad de realizar recortes más amplios, si se pondera el panorama inflacionario y de crecimiento.

En cuanto al crecimiento, se espera que la desaceleración que inició en el cuarto trimestre del año pasado continúe, debido parcialmente a la desaceleración del gasto público, conforme las obras insignia de la administración federal concluyan, y al debilitamiento de la demanda interna, particularmente del consumo privado, lo que estaría relacionado con un relajamiento en el mercado laboral.

La victoria de Trump en las elecciones presidenciales de EE.UU. genera volatilidad, particularmente en el tipo de cambio, – y, se espera que la situación sea áspera en el ámbito económico.

Los retos estructurales, como la informalidad laboral, la insuficiente infraestructura para aprovechar las tendencias de relocalización, el retraso educativo, la desigualdad y la descendente productividad laboral se mantienen como asignaciones pendientes, ante el nubarrón económico que se espera en los próximos meses.

La estimación de crecimiento del PIB para 2024 es de un 1,5%, desacelerándose a un 1,1% en 2025.

En cuanto a los tipos de interés, se espera un recorte de 25 puntos básicos en la tasa de interés de referencia del Banco de México (Banxico) para Noviembre de 2024, con lo que la tasa de interés al cierre de 2024 se situará en 10%, mientras que para 2025 se espera un descenso al 8%.

Las expectativas de inflación general para 2024 se mantienen bastante estables hasta una perspectiva de 4,5%, para rebajarse en 2025 a un 3,6%.

El peso mexicano se muestra resiliente y se espera un tipo de cambio de 19,8 pesos por dólar al finalizar 2024, para depreciarse hasta 20,1 en 2025.

La deuda se situará en un 51,4% del PIB en 2025, donde la deuda interna acapare el 84,8% del total, en tanto que la deuda externa el 15,2%.

2025 será un año difícil para la economía mexicana, en base a una serie de cuestiones que se relacionan con la actividad económica, el contexto electoral de Estados Unidos y temas relacionados con la política mexicana, que a partir de octubre de 2024 asume un nuevo gobierno encabezado por Claudia Sheinbaum Pardo.

- Elecciones en Estados Unidos: Los resultados de las elecciones americanas son fundamentales para México, ya que Trump ha prometido imponer aranceles a los coches fabricados en el país, así como restricciones en la negociación de tratados comerciales si no se cierra la frontera.
- Actividad económica de Estados Unidos: México corre peligro debido a un dinamismo por debajo de lo esperado en la economía de Estados Unidos, principal socio comercial del país.
- Gasto público del gobierno de Claudia Sheinbaum: Uno de los riesgos que se observan es que el gasto público impulse menos la actividad económica del país.
- Volatilidad en mercados financieros: Así como cuando a principios de Agosto de 2024, cayeron las bolsas de Asia y afectaron al peso, es posible que ocurran más eventos de este tipo en 2025 y que afecten a las monedas emergentes como el peso mexicano, ya que los inversores en muchos casos optan por usar monedas más seguras como el dólar, lo que afecta al tipo de cambio y con ello al bolsillo de los mexicanos.

Estancamiento de los ingresos presupuestarios, un endeudamiento creciente y una disminución en el gasto público, son algunos de los retos que enfrentará el plan de Hacienda de la presidenta Sheinbaum para 2025.

La presidenta de México, buscará consolidar un modelo de desarrollo económico caracterizado por una mayor presencia del Estado, tarea que se encuentra llena de retos.

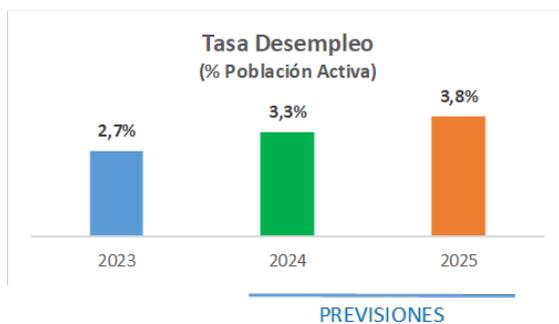
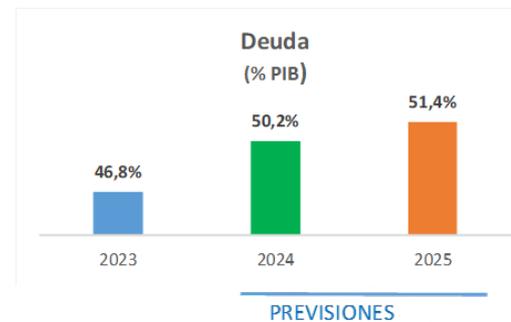
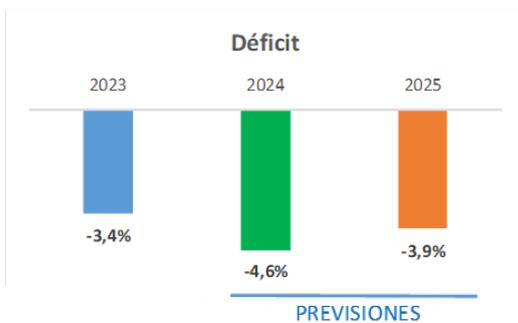
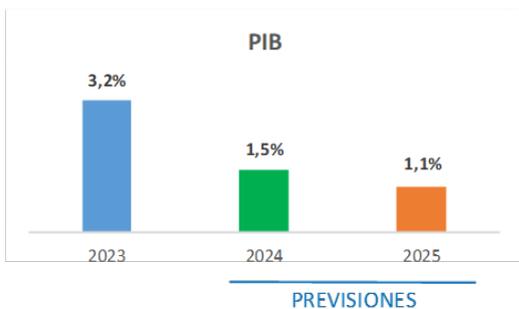
Las preocupaciones permanecen sin cambio, recortes en sectores clave como salud, educación y seguridad, sacrificados en favor de un aumento rígido en las obras emblemáticas del gobierno y el gasto social. Desde 2013 los ingresos presupuestarios no han logrado superar los 22 puntos porcentuales del PIB, mientras que las obligaciones del Estado mexicano continúan creciendo.



Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	1,5%	1,1%
Contrib. D. Doméstica	1,6%	-1,7%
Contrib. Consumo Privado	1,2%	0,2%
Contrib. Inversión Total	0,3%	-1,2%
Contrib. Consumo Público	0,1%	-0,7%
Contrib. D. Externa	-0,1%	2,8%
Inflación	4,5%	3,6%
Déficit	-4,6%	-3,9%
Deuda/PIB	50,2%	51,4%
Desempleo	3,3%	3,8%
Tipo Cambio (MXN/USD)	19,8	20,1
Tipo Interés	10,0%	8,0%
PMI	51,7	52,4

	2023	2024	2025
PIB	3,2%	1,5% ↓ -1,7 p.p.	1,1% ↓ -0,4 p.p.
Inflación	5,5%	4,5% ↓ -1,0 p.p.	3,6% ↓ -0,9 p.p.
Déficit	-3,4%	-4,6% ↑ 1,2 p.p.	-3,9% ↓ -0,7 p.p.
Deuda	46,8%	50,2% ↑ 3,4 p.p.	51,4% ↑ 1,2 p.p.
Desempleo	2,7%	3,3% ↑ 0,6 p.p.	3,8% ↑ 0,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



ARGENTINA

Argentina aspira a la estabilidad económica a través de reformas presupuestarias, control de la oferta monetaria y gestión de la deuda; a pesar de los signos de recuperación, los déficits de lluvias y el acceso al crédito internacional siguen siendo obstáculos críticos.

En los últimos años, Argentina ha enfrentado una crisis económica y social marcada por una alta inflación, devaluación de la moneda, disminución de los salarios reales y una proporción cada vez mayor de la población que vive por debajo de la línea de pobreza. A partir de diciembre de 2023, la administración del presidente Javier Milei inició un programa de estabilización destinado a lograr el equilibrio fiscal y eliminar la emisión monetaria. Como resultado, tras concluir 2023 con un déficit fiscal de 4,4% del producto interno bruto, el sector público nacional registró nueve meses consecutivos de superávit fiscal, el primero de este tipo desde 2008.

Este logro se vio facilitado por una combinación de reducciones en las asignaciones presupuestarias (para cosas como obras públicas, subsidios económicos para la energía y el transporte, y transferencias a las provincias) y aumentos por debajo de la inflación en otras áreas (como los salarios y las pensiones del sector público). Reducir los gastos del gobierno no fue fácil, pero la actual administración los impulsó a través del Congreso. Sin embargo, la posibilidad social y política de mantener este anclaje sigue siendo incierta.

Adicionalmente, el aumento temporal del impuesto a las compras en el exterior (PAIS) en el primer semestre de 2024 y el aumento del impuesto sobre la renta en el segundo semestre contribuyeron al logro del equilibrio presupuestario. Este riguroso ajuste fiscal, junto con una contracción monetaria sin precedentes en la historia de Argentina, ha sido un factor primordial en la caída sustancial del consumo privado y la inversión interna, lo que resultó en una disminución del PIB del 2,6% en el primer trimestre y del 1,7% en el segundo trimestre de 2024.

Mantener un déficit fiscal cero plantea un desafío mayor para el gobierno, especialmente con la eliminación del impuesto PAIS a fines de 2024. Este cambio se traducirá en una caída de los ingresos equivalente al 0,4% del PIB en 2024, que se compensará con mayores ingresos por el impuesto sobre la renta, anticipos del impuesto sobre los bienes personales y amnistía fiscal para los activos no declarados (se debe pagar un impuesto cuando los activos declarados superan los 100.000 dólares, y si no se cumplen ciertas condiciones).

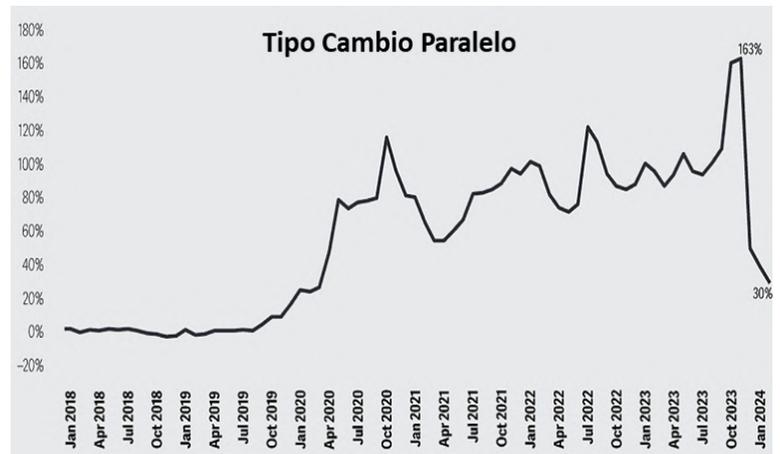
Para 2025, la caída de los ingresos será mayor, pero otros recursos la compensarán, allanando el camino hacia la sostenibilidad fiscal. Al mismo tiempo, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) dejará de financiar el Tesoro a través de la emisión monetaria, dado que no se espera que la deuda crezca más.

En el frente monetario, el gobierno argentino ha anunciado el inicio de la Segunda Fase de su plan económico, con el objetivo de mantener estable la oferta monetaria amplia. A medida que la inflación disminuya y la actividad económica se recupere, se espera que la demanda de pesos aumente. De este modo, el Gobierno espera que el tipo de cambio paralelo se alinee con el tipo de cambio oficial.

Desde finales de 2019, Argentina ha impuesto controles cambiarios, creando una división en las operaciones cambiarias entre un mercado oficial (donde ocurren la mayoría de las operaciones de comercio exterior) y un mercado paralelo (donde se realizan el resto de las operaciones,

principalmente financieras). Antes del cambio de gobierno y la depreciación de la moneda en diciembre de 2023, el tipo de cambio paralelo era de 930 pesos por dólar estadounidense, mientras que el tipo oficial era de 360 pesos por dólar, marcando una brecha cambiaria del 158%.

Al cierre de septiembre de 2024, la tasa oficial se ubicó en 970 pesos por dólar, mientras que el dólar paralelo se cotizó en 1.230 pesos por dólar, marcando una reducción significativa de la brecha a 27%, impulsada principalmente por el recorte del déficit fiscal, el control de los agregados monetarios y la intervención gubernamental en el mercado paralelo. Esta reducción de la brecha acerca los valores, aumentando así el potencial de unificación y liberalización del mercado cambiario. Si no se aborda, el principal problema de este plan es que desalienta la entrada de dólares para la inversión, lo que repercute negativamente en el crecimiento a largo plazo del país.



Fuente: Elaboración Propia

El gobierno mantuvo el crawling peg (sistema de ajuste gradual del tipo de cambio, diseñado para suavizar las fluctuaciones de la moneda en países con alta inflación, que evitan los efectos drásticos que una devaluación fuerte podría generar, como una inflación descontrolada) al ritmo de 2% m/m durante todo el año, por lo que se ha ido erosionando la competitividad cambiaria de la economía.

Para reforzar la determinación de la oferta monetaria, el gobierno se ha comprometido a compensar la cantidad de dinero emitido por la compra de moneda extranjera mientras mantiene un superávit fiscal. Esto significa que el BCRA tendrá la capacidad de intervenir en los mercados financieros para evitar que el tipo de cambio suba, con una capacidad de 1.800 millones USD, de los cuales 480 millones USD se utilizaron en julio y agosto de 2024. Además, el gobierno emitió letras para absorber los pesos remanentes de los acuerdos de recompra y letras entre la banca comercial y el BCRA, asegurando que los intereses de esta deuda provengan de impuestos y no de dinero recién emitido. La contrapartida de esta operación ha sido el aumento de la deuda del Tesoro y de los depósitos en pesos del gobierno en el banco central.

En los últimos tiempos, la disminución de la demanda de dinero ha llevado la relación entre la base monetaria y el PIB a mínimos históricos, actualmente en el 4% del PIB. A medida que la inflación se estabilice en valores más bajos, se espera que la demanda monetaria pueda aumentar, alcanzando el equivalente al 7% del PIB. Esto representaría una demanda de 20 billones de pesos, un valor similar a los depósitos del fisco en el BCRA. En este escenario, ese dinero podría liberarse sin afectar los precios.

De cara a 2025, una fuente importante de riesgo es la falta de precipitaciones en Argentina. A pesar de las expectativas de un evento leve de La Niña, el Servicio Meteorológico Nacional pronostica lluvias por debajo del promedio. Este déficit pluvial podría afectar las exportaciones del país y, en consecuencia, el superávit de la balanza comercial. De no ocurrir este evento

extremo, el gobierno podría mantener el esquema de devaluación acordado e incluso reducirlo, ayudando a los esfuerzos para disminuir la inflación. Se espera que la senda descendente de la inflación continúe hasta finales de 2025.

La situación de la deuda argentina en 2025 es desafiante. La deuda pública en relación con el PIB alcanzó el 110,5% en el segundo trimestre de 2024, lo que indica niveles de deuda muy elevados. Los principales desafíos incluyen el tamaño de las deudas, la volatilidad económica y la incertidumbre política.

Sin embargo, hay un optimismo cauteloso de que las políticas del presidente Milei, como su presupuesto de déficit cero y el énfasis en los pagos de la deuda, podrían traer cierta estabilidad. Las perspectivas a largo plazo dependen de la implementación exitosa de estas políticas y del desempeño general de la economía argentina.

El gobierno enfrenta un perfil de vencimientos de deuda desafiante para 2025. La deuda denominada en moneda extranjera, que representa el 56% de la deuda total, presenta mayores dificultades para la refinanciación que la deuda en pesos debido al riesgo país (alrededor de 1.000 puntos básicos) y a los controles de capital, lo que dificulta el acceso del país a los mercados internacionales de capital.

El principal desafío estará en los vencimientos de los bonos soberanos denominados en moneda extranjera (globales y bonares), que deberán pagarse principalmente en enero y julio de 2025, por un monto aproximado de 4.300 millones USD cada uno. Estos pagos representan el 55% del total de los vencimientos en divisas en 2025, mientras que estos bonos denominados en divisas representan alrededor del 30% de la deuda pública total del país.

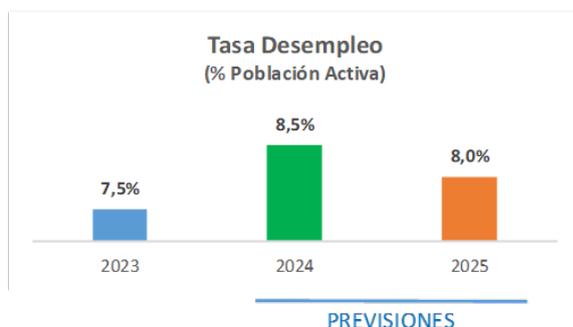
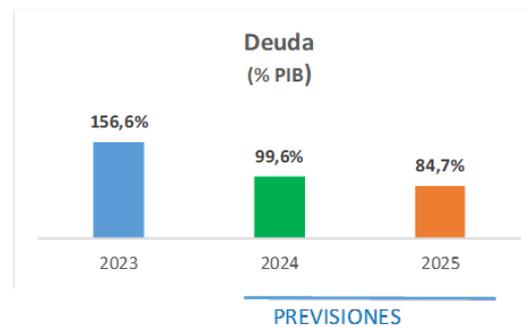
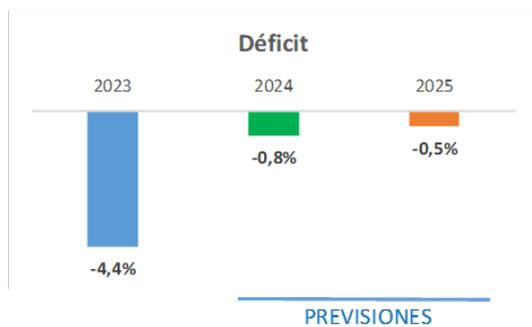
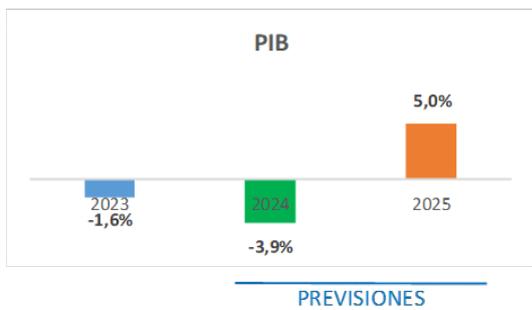
Dado que el acceso al crédito en moneda extranjera es imposible, la disponibilidad de las reservas internacionales netas del BCRA surge como un tema relevante y la captación de divisas se torna un aspecto fundamental.

La implementación exitosa de estrategias por parte del gobierno para estabilizar la base monetaria, administrar la deuda y controlar el tipo de cambio será crucial para lograr la recuperación económica y el crecimiento sostenible. La reducción del gasto público, aunque difícil, se ha llevado a cabo a pesar de los obstáculos, pero su sostenibilidad sigue siendo incierta. Este es el ancla principal del programa, que, si se hace con cuidado, permitirá a la administración seguir reduciendo la inflación y la emisión monetaria.

La disminución de la inflación y el ancla cambiaria comienza a hacer efecto en la economía, a pesar del recorte del gasto público. Este repunte económico está impulsado por la recuperación de los salarios y la revitalización del crédito, lo que impulsa las ventas de bienes duraderos y la construcción. Sin embargo, riesgos como las lluvias por debajo del promedio podrían afectar las exportaciones, la balanza comercial y la sostenibilidad del plan económico.

Cuadro Macroeconómico		
	2024	2025
Crecimiento PIB	-3,9%	5,0%
Contrib. D. Doméstica	-12,7%	5,8%
Contrib. Consumo Privado	-6,8%	2,9%
Contrib. Inversión Total	-4,6%	3,2%
Contrib. Consumo Público	-1,3%	-0,3%
Contrib. D. Externa	8,8%	-0,8%
Inflación	130,0%	40,0%
Déficit	-0,8%	-0,5%
Deuda/PIB	99,6%	84,7%
Desempleo	8,5%	8,0%
Tipo Cambio (ARS/USD)	1.200,0	1.600,0
Tipo Interés	35,0%	30,0%

	2023	2024	2025
PIB	-1,6%	-3,9% ↓ -2,3 p.p.	5,0% ↑ 8,9 p.p.
Inflación	211,4%	130,0% ↓ -81,4 p.p.	40,0% ↓ -90,0 p.p.
Déficit	-4,4%	-0,8% ↓ -3,6 p.p.	-0,5% ↓ -0,3 p.p.
Deuda	156,6%	99,6% ↓ -57,0 p.p.	84,7% ↓ -14,9 p.p.
Desempleo	7,5%	8,5% ↑ 1,0 p.p.	8,0% ↓ -0,5 p.p.



Fuente: Elaboración Propia



COLOMBIA

El sólido entorno institucional macroeconómico de Colombia, basado en un marco fiscal fundamentado en reglas, un tipo de cambio flexible y un régimen moderno de metas de inflación, ha sido la piedra angular de su estabilidad macroeconómica. Sin embargo, el ritmo de crecimiento económico se ha desacelerado.

Colombia tiene un potencial significativo para aumentar su contribución al crecimiento del PIB mediante el incremento de la productividad, que ha permanecido estancada durante décadas, y la diversificación y expansión de sus exportaciones. Abordar las brechas de infraestructura, mejorar los resultados educativos y fortalecer las instituciones son pasos cruciales para impulsar aún más el desarrollo económico del país.

Los desequilibrios macroeconómicos que surgieron durante la fuerte recuperación económica postpandemia se están corrigiendo rápidamente, con una disminución de la inflación y de los déficits fiscales y externos. La economía creció un 0,6 % en 2023, ya que la necesidad de desmonte de las medidas de estímulo y el aumento de la incertidumbre alrededor de la dirección de la política afectaron la inversión fija.

Las tasas de pobreza monetaria y extrema disminuyeron en 2023, principalmente por mayores ingresos en el mercado laboral. **Se prevé que la economía se expandirá un 2% en 2024 y se ubicará ligeramente por encima de la tasa de crecimiento potencial, en el 2,8% en 2025**, a medida que disminuyan la inflación y las tasas de interés. Estas proyecciones confirman la recuperación de la actividad, apoyada tanto por el consumo como por la inversión.

Colombia enfrenta significativas desigualdades sociales y geográficas, incluyendo en el capital humano. Para abordar la pobreza y estimular la prosperidad de manera más equitativa en todas las regiones, es crucial fomentar mercados laborales más eficientes e inclusivos, reformar los sistemas de seguridad social y de transferencias fiscales intergubernamentales, y fortalecer la capacidad de los gobiernos subnacionales para garantizar un acceso generalizado a servicios públicos de calidad.

Colombia enfrenta desafíos climáticos cada vez más intensos. Los eventos relacionados con el clima interrumpen los medios de vida y dañan los activos en todo el país con una frecuencia y severidad crecientes. El sector de combustibles fósiles de Colombia, una gran fuente de ingresos fiscales, exportaciones e inversión extranjera directa (IED), es vulnerable a la descarbonización global. Una transición ordenada, gradual y fiscalmente responsable hacia una economía más diversificada y resiliente al clima, alineada con los ambiciosos objetivos climáticos del país, sería beneficiosa para cumplir con las metas climáticas y las perspectivas económicas a largo plazo del país.

La economía colombiana ha comenzado a mostrar señales claras de recuperación a lo largo de 2024, tras un periodo prolongado de desaceleración. En el segundo trimestre, el PIB registró un crecimiento positivo, superior al del comienzo del año, impulsado por un mejor comportamiento en todos los componentes de la demanda interna, lo que revirtió cuatro trimestres consecutivos de contracción. Este repunte fue liderado por el crecimiento en el consumo privado, impulsado por el mayor gasto en bienes, y la inversión, especialmente en obras civiles, edificaciones no residenciales, y maquinaria y equipo.

Por sectores, las actividades de servicios y el agropecuario encabezaron el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2024, reflejando una mayor estabilidad en estos segmentos productivos. Aunque los servicios se desaceleraron ligeramente, siguen siendo el sector más dinámico. En cuanto al agro, los buenos resultados en el rubro cafetero destacaron dentro del crecimiento. La construcción, a pesar de mostrar signos mixtos, comenzó a recuperarse gracias a la reactivación de proyectos de obras civiles y al aumento en la construcción no residencial, en particular oficinas y locales comerciales, beneficiados por una menor vacancia en las principales ciudades del país. Por su parte, la industria manufacturera logró estabilizarse después de un periodo de volatilidad, impulsada por una demanda moderada, tanto interna como externa.

El consumo privado ha sido uno de los motores más importantes de esta fase de recuperación, con un notable aumento en el gasto en bienes durables, como automóviles y electrodomésticos, y semi-durables, como pequeños electrodomésticos. Este comportamiento refleja las mejores condiciones financieras de los hogares. Se espera que el gasto en bienes siga acelerándose durante 2025.

Mientras tanto, el consumo de servicios, aunque resiliente, ha comenzado a moderarse tras un ciclo expansivo significativo. Se proyecta que esta moderación continúe en 2025, con una recuperación.

En general, la demanda interna seguirá siendo el motor principal del crecimiento económico en lo que resta de 2024 y durante 2025.

El mercado laboral también ha sido clave para mejorar el consumo. Durante 2024, la creación de empleo fue liderada por el sector formal, el cual tiene mejores ingresos y más estabilidad laboral. Se espera que el empleo total cierre el año con un crecimiento del 0,7%, lo que refleja una desaceleración frente al 1,8% registrado en 2023. Se proyecta que el empleo crezca un 1,7% en 2025 y un 2,0% en 2026, impulsado principalmente por la recuperación del empleo formal en el sector privado, lo que fortalecerá el consumo privado y brindará mayor estabilidad a los ingresos. En cuanto a la tasa de desempleo, se estima que cierre 2024 en torno al 10,2%, mejorando a 10,0% en 2025.

La reducción de las tasas de interés y la desaceleración de la inflación a finales de 2024 permitirán mejorar la capacidad adquisitiva de los hogares y las empresas, y son factores esenciales para explicar el crecimiento proyectado del PIB y el liderazgo de la demanda interna. Se espera que la inflación cierre 2024 en un 5,4%, y continuará desacelerándose, cerrando el año 2025 en un 3,8%.

El Banco de la República ha adoptado una política de recortes graduales en las tasas de interés, acumulando una reducción de 275 puntos básicos a lo largo de 2024. Se espera que la tasa de política monetaria continúe descendiendo hasta alcanzar el 6,0% en 2025.

El déficit fiscal sigue siendo un desafío importante. El déficit fiscal para 2024 cerrará en torno al 5,6% del PIB. La generación de ingresos fiscales sigue mostrando limitaciones, debido en parte a una menor efectividad en la recaudación, lo que ha obligado a recortar el gasto para cumplir con las metas de déficit. A pesar de estos recortes, los gastos extraordinarios que llegaron con la pandemia no han vuelto a los niveles anteriores a 2020, lo que presiona la búsqueda de mayores ingresos fiscales. Para 2025, se espera que el déficit fiscal disminuya al 4,7% del PIB.

Se espera que el peso colombiano experimente una devaluación moderada hacia finales de 2024, situándose en torno a 4.220 pesos por dólar. Este comportamiento estará impulsado por

la reducción esperada del diferencial de tasas entre el Banco de la República y la Reserva Federal, así como por el deterioro de los desbalances macroeconómicos, tanto en el frente externo como fiscal. La incertidumbre política en torno a las reformas estructurales y las discusiones fiscales en Colombia también ejercerá presión sobre el tipo de cambio.

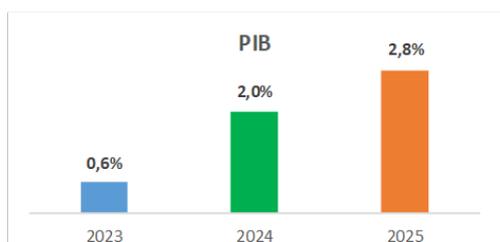
Para 2025, la devaluación del peso continuará, proyectándose que cierre el año en 4.265 pesos por dólar, impulsada por factores como la persistencia de un déficit en cuenta corriente más amplio y la caída de los precios de las materias primas, en particular el petróleo.



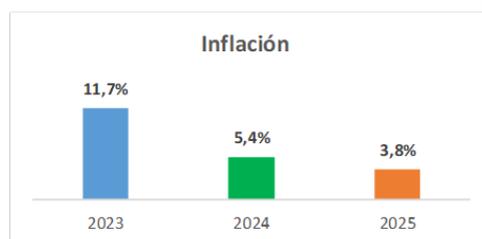
Cuadro Macroeconómico

	2024	2025
Crecimiento PIB	2,0%	2,8%
Contrib. D. Doméstica	1,9%	2,6%
Contrib. Consumo Privado	1,4%	1,6%
Contrib. Inversión Total	0,4%	1,1%
Contrib. Consumo Público	0,1%	-0,1%
Contrib. D. Externa	0,1%	0,2%
Inflación	5,4%	3,8%
Déficit	-5,6%	-4,7%
Deuda/PIB	55,8%	56,1%
Desempleo	10,2%	10,0%
Tipo Interés	9,3%	6,0%
Tipo de Cambio (COP/USD)	4.220,0	4.265,0

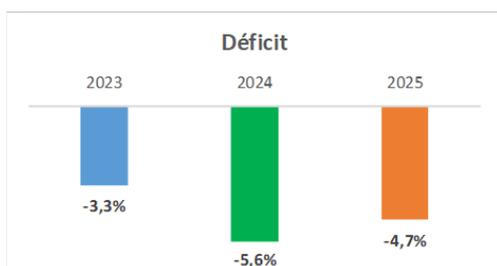
	2023	2024	2025
PIB	0,6%	↑ 2,0% 1,4 p.p.	↑ 2,8% 0,8 p.p.
Inflación	11,7%	↓ 5,4% -6,3 p.p.	↓ 3,8% -1,6 p.p.
Déficit	-3,3%	↑ -5,6% 2,3 p.p.	↓ -4,7% -0,9 p.p.
Deuda	54,3%	↑ 55,8% 1,5 p.p.	↑ 56,1% 0,3 p.p.
Desempleo	10,3%	↓ 10,2% -0,1 p.p.	↓ 10,0% -0,2 p.p.



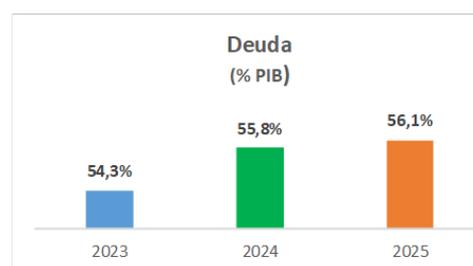
PREVISIONES



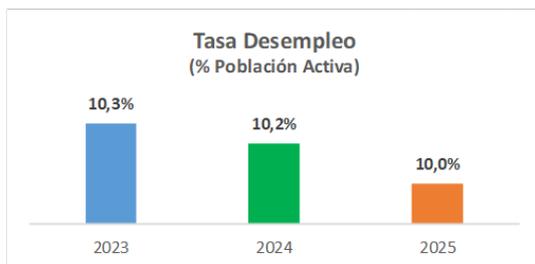
PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES



PREVISIONES

Fuente: Elaboración Propia



INDONESIA

Indonesia es una de las economías de mayor crecimiento en el mundo en los últimos años.

Algunos de los elementos que permiten entender el auge de la economía indonesia y su creciente participación en el comercio global son los siguientes:

- **Joven y creciente población:** Indonesia tiene una población numerosa y joven, con una edad media en torno a los 30 años. Una creciente población en edad de trabajar impulsará el consumo, aumentará la productividad y apoyará el crecimiento económico en el futuro. Lo anterior estará vinculado a la proyección de crecimiento de la clase media, este aumento del poder adquisitivo impulsa la demanda de bienes, servicios e infraestructuras, impulsando la actividad económica.
- **Situación estratégica:** un segundo elemento es el estar ubicada en el corazón del Sudeste Asiático, Indonesia es un actor clave en el comercio mundial, especialmente en la región Indo-Pacífica. Su situación geográfica le permite acceder a rutas marítimas y redes comerciales vitales, lo que refuerza su papel en el comercio internacional.
- **Recursos naturales:** Indonesia es rica en recursos naturales como aceite de palma, carbón, gas natural, caucho y minerales. La capacidad del país para aprovechar estos recursos para la exportación ha sido un importante motor de crecimiento, y la gestión continuada de los recursos y las industrias de valor añadido pueden impulsar el crecimiento futuro.
- **Diversificación económica:** aunque sigue dependiendo de las materias primas, Indonesia está diversificando su economía hacia sectores como la industria manufacturera, los servicios digitales, el turismo y el desarrollo de infraestructuras. Esta diversificación ayuda a reducir la vulnerabilidad a las fluctuaciones de los precios de las materias primas y permite un crecimiento más sostenible a largo plazo.
- **Reformas políticas y estructurales:** Indonesia ha mejorado su clima empresarial mediante reformas encaminadas a aumentar la inversión, mejorar las infraestructuras y reducir los obstáculos reglamentarios. Se espera que estas medidas atraigan la inversión extranjera y estimulen el crecimiento económico. Indonesia ofrece incentivos a los inversores extranjeros, como exenciones fiscales y zonas económicas especiales, sobre todo en sectores como la industria manufacturera, las infraestructuras, la tecnología y la energía.
- **Ampliación de redes comerciales:** Indonesia se ha esforzado por aumentar su presencia en el comercio mundial diversificando sus mercados y productos de exportación. El país exporta una amplia gama de productos básicos, como aceite de palma, carbón, caucho, textiles, café y minerales, pero también se esfuerza por añadir valor a sus exportaciones a través de la industria manufacturera y los servicios.

Una parte de su dinamismo económico lo explican los acuerdos comerciales, ya que este país forma parte de mecanismos regionales como el Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), que incluye a países como China, Japón y Corea del Sur.

El país es también miembro de la Comunidad Económica de la ASEAN (AEC), que promueve el comercio y la inversión intrarregionales. Como miembro clave de la ASEAN, Indonesia desempeña un papel central en la configuración de las políticas económicas regionales y la facilitación del comercio dentro del Sudeste Asiático.

La situación geográfica de Indonesia desempeña un papel crucial en la configuración de su crecimiento económico y en su posicionamiento como actor clave en las economías regional y mundial. Indonesia está situada en una de las rutas comerciales marítimas más transitadas del mundo, que conecta el Océano Índico con el Océano Pacífico.

Su ubicación entre Asia-Pacífico y Oriente Medio le permite controlar y beneficiarse de vías marítimas críticas, como el estrecho de Malaca y el estrecho de Sunda. Estos pasos facilitan el flujo de mercancías y recursos energéticos entre Asia Oriental, Asia Meridional, Oriente Medio y Europa. Así, por ejemplo, por el estrecho de Malaca, transita aproximadamente el 25% del comercio mundial y es vital para el transporte de petróleo, gas natural licuado (GNL) y otras mercancías.

Sin embargo, su geografía también representa un desafío, ya que al ser Indonesia un archipiélago formado por más de 17.000 islas, plantea importantes retos en términos de desarrollo de infraestructuras y conectividad. La dispersa geografía del país dificulta la eficacia de las redes de transporte y logística, aunque ciertamente ha realizado importantes inversiones en puertos, aeropuertos y carreteras, sigue habiendo problemas de conectividad entre las zonas rurales y urbanas, así como entre islas.

Es importante señalar que, a pesar del enorme dinamismo de la economía indonesia, también enfrenta algunos desafíos. Uno de los más importantes, la desigualdad de ingresos, ya que en Indonesia persiste una considerable desigualdad de ingresos, sobre todo entre las zonas urbanas y rurales. Las desigualdades regionales son evidentes, puesto que el desarrollo económico se ha concentrado en los grandes centros urbanos como Yakarta, Surabaya y Bali, dejando subdesarrolladas las zonas rurales y las regiones orientales como Papúa y Nusa Tenggara.

Un segundo desafío, se relaciona con el tema de la sostenibilidad medioambiental, ya que Indonesia se enfrenta a graves problemas medioambientales, sobre todo en relación, con la deforestación. Indonesia posee algunos de los ecosistemas con mayor biodiversidad del mundo, pero la rápida deforestación, impulsada por la tala de árboles, la agricultura (especialmente el aceite de palma) y la minería, amenaza estos recursos naturales.

El crecimiento del PIB será de un 5% en 2024, en línea con 2023, para aumentar a un 5,1% en 2025.

La economía de Indonesia se beneficiará del aumento del gasto de los consumidores, el aumento de la inversión y el aumento del gasto público.

Indonesia experimentó una desaceleración de la inflación durante cinco meses consecutivos, de mayo a septiembre de 2024, y alcanzó su nivel más bajo en septiembre de 2024 desde la pandemia de COVID-19.

La desaceleración de la inflación se debió en gran medida a factores del lado de la oferta debidos a la llegada de la temporada principal de cosecha, que impulsó un aumento de la oferta de productos alimenticios, aunque también influyeron factores del lado de la demanda en forma de debilitamiento del poder adquisitivo.

Se estima que cierre 2024 en un 2,4%, para rebajarse ligeramente a un 2,3% en 2025.

Los prudentes marcos de política fiscal, monetaria y financiera de Indonesia han sentado las bases para la estabilidad macroeconómica y los beneficios sociales. Las medidas de política decisivas facilitaron una sólida recuperación de las crisis mundiales consecutivas desde 2020. El crecimiento de Indonesia sigue siendo fuerte a pesar de los vientos en contra externos, la inflación es baja y está bien contenida, el sector financiero es resistente y las políticas son en general prudentes y están orientadas a preservar los márgenes.

Las perspectivas siguen siendo positivas a pesar de un contexto mundial desafiante. El crecimiento alcanzaría 5,0% y 5,1% en 2024 y 2025, respectivamente, con una demanda interna dinámica que compensaría el lastre de los precios más bajos de las materias primas. Se proyecta que la inflación converja hasta el punto medio del rango meta con el tiempo.

Las exportaciones reales se expandirían a un ritmo más lento, mientras que el crecimiento de las importaciones se recuperaría en línea con la demanda interna, lo que llevaría a déficits moderados en cuenta corriente en 2024-25. El superávit de la balanza de pagos seguirá fortaleciéndose con el tiempo, lo que refleja un repunte de las entradas de IED y de cartera, lo que respaldará una mayor acumulación de reservas de reservas.

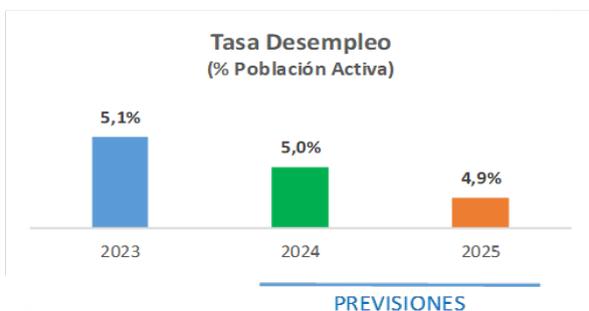
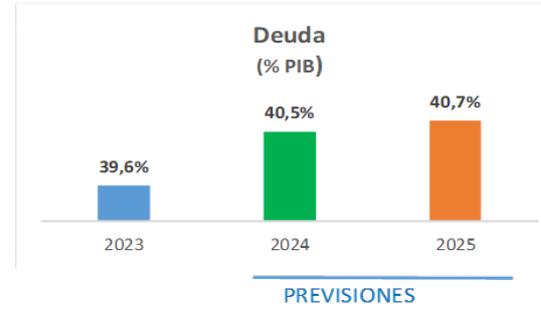
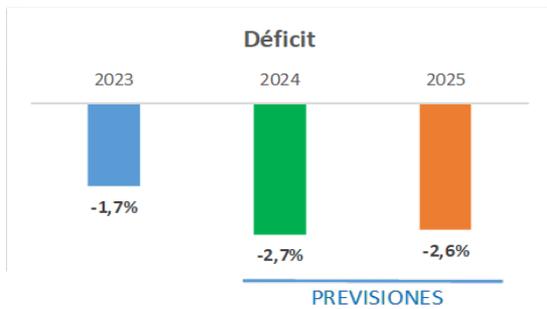
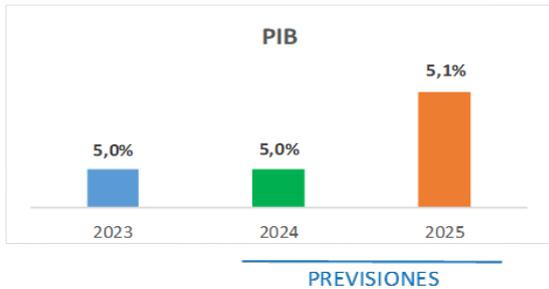
Los riesgos están ampliamente equilibrados. La volatilidad de los precios de las materias primas (por ejemplo, a causa de las perturbaciones geopolíticas), la desaceleración de los principales socios comerciales de Indonesia o los efectos de contagio de los tipos de interés oficiales elevados durante más tiempo en las economías avanzadas son importantes riesgos externos a la baja. En el plano interno, el debilitamiento de los marcos macrofiscales sólidos de larga data podría menoscabar la credibilidad de las políticas. Por el lado positivo, un crecimiento más fuerte de lo previsto en los socios comerciales o una relajación de la política monetaria antes de lo esperado podrían fortalecer el crecimiento; Unas reformas estructurales más profundas de lo previsto podrían impulsar el crecimiento a medio plazo.

Tras una consolidación decisiva tras la pandemia, el déficit fiscal de Indonesia se redujo en 2023, anclado en el primer superávit primario en aproximadamente una década. La postura fiscal sería expansiva en 2024-25; un déficit ligeramente más reducido respaldaría el crecimiento y una combinación de políticas más equilibrada, al tiempo que preservaría el margen de maniobra para responder a los riesgos a la baja. Mejorar la focalización de los subsidios a la energía y aumentar los ingresos, incluso a partir de medidas legislativas y de política fiscal adicional, crearía espacio para un gasto más favorable al crecimiento a corto plazo.

Las recientes subidas de los tipos de interés oficiales por parte del Banco de Indonesia (BI) trataron de defenderse de las posibles presiones inflacionarias importadas derivadas de la depreciación de la rupia en un contexto de mayor incertidumbre en los mercados financieros mundiales. Con la tasa de política monetaria por encima de la neutral, los riesgos financieros contenidos y una amplia liquidez, la política macroprudencial acomodaticia ha respaldado el crecimiento del crédito.

Cuadro Macroeconómico		
	2024	2025
Crecimiento PIB	5,0%	5,1%
Inflación	2,4%	2,3%
Déficit	-2,7%	-2,6%
Deuda/PIB	40,5%	40,7%
Desempleo	5,0%	4,9%
Tipo Interés	6,0%	5,0%
Tipo de Cambio (IDR/USD)	15.277,0	15.285,0
PMI	51,0	50,0

	2023	2024	2025
PIB	5,0%	5,0% = 0,0 p.p.	5,1% ↑ 0,1 p.p.
Inflación	3,7%	2,4% ↓ -1,3 p.p.	2,3% ↓ -0,1 p.p.
Déficit	-1,7%	-2,7% ↑ 1,0 p.p.	-2,6% ↓ -0,1 p.p.
Deuda	39,6%	40,5% ↑ 0,9 p.p.	40,7% ↑ 0,2 p.p.
Desempleo	5,1%	5,0% ↓ -0,1 p.p.	4,9% ↓ -0,1 p.p.



Fuente: Elaboración Propia

 **OPEP +**

El precio del petróleo es extraordinariamente volátil porque la oferta y la demanda de petróleo son inelásticas o no responden a los cambios de precios. Esto se debe a que el petróleo es una materia prima imprescindible para el que hay pocos sustitutos escalables. Por el lado de la oferta, la producción de petróleo requiere años de gastos de capital por adelantado para comenzar su producción. Pero cuando el petróleo empieza a fluir, los costes de explotación son bajos.

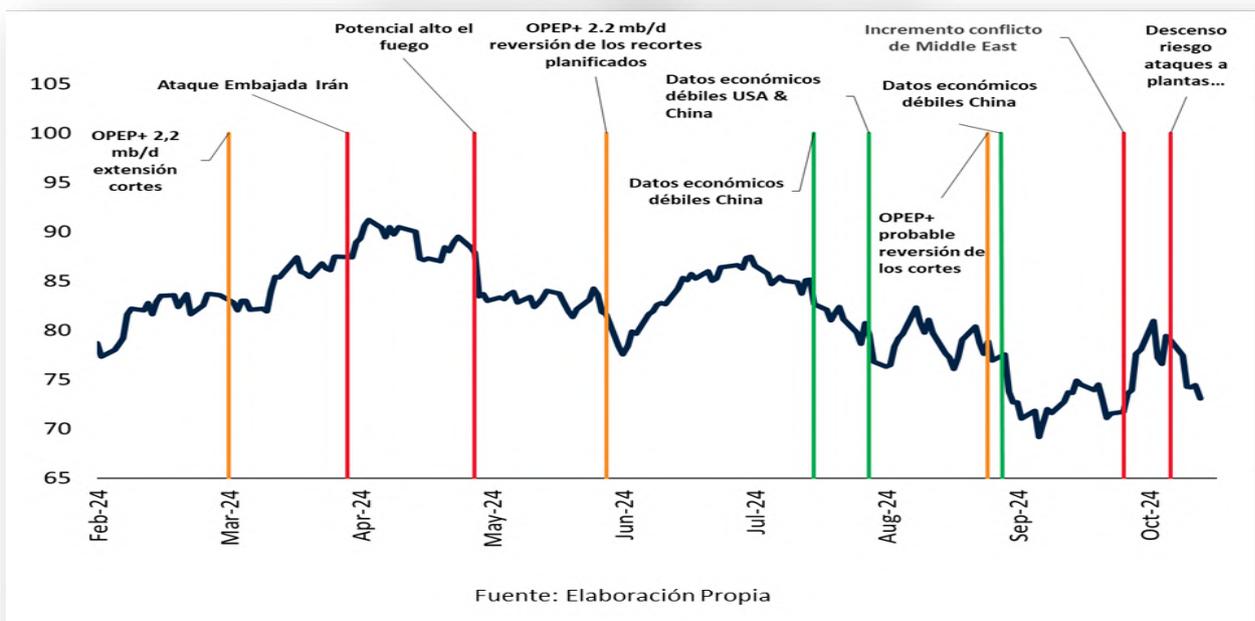
Cuando la demanda y la oferta de una materia prima son muy inelásticas, siempre que se produce un desequilibrio entre la oferta y la demanda, se necesitan grandes oscilaciones de precios para efectuar pequeños cambios en el consumo y la producción. Básicamente, el petróleo es una materia prima muy inelástica por el lado de la oferta y la demanda a corto plazo. Esa es la principal razón por la que los precios del petróleo son tan volátiles.

Factores que pueden afectar al precio del petróleo:

Sabemos que el petróleo es una materia prima indispensable en el mundo. Se utiliza como materia prima y como combustible para fabricar plásticos, productos farmacéuticos y muchos otros productos. Por tanto, la demanda de petróleo sigue siendo fuerte, y la situación de estas industrias determinará la mayor parte de la demanda mundial de petróleo.

Si la demanda de estas industrias aumenta mientras la producción se estanca, se producirá un aumento de los precios de esta materia prima. Por supuesto, y viceversa, si estas industrias están en recesión, su demanda de petróleo será menor, por lo que la demanda disminuirá. Si la producción se mantiene estable o aumenta en este caso, lógicamente se producirá un descenso del precio del barril de crudo.

PRECIO DEL PETRÓLEO Y EVENTOS CLAVE 2024



Son diversos los factores que afectan al precio del petróleo. La historia de los precios del petróleo es una compleja interacción de varios factores.

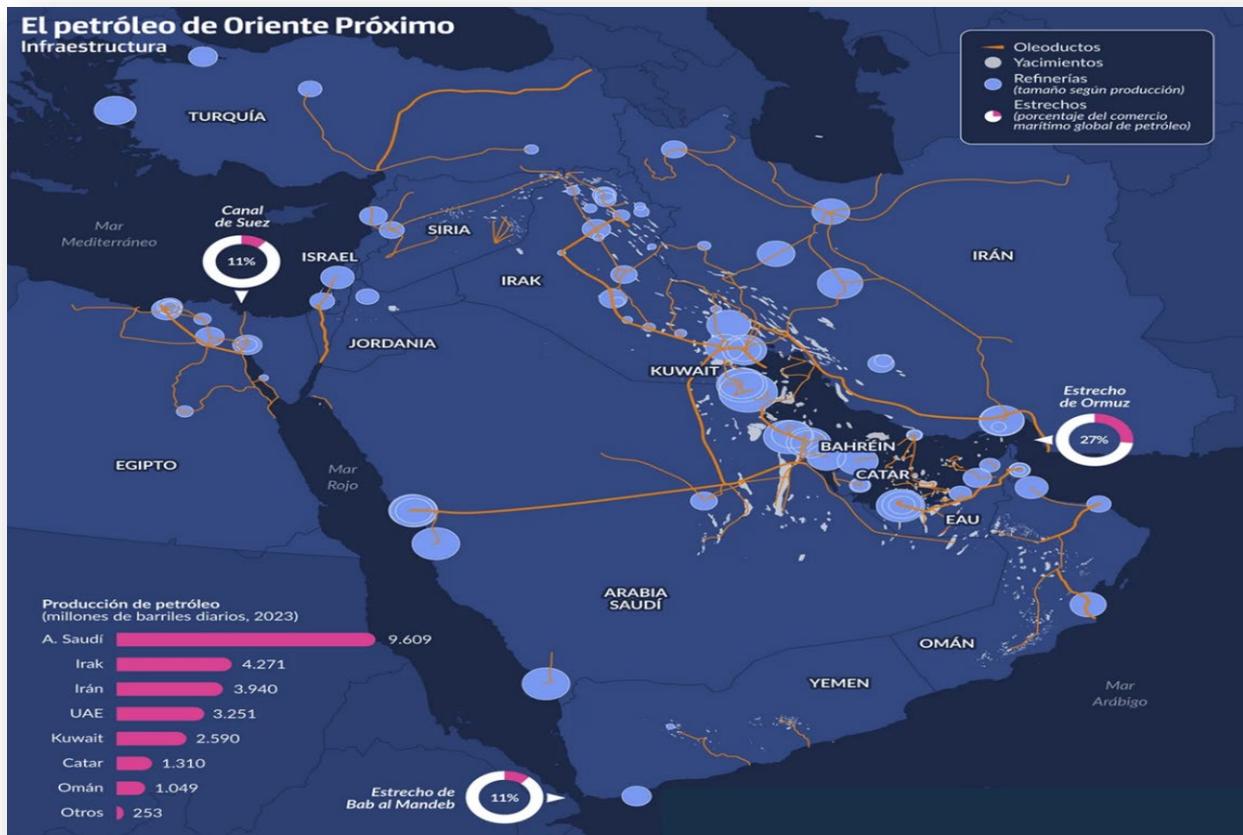
Entre los principales figuran los acontecimientos geopolíticos en las regiones proveedoras. Cualquier disturbio o inestabilidad política en estos países puede causar fluctuaciones significativas de los precios.

Asimismo, las decisiones de los países productores y de grandes organizaciones como la OPEP+ respecto a los niveles de producción afectan directamente a la oferta y, por tanto, al precio del petróleo.

La salud de la economía mundial también afecta al precio del oro negro. En periodos de pleno desarrollo, aumenta la demanda de energía y, en consecuencia, suben los precios del petróleo. En periodos de recesión, ocurre lo contrario: la demanda cae, al igual que las cotizaciones del WTI y el Brent. Además, los avances tecnológicos en extracción y producción, como el fracking, también afectan a la oferta mundial y, en consecuencia, el coste del petróleo.

Los avances en las tecnologías de energía renovable y las restricciones legales sobre el uso del petróleo afectan la demanda. Con una alta tasa de introducción de energía verde, el coste del WTI y Brent disminuirá.

Los últimos datos muestran una disminución significativa de las posiciones largas en petróleo de WTI y Brent. Según la CFTC, el ritmo de reducción fue el más rápido en 4 años. Al mismo tiempo,



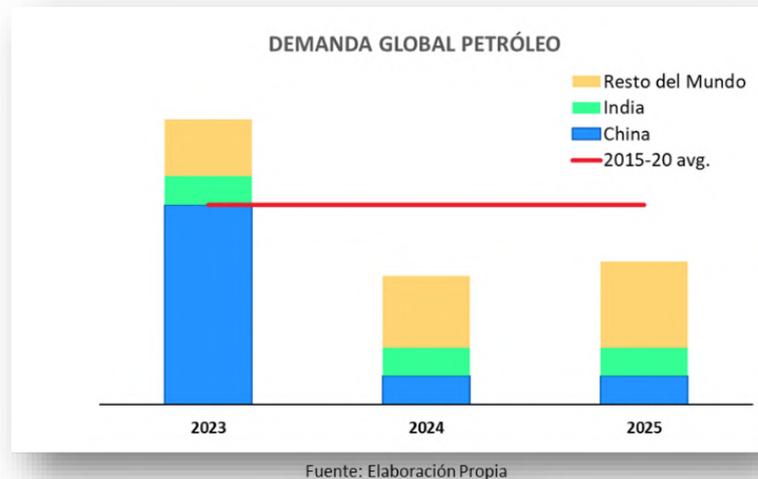
Fuente: BBC

la OPEP+ mantiene su decisión de reducir temporalmente la producción de los países miembros hasta finales de 2024. Esto evita que los precios caigan aún más.

La tendencia general es a la baja, pero el petróleo es sensible a cualquier suceso geopolítico que pueda revertir la tendencia actual.

La OPEP+ revisó a la baja su previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo. Se estima que la demanda subirá 1,8 millones de barriles por día en 2024, lo que supone 135 mil barriles menos de lo previsto anteriormente.

Esto se debe a la desaceleración económica de China. Sin embargo, el crecimiento proyectado aún está por encima del promedio histórico de 1,4 millones de barriles por día (antes de la pandemia de COVID-19).



La OPEP+ ha aplicado una serie de recortes de producción desde finales de 2022 para sostener los precios, la mayoría de los cuales estarán en vigor hasta finales de 2025.

El grupo iba a empezar a deshacer la capa más reciente de recortes de 2,2 millones de bpd a partir de diciembre de 2024, pero en noviembre que retrasará el plan durante un mes, ya que la débil demanda y el aumento de la oferta fuera del grupo mantienen la presión a la baja sobre el mercado.

La producción de la OPEP+ también está aumentando, según el informe, con el repunte de la producción libia tras su reducción por los disturbios. La OPEP+ bombeó 40,34 millones de bpd en octubre, 215.000 bpd más que en septiembre. Irak redujo su producción a 4,07 millones de bpd, más cerca de su cuota de 4 millones de bpd.

Además de Irak, la OPEP ha incluido a Rusia y Kazajstán entre los países OPEP+ que bombearon por encima de sus cuotas. Según la OPEP+, la producción rusa aumentó en octubre en 9.000 bpd, hasta situarse en 9,01 millones de bpd, ligeramente por encima de su cuota.

La OPEP+ rebajó su previsión de crecimiento de la demanda mundial de petróleo para 2024 y 2025 debido a las revisiones a la baja de la demanda en China y otros mercados asiáticos.

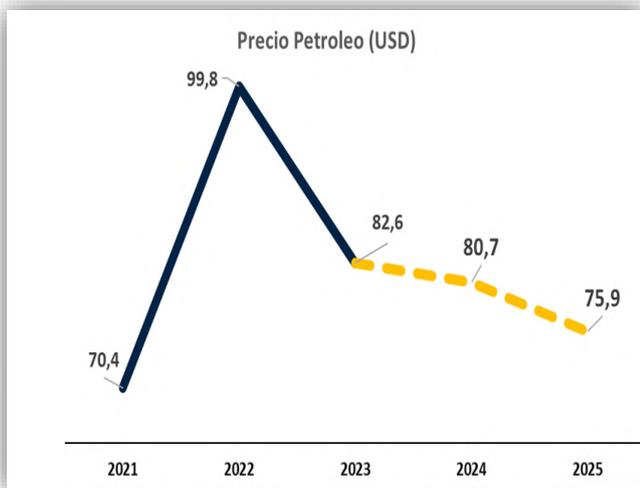
El debilitamiento de las perspectivas pone de relieve el reto al que se enfrenta la OPEP+, que engloba a la Organización de Países Exportadores de Petróleo y a aliados como Rusia, que a principios de mes pospuso un plan para empezar a aumentar la producción en Diciembre de 2024 en un contexto de caída de los precios.

La OPEP+ ha dicho que la demanda mundial de petróleo aumentaría en 1,82 millones de barriles diarios en 2024, por debajo del crecimiento de 1,93 millones de bpd previsto anteriormente.

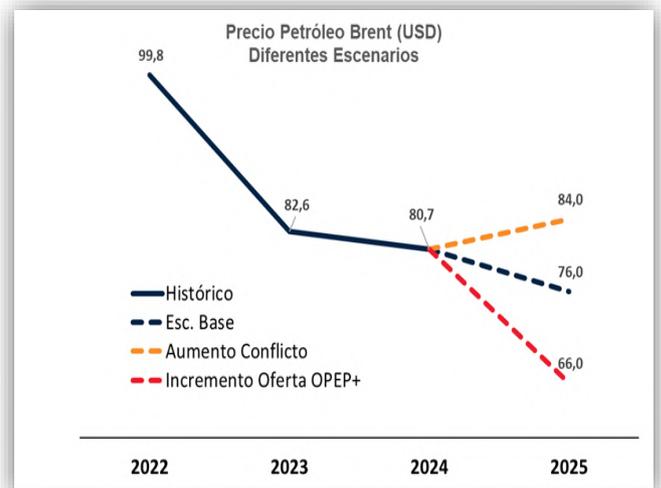
La OPEP+ también recortó su estimación de crecimiento de la demanda mundial para 2025 a 1,54 millones de bpd desde 1,64 millones de bpd.

La OPEP+ intentará mantener el precio del crudo por encima de los 75 USD durante mucho tiempo. El cártel podría reducir el precio del petróleo no antes de 2025. En una reunión celebrada en Agosto de 2024, los países de la OPEP+ confirmaron una vez más los acuerdos existentes para reducir la producción.

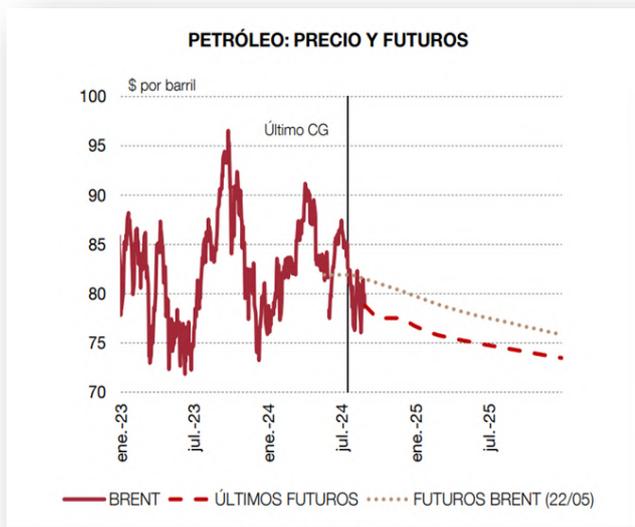
La estimación es que el precio del petróleo esté en 80,7 USD en 2024, para rebajarse a 76 USD en 2025, debido fundamentalmente a la situación de China.



Fuente: Elaboración Propia



Fuente: Elaboración Propia



Fuente: Bloomberg



Fuente: Elaboración Propia

Bajo la consideración de que China es el segundo mayor consumidor de crudo del mundo (con 16,7 millones de barriles al día [b/d] en 2023), tan solo por detrás de EE.UU., y el primer importador neto, la desaceleración de su economía alimentó las dudas sobre el ritmo de crecimiento de la demanda global de petróleo a corto plazo. Según este dato, y las limitadas esperanzas de que la eurozona o EE. UU. incrementen el ritmo de su actividad industrial en los próximos meses, se ha revisado a la baja el crecimiento estimado para la demanda de crudo para 2024 y 2025.

Las recientes medidas de política económica expansiva adoptadas por las autoridades chinas a finales de septiembre de 2024, así como el potencial viento de cola que suponen los recortes de los tipos de interés en las economías avanzadas, esto podrían tener un impacto positivo sobre la demanda de petróleo, pero no el suficiente como para dinamizar su ritmo de crecimiento a corto plazo.

En la otra cara de la moneda, la oferta de petróleo a nivel mundial se presenta sólida. La producción de la OPEP+ y sus aliados (actualmente en 31,9 millones de b/d), limitada desde hace casi dos años por acuerdos internos y recortes voluntarios con el fin de mantener el precio del barril sobre los 80 dólares, apunta a que se irá acrecentando de manera gradual a lo largo de 2025. La oferta total podría verse incrementada ante la posibilidad de que Arabia Saudí se decante por intentar mantener su cuota de mercado actual en vez de perseguir un nivel de precios elevados.

Adicionalmente, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP (EE. UU., Canadá, Brasil y Guyana, entre otros), que en los últimos ocho meses ha crecido un 3%, hasta los 70,9 millones de b/d, podría seguir incrementándose en otros 1,5 millones de b/d en 2025. Se espera que el mercado de petróleo podría comenzar a presentar señales de exceso de oferta alrededor del verano de 2025, aspecto que favorecería la relajación de los precios. Se da la circunstancia de que este aumento de la oferta también se ha descontado en la estructura de la curva de futuros del crudo, con el estrechamiento en los diferenciales de precios entre los vencimientos a más corto plazo.



COMMODITIES

METALES PRECIOSOS

Los precios de los metales preciosos experimentarán la mayor subida de precios de los cuatro grupos de materias primas en 2025 de media frente a 2024. La elevada demanda de refugio, la bajada de los tipos de interés y el aumento de la demanda de joyas en los mercados emergentes beneficiarán a los metales preciosos en general.

Además, el creciente uso de la plata en los sectores de la energía solar y los vehículos eléctricos debería impulsar los precios de la plata, mientras que el platino se beneficiará de un mayor déficit de oferta. Dicho esto, se prevé que los precios de los metales preciosos retrocedan ligeramente desde su precio al contado de finales de septiembre a finales de 2025, a medida que disminuya la preocupación mundial por la inflación y la recesión.

El precio del oro puede alcanzar los 2.700 USD a principios de 2025, impulsado por los recortes de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal y las compras de oro por parte de los bancos centrales de los mercados emergentes. El metal podría recibir un impulso adicional si EE.UU. impone nuevas sanciones financieras o si aumenta la preocupación por la carga de la deuda estadounidense.

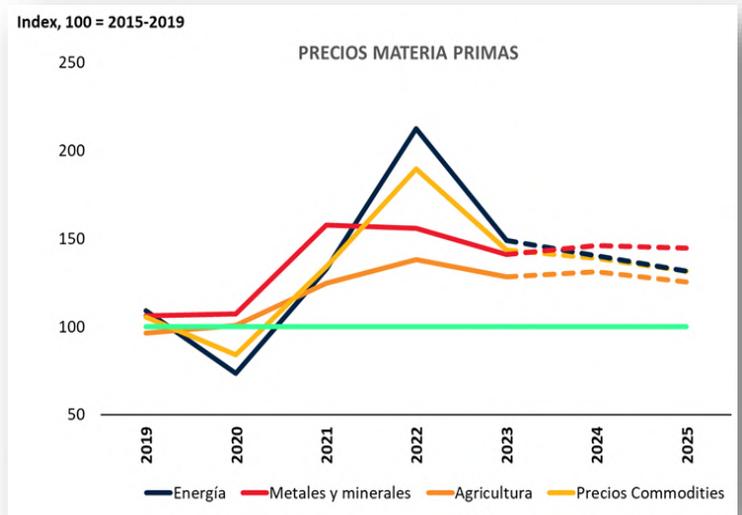
- **Oro**

En los últimos años, el oro ha demostrado ser un refugio seguro para los inversores, especialmente en tiempos de incertidumbre económica y geopolítica. El metal precioso está a punto de alcanzar nuevos máximos históricos, con un objetivo fijado en 2.650 dólares por onza para diciembre de 2025.

Esta previsión se apoya en la creciente demanda de los bancos centrales y en un entorno económico mundial caracterizado por la caída de los tipos de interés.

- **Platino**

A pesar de ser famoso por su uso en catalizadores que ayudan a los automóviles a emitir menos emisiones nocivas, le ha costado salir de la débil tendencia de los dos últimos años debido a la moderada demanda, sobre todo de la industria automovilística. La fabricación de automóviles representa el 44% de la demanda de platino.



Fuente: Elaboración Propia

El déficit de los mercados de platino en los últimos años ha ofrecido apoyo en medio de una demanda débil.

El precio estará en 970 USD en 2024 y en 998 USD en 2025.

METALES BÁSICOS

Los precios de los metales básicos deberían experimentar una pequeña mejora en 2025 frente a la media de 2024, probablemente debido a la transición hacia la energía verde. La mayoría de los metales básicos son elementos fundamentales en las tecnologías de energías renovables, como los paneles solares, las turbinas eólicas, las centrales hidroeléctricas y geotérmicas y las baterías, especialmente en el sector del automóvil. La ralentización prevista en EE.UU. y China, consumidores clave de metales básicos, limitará la mejora.

- **Cobre**

El precio del cobre ha mostrado una notable recuperación tras la crisis provocada por la pandemia. Con máximos históricos alcanzados recientemente, el futuro del metal rojo está ligado a la evolución de la economía global, la transición energética y políticas monetarias clave.

En 2024, el coste del cobre en el mercado ha sido influenciado por una serie de factores clave:

- Déficit de concentrado de cobre: La falta de suministro debido a interrupciones en las minas ha mantenido el mercado ajustado.
- Recortes de tipos de la Fed: La política monetaria de EE.UU. ha afectado la demanda y los valores del cobre.
- Demanda del sector energético verde: La transición hacia energías renovables ha incrementado la demanda de cobre para infraestructuras eléctricas y vehículos eléctricos.
- Situación económica global: El crecimiento económico, especialmente el de China y otras economías emergentes, ha aumentado la demanda de cobre para la construcción y la industria.

La demanda global de cobre está estrechamente vinculada al crecimiento económico. A medida que las economías se expanden, la necesidad de cobre aumenta para infraestructuras, construcción y manufactura. Además, el crecimiento en sectores emergentes como la tecnología y las energías renovables impulsa la demanda del metal rojo.

La producción de cobre enfrenta desafíos significativos, incluidos los problemas geopolíticos, las regulaciones medioambientales y la disminución de la ley del mineral. Los principales productores como Chile y Perú deben superar estos obstáculos para mantener la oferta. Las interrupciones en las minas, junto con los costes crecientes de producción, pueden limitar la disponibilidad del cobre en el mercado, elevando su cotización. El precio se situará en 9.200 € por tonelada en 2024 y en 9.700 € en 2025.

- **Plomo**

2023 marcará un repunte de la producción universal de plomo refinado para el suministro primario y secundario, y las tarifas pagadas a las fundiciones por las minas para convertir el concentrado de cobre en cátodo de cobre (conocido como TC/RC) seguirán siendo elevadas en

material abundante, aunque los precios de la energía serán fundamentales para la rentabilidad de las fundiciones.

- **Níquel**

El níquel cayó un 4% en los primeros meses de 2024, pasando de USD 2.498,19 en el último trimestre del 2023 a USD 2.445,52 en el primer trimestre de 2024 equivalente a unos 52,67 dólares menos, esto debido a un exceso de oferta principalmente por el aumento de la producción por parte de Indonesia que representa actualmente más del 50% del suministro mundial de este metal.

Las proyecciones para el níquel indican un descenso de hasta un 21% en el precio de dicho metal para el 2024 y una recuperación del 5% en 2025.

- **Estaño**

Los precios del estaño aumentaron en un 7% en el primer trimestre 2024 en relación con el anterior, y repuntó significativamente más en abril llegando a registrar un 21% adicional al promedio de los primeros tres meses de 2024, quedando su precio en unos 31.774,50 USD por tonelada métrica. Estos aumentos representan la limitada oferta de dos productores que representan el 40% de la producción mundial, en este caso Myanmar e Indonesia.

Para el estaño se estima que el precio promediará un 4% más en 2024 y otro 4% más en 2025, esto debido a la expectativa de que la fabricación de productos electrónicos, sector clave en la demanda de estaño, se consolide tanto en el 2024 como en el 2025.

- **Aluminio**

Las perspectivas a corto plazo para los precios del aluminio dependen del desempeño de la economía mundial y de la transición energética en curso. Se espera que la demanda de los sectores de la construcción, el transporte y el embalaje se mantenga sólida, en particular en las economías en desarrollo. La creciente adopción de vehículos eléctricos (VE), que utilizan cantidades sustanciales de aluminio en su construcción, impulsará aún más la demanda. Sin embargo, los factores del lado de la oferta también desempeñarán un papel crucial.

El aumento de la capacidad de producción en algunas regiones, junto con posibles mejoras en las tasas de reciclaje, podrían ejercer una presión a la baja sobre los precios. La intensidad energética de la producción de aluminio sigue siendo una preocupación importante, y la fluctuación de los precios de la energía, en particular la electricidad, influirá directamente en los costes de producción y, en consecuencia, en los precios del mercado. Teniendo en cuenta estos factores, se anticipa un aumento moderado de los precios para 2025, con una volatilidad potencial que dependerá de las condiciones económicas mundiales y la dinámica del mercado energético. Podríamos ver precios promedio de entre 2.500 USD y 3.000 USD por tonelada métrica.

ENERGÍA

Los precios de la energía bajarán de media en 2025 en comparación con 2024. Es probable que el crecimiento de la demanda de combustibles fósiles disminuya a medida que continúe el cambio hacia la energía verde. Además, se espera que la OPEP+ empiece a aumentar la

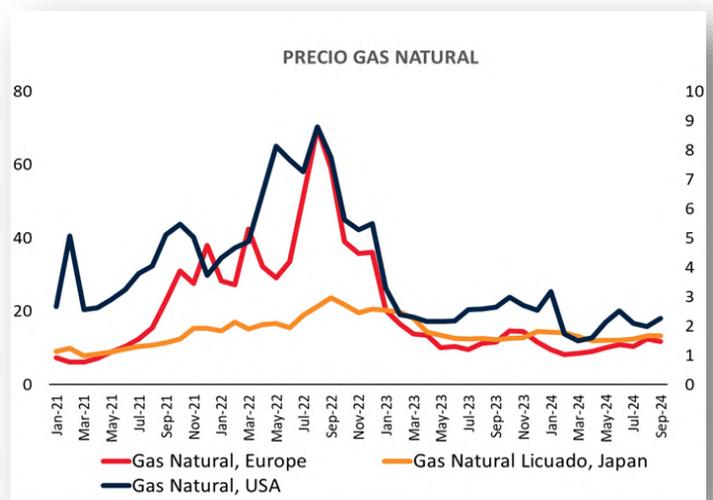
producción de petróleo a partir de diciembre, lo que mantendrá a raya los precios del petróleo crudo y sus derivados. Dicho esto, se prevé que los precios se recuperen a finales de 2025.

Gas Natural

El índice de precios del gas natural cayó alrededor de un 28% en el primer trimestre del 2024. Lo que representa un 38% menos que en el 2023. En el caso del gas natural proveniente de EE.UU., este bajó un 22%, principalmente por un aumento de la producción interna y una escasa demanda debido a unas temperaturas más suaves en el invierno. El suministro mundial de gas cambió ligeramente en 2023 donde el aumento en la producción continuó superando la disminución de la exportación de gas ruso canalizado.

Con respecto a la producción de gas, EE.UU. adicionó 40 billones de metros cúbicos (bcm) en el año 2023 donde el 70% del GNL exportado por EE.UU. fue dirigido a la Unión Europea, lo que convirtió a EE.UU. en el mayor exportador de gas del mundo en el 2023, superando a países como Australia y Qatar.

En el caso del gas natural, desde el verano de 2024 el precio del TTF holandés (referencia mayormente usada en el mercado europeo) ha estado sometido a presiones alcistas derivadas del aumento de la demanda asiática y de trabas temporales en la oferta de gas de algunos de los principales proveedores (como Australia o Noruega), que han llevado el precio a la zona de los 40 euros/MWh. Sin embargo, aspectos como una climatología suave en el hemisferio norte y el elevado porcentaje de reservas estratégicas de gas natural de la UE han limitado la escalada de los precios.

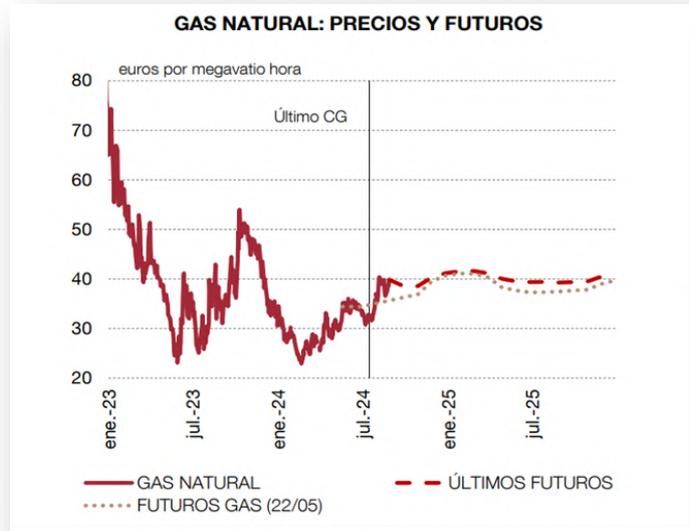


Fuente: Elaboración Propia

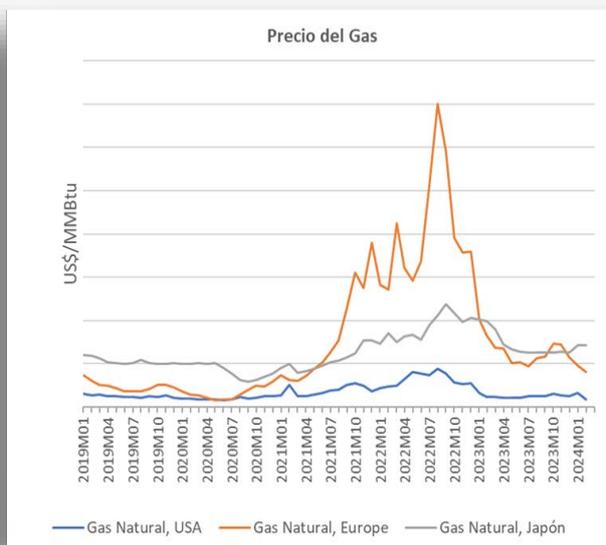
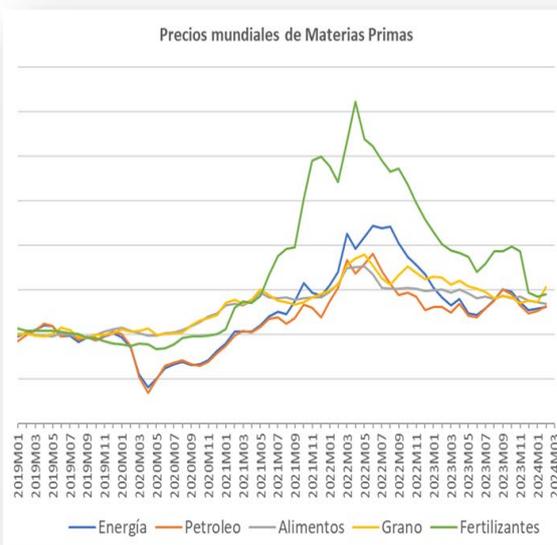
De cara a los próximos trimestres, se estima que la demanda de gas natural en el Viejo Continente seguirá bastante débil. El auge del uso de energías renovables y nuclear, las medidas de eficiencia energética, las temperaturas más suaves y la apatía de la industria en buena parte de los países se han traducido en un descenso en la UE del 3,2% interanual del consumo de gas natural en el 1^{er} semestre de 2024 y del -11% de las importaciones de gas natural licuado (GNL).

En base al crecimiento económico para la eurozona, se espera que estas dinámicas en la demanda de gas se mantendrán vigentes durante gran parte de lo que resta de 2024 y en 2025.

En cuanto a la oferta de gas natural, prevemos que se mantendrá bastante saneada. De una parte, el total de GNL almacenado en buques se sitúa por encima de la media de los últimos cinco años desde comienzos de 2024, aspecto que asegura el suministro a corto plazo.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Elaboración Propia

De otra, se estima que la capacidad de exportación de GNL de EE.UU. y Catar se incrementará notablemente en los próximos trimestres (más de 30.000 millones de metros cúbicos en el 4T 2024 en EE.UU.) y que antes de final de año las terminales de Australia deberían volver a estar plenamente operativas.

Todos estos factores deberían ayudar a compensar la potencial merma de flujos de gas natural que llegan a Europa desde Rusia por vía terrestre, a partir de enero de 2025. El precio del gas se mantendrá en torno a 42 euros/MWh en el 4T 2024, y en torno a los 40 euros/MWh en 2025.

AGRICULTURA

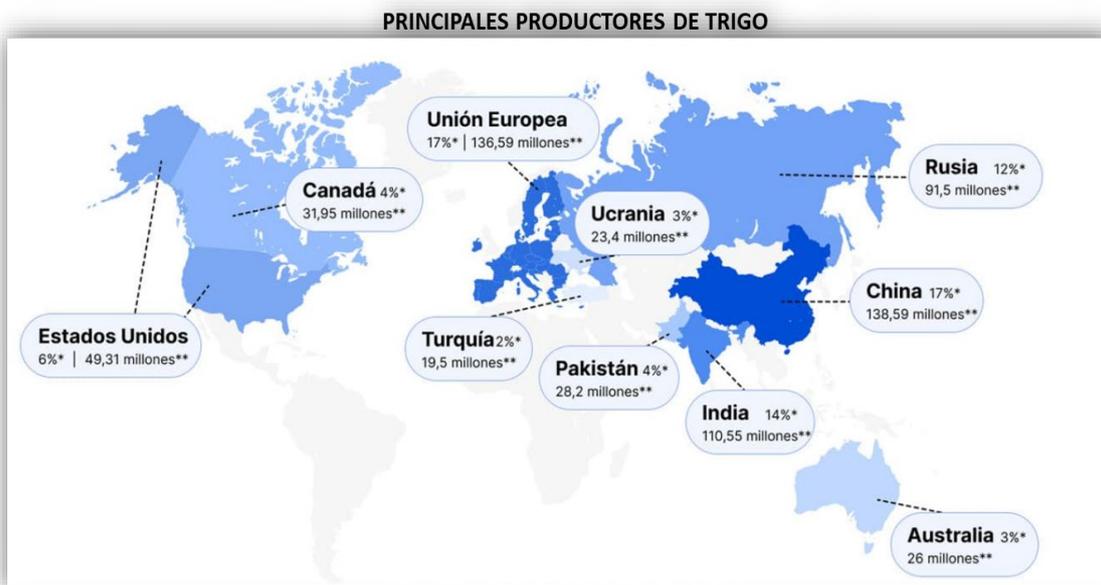
Se prevé que los precios agrícolas registren la mayor caída media en 2025 frente a 2024. Es probable que el fin del fenómeno meteorológico de El Niño tenga algo que ver, ya que debería favorecer la mejora de las condiciones de crecimiento de los cultivos en los mercados emergentes. Se prevé que los precios del café y el cacao caigan de forma considerable; los precios de ambas materias primas subieron este año debido a las perturbaciones meteorológicas.

- **Trigo**

Es posible que los consumidores se sientan aliviados al ver que los precios del trigo disminuyen desde el máximo histórico alcanzado en marzo de 2022, ya que les permitirá disfrutar de fideos, pasta, pan y bollería a menor coste. Para los agricultores, sin embargo, no son buenas noticias.

Los precios del trigo han seguido una tendencia a la baja en los dos últimos años, desde que alcanzaron un máximo histórico de más de 13 dólares por bushel el 8 de marzo de 2022, poco después de que Rusia, el cuarto productor mundial de trigo, invadiera Ucrania.

El 15 de marzo de 2024, los precios del trigo alcanzaron incluso su punto más bajo en más de tres años, con 5,28 dólares por bushel. La estimación es que el precio esté en 6,33 USD/bu en 2024, y en 6,48 USD/bu en 2025.



Fuente: Dpto. Agricultura EE.UU.

Los precios del trigo habían subido antes de que Rusia lanzara su ataque contra Ucrania, ya que el tiempo caluroso y seco redujo la producción de los principales productores de Norteamérica

y Europa. La subida de los precios de los fertilizantes debido a los elevados precios del gas natural también impulsó los precios del trigo.

El bloqueo ruso de los puertos ucranianos se prolongó durante cuatro meses antes de terminar en julio de 2022, tras la puesta en marcha de la Iniciativa del Grano del Mar Negro, que garantizaba el paso seguro de las exportaciones de grano desde tres puertos de la región del Mar Negro durante la guerra de Ucrania.

Desde la puesta en marcha de la iniciativa, los precios del trigo han bajado lentamente a lo largo de 2022, a medida que más trigo ucraniano volvía al mercado. La Unión Europea y Moldavia también establecieron los Carriles de la Solidaridad, nuevas rutas de transporte para ayudar a Ucrania a enviar sus mercancías, incluidos los cereales.

En 2022, el precio del trigo cedió la mayor parte de sus ganancias, pero aun así logró un modesto aumento del 2,76%, terminando el año a 7,92 USD/bu.

Sin embargo, la tendencia a la baja de los precios del trigo continuó a lo largo de 2023. El fin de la iniciativa de los cereales del Mar Negro en julio de 2023 tampoco hizo mucho por interrumpir el flujo de trigo de la región, lo que hizo que los precios del trigo siguieran bajando.

La mayor oferta de Rusia limitó las ganancias en los precios del trigo.

A lo largo de 2023, los precios del trigo cayeron más de un 20%, renunciando prácticamente a sus ganancias de 2022.

En el primer trimestre de 2024, la tendencia a la baja aún no se había invertido.

- **Maíz**

La producción mundial de maíz para la campaña 2024/25 se situaría en torno a 1.217,2 millones de toneladas (Mt), lo que supone un descenso del 0,7 % en comparación con el ciclo 2023/24, cuya última estimación consolidó 1.225,9 Mt.

En Estados Unidos, la producción alcanzaría los 386,2 Mt, con una caída del 0,9 % respecto a la campaña anterior (389,7 Mt), mientras que China incrementaría su cosecha un 1,1%, alcanzando 292,0 Mt. Por su parte, la Unión Europea reduciría su producción un 4,0 % hasta los 59,0 Mt, mientras que Ucrania registraría un descenso del 19,4 %, con 26,2 Mt frente a los 32,5 Mt del ciclo anterior.

Brasil alcanzaría una producción de 127 Mt, con un aumento del 4,1 % respecto a la campaña 2023/24 (122 Mt), mientras que Argentina cosecharía en torno a 51 Mt, con un crecimiento del 2,0 % respecto al ciclo anterior.

Las exportaciones mundiales de maíz caerían un 2,7 %, pasando de 195,8 Mt a 190,5 Mt en la nueva campaña. Estados Unidos lideraría las exportaciones con 59,1 Mt, lo que supone un crecimiento del 1,4 % respecto a la campaña anterior, seguido de Brasil, Argentina y Ucrania con 49, 36 y 23 Mt, respectivamente.

China reduciría su demanda de maíz importado en un 19,1 %, alcanzando 19 Mt para la nueva campaña, mientras que la Unión Europea importaría 19,0 Mt, un 2,6 % menos en comparación con el ciclo 2023/24 (19,5 Mt).

Los stocks finales mundiales se reducirían un 2,0 %, situándose en 306,5 Mt. En Estados Unidos, las existencias aumentarían un 13,5 %, mientras que en Brasil y Ucrania disminuirían un 51,4 % y un 56,8 %, respectivamente. El precio estará entre 5,50 USD y 6,00 USD por bushel.

- **Soja**

La producción global de soja para el ciclo 2024/25 aumentaría un 8,7% en comparación con la campaña anterior, pasando de 394,7 Mt a 428,9 Mt.

Las estimaciones para las cosechas sudamericanas indican un incremento del 10,5% para Brasil, alcanzando 169 Mt, mientras que en Argentina se proyecta un aumento del 6,0 , llegando a 51,0 Mt.

Paraguay incrementaría su producción un 1,8% respecto a la campaña 2023/24 (11,0 Mt), consolidando una cosecha de 11,2 Mt.

En Estados Unidos se estima una cosecha de 124,7 Mt, lo que representaría un incremento del 10,1% respecto al ciclo anterior (113,3 Mt).

Las exportaciones estarían lideradas por Brasil, con 105,0 Mt, un 0,8% más que en el ciclo 2023/24, mientras que Estados Unidos alcanzaría un volumen de exportaciones de 50,3 Mt, lo que supone un crecimiento del 9,2% frente a la campaña anterior (46,1 Mt).

Para Argentina se proyectan exportaciones de 4,5 Mt, un 11,8% menos que en el ciclo anterior (5,1 Mt).

China importaría 109 Mt, lo que representaría un 2,7% menos que el total de la campaña anterior (112,0 Mt).

Las existencias finales de soja aumentarían un 19,8% a nivel mundial, alcanzando 134,6 Mt, impulsadas por los aumentos de los stocks de Estados Unidos, Brasil y Argentina.

Los precios se estabilizarán en 2025 en un rango entre 12 USD y 13 USD por bushel.

ALIMENTOS

Los precios de los alimentos han caído un 9% en 2024 y se espera una baja adicional del 4% en 2025. A pesar de estas caídas, los precios de los alimentos seguirán siendo un 25% superiores al promedio registrado entre 2015 y 2019. La estabilización de estos precios tras 2025 ayudará a mitigar presiones inflacionarias, aunque en los países en desarrollo los precios de alimentos aún generan alta inflación, afectando especialmente a la población vulnerable.

La reducción en precios de alimentos también responde a una recuperación gradual de la oferta tras los efectos de la pandemia y los conflictos geopolíticos.



CUADRO MACROECONÓMICO GLOBAL

Zona / País	PIB (%)		Inflación (%)		Déficit (%)		Deuda/PIB (%)		Desempleo (%)		T. Interés (%)		T. Cambio (USD)	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Mundo	3,2	3,2	5,7	4,4			340,0	360,0	5,2	5,2				
EEUU	2,8	2,2	2,3	2,5	-5,6	-6,1	124,0	128,0	4,3	4,4	4,50	3,50	1,08	1,05
Eurozona	0,8	1,3	2,5	2,2	-3,3	-3,2	88,5	89,3	6,7	6,6	3,00	2,25	1,08	1,05
Alemania	-0,2	1,1	2,2	2,0	-1,6	-1,2	62,9	62,2	5,8	5,5	3,00	2,25	1,08	1,05
Francia	1,1	1,3	2,5	2,0	-5,3	-5,0	112,4	113,8	7,7	7,8	3,00	2,25	1,08	1,05
Italia	1,0	1,1	1,2	1,9	-4,0	-3,5	135,8	136,9	7,1	7	3,00	2,25	1,08	1,05
España	2,9	2,1	2,7	2,1	-3,3	-3,1	105,5	105,5	11,6	11,5	3,00	2,25	1,08	1,05
Reino Unido	1,0	1,2	2,7	2,4	-4,7	-3,7	101,2	102,6	4,3	4,4	4,75	3,50	1,28	1,31
Japón	0,3	1,1	2,5	1,9	-3,7	-3,4	254,0	255,0	2,3	2,2	0,25	0,50	159,00	160,00
M. Emergentes														
BRICS														
China	4,8	4,5	0,5	1,4	-9,0	-8,5	90,1	93,9	5,0	5,5	3,10	2,70	7,21	7,29
India	7,0	6,5	4,0	4,0	-5,8	-5,1	82,5	81,8	4,5	4,3	6,00	5,50	84,40	84,80
Brasil	3,0	2,2	4,6	4,1	-7,1	-7,3	78,3	79,0	7,1	6,2	11,75	12,00	5,82	6,22
Rusia	3,6	1,3	8,1	5,7	-1,8	-1,5	19,8	20,2	2,4	2,4	23,00	18,00	99,00	105,00
Sudafrica	1,1	1,8	4,6	4,3	-4,9	-4,3	73,9	75,5	33,0	32,3	7,75	7,00	17,84	18,48
Turquía	3,2	2,7	58,0	30,2	-4,9	-3,3	31,1	31,3	9,3	10,8	50,00	27,80	37,00	45,50
México	1,5	1,1	4,5	3,6	-4,6	-3,9	50,2	51,4	3,3	3,8	10,00	8,00	19,76	20,08
Argentina	-3,9	5,0	130,0	40,0	-0,8	-0,5	99,6	84,7	8,5	8,0	35,00	30,00	1.200,00	1.600,00
Colombia	2,0	2,8	5,4	3,8	-5,6	-4,7	55,8	56,1	10,2	10,0	9,25	6,00	4.220,00	4.265,00
Indonesia	5,0	5,1	2,4	2,3	-2,7	-2,6	40,5	40,7	5,0	4,9	6,00	5,00	15.277,00	15.285,00

Fecha Cierre Previsiones: Octubre 2024

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), Imperial College Business School 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* y ha sido elegida por *Forbes Lawyers* como uno de los mejores centros españoles para estudios jurídicos.

Dirección y coordinación:

Cristina Murgas Aguilar

Maquetación:

Paula Peregrín, Diseñadora gráfica de IEB

Dirección de Comunicación y PR:

Cristina Murgas, Directora de Comunicación Área Financiera e Institucional
QUUM

cmurgas@quum.com / Tel. 638 57 29 61

Tatiana Böhm, Ejecutiva de cuentas QUUM

tbohm@quum.com / Telf. 689 34 14 34



Avenida del Talgo 5, 28023, Madrid

91 524 06 15

www.ieb.es