

# Retos macroeconómicos

Recuperación, endeudamiento e  
inflación

Haga clic para agregar texto

Sofía Rodríguez  
IVIE

21 de febrero de 2022



## Pierde centralidad como condicionante de la economía y los mercados

Los principales indicadores, como los contagios y las hospitalizaciones, mejoran progresivamente.

	Nuevos casos (por millón hab., mm7d)			Fallecidos (por millón hab., mm7d)	
	15-feb	15-ene	Pico ola actual	15-feb	15-ene
<b>España</b>	<b>819</b>	<b>2836</b>	<b>3.081</b>	<b>6,4</b>	<b>2,5</b>
Francia	1974	4412	5.437	4,8	3,2
Italia	1040	3001	3.005	5,1	4,7
Reino Unido	971	1711	2.681	2,4	3,9
Alemania	1899	777	2.216	1,8	2,8
Estados Unidos	409	2410	2.409	6,8	5,8
Mundo	260	375	436	1,3	0,9

Los problemas en las cadenas de suministro globales no se han acentuado, pero siguen siendo intensos.

Días entre que la mercancía sale del puerto de origen y es recogida en el puerto de destino.



# Actividad

## Recuperación sólida, aunque todavía desigual

**La mayor parte de economías desarrolladas habrán recuperado los niveles de PIB pre-Covid este 2022.**

Previsiones de PIB del FMI (% variación anual)

	2019	2020	2021	2022	2023
<b>España</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>
Zona euro	1,6	-6,4	5,2	3,9	2,5
Alemania	1,1	-4,6	2,8	3,8	2,5
Francia	1,8	-7,9	6,7	3,5	1,8
Italia	0,4	-8,9	6,2	3,8	2,2
Estados Unidos	2,3	-3,4	5,7	4,0	2,6
Mundo	2,8	-3,1	5,9	4,4	3,8



**Las diferencias geográficas, sectoriales y sociales seguirán presentes.**

*... transformaciones económicas (digitalización, transición ecológica, ...)*



**El mayor estímulo económico en China será un soporte para el crecimiento y facilitará el tránsito hacia un nuevo modelo de crecimiento, aunque los retos son elevados.**

*... transición hacia un menor apalancamiento y menor peso del sector inmobiliario en la economía*

*... transición ecológica y debilidades financieras en las industrias muy intensivas en el uso de carbón*

# Inflación (1/3)

## Persistencia de inflaciones elevadas

La última ronda de indicadores ha seguido sorprendiendo al alza.

Principales indicadores (% variación interanual)

Var. interanual en %	Zona euro		Estados Unidos	
	Último dato	Máximo desde...	Último dato	Máximo desde...
<b>IPC</b>	5,1	1997	7,5	1982
<b>IPC subyacente</b>	2,3	1997 (*)	6,0	1982
<b>Precios de producción</b>	26,2	1982	12,2	1980 (*)
<b>Salarios</b>	3,4	2008	4,5	2001
<b>Precio de la vivienda</b>	8,8	2006	18,8	1988 (*)

Tras el fuerte aumento del precio de las materias primas en 2021, la mayor parte sigue actualmente en niveles muy elevados.

Principales indicadores de precios de materias primas

	Variación acumulada en 2021
<b>Materias primas</b>	+27%
<b>Metales industriales</b>	+33%
<b>Materias agrícolas</b>	+27%
<b>Petróleo (Brent)</b>	+50%
<b>Gas natural (Europa)</b>	+268%

# Inflación (2/3)

Algunas causas de fondo tenderán a ir cediendo...

## 1. Causantes del repunte con una naturaleza especialmente transitoria:



### Efectos base de comparación

... comportamiento en "V" de algunos precios con la pandemia y posterior recuperación

... medidas de política económica que produjeron vaivenes en los precios (reducción temporal del IVA en Alemania)



**Demanda embalsada** y ahorro acumulado durante la pandemia

## 2. Determinantes que remitirán a medida que desaparezca la pandemia:



### Cambio en las preferencias del consumidor

... aumento de la demanda de bienes vs servicios



**Cuellos de botella** y problemas logísticos en las cadenas globales de producción



**Menor movilidad global de trabajadores** y dificultad para volver a ciertos trabajos.

## 3. Factores más estructurales:



Cambio climático y **políticas de transición ecológica**



**Eventos geopolíticos**



Gestión de la política industrial en **China**



**Reconfiguración de las cadenas globales de producción**



**Demografía y desigualdad**

# Inflación (3/3)

... aunque conviene analizar en qué medida se producen efectos de segunda ronda sobre los precios



Las presiones sobre los precios se están generalizando más allá de los productos afectados por las dinámicas de la pandemia.



En Estados Unidos hay evidentes presiones salariales y un elevado tensionamiento del mercado inmobiliario.

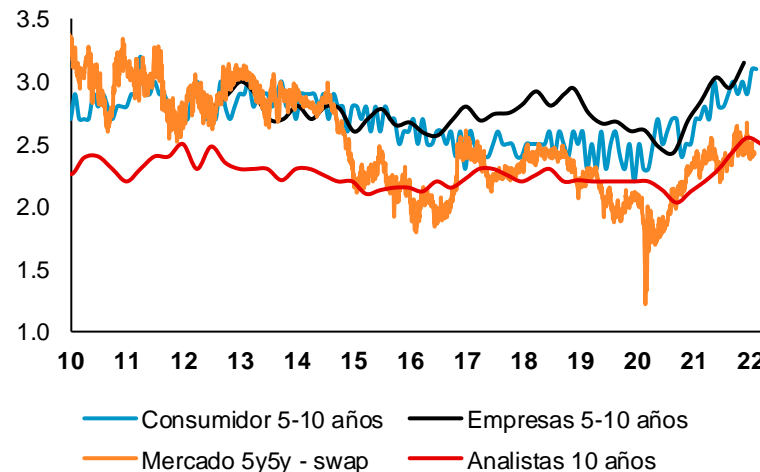
La generalización de la inflación en Estados Unidos no tiene precedentes en las últimas dos décadas.



En Europa, supone un riesgo el mantenimiento de unos precios de la energía muy elevados en el tiempo.


## Las expectativas de inflación a largo plazo se han desplazado al alza.


Expectativas de inflación a largo plazo para Estados Unidos (%)





# Conflicto Rusia-Ucrania

## Entorno geopolítico que complica el binomio crecimiento-inflación

 **Conflicto:** Ambas partes tienen mucho que perder ante una intervención a gran escala, en parte, por las sanciones económicas y financieras que ello derivaría.

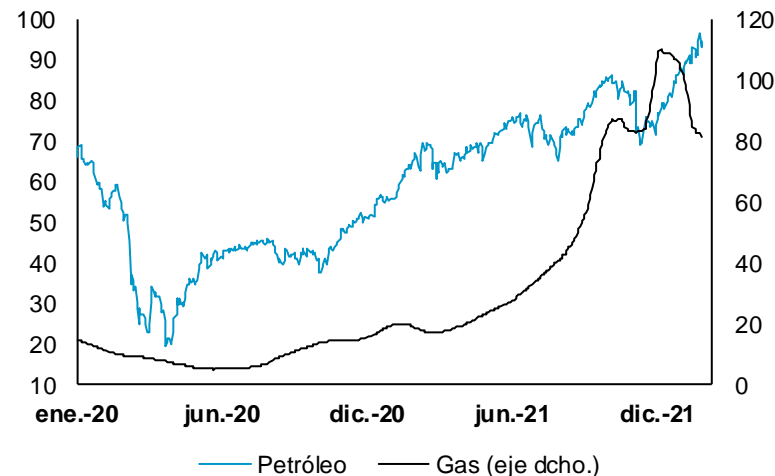
 **Sanciones comedidas y más probables:** (i) aumento *blacklist*; (ii) limitar exportaciones hacia Rusia (limitar transferencias de tecnología).

 **Sanciones intermedias que van ganando peso:** (i) prohibición transacciones en dólares a bancos públicos rusos; (ii) prohibición de operaciones Visa y Mastercard para bancos rusos; (iii) prohibición comercialización nueva deuda pública rusa en mercado secundario en el extranjero.

 **Reacciones más graves y menos probables:** (i) limitar las ventas de petróleo y gas de Rusia; (ii) eliminación de Rusia del sistema de pagos bancarios internacional SWIFT. Ciberataques a gran escala.

### El conflicto está agudizando las presiones inflacionistas por el lado de la energía.

Precio del petróleo (dólares por barril) y del gas (MWh por euro; mm30d)



# Bancos centrales (1/2)

## Fuerte recalibración de las perspectivas de subidas de tipos

**Las sorpresas al alza en los datos de inflación han motivado un giro importante en el discurso de los bancos centrales, que se ha vuelto más *hawkish*.**

Tipos de interés oficiales descontados por el mercado para finales de cada año (%)

	BCE	Reserva Federal	Banco de Inglaterra
<b>Previsión para Dic-22</b>			
21-feb-22	-0,07	1,47	1,84
1-ene-22	-0,32	0,83	1,10
30-ago-21	-0,52	0,24	0,39
<b>Previsión para Dic-23</b>			
21-feb-22	0,62	1,81	2,00
1-ene-22	-0,09	1,26	1,17
30-ago-21	-0,46	0,74	0,49

### BCE

- Ha apuntado que el elevado coste de la energía está elevando los precios en muchos sectores y que los riesgos están sesgados al alza.
- Lagarde ha evitado decir que “muy probablemente el BCE no subirá tipos este año”.

### Reserva Federal

- Ha señalado la primera subida de tipos para marzo.
- Powell se ha mostrado abierto a cualquier posibilidad respecto a la magnitud y el ritmo de subidas de tipos en 2022.

### Banco de Inglaterra

- Ha subido tipos en diciembre y febrero, hasta el 0,50%.
- Los miembros que votaron en contra del último movimiento de 25 p.b. preferían un aumento de 50 p.b.

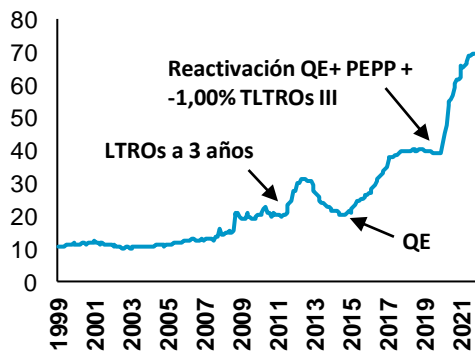


# Bancos centrales (2/2)

## Estrategia de salida de las políticas de balance

### Balance del BCE.

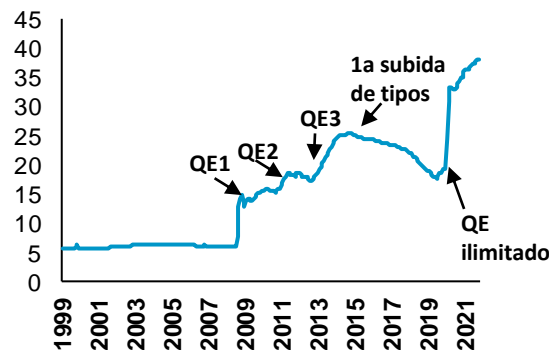
Total de activos (% del PIB)



**Marzo:** Fin de las compras de activos a través del programa de pandemia.  
**Junio:** Fin de las condiciones favorables para las LTROs y de la ampliación de colateral.  
**3T22:** Se prevé que puedan finalizar las compras de activos a través del QE.

### Balance de la Reserva Federal.

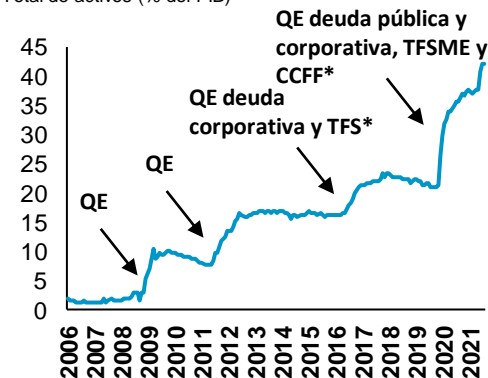
Total de activos (% del PIB)



**Marzo:** Fin de las compras de activos.  
**Junio:** Se prevé que se inicie la reducción del balance a través de dejar de reinvertir.  
**2024:** Se prevé una reducción del balance de hasta unos 3 billones de dólares.

### Balance del Banco de Inglaterra.

Total de activos (% del PIB)



**Marzo:** Inicio de la reducción del balance a través de dejar de reinvertir.  
**Mayo:** Inicio de la reducción del balance a través de ventas activas.  
**2023:** Eliminación del balance de la deuda corporativa.

(\*) TFS = Term Funding Scheme; TFSME = Term Funding Scheme with additional incentives for Small and Medium-sized Enterprises; CCF = Covid Corporate Financing Facility.

# Tensionamiento de condiciones financieras (1/2)

## Vulnerabilidades en mercados de capitales y países emergentes

El tensionamiento de las condiciones financieras a raíz de la retirada de los bancos centrales puede hacer emerger vulnerabilidades financieras en mercados de capitales y países emergentes

### Vulnerabilidades destacadas en mercados de capitales:



Débil microestructura de mercados



Valoraciones ajustadas en algunos activos financieros



Apalancamiento e instrumentos de crédito más complejos

El BCE y la Fed han alertado sobre las vulnerabilidades derivadas del entorno de complacencia en los mercados financieros, la toma de riesgos por parte del sector financiero no bancario y el elevado endeudamiento del sector público y privado.

### Vulnerabilidades destacadas en países emergentes:



Tensionamiento muy agresivo de la política monetaria ya implementado que puede poner en riesgo la recuperación económica



Problemas de sostenibilidad de la deuda pública en algunos países



Falta de financiación exterior hacia deuda doméstica



Vulnerabilidades económicas y financieras en China

# Tensionamiento de condiciones financieras (2/2)

Las cuestiones de sostenibilidad fiscal en Europa no suponen un desafío inminente

**El BCE posee una parte importante de la deuda pública de la periferia.** Deuda pública en 2021 (% del PIB)

	Deuda pública	Deuda pública excluyendo las tenencias del BCE	Deuda pública en manos del BCE
España	119	80	39
Italia	154	116	39

**La rentabilidad de la deuda pública de España e Italia tendría que repuntar más de 75 y 95 p.b., respectivamente, para que el coste de las nuevas emisiones se situara por encima del coste de la deuda viva.**

	España		Italia
Vida media	8 años	Vida media	7 años
Rentabilidad de la deuda pública a 8 años	0,92%	Rentabilidad de la deuda pública a 7 años	1,45%
Coste del saldo vivo de la deuda pública	1,65%	Coste del saldo vivo de la deuda pública	2,36%

**El fondo NGEU y la reformulación de las reglas fiscales otorgan margen de maniobra fiscal en la zona euro ante un repunte de los tipos de interés.**



- **NGEU:**

Supone una apuesta para la transformación del tejido productivo y el incremento del PIB potencial de las economías.



- **Reformulación de las reglas fiscales:**

Supone una oportunidad para crear un marco fiscal más contra-cíclico que podría complementar el proceso de normalización monetaria del BCE.



Este documento tiene únicamente finalidad informativa y no constituye una oferta de contratar ningún producto. Ni este documento, ni ninguna parte del mismo, deben erigirse en el fundamento en el que se base o del que dependa ningún acuerdo o compromiso.

La decisión sobre cualquier operación financiera debe hacerse teniendo en cuenta las necesidades del cliente y su conveniencia desde un punto de vista jurídico, fiscal, contable y/o financiero y de conformidad con los documentos informativos previstos por la normativa vigente. Las inversiones comentadas o recomendadas podrían no ser interesantes para todos los inversores.

Las opiniones, proyecciones o estimaciones contenidas en este documento se basan en información pública disponible y constituyen una valoración de Banco de Sabadell, S.A. a la fecha de su realización, pero de ningún modo aseguran que los futuros resultados o acontecimientos serán conformes con dichas opiniones, proyecciones o estimaciones. La información está sujeta a cambios sin previo aviso, no se garantiza su exactitud y puede ser incompleta o resumida. Banco de Sabadell, S.A. no aceptará ninguna responsabilidad por cualquier pérdida que provenga de cualquier utilización de este documento o de sus contenidos o de cualquier otro modo en relación con los mismos.

**B Sabadell**

Estar donde estés