

# PANORAMA INTERNACIONAL 2020



6

**01. EL MUNDO TRÁS LA PANDEMIA: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y POLÍTICA MONETARIA**

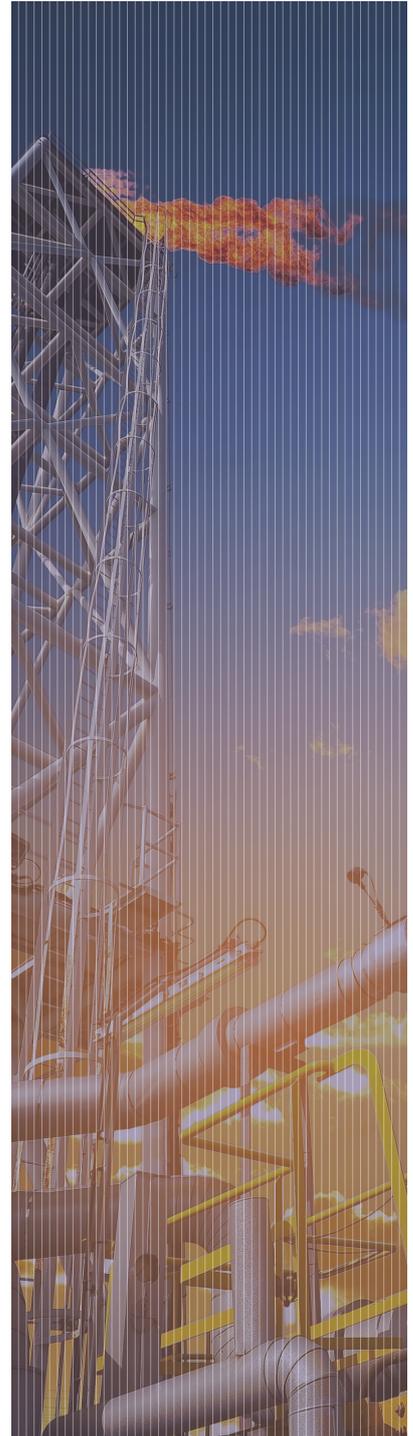
Por **Rafael Loring**



24

**02. AMÉRICA LATINA, UN PACIENTE CON PATOLOGÍAS PREVIAS**

Por **M<sup>a</sup> José Chaguaceda**



48

**03. LA GRAN DISTORSIÓN DEL MERCADO DEL PETRÓLEO**

Por **Pablo Arjona**



70

**04. EL COMERCIO MUNDIAL EN JAQUE. UN NUEVO ESCENARIO**

Por **Lucía Bonet**



88

**05. PERSPECTIVAS POR PAÍSES**



100

**05. MAPAS**

# PRÓLOGO

Un año más, CESCE tiene el placer de presentar Panorama. Con esta publicación pretendemos tomar distancia del día a día y reflexionar sobre las principales tendencias y acontecimientos que influyen y configuran la economía mundial.

Este año, la crisis desencadenada por la pandemia de Covid-19 acapara toda la atención: las conversaciones privadas y los reportajes de los medios; la salud personal y la supervivencia empresarial constituyen el objeto casi único de atención. Igual ocurre con la literatura científica y con los análisis económicos: con insólita rapidez se suceden los estudios que tratan de desentrañar el comportamiento del virus y también los que intentan adivinar lo que le espera a la economía mundial cuando pase la pandemia, o mientras tenemos que convivir con ella.

Como no podía ser menos, al impacto de esta crisis y a las perspectivas a corto plazo se dedica el primer bloque del informe. El mundo se ha visto sometido a un experimento económico y social imposible de imaginar en cualquier otro contexto. Se ha escrito a menudo que solo en situación de guerra una economía experimenta la paralización casi absoluta que han determinado las medidas de confinamiento implantadas para contener la enfermedad en casi todos los países. Pero nunca antes esto había sucedido de manera casi simultánea en tantos países del mundo, y menos aún con un grado de interconexión

tan extenso como el que existe en la actualidad. No puede sorprender, por tanto, que todas las estimaciones para 2020 señalen un desplome brutal del crecimiento, lógico incluso en los países donde "solo" durante el segundo trimestre del año se han padecido dichas medidas.

Pero el experimento no consiste solo en el cierre de las economías; lo más importante es cómo salir de él. Las políticas aplicadas para mantener en una suerte de hibernación el tejido económico y las que se están poniendo en marcha para estimular el crecimiento introducen a los países en terreno desconocido. Si echamos la vista atrás, hace ya más de una década que se mantienen las políticas monetarias hiperlaxas, en especial en los países desarrollados, que se fueron desplegando paulatinamen-

Solo en situación de guerra una economía experimenta una paralización como la del confinamiento

te para hacer frente a las gran crisis financiera de 2009. Al menos llevamos otro lustro pensando en cómo "normalizarlas", sin que se haya llegado más que a iniciar un comedido repliegue. Y de nuevo, en estos momentos, los argumentos sobre la necesidad de volver a la ortodoxia monetaria se acallan, y la necesidad de relanzar la actividad, de garantizar la estabilidad financiera y de mitigar al máximo el coste social de la crisis provocada por la pandemia nos sitúa ante un escenario de total flexibilización de la política monetaria, de una intervención de los bancos centrales sin precedentes en volumen y en celeridad y de una relajación de los criterios fiscales no vista desde hace al menos medio siglo. Evidentemente, el precio a pagar va a ser un aumento generalizado del endeudamiento, tanto de los actores privados como de los países, partiendo de unos niveles de deuda previos que ya eran elevadísimos.

Una vez planteado el contexto general de la crisis, en segundo lugar nos ocupamos de cómo se va a manifestar en América Latina, una región esencial tanto para CESCE como en general para la actividad internacional española. El segundo bloque del informe profundiza en los problemas estructurales de la región, que desde hace ya varios años se manifiestan en un crecimiento anémico y una acumulación de desequilibrios que hacen cada vez más evidente el fracaso del modelo económico. Los acontecimientos recientes han tensado aún más la situación. En

poco más de un año, hemos asistido primero al desencadenamiento de una oleada de protesta social en los principales países, que pone de manifiesto precisamente la incapacidad de ese modelo para garantizar el desarrollo y proporcionar bienestar a la población; y después al estallido de la pandemia, que va a agudizar esos problemas previos y amenaza con dar marcha atrás al reloj en muchos de los avances conseguidos en las dos últimas décadas. La posibilidad de una "segunda década perdida" no parece una exageración en estos momentos.

Pero la pesadilla que está suponiendo la crisis sanitaria no puede hacernos olvidar que el contexto internacional estaba trufado de factores de incertidumbre que, como en el cuento de Monterroso, todavía estarán allí al despertar. Se dirá que la incertidumbre va aparejada de manera inevitable a la economía; pero hay que reconocer que en los últimos tiempos han surgido cuestiones, algunas traídas por el propio devenir de la economía internacional y otras por cambios en la orientación política y por las posibilidades tecnológicas, que están produciendo una transformación muy profunda del escenario internacional. La escalada de tensiones comerciales, la pugna entre Estados Unidos y China por la hegemonía económica y tecnológica, las disensiones en el seno de la Unión Europea, la configuración aún no resuelta del Brexit, el cambio climático, los desafíos que plantea la revolución digital, la

transformación en las fuentes de generación y el uso de la energía... Todos son factores que entrañan cambios profundos para nuestro futuro.

Hemos escogido dos de estas cuestiones esenciales para la evolución económica internacional para analizar en este Panorama 2020. Se trata de dos aspectos que estaban ya en plena efervescencia antes de que surgiera la crisis sanitaria. El primero es el análisis del mercado del petróleo, los elementos que lo están transformando y el cambio en la lógica de la formación de los precios; comenzando por el anómalo comportamiento a comienzos de 2020, para seguir con los factores que explican las nuevas tendencias tanto de la oferta como de la demanda. El mercado del petróleo va a seguir en el punto de mira en el futuro in-

### La diplomacia comercial ha pasado de colaborativa a agresiva y desconfiada de cara a su apertura

mediato. El desarrollo tecnológico explica buena parte de los cambios intrínsecos que está experimentando, pero también ha abierto la puerta al cambio extraordinario que representa la transición energética. Todo ello comporta enormes desafíos para los países productores, para los que el petróleo constituye el eje de su existencia.

Finalmente, cerramos el informe de este año con un tema esencial para los que nos dedicamos de uno u otro modo a la actividad internacional: el cambio en las corrientes que mueven el comercio. Bajo las tendencias proteccionistas a las que hemos asistido en los últimos años subyace no solo un recurso más o menos oportunista para mejorar las cuentas externas de los países, sino una visión del comercio más egoísta que en el pasado. La "diplomacia comercial" ha pasado de ser colaborativa a agresiva, y esto está provocando el estancamiento de los flujos comerciales, la desconfianza hacia la apertura comercial y, por último, la crisis de la Organización Mundial del Comercio. El cuestionamiento de la OMC, la institución promotora de la liberalización y la equidad comercial, constituye una peligrosa manifestación de la crisis del multilateralismo a la que asistimos en los últimos tiempos.

Esperamos, con estos cuatro artículos, ofrecer un acercamiento ameno a algunas de las cuestiones cruciales que configuran el futuro del escenario internacional.



# 01

## EL MUNDO TRAS LA PANDEMIA: PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y POLÍTICA MONETARIA

**Por Rafael Loring Rubio**  
Analista de Riesgo País

**CESCE**   
El valor del crédito



## INTRODUCCIÓN

El presente artículo repasa las perspectivas macroeconómicas mundiales tras la pandemia del Covid-19. El mundo se enfrenta a una recesión de una magnitud desconocida y cuya salida plantea muchos interrogantes en cuanto a plazos e intensidad. Describimos un escenario central que implica una recuperación de la actividad débil en la segunda mitad de 2020 y más vigorosa en 2021. Dicho escenario está sujeto a importantes riesgos a la baja, por lo que repasamos también algunos escenarios alternativos más negativos. Finalmente, analizamos las consecuencias económicas a medio y largo plazo derivadas no solo de la propia crisis, sino también de la masiva respuesta por parte de la política monetaria. Si uno de los efectos de la anterior crisis financiera de 2009 ha sido el mantenimiento de una política monetaria ultra expan-

siva durante más de una década, la actual crisis amenaza con hacer de un mundo de tipos negativos algo casi permanente, con importantes implicaciones en el funcionamiento del sector financiero y el agravamiento de los riesgos en los mercados de deuda soberana y corporativa.

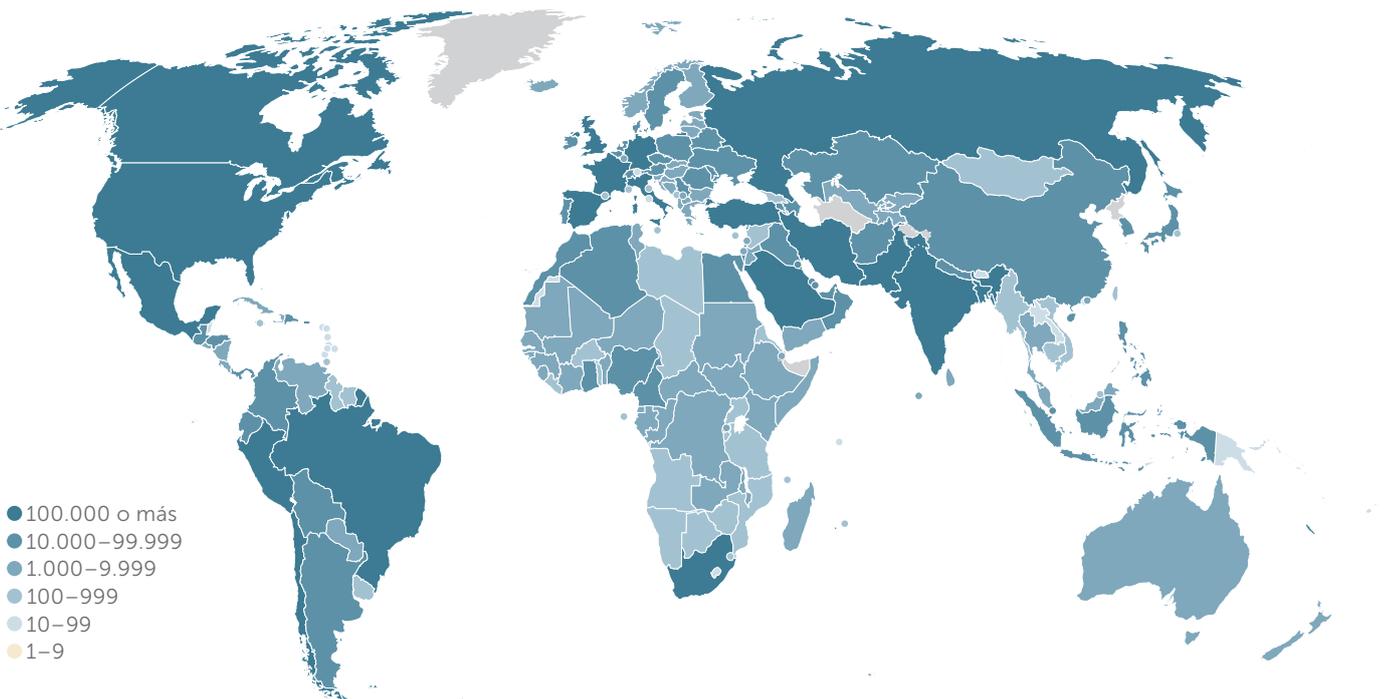
## UNA RECESIÓN DE UNA PROFUNDIDAD SIN PRECEDENTES Y DE DURACIÓN INCIERTA

La epidemia originada en la ciudad china de Wuhan en diciembre de 2019 se ha extendido por todo el planeta en apenas cuatro meses. Para frenar la curva de contagios y combatir el colapso de los sistemas sanitarios se han implantado cuarentenas, confinamientos y cierres de regiones enteras en más de 90 países. Estas medidas afectan de momento, aunque en distinto grado según el país, a la movilidad y la acti-

vidad económica normal de cerca de 3.900 millones de personas, lo que supone casi la mitad de la población y más del 80% del PIB mundial. Como consecuencia, el mundo se enfrenta a una caída del PIB en 2020 sin precedentes en cuanto a su magnitud. Por otra parte, el daño al tejido productivo a medio plazo dependerá tanto de la duración de las restricciones al movimiento, como del impacto a largo plazo sobre los hábitos de consumo y la salud del sistema financiero. Todo ello hace que las estimaciones de crecimiento para 2020 y 2021 sean extremadamente inciertas y deban ser tomadas como aproximaciones sujetas a un alto margen de error.

El escenario central que manejamos coincide a grandes rasgos con las estimaciones del FMI y de la mayor parte de entidades privadas que han publicado análisis entre los

CASOS COVID-19 CONFIRMADOS (A 1 DE JULIO DE 2020)



Fuente: Bloomberg

meses de abril y junio, una vez extendida la pandemia. Es cierto que las diferencias en las valoraciones sobre el crecimiento son mucho más amplias de lo normal, desde una contracción del 3% a una del 5% en el PIB mundial. Sin embargo, quizás lo importante es entender las hipótesis que se barajan en este escenario, especialmente en lo que concierne a la posibilidad de registrar una recuperación más rápida de cara a la segunda mitad de 2020 y en 2021.

El escenario central implica que, una vez implantadas las medidas de distanciamiento social de fuerte impacto económico, la epidemia tarda aproximadamente dos meses hasta que alcanza el pico de contagio y posteriormente uno o dos meses más en los que va remitiendo y en los que se irán relajando paulatinamente las restricciones a la actividad. Sin embargo, más allá de estos 3-4 meses de parón casi total (a partir de junio, aproximadamente, en las economías desarrolladas), hay un alto grado de incertidumbre en cuanto al ritmo de reactivación económica. Este escenario central asume que se produce un notable rebote de la actividad en el segundo semestre de 2020, si bien será en gran medida como resultado de la enorme magnitud de la caída previa, cercana al -20% del PIB en el segundo trimestre en Europa y Estados Unidos. Sin embargo, el repunte no será suficiente como para contrarrestar por completo dicha caída, por lo que la recuperación de los niveles previos del PIB no se producirá hasta, por lo menos, finales de 2021.

El FMI estima en su último *World Economic Outlook* (WEO), publicado en junio, que la contracción en el PIB para todo 2020 será del 8% en

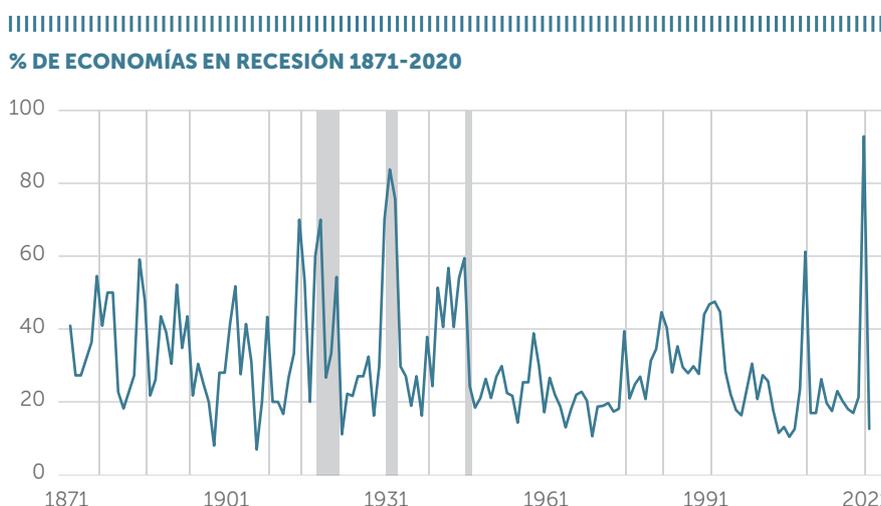
## El FMI estima que la contracción en el PIB para 2020 será del 8% en las economías desarrolladas

las economías desarrolladas y del 3% en las emergentes (dos puntos porcentuales adicionales respecto a la previsión de abril), provocando, en suma, una brutal caída del PIB mundial del 4,9%. La propia economista jefe del FMI, Gita Gopinath, ya ad-

virtió en abril, poco después de sus primeras previsiones, que la institución haría revisiones a la baja. Por su parte, el Banco Mundial, si bien emplea una metodología distinta a la del FMI para el cálculo del PIB, pronosticó también en junio una caída algo mayor, del 5,2%, en buena medida por unas perspectivas más negativas sobre los países emergentes. Se trata en cualquier caso de la mayor contracción económica registrada desde la depresión de la década de 1930.



Fuente: FMI WEO junio 2020



Fuente: Banco Mundial

Sin embargo, a diferencia de la Gran Depresión, la actual crisis podría ser relativamente breve si se cumplen algunas premisas. Respecto a los países desarrollados, implicaría que prácticamente todos mantengan implantado a partir de junio la política de test masivos, uso generalizado de mascarillas y trazabilidad de los nuevos casos que tan buen resultado ha dado en buena parte de los países asiáticos a la hora de contener la epidemia y sofocar rebrotes. Esto permitiría asumir que, de producirse nuevos rebrotes del virus, como los que de hecho ya se han registrado en mayo-junio en algunos países, serán localizados y se podrán controlar. Así, es posible que obliguen a reintroducir mayores medidas de distanciamiento y cuarentenas localizadas, pero no sería necesario aplicar de nuevo cuarentenas masivas. No obstante, ello no implica que el segundo semestre de 2020 vaya a registrar en este escenario central una actividad normal, de ahí que se haya popularizado el término "nueva normalidad".

Los datos de China tras la epidemia avalan, en efecto, la tesis de una recuperación parcial al menos durante los primeros meses con posterioridad a la contención de la epidemia. En concreto, en China, una vez levantadas las restricciones de confinamiento, la actividad laboral y la producción manufacturera sí se han recuperado relativamente rápido en las grandes empresas industriales (98%). En cambio, el sector servicios ha seguido mostrando niveles de actividad anormalmente bajos, especialmente en las pymes (60%) y en sectores como el turismo

**NIVEL DE CONGESTIÓN DE TRÁFICO EN CHINA 2019 VS 2020**



Fuente: FMI WEO abril 2020

y la hostelería (30%). En junio ya era visible una recuperación con un patrón muy similar en los países desarrollados que han ido levantando las restricciones. Así, los problemas en

**Los problemas en las cadenas de producción industrial se han resuelto con cierta rapidez**

las cadenas de producción industrial se han resuelto con cierta rapidez, pero el daño en la demanda persiste, especialmente en los servicios, la hostelería y el turismo. La Comisión Europea estima, por ejemplo, que en Europa se perderán este año casi la mitad de los ingresos por turismo,

un sector que supone cerca de un 10% del PIB de la UE.

En cualquier caso, los países desarrollados seguirán aplicando algunas medidas de distanciamiento social a partir de junio que, aunque más laxas que durante el confinamiento, afectarán especialmente al sector servicios, que representa cerca del 70% del PIB en las economías avanzadas. Por otra parte, en el hemisferio sur, principalmente en África y en Sudamérica, la expansión de la epidemia lleva casi dos meses de retraso con respecto a Europa y Estados Unidos, por lo que allí el pico de la epidemia podría producirse en junio-julio, y se podrá dar por contenida en agosto-septiembre en el mejor de los casos<sup>(1)</sup>. Así pues, aun cuando no haya

1. En los países emergentes, que cuentan con peores sistemas sanitarios y grandes suburbios urbanos donde la población vive en condiciones de hacinamiento, existe el temor de que no puedan llevar a cabo medidas de contención basadas en el confinamiento de forma efectiva.

**PMI DE EXPORTACIÓN INDEX=50**

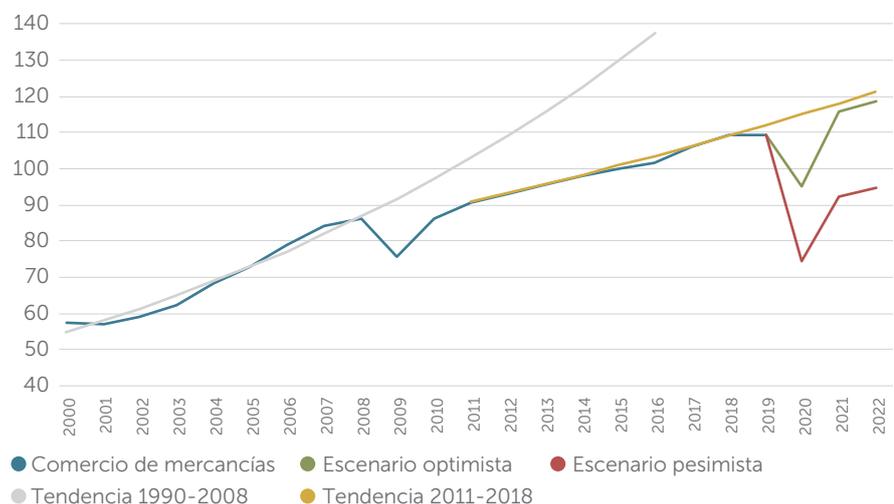
NUEVOS PEDIDOS PROVENIENTES DE GESTORES DE VENTAS DE EXPORTACIÓN



Nota: Los valores por encima de 50 indican expansión de pedidos respecto al mes anterior, y por debajo contracción. En los datos de marzo, los pedidos de manufacturas cayeron al 43,3, y los de servicios al 35,5.

Fuente: OMC

**EVOLUCIÓN DEL COMERCIO MUNDIAL DE MERCANCÍAS (2015=100)**



Nota: En el escenario optimista se produce una caída del comercio del 13% en 2020, con un rebote del 21% en 2021 que permite prácticamente retornar al nivel anterior a la pandemia. En el escenario pesimista el desplome es mucho mayor y la recuperación, aunque más intensa incluso en tasa de variación (+24%), es solo parcial y hace que en 2021 el comercio quede muy lejos de la línea de tendencia anterior a la crisis.

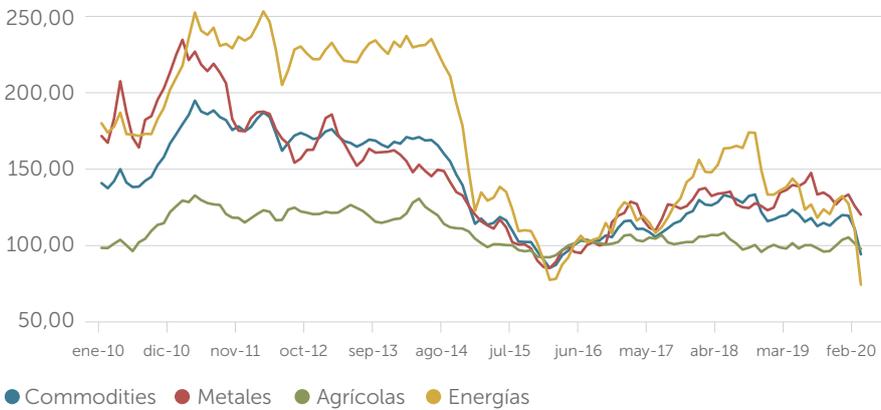
Fuente: OMC

necesidad de nuevas cuarentenas, el escenario central no solo contempla el mantenimiento de ciertas medidas de distanciamiento, sino también de importantes restricciones al transporte aéreo y al movimiento internacional de personas, tal y como ha hecho China a partir de marzo, una vez controlado el contagio local<sup>(2)</sup>. Ello implica que seguramente sigamos registrando cierta disrupción de las cadenas de producción internacionales y que el consumo y la inversión, aunque registrarán tasas elevadas respecto al segundo trimestre, no se recuperarán del todo en la segunda mitad del año.

Uno de los principales damnificados de esta situación es el comercio mundial. El FMI estima que el volumen del comercio internacional de bienes y servicios se contraerá un 11,9% en 2020, un punto más de la cifra que vaticinó en abril de 2009, durante la pasada crisis internacional (finalmente la caída fue del 10,9%). La OMC es algo más pesimista. Si bien sus estimaciones se refieren solo a mercancías, incide en que en esta ocasión no cabe pensar que el comercio de servicios se vaya a ver menos afectado, dado que el turismo y el transporte están sufriendo especialmente (ver gráfico). La OMC estima que en el escenario que denomina "optimista", y que vendría a ser el escenario central aquí descrito, el comercio de mercancías se contraería un 13%. Los sectores más perjudicados, especialmente en la fase inicial de disrupción, serían aquellos con cadenas de producción más

2. Ello no ha evitado un nuevo brote del virus en abril al norte del país, a través de su larga y porosa frontera con Rusia o, posteriormente, en Pekín, sin un origen claro. Por ello, en el primer caso las autoridades han implantado el cierre en algunas localidades septentrionales en la región de Heilongjiang, y ampliaron la obligación de cuarentena a los visitantes extranjeros a 28 días. En Pekín llevaron a cabo un cierre localizado de los barrios afectados y cerraron el mercado sospechoso de ser el origen de los contagios.

**IMPACTO DEL COVID-19 SOBRE EL PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS**



Fuente: FMI WEO abril 2020

desagregadas a nivel internacional y por tanto más complejos, como son los productos electrónicos o la automoción. Países cuyo sector exportador está muy especializado en este tipo de cadenas de producción, como Corea del Sur, Singapur, México, Malasia y Vietnam, verán muy afectadas sus ventas al exterior en esta fase inicial. En el escenario más pesimista, del que hablaremos más adelante, la OMC estima que el comercio de mercancías podría llegar a contraerse un 32%, una cifra que supondría un colapso del comercio internacional solo superado durante la Gran Depresión de 1930.

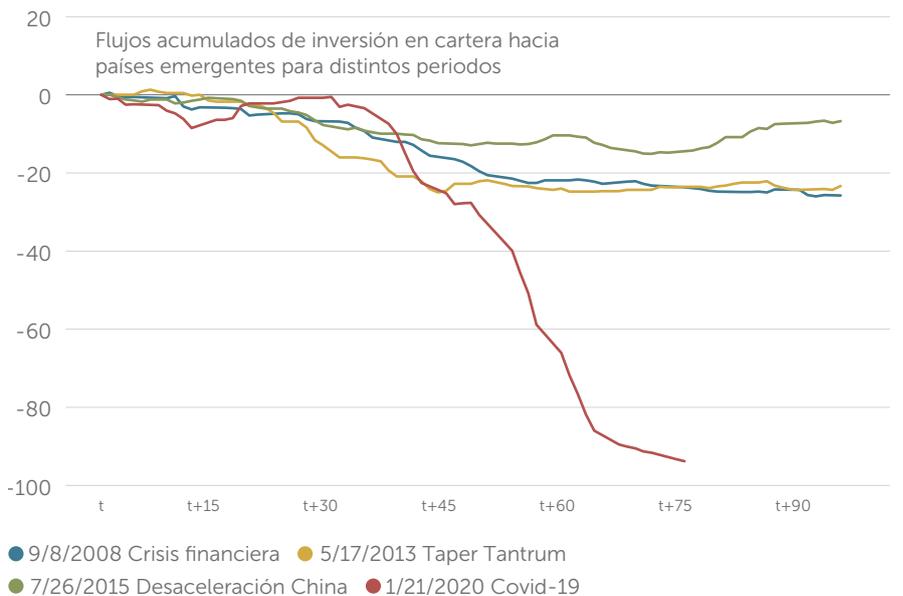
Se trata en todo caso de estimaciones en volumen. La OMC no hace previsiones sobre la evolución del comercio a precios de mercado, pero es evidente que la caída de los precios de las materias primas, y más en concreto el desplome del petróleo (60%) (ver gráfico "Impacto del Covid-19 sobre el precio de las materias primas"), va a suponer un descenso todavía más abrupto para algunos países en términos de ingresos externos. Muchos países dependientes del petróleo y otras materias

primas afrontan, además, la actual coyuntura en una situación delicada en términos financieros.

Efectivamente, con motivo del periodo de precios bajos de las materias primas de 2015-16 y de una fuerte

apuesta por la inversión en infraestructuras a través de la financiación externa, muchos países emergentes se enfrentan a esta caída abrupta de los ingresos con un elevado peso de la deuda y un monto de reservas de divisas limitado (de forma más aguda los de renta baja (LIC)). Existe, pues, una seria amenaza de que se produzca una cascada de *defaults* de deuda soberana en estos países. Según las cifras del IIF, el flujo de capitales hacia los países emergentes se ha detenido por completo desde febrero. De hecho, en marzo se produjo la mayor salida de inversión en cartera jamás registrada en un solo mes (83.000 millones de dólares). La intensidad de esta salida de capitales ha sido notablemente mayor que en episodios similares de pasadas crisis (ver gráfico "Salida de capitales de emergentes: Covid-19 vs otros episodios").

**SALIDA DE CAPITALES DE EMERGENTES: COVID-19 VS OTROS EPISODIOS (MILES MILL.\$)**



Nota: La salida de capitales en cartera es considerablemente mayor que durante la crisis financiera global (2008), el pánico originado por la devaluación de China en 2015 o la inestabilidad financiera que siguió en 2014 al anuncio de la Fed sobre una posible reducción anticipada de sus compras de bonos ("taper tantrum").

Fuente: IIF

Se están viendo especialmente afectados algunos países de Latinoamérica y, sobre todo, del África subsahariana, que están recurriendo a las líneas de liquidez de emergencia del FMI (*Rapid Credit Facility* y *Rapid Financial Instrument*). El Fondo ha recibido ya peticiones de 102 países y ha puesto a su disposición 100.000 millones de dólares en estas líneas e incluso otorgado condonación a 25 países dentro del plan de alivio de catástrofes (*Catastrophe Containment and Relief Trust-CCRT*), aunque se trata en este caso de importes muy reducidos.

En atención a estas dificultades, el pasado 15 de abril, en el marco de la reunión del G20 y a petición del FMI se aprobó la iniciativa DSSI (*Debt Service Suspension Initiative*). Se trata de una moratoria de un año en el pago de la deuda oficial bilateral para países LIC. La suspensión de los pagos afectaría a principal e intereses hasta marzo de 2021 y no implica quita. De los 73 países susceptibles de recibir este alivio de deuda 36 ya lo han solicitado y 18 ya han firmado acuerdo en el seno del Club de París. Asimismo, en este mismo foro el presidente del IIF hizo un llamamiento, en primer lugar, a los países acreedores que no forman parte del Club de París a integrarse en la iniciativa (China es el principal acreedor del África subsahariana); y, en segundo lugar, a los deudores privados a emprender una iniciativa similar que incluya al menos seis meses de moratoria en los pagos. El objetivo de la moratoria es otorgar margen fiscal a estos países para que puedan aumentar el gasto para enfrentar la emergencia sanitaria. No obstante, al no implicar quita de deuda puede resultar insuficiente para muchos países, como ya ha señalado el Banco Mundial.

## IMPACTO SOBRE HOGARES, EMPRESAS Y SECTOR FINANCIERO

Uno de los elementos clave que va a determinar la profundidad y duración de la recesión va a ser el daño al tejido empresarial y el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero durante los próximos meses. En el escenario central se estima que se va a producir un fuerte incremento de las quiebras empresariales, la morosidad del crédito y nuevas necesidades de capital del sector bancario; pero se da por hecho también que las intensas medidas ya implantadas por los bancos centrales, especialmente el BCE y la Fed, lograrán mantener la estabilidad del sistema financiero y que no se va a producir una paralización del crédito internacional, como ocurrió en 2008-09.

El Covid-19 ha provocado que se dispare la tasa de ahorro personal y los depósitos bancarios

Hay que señalar que, si bien el margen de bajada de tipos aplicado por las instituciones monetarias de los países desarrollados ha sido prácticamente nulo debido a la política ultra expansiva mantenida desde la crisis de 2009, la experiencia de aquel episodio sí ha servido, como veremos en detalle más adelante, para actuar con una celeridad y una intensidad muy superiores a las de entonces. Lo que en 2008 llevo años llevar a la práctica (especialmente al BCE) y de forma escalonada, ahora se ha hecho en cuestión de semanas y sobrepasando en monto y amplitud de instrumentos todo lo utilizado anteriormente. Gracias a ello, aunque el funcionamiento de los mercados ha llegado a experimentar momentos de estrangulamiento preocupantes, estos se han resuelto en apenas dos semanas. De hecho, la acción de los bancos centrales ha permitido la emisión de deuda corporativa con volúmenes récord a partir de finales de marzo a tipos relativamente bajos. Asimismo, el sector bancario enfrenta la situación, en términos generales, en unas

TASA DE AHORRO PERSONAL DE LA RENTA DISPONIBLE EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Economic Analysis

condiciones de relativa fortaleza a causa de la normativa internacional más estricta sobre reservas de capital y a una política de concesión del crédito prudente. Del mismo modo, la situación financiera de los hogares se encuentra relativamente saneada y el Covid-19 ha provocado que se dispare la tasa de ahorro personal y los depósitos bancarios.

Sin embargo, no se puede decir lo mismo del sector corporativo, que en la pasada década ha aprovechado las facilidades de acceso al crédito para financiarse directamente en los mercados de deuda, elevando considerablemente su nivel de apalancamiento (ver caso de Estados Unidos en el gráfico "Deuda corporativa vs empresarial y morosidad en la deuda *high yield*"). Es cierto que se trata sobre todo de grandes empresas que nuevamente han logrado, gracias a los Bancos Centrales, acceder a financiación de forma relativamente fácil. De todas formas, Goldman Sachs, por ejemplo, estima en un escenario central que en Estados Unidos la morosidad de la

deuda corporativa *High Yield* o sin calificación de grado de inversión (HY) pasará del 2,5% al entorno del 13% en 2020, y que podría llegar al 17% en un escenario más negativo (ver gráfico). La agencia de *rating* Fitch ha realizado un ejercicio similar para la deuda HY europea, y estima un rango de *default* de entre el 8% y el 14% dependiendo de los escenarios. Las perspectivas tampoco

### Estados Unidos ha aprobado el plan de estímulo más amplio de su historia

son halagüeñas para las pequeñas y medianas empresas sin capacidad de acceder a los instrumentos de deuda, a pesar, incluso, de que algunos programas de ayuda fiscal están dirigidos exclusivamente a ellos. La Cámara de Comercio de Estados Unidos estima que el 54% de las pymes se han visto obligadas a paralizar su negocio y que el 40% se vería obligado a un cierre permanente en el

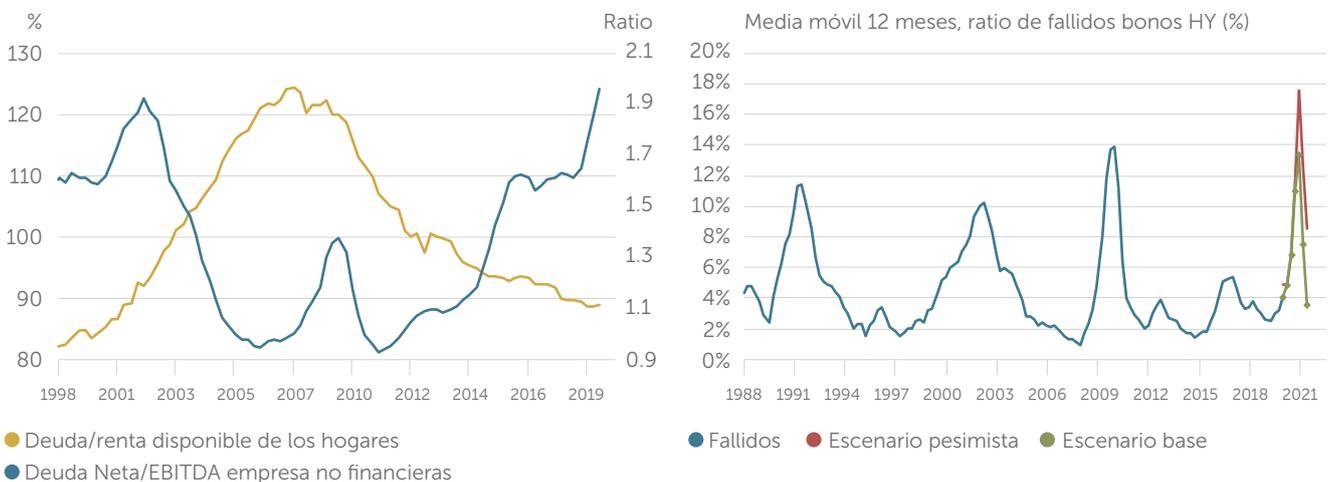
plazo de tres meses si la situación no mejorase. En definitiva, aunque no se produzca una desestabilización del sistema financiero, sí se espera una intensa destrucción de empresas y un rápido incremento de la morosidad empresarial.

### PERSPECTIVAS 2021

El escenario central implica una creciente normalización a medida que se cierre el año y se logre disponer de una vacuna y de medicamentos que disminuyan significativamente la mortalidad, posiblemente en torno al primer trimestre del año que viene. Habitualmente una vacuna tarda entre 12 y 18 meses en ser desarrollada, aunque dada la ingente cantidad de recursos empleados y el alto número de laboratorios implicados en fabricar una para el Covid-19 es muy posible que se logren resultados antes. Actualmente hay una docena de vacunas en fase de pruebas clínicas con humanos y más de 100 en fase preclínica. Entre los ensayos más avanzados y prometedoros hasta el momento se encuentran los de Moderna Therapeutics y



DEUDA CORPORATIVA VS EMPRESARIAL Y MOROSIDAD EN LA DEUDA *HIGH YIELD* (ESTADOS UNIDOS)

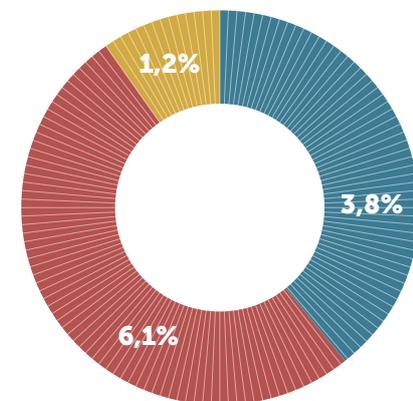


Fuente: Goldman Sachs

el de Astrezeneca en colaboración con la Universidad de Oxford, cuyos primeros resultados han sido positivos. Estos dos ensayos previsiblemente en julio entrarán a la Fase III (ensayos en grupos humanos numerosos). Ambas compañías aseguran que podrían tener una versión inicial de la vacuna tan pronto como en otoño. El propio gobierno de Estados Unidos en colaboración con estas empresas ha puesto en marcha la operación Warp Speed (velocidad de la luz) con 10.000 millones de dólares de financiación para acelerar en lo posible la obtención y fabricación de la vacuna, permitiendo ya la producción en masa antes de obtener los resultados de los ensayos. No obstante, habría que añadir el tiempo necesario para la elaboración y distribución masiva en todo el mundo, lo que podría suponer al menos varios meses más. Por todo ello, en el escenario central no contemplamos la aparición de la vacuna a efectos prácticos al menos hasta el primer trimestre de 2021<sup>3)</sup>.

La vacuna permitiría una fuerte recuperación del crecimiento el año que viene. Hay que tener en cuenta que solo por la gran magnitud de la caída ya es posible estimar una tasa de crecimiento muy elevada en 2021, incluso si el nivel de producción queda significativamente por debajo del previo a la crisis. Además, si durante la primera mitad del año se eliminaran por completo las restricciones al movimiento, veríamos el impacto completo de los estímulos y las ingentes ayudas fiscales aprobadas en los últimos meses. Solo los países

**G20 ESTÍMULO FISCAL DE 7,6 BILLONES DE DÓLARES** (DATOS EN % DEL PIB)



- Instrumentos de crédito
- Gasto fiscal directo
- Reducción de impuestos

No incluye importes por aplazamiento en el pago de impuestos ni el plan de reconstrucción de 540.000 mill.€ anunciado por la UE.

Fuente: CSIS (29 de junio)

del G20 se estima que a 29 de junio han aprobado planes de gasto fiscal que en conjunto suman más de 7,6 billones de dólares, lo que representa un estímulo equivalente a casi el 11,2% del PIB del G20. Sobresalen en cuantía y en términos de gasto fiscal directo frente a los instrumentos de crédito los estímulos puestos en marcha en Estados Unidos y Alemania (no se incluye aquí el programa de ayuda anunciado por la UE todavía en discusión). Estados Unidos, en concreto, ha aprobado en varias etapas el plan de estímulo más amplio de su historia, que supone en conjunto un 13,6% de su PIB. El importe, en concreto, asciende a 2,9 billones de dólares, que incluyen 1,8 billones de dólares en gasto directo.

Por otra parte, hay que resaltar que, a diferencia de la crisis de 2009, ahora en principio y si la reactivación es relativamente rápida no habría necesidad de atravesar un largo periodo de desapalancamiento y recapitalización del sector bancario, que fue lo que provocó una recuperación tan lenta en la pasada crisis. El FMI estima que el crecimiento mundial en 2021 será del 5,4% del PIB. Los países desarrollados crecerían un 4,8% y los emergentes un 5,9%. Evidentemente, estas previsiones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre.

**OTROS ESCENARIOS:**

Si bien hemos podido describir un escenario central que es común por lo general a lo estimado por las agencias internacionales y entes privados, no es posible hacer lo mismo con los escenarios alternativos negativos. La razón es que divergen más en cuanto a los factores implicados y el impacto final. Principalmente son dos los factores que hacen variar las previsiones en los distintos escenarios. Por un lado, la eventual persistencia del impacto económico y el daño en el sistema financiero; y, por otro, la posibilidad de que la epidemia no se contenga a partir de junio-julio y se produzcan rebrotes no controlados de la enfermedad.

En cuanto al primer efecto, hay que señalar que algunas casas de análisis eran ya en abril más negativas en su estimación del impacto económico en 2020, especialmente en lo que respecta a Europa, con tasas de contracción de más del 10%

3. Además de las vacunas, hay en marcha ya cerca de 30 ensayos clínicos para testar medicamentos contra el Covid-19 que permitirían tratar la fase respiratoria aguda de la enfermedad. Ya se han obtenido resultados favorables en un estudio en el Reino Unido para la dexametasona, que indican que reduce en un tercio la mortalidad en los casos graves. De obtener más resultados efectivos a lo largo de la segunda mitad de 2020 también se reduciría la necesidad de mantener medidas estrictas de distanciamiento social.

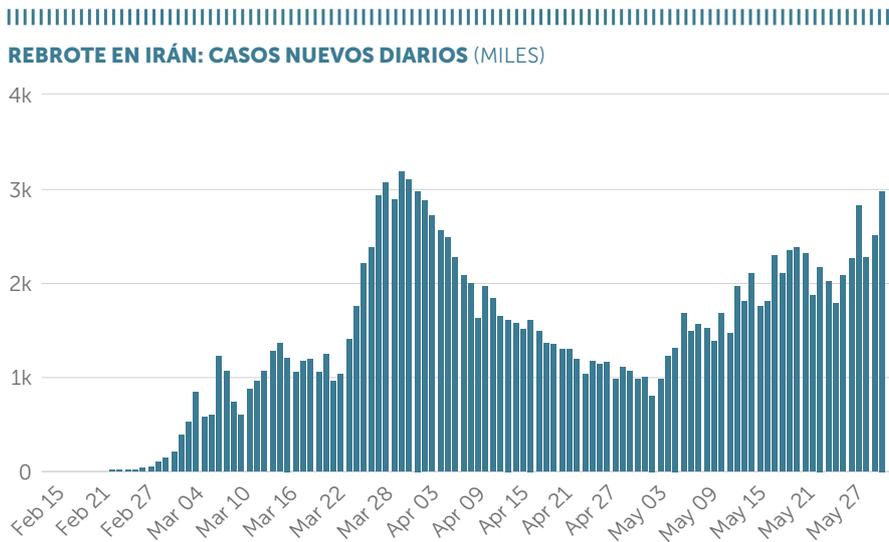
para los países más afectados por la epidemia, como Italia y España, pero también para Estados Unidos y países emergentes. Esto es algo que ya ha recogido en junio el FMI al revisar a la baja su previsión de crecimiento y situarla en el -4,9%. En general, ello implica que el impacto de los estímulos tendrá una menor tracción sobre la economía en 2020. No obstante, ello deja algo de margen para que, sin movernos del escenario central, se registren datos

menos negativos que los pronosticados por el FMI en junio.

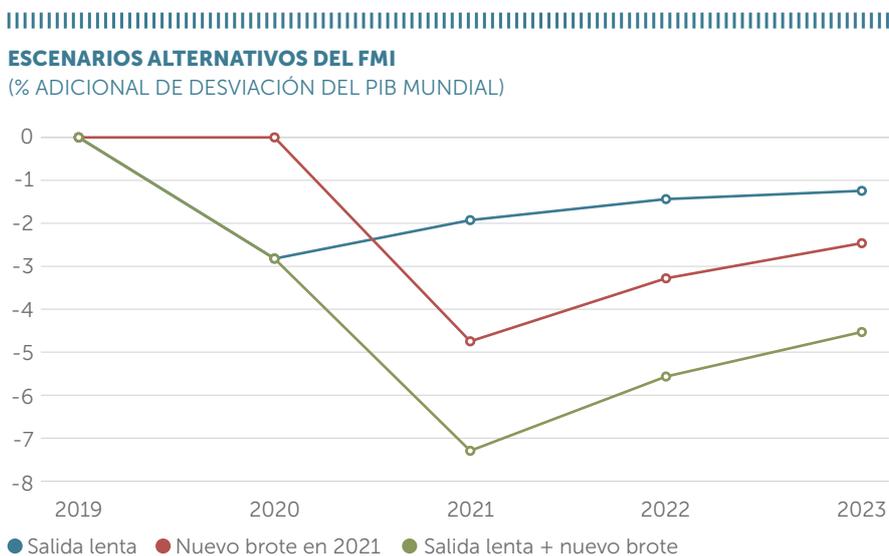
En efecto, parece que el FMI ha hecho suyas las tesis algo más pesimistas del escenario central estimado por Banco Mundial (-5,2%), en especial en cuanto a la evolución de los países emergentes. El Banco Mundial estima que en países con una alta informalidad de la fuerza laboral es extremadamente complejo alcanzar un estadio de "nueva norma-

lidad" capaz de contener la epidemia de forma eficaz, así como aplicar medidas fiscales para paliar el daño provocado por el periodo de confinamiento. Asimismo, consideran que el daño provocado en estas economías por los menores ingresos por materias primas podría provocar fuertes tensiones en sus mercados de deuda durante la segunda mitad del año.

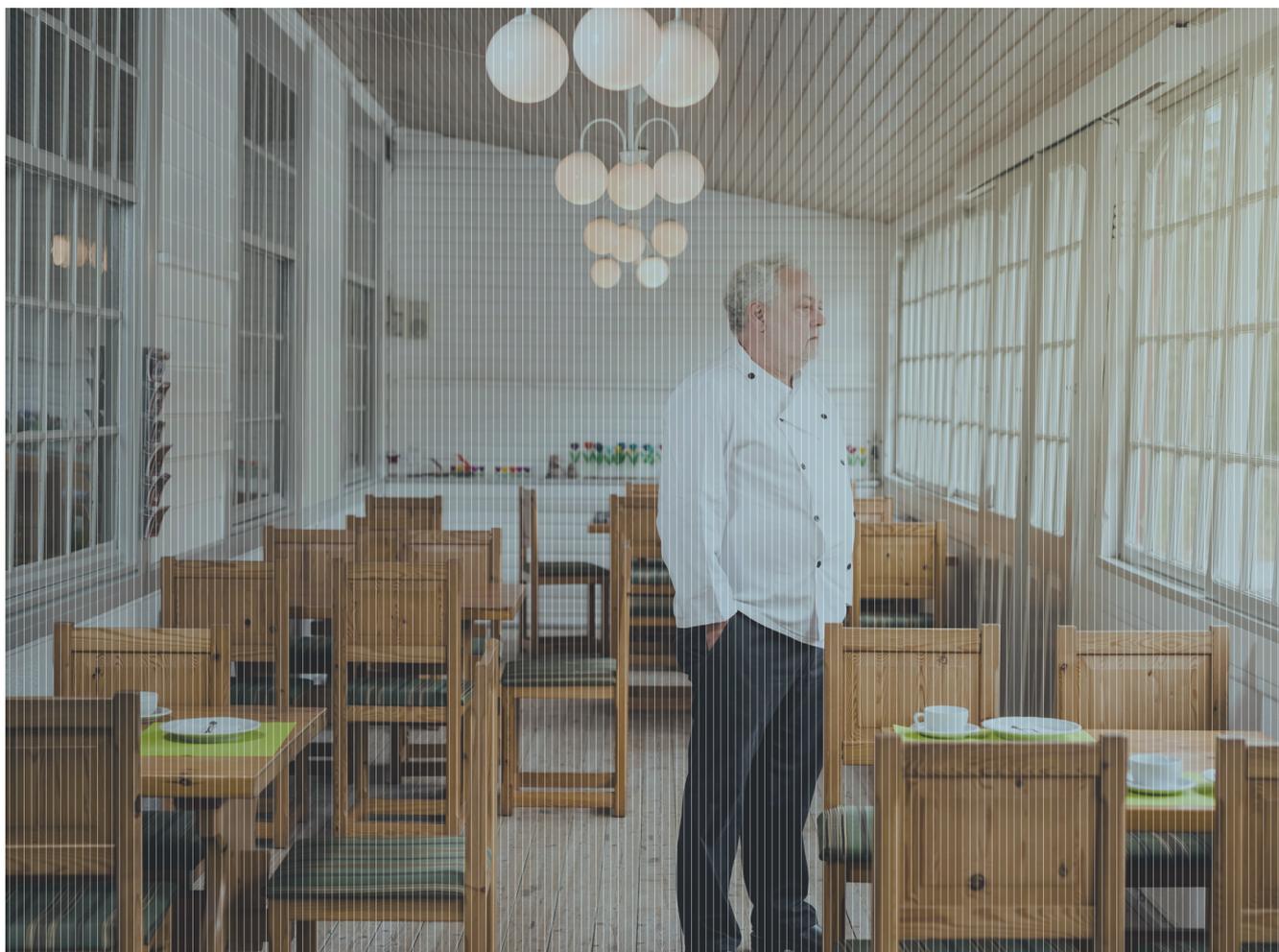
Sin embargo, por lo general los escenarios negativos se basan en la posibilidad de nuevos rebrotes. Algunos analistas desconfían de que a partir de junio los países desarrollados y a partir de agosto-septiembre los emergentes puedan tener controlada la epidemia si se levantan las restricciones a la movilidad. La capacidad para establecer mecanismos efectivos de control con test masivos, trazabilidad y uso extendido de mascarillas puede tardar más en algunos países o ni siquiera llegar en otros, lo que puede provocar retrasos en el levantamiento del confinamiento y la necesidad de volver a implantarlos de forma generalizada después. De todas formas, hay que señalar que el escenario central no descarta la aparición de rebrotes. De hecho, como hemos comentado, se han producido ya en muchos países asiáticos que han controlado la epidemia, como China, Japón y Corea del Sur, y aunque ello ha obligado a imponer nuevamente algunas medidas no ha supuesto el retorno al confinamiento masivo. Algo similar está ocurriendo en los países europeos. Lo que no es compatible con el escenario central es la aparición de rebrotes amplios en varios países que paralicen de nuevo la actividad. Hasta la fecha, solo Irán ha registrado un rebrote de magnitud similar al inicial. El caso no parece



Fuente: Worldometer



Fuente: FMI



extrapolable, ya que se debe principalmente al levantamiento de las medidas de distanciamiento menos de dos semanas después de alcanzar el pico de la epidemia, cuando el número de casos activos era todavía muy elevado.

El FMI estimó en abril tres escenarios negativos alternativos que son un buen punto de partida.

En el primero de ellos contempla un impacto económico más intenso y prolongado, con problemas especialmente agudos de financiación en los países emergentes. En este escenario el PIB mundial se contraería un 5,8% en 2020 y la recuperación en 2021 sería menos inten-

### El Banco Mundial estima un escenario negativo que pasaría por un nuevo periodo de confinamiento

sa. En el segundo escenario se produce un rebrote de la epidemia en 2021, que si bien no alteraría el crecimiento en 2020 sí provocaría que fuese prácticamente nulo el año que viene. El tercer escenario combina ambos efectos.

En ese supuesto, el PIB caería igualmente un 5,8% y el año que viene empeoraría un 7,3% del PIB con respecto al escenario base, lo que supone de hecho una nueva contrac-

ción. En suma, de 2022 a 2024 se podrían perder en torno a otros 10-12 puntos de PIB en total en comparación con el escenario base.

Por su parte, el Banco Mundial estima un escenario negativo que pasaría por un nuevo periodo de confinamiento de un trimestre en la segunda mitad de 2020 en los países desarrollados y un severo daño económico en los emergentes. Esto supondría una contracción del PIB mundial del 8% para todo el año, con contracciones del 10% en los desarrollados y del 5% en los emergentes. Asimismo, este escenario implicaría una recuperación muy lenta, con un crecimiento de apenas un 1,2% en 2021.

## LA MASIVA INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y SUS CONSECUENCIAS

Ya hemos destacado que una de las claves para que se cumpla el escenario central de recuperación económica es la estabilidad financiera. Este es un elemento que casi se da por sentado en estos momentos por los mercados. Sin embargo, si no hubiera sido por la intervención sin precedentes de los bancos centrales emprendida desde marzo, posiblemente nos encontraríamos ante una crisis financiera de magnitud similar a la de 2008-09, a la que habría sumar los daños económicos producidos por el Covid-19.

En efecto, aunque fue breve, durante la semana del 16 de marzo se vislumbró la posibilidad de una crisis de liquidez en los mercados, que podría haber provocado un efecto en cadena sobre todo el sistema financiero. El domingo previo, el 15 de marzo, en una reunión de emergencia, la Reserva Federal (Fed) anunció una nueva rebaja de tipos desde el 1% hasta el 0% y un plan de compras de activos de 750.000 millones de dólares. Sin embargo, el lunes la Bolsa de Nueva York se desplomó un 13%, la segunda mayor caída de su historia. Muchas empresas, en un intento por hacer acopio de liquidez ante la nueva e incierta realidad, se vieron en la necesidad de deshacerse de activos para los que no encontraban comprador. No se trata solo de que los *spreads* de algunos bonos *high yield* se disparasen a tasas de casi dos dígitos, es que durante casi dos días el mercado monetario de deuda comercial a muy corto plazo empezaba a mostrar signos de estrés, lo que amenazaba con paralizar el sistema financiero, de forma muy

### MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA BCE & FED FRENTE AL COVID-19

	Reserva Federal	Banco Central Europeo
Tipo de interés	Recorte de tipos en 150 pb. En dos etapas hasta el 0-0,25% y anuncia su mantenimiento hasta por lo menos 2021.	Mantenimiento de tipo de referencia de depósito en -0,5%.
Compras de activos a gran escala	Anuncia la compra de Bonos del Tesoro y MBS sin límite: "en las cantidades que sean necesarias para el normal funcionamiento del mercado y la transmisión efectiva de la política monetaria hacia las condiciones financieras y económicas generales".	<ul style="list-style-type: none"> <li>Incremento de compras bajo el APP (programa de compra de activos) en 120.000 mil.€ hasta finales de 2020 (1% del PIB).</li> <li>(PEPP) Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia: 750.000 millones de euros (6,5% del PIB). Se amplía posteriormente en 600.000 millones de euros adicionales (5,2% del PIB). Se amplía la flexibilidad tanto con respecto a los países como a los tipos de activos. Se incluye la deuda soberana griega y emisiones de papel comercial con suficiente calidad crediticia.</li> </ul>
Facilidades de crédito	<ol style="list-style-type: none"> <li>CPFF (Facilidad de Financiación para Papel Comercial): provee liquidez de última instancia al mercado de papel comercial.</li> <li>PMCCF (Facilidad de Crédito para el Mercado Primario Corporativo): financiación directa para empresas con calificación de grado de inversión.</li> <li>SMCCF (Facilidad de Crédito para el Mercado Secundario Corporativo): compra de bonos de empresas y ETF (fondos de inversión cotizados) con grado de inversión.</li> <li>TALF (Facilidad de préstamo para emisiones de activos colateralizados): apoyo financiero a emisiones de activos respaldados por préstamos estudiantiles, compra de coches y tarjetas de crédito.</li> <li>PDCF (Facilidad de crédito para agentes primarios): otorga financiación a agentes y brokers del mercado de bonos a corto plazo garantizados por deuda de grado de inversión con el mismo tipo que la facilidad de crédito para instituciones financieras.</li> <li>MMLF (Facilidad de liquidez para Fondos del Mercado Monetario): ofrece préstamos a entidades financieras que participen en el mercado monetario con garantías de grado de inversión.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>LTRO (Operaciones de Refinanciación de Largo Plazo) se aprueban como financiación de última instancia para entidades con necesidades de liquidez hasta junio de 2020.</li> <li>Los LTRO se expandirán desde 30% a 50% del valor contable de los préstamos elegibles de las entidades financieras y el tipo de interés se recortará hasta el 0,75%.</li> </ol>

Fuente: Goldman Sachs, a 30 de mayo de 2020

similar a lo sucedido tras la quiebra de Lehman Brothers. La Reserva Federal puso de inmediato a funcionar los programas de expansión cuantitativa con una intensidad no vista hasta entonces, con la compra directa y masiva de bonos en los mercados. Además, en los siguientes días anunció nuevos programas de intervención, dirigidos específicamente a los distintos mercados de deuda que registraban problemas, con capacidad prácticamente ilimitada de compras, lo que tuvo un efecto balsámico.

En Europa, la semana anterior, la presidenta del BCE había anunciado unos planes de estímulo que el mercado consideraba muy tibios. Principalmente se trataba de un nuevo tramo de compras de bonos corporativos por valor de 120.000 millones de euros extra hasta final de año, con la posibilidad de ampliarlo durante el tiempo que fuera necesario. Además, se habían filtrado unas declaraciones de su presiden-

ta, Christine Lagarde, con relación al incremento de los *spreads* de los bonos Italianos, señalando que "el BCE no estaba para solventar crisis sanitarias de los países miembros". El castigo en los mercados y en la cotización del euro no se hizo esperar. El miércoles 18 de marzo el índice de la Bolsa de Frankfurt, el Dax alemán, caía nuevamente hasta

### La Fed ha inyectado en el sistema 3 billones de dólares, el BCE, casi 1 billón de euros

el mínimo del mes, acumulando un descenso de más del 38% en menos de dos meses. Ese mismo día incluso los bonos de máxima calidad, como los alemanes, comenzaban a caer en medio del pánico vendedor de la bolsa, lo que obligó al BCE a intervenir nuevamente con mayor intensidad. Al día siguiente el BCE anunció un plan de apo-

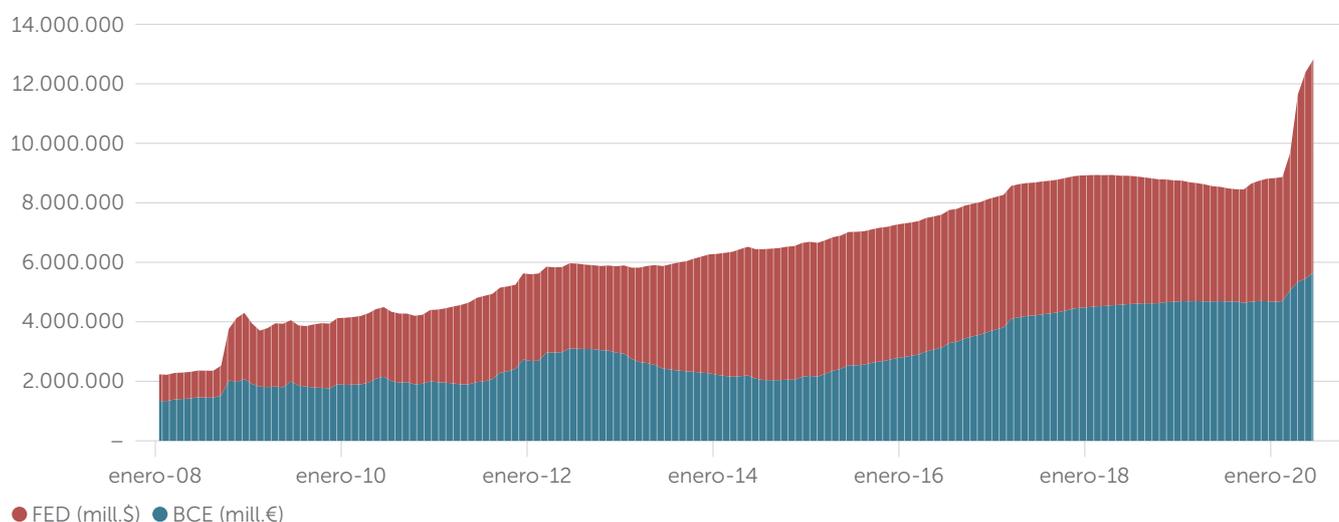
yo financiero similar al ya implantado la semana anterior por la Fed. Se trata de un plan de compras de activos por valor de 750.000 millones de euros acompañado de la reducción de los requisitos de los colaterales para acceder a ellos, una medida que calmó casi de inmediato a los mercados (el 4 de junio, ante el temor a que se quedara sin capacidad, se extendería el límite de compra de activos en 600.000 millones de euros adicionales).

Sin duda, la experiencia de la crisis de 2008-09 y los instrumentos de actuación creados desde entonces han sido clave para que los bancos centrales hayan puesto en marcha en cuestión de apenas unos días o semanas una intervención de una magnitud colosal. Así, el contraste en la actuación en magnitud y celeridad es abrumador, especialmente en cuanto al BCE. Lo que aquí llevo apenas dos semanas, en la pasada crisis hubo que esperar años, hasta el *whatever it takes* de Draghi de

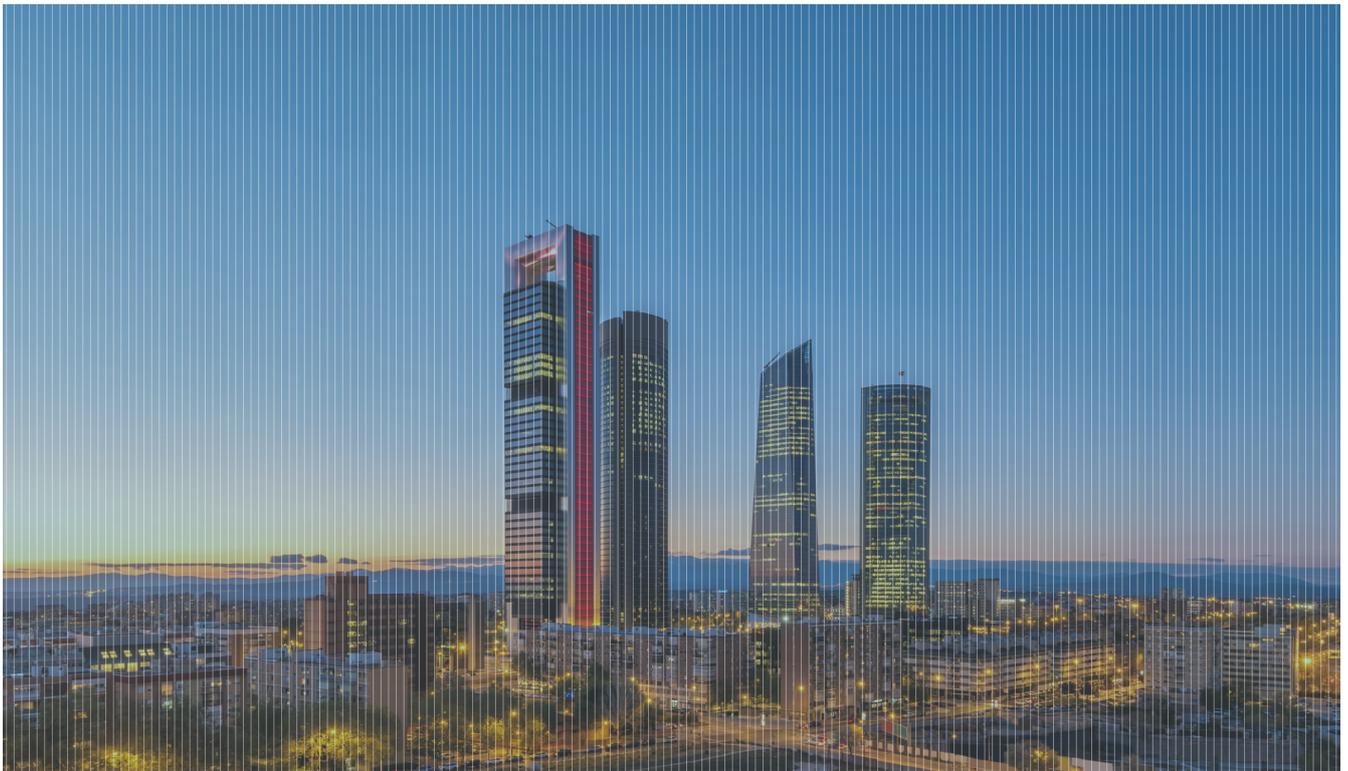


#### INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES: FED & ECB

(TAMAÑO DEL BALANCE MILL. \$/€)



Fuente: Fed, BCE



julio de 2012 (con subida de tipos incluida en 2011).

Es difícil exagerar la magnitud de la intervención de los bancos centrales que ha tenido lugar en apenas tres meses. La mejor manera es comprobar la evolución del tamaño de sus balances derivada de la compra de activos. La Fed ha inyectado en el sistema entre marzo y junio 3 billones de dólares, mientras que para el BCE el monto ascendió a casi 1 billón de euros. Para entender la magnitud de esta intervención hay que tener en cuenta que estos 4 billones equivalen al tamaño que tenía la Fed el pasado mes de enero. Además, se ha hecho en un tiempo récord. Lo inyectado por la Fed y el BCE en estos meses equivale a la totalidad de los programas de QE1 y QE2 llevados a cabo por la Fed en-

tre 2008 y 2013, más todo lo inyectado en 2012 por el BCE para hacer frente a la crisis de deuda soberana de los países del sur de Europa. Además, habría que añadir la intervención de otros bancos centrales, especialmente el Banco de Japón, que ha realizado compras de activos por el equivalente a medio billón de dólares. Países emergentes como Indonesia, Polonia o Filipinas también han emprendido programas de compra de activos imitando la actuación de la Fed. Incluso países con condiciones financieras más débiles, como Sudáfrica o Turquía, lo han hecho para dar liquidez al mercado, a pesar de que sus tipos de interés están muy lejos de haber alcanzado el límite del 0%.

Por otra parte, no solo no ha habido dudas a la hora de la interven-

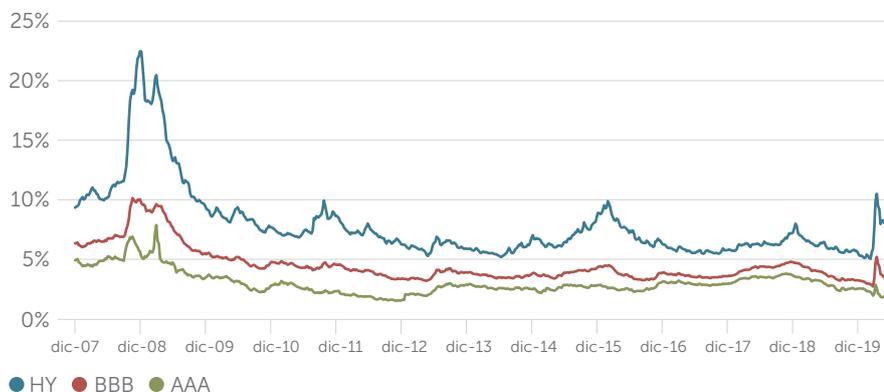
ción directa en los mercados, también se han traspasado muchas de las antiguas "líneas rojas" de intervención en cuanto a la calidad y tipología de los activos. Así, el BCE ha admitido como colateral deuda soberana por debajo del grado de inversión y la Fed, entre sus numerosos programas, ha llegado a anunciar la compra de deuda corporativa tanto en forma de ETF como en emisiones individuales de empresas<sup>4</sup>. Todo ello, de paso, ha zanjado de una vez por todas los debates sobre la falta de margen de los bancos centrales para actuar en caso de crisis, con motivo de que sus tipos de interés hubieran alcanzado cotas cercanas al 0% antes de la crisis.

Por otra parte, la rápida y masiva actuación de la Fed ha tenido un efecto en todos los activos de riesgo,

4. Aunque no lo descarta en un futuro, el Consejo de la Fed considera mayoritariamente que establecer tipos negativos para facilidades de depósito como hace el BCE tiene más inconvenientes que ventajas.

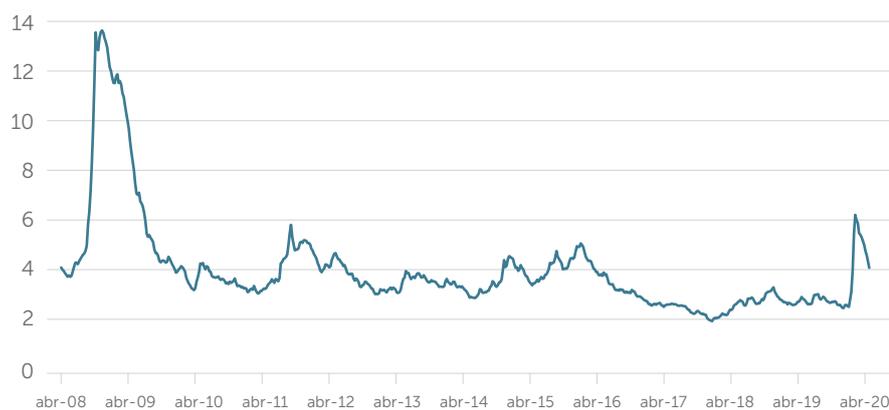
### RENTABILIDAD DE LOS BONOS CORPORATIVOS EEUU 2007-2020

(BOFA EFFECTIVE YIELD INDEX)



Fuente: Bank of America

### SPREAD DE RIESGO EMERGENTES (BONOS CORPORATIVOS) 2008-2020



Fuente: Bank of America

favoreciendo así enormemente la estabilidad cambiaria y financiera de los países emergentes, que en principio son más vulnerables en este aspecto. Esto ha sido una política deliberada de la Fed, que ha ampliado el número de países con acuerdos de *swap* de divisas (permite mayor liquidez en dólares) hasta 14 países distintos. Precisamente este tipo de acuerdos se crearon en la crisis 2009, cuando la falta de financiación en dólares en los bancos extranjeros estranguló el comercio internacional.

Así pues, los bancos centrales no solo han evitado una crisis financiera en los países desarrollados, sino que están apoyando una sorprendente estabilidad financiera en los mercados emergentes, a pesar incluso de la magnitud del *shock* que están sufriendo por la caída del precio de las materias primas. Si bien se ha producido una lógica depreciación de las monedas emergentes respecto al dólar (del 10% aproximadamente, medida por el índice Emerging-dollar elaborado por Bank of America), a partir de abril se ha notado en tér-

minos generales una estabilización de sus cotizaciones. Por su parte, los *spreads* de rentabilidad de la deuda emergente se han quedado muy lejos de alcanzar las cotas de 2009, e igualmente a partir de abril han regresado a registros normales.

Es evidente que una de las principales consecuencias de la actuación de los bancos centrales es que de momento se ha frenado el riesgo de una crisis financiera global. Sin embargo, los países siguen sufriendo un daño directo en la economía real, ya sea por el confinamiento y/o por la caída de la demanda en la desescalada. Como consecuencia, resulta crucial que el periodo entre la "nueva normalidad" y la vacuna o remedio definitivo sea lo más corto posible. Cuanto más prolongue este periodo, mayor y más duraderos serán los daños sobre el desempleo y el volumen de deuda. Esta última podría generar graves problemas a medio plazo e incluso ser el origen de una nueva crisis financiera.

Si bien la caída de los *spreads* de riesgo y la relativa estabilidad de los mercados financieros son noticias positivas, detrás de la actuación de los bancos centrales se está produciendo un alarmante proceso de sobreendeudamiento tanto de las empresas como de los Estados, sobre unos niveles que ya eran preocupantes antes de la crisis. Las empresas, ante la perspectiva de menores o en algunos casos nulos ingresos durante meses, han acudido en masa a los mercados, especialmente en los meses de abril y mayo, con el objetivo de asegurarse una situación de liquidez suficiente que garantice su supervivencia. Así, por ejemplo, en Estados Unidos la emisión de deuda corporativa en los primeros cinco meses

del año ha superado el billón de dólares, cantidad equivalente a todo lo emitido en 2019. De mismo modo, en prácticamente todos los mercados se han producido niveles récord de emisión de deuda privada. En conjunto, se estima que la deuda corporativa no financiera en relación al PIB, que ya alcanzó el 47% en 2019, podría superar este año el 50% del PIB, un nuevo récord histórico.

No se trata solo del volumen, también preocupa el deterioro de la calidad de estos préstamos. En los últimos dos años las emisiones que ocupan el último escalón de calidad del

### En 2020 los países desarrollados podrían tener una deuda pública equivalente al 125% del PIB

grado de inversión (BBB) habían pasado de ser menos del 20% a suponer el 52% de las emisiones de bonos con grado de inversión. Esta tendencia no ha hecho más que agravarse. El problema se localiza no sólo en las emisiones de bonos tradicionales. Otra tendencia que ya era preocupante en los años previos, como es la utilización de CLO (*collateralized loan obligation*) o activos formados por líneas de crédito y préstamos bancarios con colaterales como garantía, se está intensificando también. Estos CLO, al igual que los célebres CDO (*collateralized debt obligation*) que estuvieron en el epicentro de la crisis bancaria de 2008-2009 permiten, en este caso a las empresas, alcanzar mayores niveles de endeudamiento en condiciones favorables gracias a unas, en principio, mayores garantías dadas en los préstamos. En 2019 en Estados Unidos se alcanzó

un nivel record de estas emisiones (129.000 millones de dólares) y el volumen vivo de estos préstamos rondaba los 600.000 millones de dólares.

La evolución de la deuda soberana no es menos preocupante. Si los países desarrollados registraron un fuerte incremento de la deuda soberana en los años posteriores a la crisis de 2009, los emergentes lo hicieron algo después, en el periodo posterior a 2014, tras la caída en los precios de las materias primas de 2014-2016. Así, con contadas excepciones, los Estados se presentaban en 2019 con unos niveles de deuda inusualmente altos y van a poner en marcha los mayores programas de gasto público jamás visto. Así, las estimaciones apuntan a que en los dos próximos años se van a registrar cifras de endeudamiento público récord. En 2020 los países desarrollados podrían tener una deuda pública equivalente al 125% del PIB, un nivel solo alcanzado tras la Segunda Guerra Mundial. En el caso de los emergentes, la deuda podría llegar al 65% del PIB, unos niveles que tradicionalmente se ha considerado que solo pueden soportar países de renta alta, con elevados porcentajes de



recaudación sobre el PIB (de 30-40% frente al 15-25% en los emergentes) y monedas de reserva internacional.

Todo ello implica, en primer lugar, el riesgo ya señalado de que las intervenciones de los bancos centrales no logren evitar la inestabilidad



Fuente: BIS



ra, y, sobre todo, crecimiento económico acelerado, quizás el método menos doloroso. Sin embargo, nada hace prever que vayamos a registrar un periodo de crecimiento acelerado similar al vivido en la década de los 50-60. Por su parte, muchos países latinoamericanos lo lograron en la década de los noventa con una combinación de restricción del gasto y reestructuraciones de deuda, pero a costa de registrar tasas de crecimiento decepcionantes. Más recientemente, en la pasada década, los países incluidos dentro de la iniciativa HIPC (Países Pobres Altamente Endeudados), lo lograron gracias a fuertes quitas de deuda, de hasta el 100%, pero estos volúmenes no suponían un impacto excesivo en el sistema financiero internacional.

En conclusión, aunque no es posible predecir cómo se reconducirán estos niveles de deuda, existe un riesgo importante de que a medio plazo asistamos, en los países desarrollados, al mantenimiento e intensificación de la represión financiera, subidas de impuestos y al incremento de la inflación. En los países emergentes, en cambio, al no tener divisas de reserva internacional, la solución pasa casi ineludiblemente por un control del gasto y una reestructuración de la deuda, sea negociada o por medio de *defaults*, lo que augura también una fuerte volatilidad cambiaria y financiera en estos mercados en los próximos años.

financiera en los mercados si el periodo de "nueva normalidad" se prolonga. Incluso a corto plazo, podríamos asistir a crisis de pagos internacionales en países emergentes, especialmente aquellos que no logren contener de forma efectiva la epidemia. Además, a medio plazo muchos analistas señalan que se estaría simplemente aplazando un problema de solvencia provocado por este sobreendeudamiento y que no será posible solventar simplemente con inyecciones de liquidez.

En todo caso, resulta complejo atisbar como será posible que este in-

gente volumen de deuda vuelva a cotas más sostenibles. Históricamente los países que lo han conseguido lo han hecho por alguna o, más bien, por una combinación de las siguientes vías: inflación elevada (cuando la deuda esta denominada en la propia moneda), ajuste fiscal (vía impuestos y menor gasto), represión financiera<sup>5</sup>, crecimiento económico acelerado, y por último, *defaults* o quitas/refinanciaciones de deuda negociada. En la posguerra, los países desarrollados lo lograron principalmente por la combinación de inflación, subidas de impuestos, represión financie-

5. "La represión financiera ocurre cuando hay políticas que canalizan hacia el gobierno fondos que en un mercado desregulado habrían tomado otra dirección; por ejemplo, préstamos obligados de públicos nacionales cautivos (como fondos de pensiones o bancos nacionales) al gobierno, topes explícitos o implícitos a las tasas de interés, regulación de la circulación transfronteriza de capitales y (en un plano general) una conexión más estrecha entre el gobierno y los bancos, ya sea explícitamente mediante la participación pública en el capital de un banco o mediante una "persuasión moral" intensa. La represión financiera a veces está asociada también a encajes legales (o niveles de liquidez) relativamente altos, tributación de la compraventa de títulos, prohibición de compras de oro o colocación de volúmenes significativos de deuda pública no negociable." Carmen M. Reinhart, Jacob F. Kirkegaard y M. Belen Sbrancia; La represión financiera, ed. 2011.



# 02

## AMÉRICA LATINA, UN PACIENTE CON PATOLOGÍAS PREVIAS

**Por María José Chaguaceda Sáinz,**  
Analista de Riesgo País

Quedan muchas cuestiones todavía por comprender del Covid-19, un virus desconocido hasta noviembre de 2019 y que en cuestión de seis meses se ha cobrado la vida de más de medio millón de personas en todo el mundo. Sus elevados niveles de contagio explican que se calificase como pandemia en marzo de 2020, momento en que ya atacaba con virulencia en Europa. Lo que parece indiscutible, al hilo de las cifras, es que su letalidad aumenta en aquellos pacientes con patologías previas tales como enfermedades cardíacas, pulmonares o diabetes.

A julio de 2020, el virus ya se ha propagado por prácticamente todos los países del mundo, con gravísimas consecuencias sanitarias, sociales y económicas. Las cifras de actividad del primer semestre de 2020 han sido dramáticas y ya hay un consenso generalizado en que nos encontramos ante la mayor crisis económica mundial desde los años treinta. Todavía es pronto para conocer cuáles serán sus efectos económicos a medio plazo pero, tal y como ocurre con el diagnóstico médico, serán mucho más graves en aquellas economías "con patologías previas".

No sorprende, por tanto, que América Latina y el Caribe sea una de las regiones más azotadas. Por una parte, la crisis sanitaria ha estallado cuando la zona se enfrentaba a una coyuntura económica y social muy adversa. El crecimiento en 2019 fue prácticamente nulo (0,1%), después de un 2018 en que ya había sido muy débil (1%). Las turbulencias sociales y políticas experimentadas en varios países de la región explican buena parte de esta decepcionante evolución, pero no



### Muchos analistas ya hablan de una nueva década perdida o incluso de dos

toda. La ralentización de la actividad venía de mucho antes y, como veremos, se explica por factores de tipo estructural. Nuestro paciente, por tanto, no solo partía de "un estado de salud" ya debilitado tras un año 2019 muy complejo, sino que, además, presenta una serie de "patologías" que lo hacen especialmente vulnerable al virus.

Muchos analistas ya hablan de una nueva década perdida o incluso de dos. El objetivo de este artículo es tratar de esclarecer las debilidades de nuestro paciente, tanto coyunturales como estructurales, así como los mecanismos de transmisión de los

efectos económicos y sociales del virus en la región. Solo así se podrá aplicar el tratamiento adecuado, uno que debe ir mucho más allá de estímulos fiscales o inyecciones monetarias puntuales. La respiración asistida a corto plazo será indudablemente necesaria, pero a medio plazo es necesario emprender reformas de calado que doten a la zona de la fortaleza necesaria para hacer frente a *shocks* externos y que le permitan alcanzar un crecimiento dinámico y sostenible a largo plazo.

### COYUNTURA: LA "PRIMAVERA LATINOAMERICANA" DE 2019

"No son 30 pesos, son 30 años". Con esta consigna, el pueblo chileno se unía, en noviembre de 2019, a la ola de movilizaciones sociales que marcaron el segundo semestre del año pasado en América Latina. Lo que



comenzó como una manifestación de estudiantes por la subida del precio del billete de metro en Santiago se convertía, en cuestión de días, en una protesta transversal sin precedentes en la historia democrática del país.

No es ninguna novedad presenciar masivas, e incluso violentas, manifestaciones en la región, pero sí lo fue su carácter generalizado y prolongado. Los ciudadanos tomaron las calles nada menos que en once países (Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador, El Salvador, Honduras, Haití, Nicaragua, Perú, Puerto Rico y Venezuela), durante semanas e incluso meses, exigiendo un cambio de modelo económico y social, en lo que muchos califican como la "Primavera Latinoamericana", en claro paralelismo con las manifestaciones masivas que estallaron entre 2010 y 2013 en Oriente Medio y el Magreb.

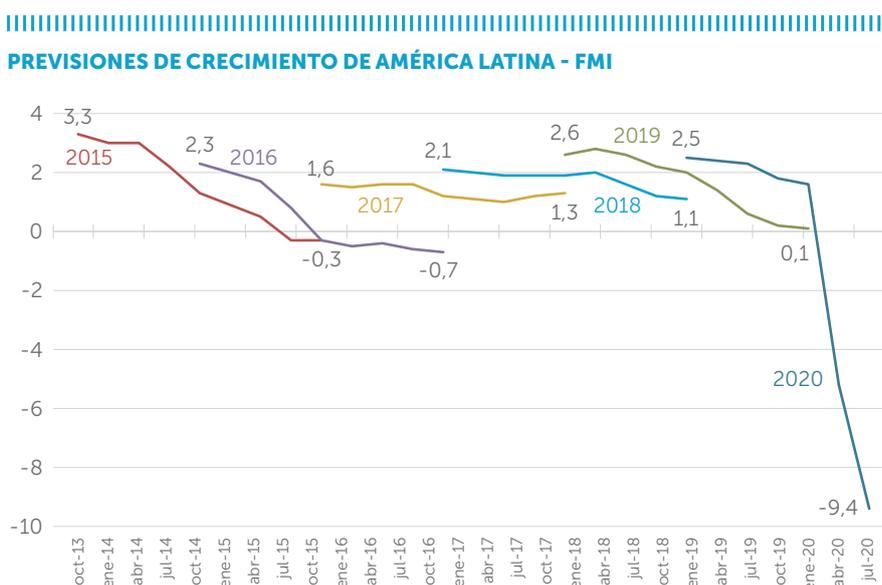
Como no podía ser de otra forma, cada caso es distinto, pero todas las protestas compartían un caldo de cultivo común: frustración y desafección por una clase política que consideran que no vela por el bienestar de todos, sino solo por el de unos pocos privilegiados. El caso chileno ha sido el más inesperado y también el más doloroso, ya que se le consideraba un referente regional. Las elevadísimas tasas de crecimiento de las últimas décadas y su sólido cuadro macroeconómico han sido muy alabados desde el exterior, hasta el punto de recibir la calificación del "milagro chileno" y convertirse en el modelo de éxito en una región que no acaba de despegar.

Es indiscutible que la evolución económica de Latinoamérica en la última década ha sido muy decepcionante. Las grandes esperanzas que despertó el periodo conocido como el "boom de las materias primas" se frustraron bruscamente, a partir de 2014, con el cambio en el precio de las *commodities*. Desde entonces, año tras año, presenciamos una re-

visión a la baja de las expectativas de crecimiento de la región conforme avanza el calendario. La renta per cápita, considerada como un indicador del nivel de bienestar, acumula ya un descenso superior al 4% en el último lustro. El año 2019 no ha sido una excepción: en enero de 2018 el FMI preveía una expansión del 2,6% en 2019, pero el año cerró finalmente con un crecimiento de tan solo un 0,1%. No cabe duda de que el entorno exterior no ha ayudado. No obstante, la causa de la intensa desaceleración hay que buscarla en factores domésticos que permiten explicar, a su vez, el grave estallido social al que se enfrentan los dirigentes de la región y que está haciendo, en muchos casos, tambalear la propia paz social.

### Las elecciones que rompieron con el pasado

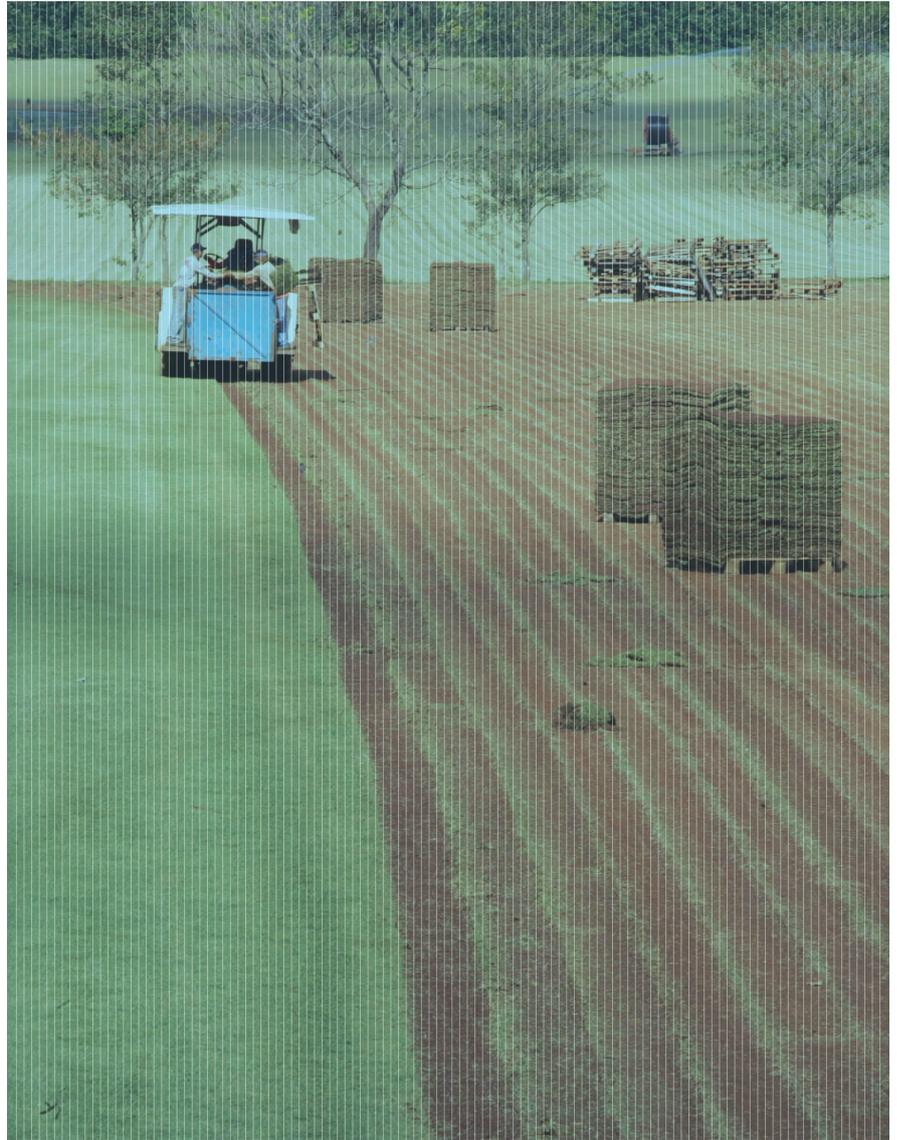
Entre los años 2017 y 2019 la región vivió un intenso periodo electoral, con un total de quince elecciones presidenciales. El mapa político resultante se caracteriza por una gran heterogeneidad ideológica



Fuente: FMI (Previsiones en distintos momentos del tiempo)

y una elevada fragmentación en las cámaras. Ello responde, en gran parte, al sentimiento de frustración del electorado ante la evolución económica y la falta de avances en los niveles de bienestar. Los presidentes electos abarcan un amplio abanico ideológico. El viraje a la derecha que muchos esperaban en 2017, tras los triunfos de Mauricio Macri en Argentina, Pedro Pablo Kuczynski en Perú y el posterior de Sebastián Piñera en Chile, no se ha producido. Lo que sí se aprecia es una ruptura evidente con el pasado, con cambios en los colores en diez de los catorce países que acudieron a las urnas, con los casos excepcionales de Bolivia y Venezuela, como veremos.

Los triunfos de Andrés Manuel López Obrador en México y de Jair Bolsonaro en Brasil han sido dos ejemplos claros del castigo al oficialismo, pero en polos opuestos del espectro político. El izquierdista Obrador desbancó, con amplio margen, a los dos partidos tradicionales, el Partido de Acción Nacional (PAN) y el Partido Revolucionario Institucional (PRI); este último, considerado de centroderecha, ostentó el poder en México durante más de 70 años. En el caso de Bolsonaro, se trata de la primera vez en la historia democrática brasileña que gobierna un partido de ultraderecha. Su contundente victoria puso fin a trece años de gobierno del Partido de los Trabajadores (PT) (izquierda), seguido por dos años de transición con el Movimiento Democrático Brasileño (PMDB) (centro) de Michel Temer, que llegó al poder tras el *impeachment* contra Dilma Rousseff. Ambos dirigentes, pese a tener ideologías muy distintas, compartieron unos argumentos comunes en la contienda electoral, presentándose ante el pueblo



### El presidencialismo característico de la región está constreñido por legislativos divididos

como el cambio frente al *establishment* tradicional. Ambos enarbolaron la bandera de la lucha contra la corrupción, una lacra en la región, cuya máxima expresión fue el caso Lava Jato, la mayor trama de corrupción de la historia de Brasil, de unas dimensiones todavía desconocidas y que extendió sus tentáculos

por toda América Latina, alcanzando incluso al continente africano. Además, ambos supieron capitalizar el hartazgo de la población con la violencia y la inseguridad. La promesa de aplicar políticas de “mano dura” con los delincuentes en ambos casos les hizo ganar adeptos.

Los nuevos presidentes llegados de las filas de la oposición, sin embargo, en la mayoría de los casos no han contado con el suficiente respaldo parlamentario para acometer sus programas. Ello se ha traducido, en el mejor de los casos, en cierto

inmovilismo político, y en el peor, en graves problemas de gobernabilidad. Bolsonaro en Brasil se enfrenta al parlamento más fraccionado de la historia democrática del país. En Perú, el presidente Vizcarra se vio obligado a convocar elecciones extraordinarias anticipadas en un intento de acabar con el bloqueo del fujimorismo, que contaba con mayoría en las Cámaras. Además, nuevas fuerzas políticas han entrado en los parlamentos con pocos, pero en ocasiones vitales, escaños para lograr las mayorías necesarias para aprobar reformas de calado. En definitiva, el clásico presidencialismo que caracteriza a la región está constreñido por legislativos divididos y fragmentados, en donde, en muchos casos, predomina una elevada polarización. Los enfrentamientos entre antikirchnerismo-kirchnerismo, fujimorismo-antifujimorismo, uribismo-antiuribismo... dominan el panorama político.

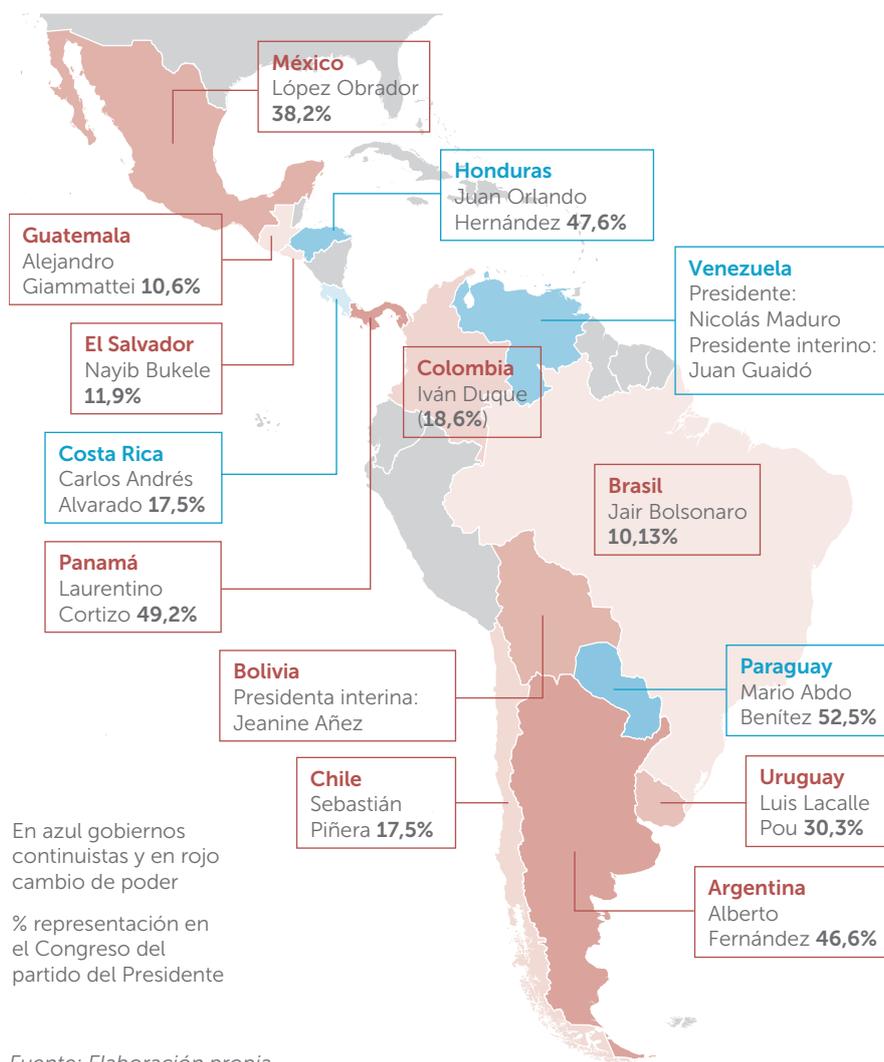
Los casos más radicales de confrontación política los encontramos en Bolivia y Venezuela. En el primer caso, las graves denuncias de fraude electoral en las elecciones presidenciales de octubre de 2019, que dieron la victoria a Evo Morales por un estrecho margen, derivaron en violentos enfrentamientos en un país dividido en dos bandos. La repentina suspensión de la retransmisión de los resultados, justo cuando la diferencia entre los dos favoritos era de menos de diez puntos porcentuales (lo cual habría obligado a celebrar una segunda vuelta), fue la espoleta de las protestas masivas. La posición de Morales se tornó casi insostenible cuando se hizo público el informe elaborado por los auditores de la Organización de Estados Americanos, que detectaron

“irregularidades” graves tanto en el desarrollo de las elecciones como en el posterior recuento de votos. El presidente más longevo de Latinoamérica, en el poder desde 2005, se vio obligado a dimitir presionado por los militares, situación que sus partidarios calificaron de golpe de Estado. Jeanine Áñez, del partido opositor Movimiento Democrata Social, asumió en noviembre del año pasado la presidencia interina. Su mandato ha excedido las funciones de un gobierno de transición, especialmente en política exterior, y desde algunos sectores se teme

una nueva deriva autoritaria. Las esperanzas están puestas en las elecciones extraordinarias de septiembre de 2020, que se espera que reinstauren un gobierno legítimo y devuelvan la paz social.

En Venezuela conviven desde principios de 2019 dos presidencias. Por un lado, la oficial del presidente chavista Nicolás Maduro, quien fue reelegido en unos comicios muy cuestionados, tanto dentro como fuera del país, por haber sido convocadas por una autoridad ilegítima, sin la participación de todos los actores

UNA INTENSA AGENDA ELECTORAL (2017-2019)





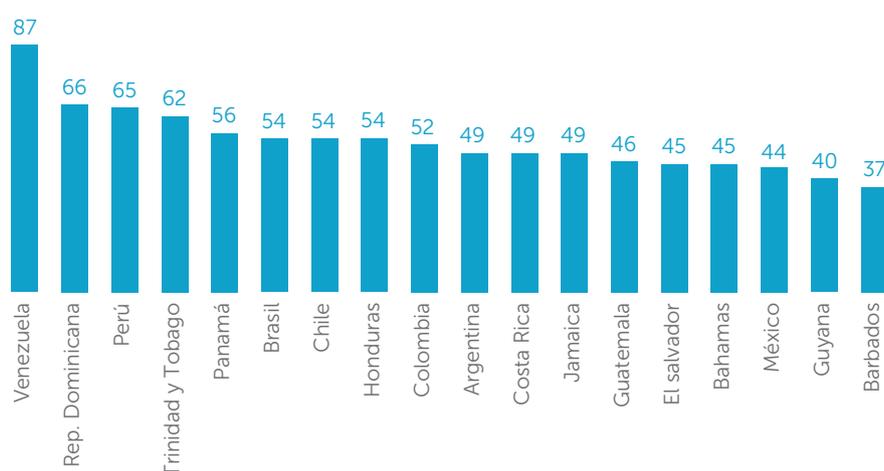
la fase de bonanza del *boom* de las materias primas y, años después, ha visto como las escasas mejoras en los niveles de bienestar se han frenado e incluso revertido. La percepción de que los diversos dirigentes, en todos los países, han sido incapaces de aprovechar los años de ingresos altos para poner en marcha políticas públicas eficaces en seguridad, transporte, educación o sanidad, ni de garantizar la transparencia en la lucha contra los abusos de poder ha desembocado en una desafección generalizada con una clase política que ha traicionado el contrato social con sus gobernados. El malestar con un sistema democrático que se percibe ineficaz ha derivado en una crisis de representación política y una desconfianza total en las instituciones. El Latinobarómetro en su edición de 2018 registró los peores indicadores de satisfacción con el funcionamiento de la democracia en la región de los últimos 25 años.

Esto no puede sorprender si recordamos cómo han ido estallando, uno tras otro, numerosos escándalos de corrupción que han salpicado a la clase política de forma casi generalizada. El ya mencionado caso Lava Jato es el más sonado, pero se pueden citar muchos otros, como el de Casa Blanca (México), Ruta del Solo (Colombia) o Caso Penta y Caval (Chile). Es muy preocupante que desde que explotó el caso de Petrobras, en marzo de 2014, la situación continúa empeorando. Transparencia Internacional, en su último informe, advierte sobre el crecimiento y la generalización de las prácticas corruptas, y denuncia que la corrupción está contribuyendo a una crisis de la democracia a escala global. En el caso concreto de América Latina,

los resultados del informe son especialmente sangrantes. Durante 2019, se estima que 56 millones de personas en la región tuvieron que pagar sobornos para poder acceder a los servicios públicos. En los 18 países sondeados, una de cada cinco mujeres atraviesa situaciones de extorsión sexual al intentar acceder a un servicio público, como atención sanitaria o educación, o conoce a algu-

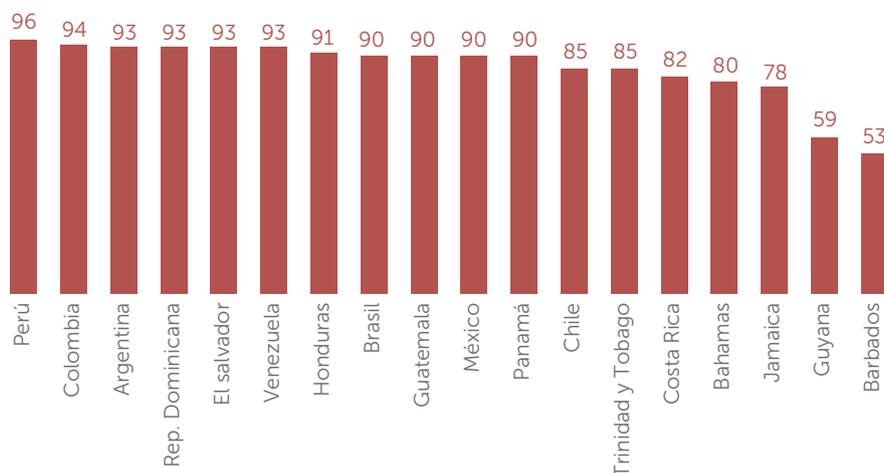
na persona que ha tenido una experiencia de este tipo. Otro dato alarmante hace referencia a los procesos electorales, campo abonado para la corrupción. En los últimos cinco años, a una de cada cuatro personas se le ofreció un soborno a cambio de su voto, tanto en elecciones nacionales, como regionales o locales. El 65% de los encuestados cree que su gobierno está administrado

**PORCENTAJE DE PERSONAS QUE CONSIDERAN QUE LA CORRUPCIÓN HA AUMENTADO EN LOS DOCE ÚLTIMOS MESES**



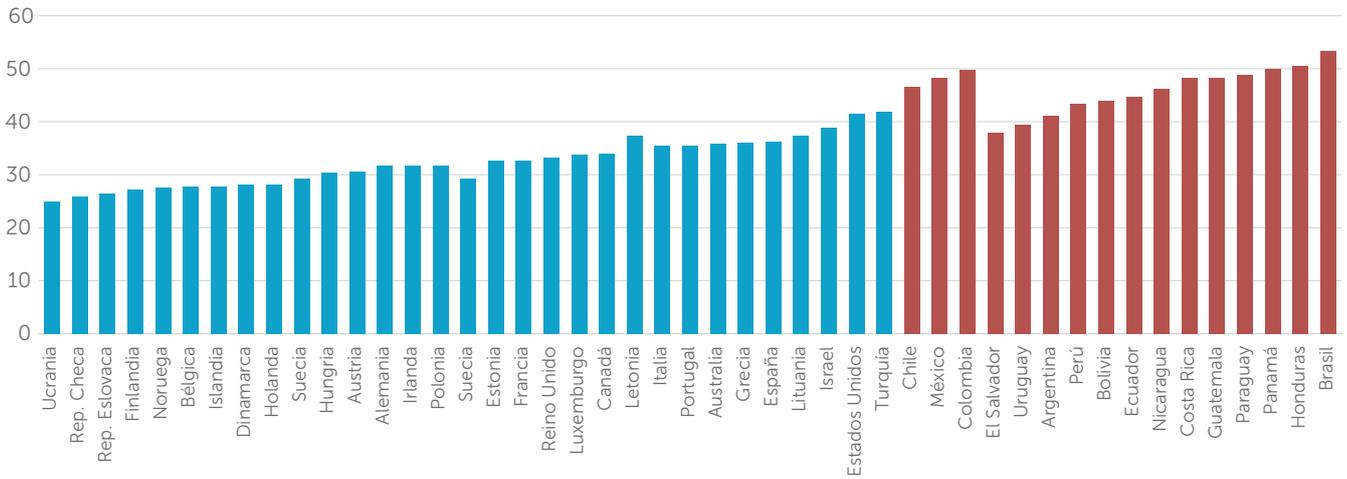
Fuente: Transparencia Internacional

**PORCENTAJE DE PERSONAS QUE CONSIDERAN QUE LA CORRUPCIÓN DEL GOBIERNO ES UN PROBLEMA IMPORTANTE**



Fuente: Transparencia Internacional

### ÍNDICE DE GINI (%) ÚLTIMO DATO DISPONIBLE



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial

por unos pocos intereses privados, y que actúa a merced de estos. No sorprende, por tanto, la poca confianza de los ciudadanos en sus respectivos dirigentes.

A lo anterior se suma la indignación ciudadana por los elevados niveles de desigualdad y pobreza. Las expectativas frustradas, alimentadas durante

los años de bonanza económica, han agotado la paciencia de millones de latinoamericanos. América Latina es la región más desigual del planeta. El 10% más rico concentra una porción de los ingresos mayor que en cualquier otra región (37%), de acuerdo con el informe sobre desarrollo humano del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), di-

vulgado en diciembre de 2019. Y viceversa: el 40% más pobre recibe la menor parte (13%). Esta brecha supera incluso la de África subsahariana.

El índice Gini<sup>(1)</sup>, como indicador de la diferencia de ingresos, también ilustra esta situación. Los países de la región presentan valores muy superiores a los de la OCDE: el indicador de los 18 países de América Latina analizados se situó en el 0,466 el año pasado. Es cierto que se ha ido reduciendo (en 2002 estaba en 0,543); pero cada vez lo ha hecho más despacio. Entre 2002 y 2008 la disminución anual media de la desigualdad fue del 1,3%, entre 2008 y 2014 el ritmo bajó hasta el 0,8% y entre 2014 y 2017, hasta el 0,3%.

La región, además, adolece de insuficientes políticas redistributivas. Los sistemas tributarios tienen un efecto redistributivo mínimo por su dependencia mayoritaria de los impuestos indirectos (como el IGV o impuesto general a las ventas), que

### VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE GINI TRAS LA APLICACIÓN DE MECANISMOS REDISTRIBUTIVOS (%)



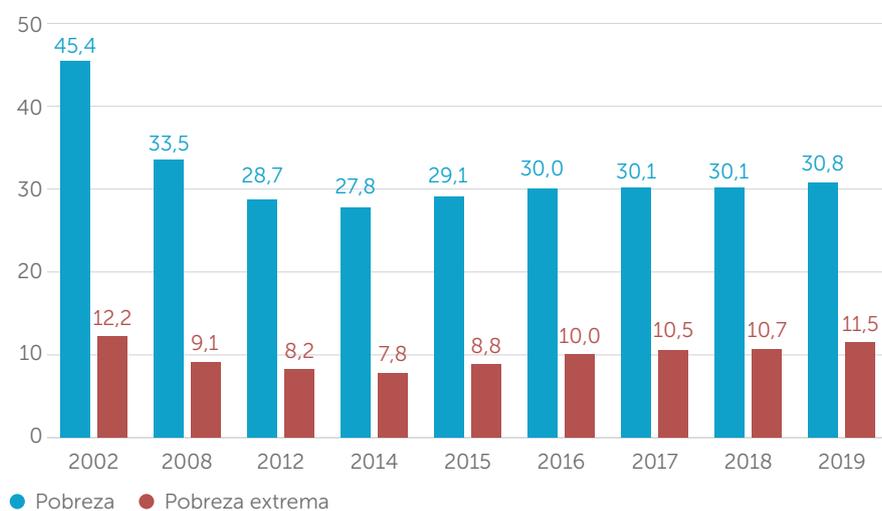
Fuente: OCDE

1. El coeficiente de Gini es un número entre 0 y 1, en donde 0 se corresponde con la perfecta igualdad (todos tienen los mismos ingresos) y donde el valor 1 se corresponde con la perfecta desigualdad (una persona tiene todos los ingresos y los demás ninguno).

son independientes del nivel de renta. El caso de Chile ha sido muy criticado por esta razón, ya que se considera que su sistema impositivo incluso ha agravado los problemas de desigualdad. La imposición se centra en el IVA y apenas ha variado entre los años 1990 y 2018. Si medimos la eficacia de las políticas redistributivas como la diferencia entre el coeficiente de Gini antes y después de impuestos y transferencias, expresada en porcentaje de Gini antes de impuestos y transferencias<sup>(2)</sup>, se observa que Chile, efectivamente, es el país con peor resultado de la región con excepción de México. Por ejemplo, el impuesto sobre la renta de las personas físicas en Chile tiene una recaudación muy pequeña, ya que la base impositiva es muy estrecha. Casi el 76% de los contribuyentes están exentos y el tramo superior aplica únicamente a los individuos con rentas muy altas.

Aunque sea un factor más difícil de medir, la provisión de buenos servicios públicos constituye un factor redistributivo de esencial importancia. Las carencias en este ámbito son también notables en la región. Volviendo al ejemplo chileno, el crecimiento económico favorecido por la adopción de políticas de corte neoliberal a partir de los años 70, no se acompañó del desarrollo de un Estado del bienestar equiparable al de los países desarrollados. Como consecuencia, los sistemas públicos y gratuitos son muy deficientes y están saturados, y a ellos suelen acudir solamente las personas de ingresos muy

AMÉRICA LATINA. PORCENTAJE DE PERSONAS EN SITUACIÓN DE POBREZA Y POBREZA EXTREMA



Fuente: Cepal

bajos. Ello agrava el sentimiento de desigualdad y de desprotección de la clase media-baja, que siente que los beneficios de la expansión solo han mejorado el bienestar de unos pocos privilegiados. La mayor parte de los análisis coinciden en que el “despertar” de Chile deriva precisamente de este tema.

Los elevados niveles de desigualdad están relacionados con la pobreza, un problema que se ha agravado también en los últimos años. De hecho, los avances logrados entre 2002 y 2014 se están revirtiendo.

La pobreza en Latinoamérica es un 23% mayor entre la población indígena

Si usamos como criterio de valoración el índice general de pobreza, una medición tradicional en función de los ingresos monetarios, se confirma que el estancamiento económico de los últimos años ha frenado los avances en la lucha contra esta lacra. La región cerró 2019 con un alza de siete décimas en el citado indicador; es decir, la pobreza pasa de afectar al 30,1% de la población al 30,8%; y de ocho si hablamos de la pobreza extrema, la más acuciante, que sube del 10,7% al 11,5%. Los principales responsables de este aumento de las cifras regionales son Brasil y Venezuela. En el primer caso, incluso un aumento moderado de los índices (la pobreza creció tres puntos porcentuales y la extrema dos desde 2014 hasta 2018) se traslada rápidamente a la media regional debido al elevado peso del país en el PIB latinoamericano. En cuanto

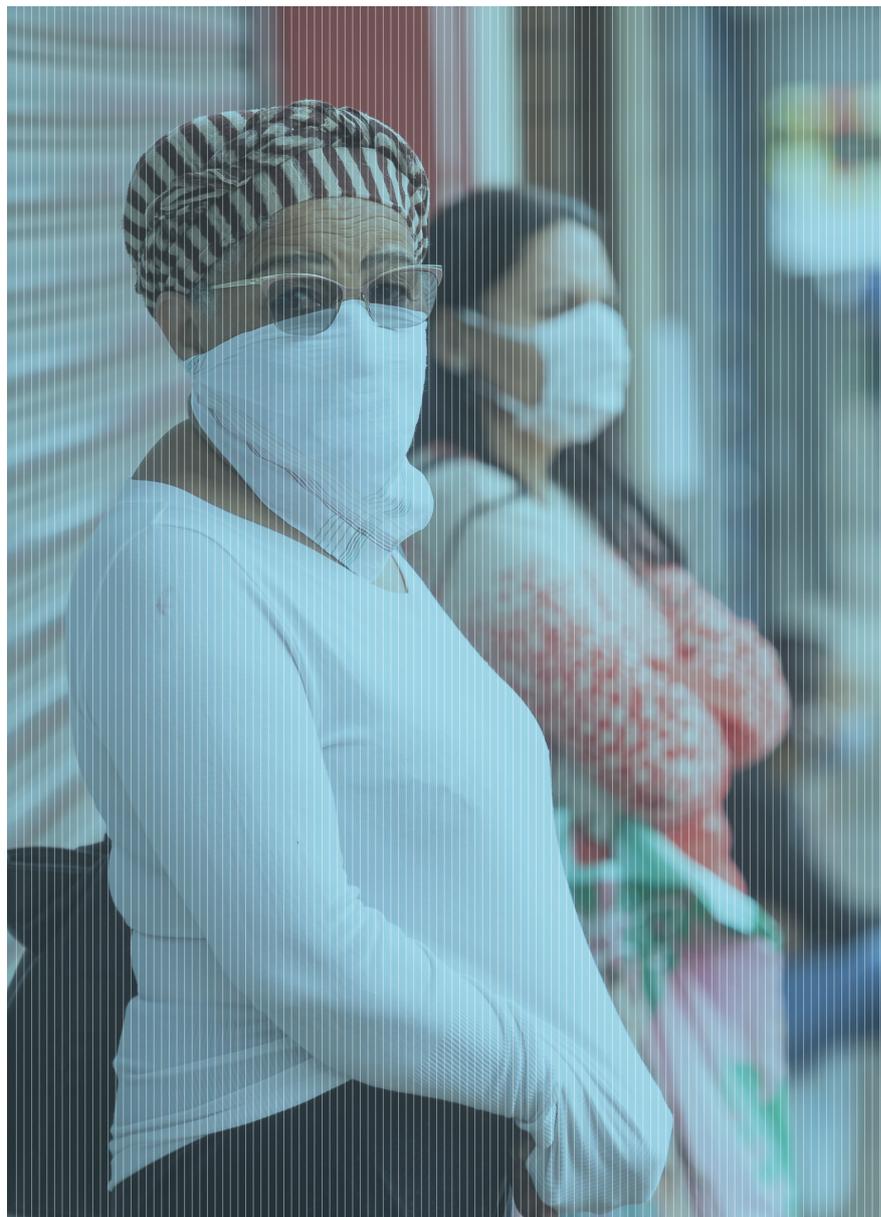
2. Los subsidios monetarios incluyen ayudas en efectivo, como pueden ser transferencias por seguros relacionados con el trabajo (por ejemplo, de desempleo, enfermedad, baja por maternidad, o accidente laboral); transferencias universales (por ejemplo, por discapacidad, circunstancias familiares, o educativas que cubran al conjunto de la población o a una parte de la misma con criterios distintos al ingreso o al empleo); y transferencias por asistencia (social, por desempleo, familiar o educativa, a menudo sujeta a comprobaciones de renta o patrimonio). Los subsidios por vivienda no están incluidos.

a Venezuela, según la CEPAL el 33% de la población de toda Latinoamérica que se encontraba en situación de pobreza extrema en 2018 era venezolana, cuando en 2014 esta proporción era del 8%<sup>3</sup>. En cambio, en Centroamérica en ese plazo se ha registrado una reducción tanto de la pobreza total como de la pobreza extrema; en 2018 la tasa de pobreza total en dicha subregión ascendió al 37,9%, 6,5 puntos porcentuales menos que en 2012. La pobreza en Latinoamérica es un 23% mayor entre la población indígena y un 20% mayor en las zonas rurales.

### Una crisis migratoria sin precedentes

Este aumento de la pobreza extrema es una de las principales razones que está detrás de la enorme ola migratoria que asola la región, un fenómeno que no es nuevo en Latinoamérica, pero que ha alcanzado unas dimensiones sin precedentes en los dos últimos años. Se trata ya del mayor flujo migratorio forzado de toda la historia, que supera a los periodos de las guerras de independencia o a los derivados de tragedias o desastres naturales. Actualmente pueden destacarse dos focos principales: el éxodo desde Venezuela a otros países de la región (principalmente Colombia y Perú) y desde los países de Centroamérica a los Estados Unidos a través de México.

Un informe reciente de la Organización de Estados Americanos sobre la situación de Venezuela señala que los determinantes más destacados de esta migración masiva son la crisis humanitaria, la violen-

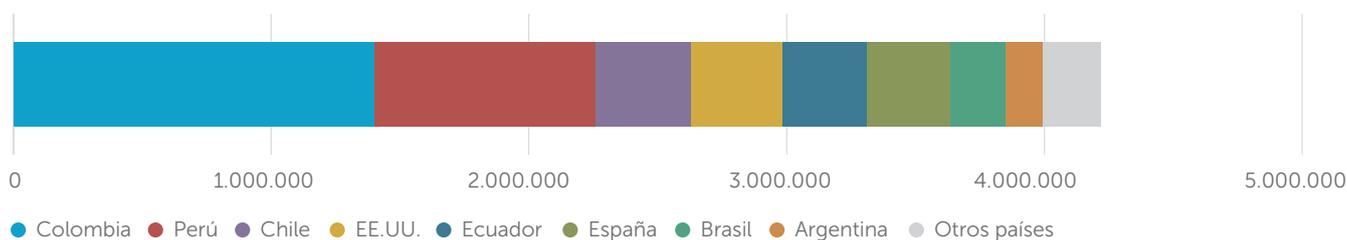


cia generalizada y un sistema represivo que resulta en violaciones masivas de los derechos humanos. Según los datos más recientes publicados por la Agencia de las Naciones Unidas para los Refugiados (ACNUR), en marzo de 2020, más de 4,9 millones de personas habían huido del país caribeño y se espera que, para el 2023, esa cifra se duplique. Se estima que, mientras no haya una solu-

ción política interna estable, la gente que sufre carencias extremas va a seguir saliendo del país a razón de entre 4.000 y 5.000 personas diarias. Además, incluso si se lograra llevar a cabo una transición democrática, el profundo empobrecimiento que ha llevado a casi nueve de cada diez venezolanos bajo el umbral de la pobreza, así como el desgarramiento del tejido social que lo ha acompañado,

3. Desde 2015 estos datos son proyecciones basadas en las tasas de crecimiento del PIB per cápita, puesto que ya no se cuenta con información de encuestas de hogares de dicho país.

## PRINCIPALES DESTINOS DE LA OLA MIGRATORIA VENEZOLANA, 2016-2019



Fuente: Organización Internacional para las Migraciones (a octubre 2019)

implicará que el éxodo se mantendrá años después.

Prueba evidente de lo anterior es que las características del flujo migratorio han cambiado. En 2015 la mayor parte de los venezolanos que abandonaban el país eran profesionales de alto nivel, que lograban integrarse con relativa facilidad en los países de acogida. En cambio, actualmente hablamos de gente que huye de la precariedad, con lo que los retos para los países vecinos que los acogen son cada vez mayores. Los principales países receptores son Colombia, con alrededor de 1,4 millones de venezolanos en su territorio, seguido de Perú (861.000), Chile (371.000) y Ecuador (330.000). Fuera de la región destacan Estados Unidos y España, con 351.000 y 324.000, respectivamente.

Estas cifras desbordan la capacidad de respuesta de cualquier país sudamericano, al presionar más allá de sus límites todas las estructuras públicas de atención sanitaria, educativa y sobre todo de oferta de trabajo, lo que excede la capacidad de respuesta de los presupuestos nacionales y de las capacidades institucionales. Por ejemplo, el FMI estima que para 2023, la migración venezolana tendrá un impacto en el gasto público de Colombia equivalente

al 0,6% de su producto interno bruto. En Ecuador y Perú se prevé que esta proporción se situará por encima del 0,3%, y entre el 0,1% y el 0,2% en Panamá y Chile.

La segunda ola migratoria de la región, la que va desde los países de Centroamérica a los Estados Unidos, se remonta mucho más atrás. Entre 1980 y 2015 el número de migrantes del Triángulo Norte (Guatemala, Honduras y El Salvador) que vivía en ese país aumentó un 8% en promedio cada año. Casi la mitad

**Para 2050, se calcula que habrá alrededor de 200 millones de migrantes por causas ambientales**

de los aproximadamente 3,5 millones de inmigrantes centroamericanos residentes en los Estados Unidos en 2017 llegaron antes del año 2000. No obstante, en los últimos tres años la cifra de emigrantes de los citados tres países ha aumentado a tal velocidad que ha tensado enormemente las relaciones entre México y el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, quien ha amenazado en numerosas ocasiones con cerrar la frontera si el gobierno mexicano no detiene el flujo

de migrantes. Como resultado, esta región centroamericana ha sobrepasado ya a México como principal origen de migrantes desde el sur hacia Estados Unidos. El reflejo en los países de origen es que las remesas enviadas desde los Estados Unidos a Honduras, Guatemala y El Salvador, que en 2019 ascendieron en su conjunto a casi 21.700 millones de dólares, se han convertido en unos de los principales sustentos de su economía, ya que significan casi el 15% de su PIB conjunto.

Un estudio del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), publicado en diciembre de 2019, ofrece una radiografía de la migración de Centroamérica hacia Estados Unidos, y detecta como principales causas la búsqueda de oportunidades económicas (74%), la reunificación familiar (43%) y la violencia (41%). No obstante, esto no explica por sí solo esta explosión de la afluencia de emigrantes. Muchos expertos señalan que las políticas severas y erráticas de Trump han contribuido a alimentar la idea de "ahora o nunca" y han despertado una necesidad apremiante de migrar antes de que sea demasiado tarde. Existe, por tanto, la percepción entre muchos centroamericanos de que deben llegar a la tierra de las oportunidades antes de que Estados Unidos se

cierre por completo. En segundo lugar, el reciente fenómeno de las caravanas, en las que grupos de cientos o miles de personas viajan juntas, se han convertido en un medio para atravesar México de forma más segura. Por último, traer a un menor es una estrategia que se ha explotado en el último lustro para conseguir que se abra un caso de asilo tras llegar a la frontera. La actual Administración estadounidense ha cambiado el tratamiento que se da a estos casos, con lo que la detención de adultos con un menor de edad bajo su custodia ha experimentado un gran crecimiento. Entre enero y junio de 2019 se detuvieron más de 230.000 niños en los puertos de entrada de Estados Unidos, cifras que no tienen precedente.

Las perspectivas a medio plazo de estas inmigraciones irregulares no dan pie a la esperanza. Mientras no se resuelvan las causas estructurales que están detrás, las personas continuarán huyendo de la pobreza, la violencia y la violación de los derechos más fundamentales. Además, todo apunta que a las crisis económicas y políticas actuales se van a sumar, con mucha más virulencia que hasta ahora, factores ligados al cambio climático y a los desastres naturales. Para 2050, se calcula que habrá alrededor de 200 millones de migrantes por causas ambientales, una cifra equivalente a toda la población actual de migrantes del mundo. La ONU calcula que ocho países de la región, siete en Centroamérica y el Caribe (Guatemala, Costa Rica, El Salvador, Nicaragua, Jamaica, Haití y República Dominicana) y uno en América del Sur (Guyana), se encuentran entre los 25 con mayor riesgo de sufrir desastres naturales.

## PATOLOGÍAS PREVIAS: LAS HISTÓRICAS TAREAS PENDIENTES

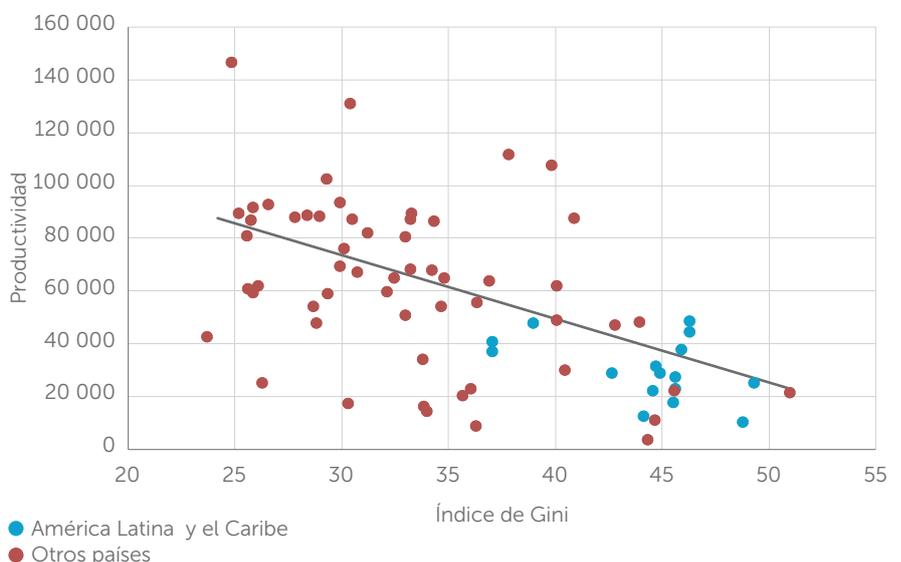
Los elevados niveles de pobreza y la crónica desigualdad tienen, por tanto, enormes repercusiones político-sociales que desbordan las fronteras de los países. Lo más preocupante es que las causas estructurales detrás de estos fenómenos derivan a su vez de ellos mismos, lo que alimenta un círculo vicioso del que es muy difícil salir.

Un ejemplo es la brecha que existe en el acceso a la educación y a la sanidad, que reduce las capacidades y las oportunidades de los trabajadores de rentas más bajas y por ello mismo compromete la productividad de toda la economía. En América Latina, una proporción muy significativa de la población mayor de 18 años no alcanza todavía un nivel educativo equivalente al primer ciclo de secundaria completo. Una vez más, en este aspecto existe gran heterogenei-

dad entre los diferentes países. El caso más extremo es Guatemala, donde solo el 50% de la población mayor de 18 años alcanza un nivel educativo equivalente a la culminación del primer ciclo de secundaria. Al diferente nivel educativo se suma también cierta discriminación por sexo o condición étnico-racial. Las personas afrodescendientes e indígenas completan en promedio menos años de escolaridad y tienen ingresos del trabajo sensiblemente menores que el resto, lo que a su vez realimenta la desigualdad preexistente.

En este contexto no sorprende, por tanto, que los países de América Latina registren una baja productividad. Entre 2000 y 2015 apenas creció un 0,6%, lo que representa uno de los peores desempeños a nivel mundial. Si analizamos un periodo más amplio (entre 1960 y 2017) incluso cayó un 0,11%; de nuevo, solo África subsahariana presenta un resultado peor (-0,48%).

## PRODUCTIVIDAD E ÍNDICE DE GINI, 2014

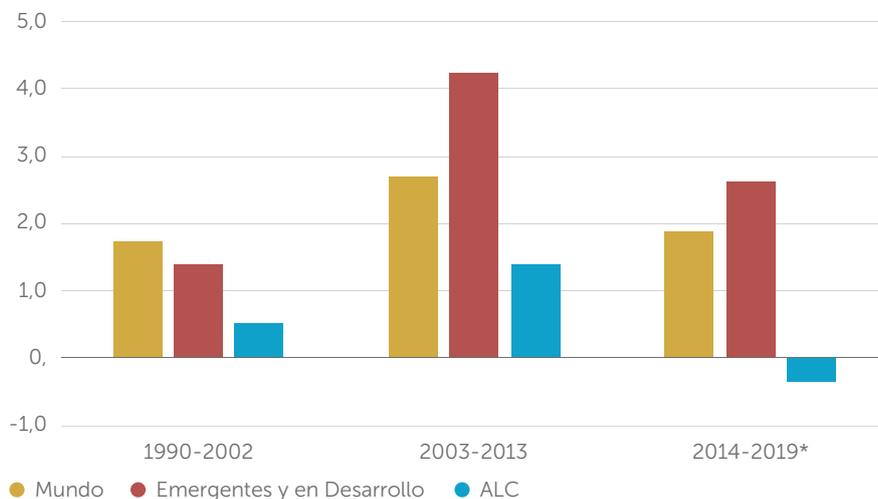


Fuente: Organización Internacional para las Migraciones (a octubre 2019)

Los datos de innovación, como era de esperar, tampoco son nada alentadores. Según el Índice Global de Innovación<sup>(4)</sup> en los últimos años los países latinoamericanos no han alcanzado el resultado que les correspondería según el nivel de desarrollo de cada uno de ellos. Por ejemplo, los países de la OCDE, en promedio, pasaron de registrar 50 patentes al año por cada millón de habitantes en la década de los noventa a 130 a comienzos de la década actual, mientras que en América Latina tan solo se pasó de 0,3 a 0,9 patentes en el mismo lapso de tiempo.

Los bajísimos niveles de inversión que sufre la región de manera crónica constituyen un tercer problema, que además retroalimenta el anterior. Entre 1990 y 2019 la tasa de inversión como porcentaje del PIB fue en promedio del 18,6% en Latinoamérica, frente a un 37,4% en Asia emergente y un 22,6% en Europa del Este. Actualmente, únicamente la región de África subsahariana tiene tasas de inversión inferiores. Las bajas tasas de ahorro y unos sistemas financieros con numerosas deficiencias explican, en gran parte, estos problemas. Otra parte responde a la insuficiente confianza de los inversores. La mala gobernanza corporativa, la falta de seguridad jurídica y los elevadísimos niveles de corrupción son claros desincentivos a la inversión. En los últimos años, además, el escándalo del caso Odebrecht ha acentuado el impacto de estos problemas. De manera inmediata provocó la paralización o incluso la cancelación de muchos proyectos ya en curso; a más largo pla-

**MUNDO: EMERGENTES Y EN DESARROLLO Y ALC: PRODUCTIVIDAD LABORAL. 1990-2019 (VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL)**



Nota: (\*) Proyección para el año 2019.

Fuente: The Conference Board (2019). Total Economy Database (TED). Abril, 2019. NYC: TCB

zo, ha reducido el atractivo de la región para el capital foráneo.

La elevada informalidad de los mercados laborales es otro talón de Aquiles de la economía, con consecuencias muy negativas para los trabajadores, tanto en términos de

### La elevada informalidad de los mercados laborales es otro talón de Aquiles de la economía

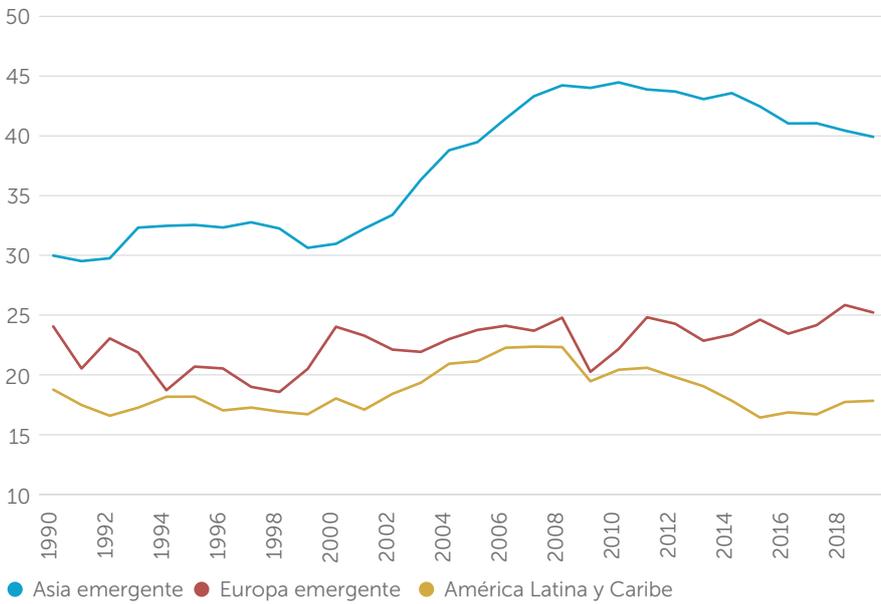
baja protección social como porque contribuye a perpetuar y acrecentar las desigualdades. Las dificultades para medir la economía sumergida son bien conocidas, si bien se estima que en torno a 140 millones de trabajadores en América Latina lo hacen en el sector informal, lo

que representa un 53% de los ocupados en la región, una cifra alarmante. La incidencia varía (desde el 30% en Chile al 70% en Perú), pero la mayoría de los países presentan un porcentaje de informalidad cercano o superior al 50%. Los jóvenes son los más penalizados por esta situación. De acuerdo con el último informe de la Organización Internacional del Trabajo (OIT) sobre el panorama laboral en la región de 2019, más del 60% de los jóvenes que trabajan lo hacen en la economía sumergida. Esta situación es aún más crítica en el caso de las mujeres y entre los jóvenes pobres y con menor educación, lo que da cuenta, una vez más, de los efectos perniciosos de la desigualdad.

Son numerosas las razones detrás de este fenómeno. En primer lugar, no cabe duda de que la baja confianza

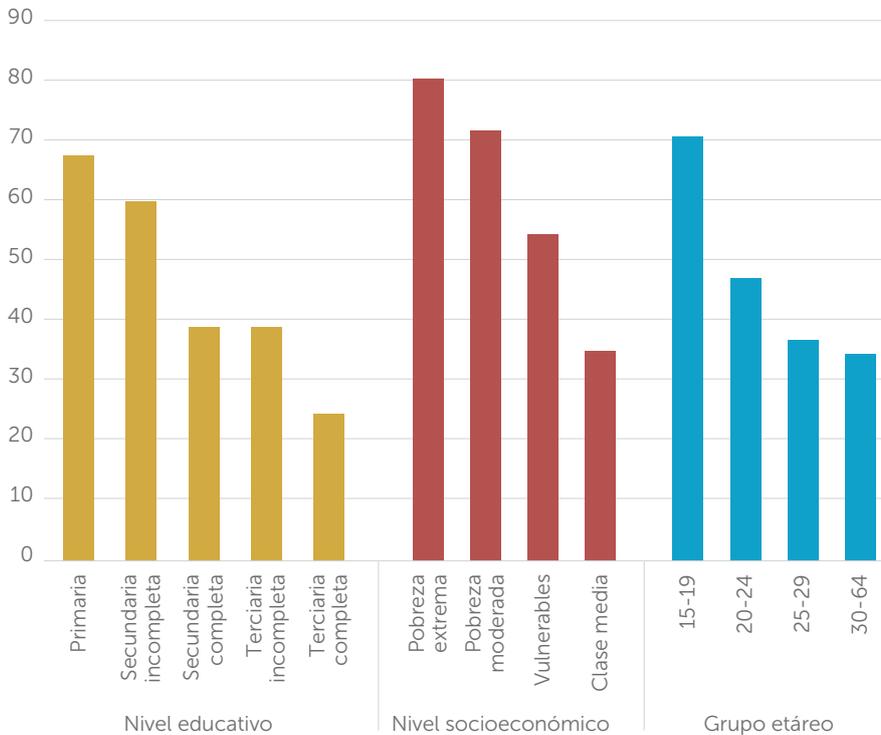
4. El Índice Mundial de Innovación, elaborado por la Organización Mundial de la Propiedad Intelectual (OMPI), la Universidad Cornell y la escuela de negocios INSEAD, proporciona, a través de la medición de 81 indicadores, un análisis detallado de los resultados de la innovación en 127 países, que comprende el entorno normativo, la educación, la infraestructura y el grado de desarrollo empresarial.

**TASA DE INVERSIÓN (% DEL PIB)**



Fuente: FMI

**AMÉRICA LATINA (13 PAÍSES): CARACTERÍSTICAS DE TASAS DE INFORMALIDAD DE LOS JÓVENES (15 A 29 AÑOS) EN PORCENTAJE, 2014**



Nota: Incluye Argentina, Bolivia (Estado Pluri. Nac. de), Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay, Colombia, República Dominicana, Haití y Honduras.

Fuente: OCDE y Banco Mundial

y la insatisfacción con los servicios públicos incentiva a empresas y trabajadores a permanecer en la economía sumergida. A ello se suma la incapacidad para cubrir el costo que supone formalizar la actividad. Este aspecto afecta muy especialmente a las empresas pequeñas y a los trabajadores por cuenta propia, que no pueden alcanzar la productividad suficiente para cubrir los costos de formalización. No sorprende, por tanto, la alta incidencia de este problema en Latinoamérica, ya que las microempresas y las pequeñas y medianas empresas (conocidas en conjunto como mipymes), representan el 90% del tejido productivo, generan cerca del 60% de los empleos y suman una cuarta parte del PIB regional. Además, dentro de la población ocupada, en torno al 28% ejerce como trabajador por cuenta propia. En otras palabras, muchos de los emprendedores son, en realidad, autoempleados que operan en establecimientos de escala reducida y dentro de la informalidad.

Además, las distorsiones en los impuestos, muy típicas en la región, incentivan la existencia de empresas pequeñas e ineficientes, porque ello permite obtener ciertos beneficios fiscales. Los programas fiscales para pymes suelen estar definidos en función del número de empleados. En México y Perú, por ejemplo, el 95% de las empresas tiene menos de cinco empleados. En los Estados Unidos, esa cifra es del 40%. Además, un tamaño menor facilita la evasión de impuestos, al resultar muy costoso para el gobierno realizar los controles necesarios para detectar el fraude y la evasión fiscal.

Un análisis desglosado de las fuentes de crecimiento de la región

corroborar las debilidades mencionadas. Durante la época del *boom* de las materias primas, el crecimiento obedeció fundamentalmente al aumento del factor trabajo y en menor medida a la inversión. La contribución de la productividad fue mínima y en algunos años incluso negativa. Este análisis arroja poca esperanza en cuanto a la sostenibilidad del crecimiento de la región si no se acometen reformas estructurales que resuelvan o mitiguen estas vulnerabilidades.

## EL ESTALLIDO DE LA PANDEMIA

La crisis del Covid-19 llegó a América Latina con cierto retraso con respecto a Asia y Europa. El primer caso reportado fue en Brasil el 26 de febrero, casi dos meses después de que China confirmara la existencia del nuevo coronavirus. En un principio, la pandemia avanzó más lentamente que en otras zonas, quizá gracias al verano austral o a la lejanía geográfica y las pocas conexiones aéreas con las zonas más golpeadas. Durante los meses de abril y mayo existió una falsa sensación de que la pandemia estaba relativamente controlada. Sin embargo, desde mediados de mayo el ritmo de contagio se ha acelerado de forma vertiginosa, hasta convertir a la región en el nuevo epicentro mundial de la pandemia junto con Estados Unidos. En el momento de escribir estas líneas, a 1 de julio, cuatro de los diez países con mayor número de infecciones diarias por Covid-19 en el mundo son latinoamericanos: Brasil, Perú, Chile y México. En total, ya se han superado los 120.000 fallecidos, pese a los problemas de registro en varios países, lo que hace pensar que la cifra real de defunciones es mucho mayor.

## La región va a ser una de las zonas más perjudicadas desde el punto de vista económico

Hay varios factores que están detrás de la rápida propagación del virus en los últimos meses. Al retraso a la hora de reaccionar o incluso al negacionismo de los riesgos de la pandemia en algunos países de la región, se suman las dificultades para aplicar medidas de contención basadas en el confinamiento de forma

efectiva y la existencia de sistemas sanitarios muy deficientes. La referencia de China en la lucha contra el virus es difícilmente extrapolable a Latinoamérica, donde varios dirigentes han infravalorado el riesgo y retrasado la aplicación de medidas de distanciamiento social. Bolsonaro en Brasil ha calificado el virus de "una pequeña gripe" durante semanas, y en México todavía se celebraban eventos multitudinarios a mediados de marzo, mientras el presidente Obrador señalaba que "la raza mexicana tiene más resistencia al virus que la europea".

### AMÉRICA LATINA: EPICENTRO DE LA PANDEMIA



Así pues, la heterogeneidad que caracteriza a la región también ha estado presente en las reacciones ante el virus, donde conviven países que impusieron una cuarentena total (Perú, Ecuador, Colombia, Bolivia o Panamá) con otros como Brasil, México o Nicaragua, donde se han aplicado medidas parciales, insuficientes y con bastante retraso. Por otra parte, los deficientes sistemas sanitarios junto con la escasez de laboratorios con capacidad de realizar pruebas para detectar casos en menos de 24 horas están poniendo contra las cuerdas a los hospitales y dificultan enormemente la lucha contra la enfermedad. Además, los sistemas de salud de varios países de la región ya estaban bajo presión a causa de la epidemia de dengue: en 2019 se infectaron más de 3 millones de personas (la mayor cifra registrada en la historia de la región) y murieron 1.538 a causa de esta enfermedad.

Como aspecto positivo, cabe destacar que la estructura demográfica, con una elevada proporción de población joven, debería implicar una menor presencia de casos más graves. En promedio, solo el 10% de la población de América Latina y el Caribe (casi 58 millones de personas) tiene 65 años o más.

### Efectos económicos

Aparte de la crisis sanitaria y del coste humano y social que implica la pandemia, es indudable que la región latinoamericana va a ser una de las zonas más perjudicadas desde el punto de vista económico. Podemos diferenciar los motivos y vías de contagio entre las que provienen del exterior y las que dependen de la propia estructura económica y social de los países.



Entre las causas externas encontramos:

- La excesiva dependencia del precio de las *commodities*, que determina en muchos casos el saldo exterior y fiscal de los países, les hace muy vulnerables a *shocks* externos. La soja constituye en torno al 26% de las exportaciones de Argentina, el gas natural alrededor de un 28% de las de Bolivia y el cobre más del 50% de las de Chile. En cuanto al petróleo, supone el 80% de las ventas exteriores de Venezuela, el 28% de las de Colombia y el 30% de las de Ecuador. Es muy ilustrativa la correlación que existe entre los precios

de las materias primas y el ciclo económico de la región. América Latina solo ha crecido a tasas mayores que el resto del mundo en 2002 y 2011, época del *boom* en el precio de las materias primas, y no es coincidencia que la década perdida de los años 80 comenzase con una caída abrupta del precio de estas.

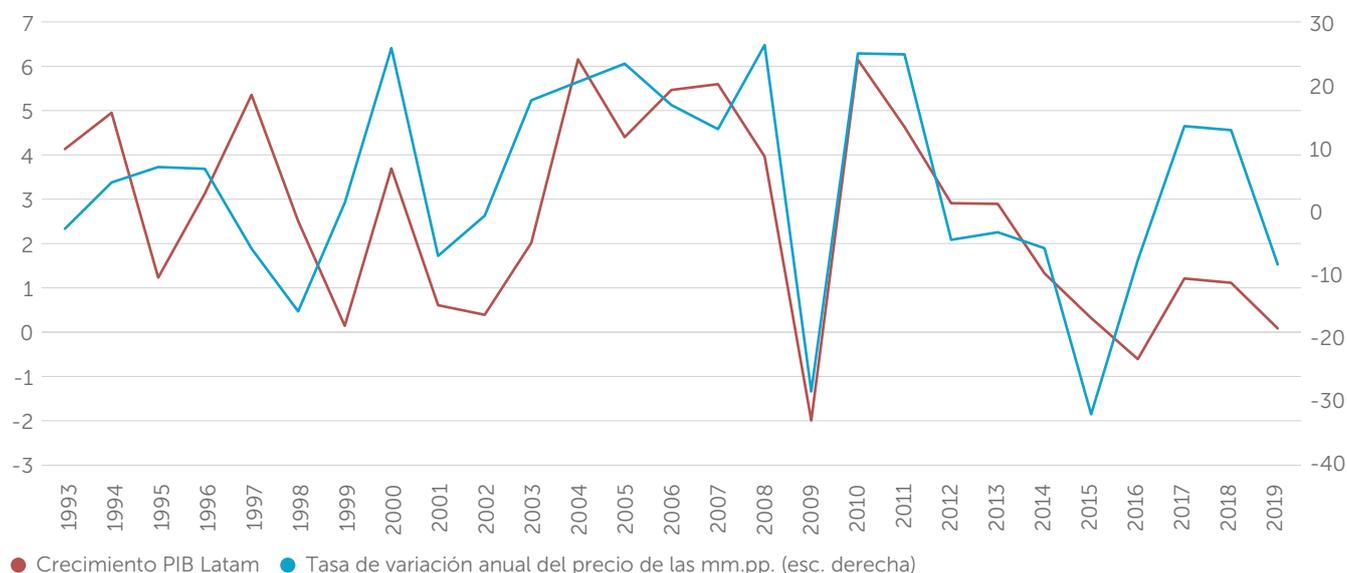
Inicialmente, los minerales de uso industrial (hierro y cobre, sobre todo) fueron los que acusaron la caída de la demanda y de los precios internacionales, como consecuencia de la interrupción de gran parte de la actividad, especialmente en China; esto colocaba



a las naciones andinas como las más perjudicadas. Después, el desplome del precio del petróleo ha puesto en el ojo del huracán a Venezuela, Ecuador, Colombia, Brasil y México.

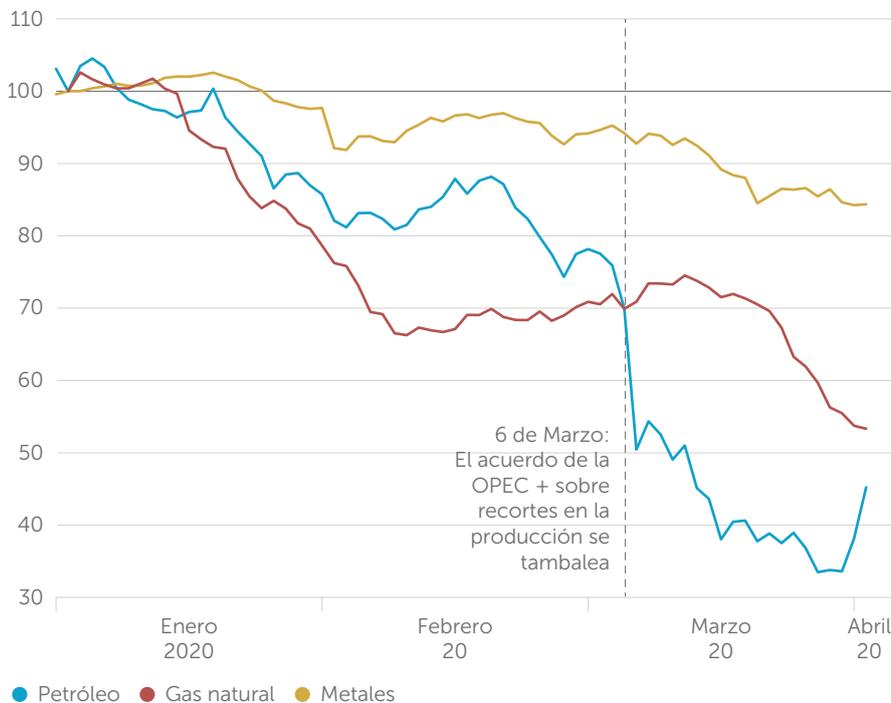
- China y Estados Unidos son los dos principales socios comerciales de la región. El gigante asiático, primer destino de las ventas exteriores de Brasil, Chile y Perú, a pesar de que va retomando poco a poco la normalidad, ha sufrido un desplome de la actividad en el primer trimestre, y se prevé que su crecimiento se desacelere hasta el 1% para el conjunto del año, frente al 6,1% de 2019. Estados Unidos, por su parte, se ha convertido en el otro epicentro mundial de la pandemia junto a América Latina y se prevé que su economía se contraiga un 8% este año, lo que penalizará muy especialmente a México, cuya economía está completamente ligada a la de su socio del norte.

#### VARIACIÓN DEL PRECIO DE LAS MM.PP. Y CRECIMIENTO EN LATINOAMÉRICA



Fuente: FMI

### PRECIO DE LAS MATERIAS PRIMAS (ENERO 2, 2020=100)



Fuente: FMI

- La interrupción de las cadenas globales de valor, comenzando por los proveedores chinos y luego por la producción europea y estadounidense, también hará mella en Latinoamérica, pero principalmente en México y en Brasil, cuyos sectores manufactureros son los más grandes de la región.
- El turismo, y muy especialmente los pequeños estados insulares del Caribe, se han visto muy golpeados por la crisis. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima que si el mayor impacto del Covid-19 se produce en el segundo trimestre de 2020 y se traduce en prohibiciones o autorrestricciones de viajar de tres meses de duración, la actividad turística en el Caribe se contraería un 25%.

### Otro motivo de preocupación es que la lucha contra la pandemia favorezca los autoritarismos

- El aumento de la aversión al riesgo y el empeoramiento de las condiciones financieras mundiales conducirán a una menor demanda de activos financieros, salidas de capitales y a una importante depreciación de las monedas de la región, tal y como se constató en el mes de marzo. Según el Institute of International Finance, en dicho mes la salida de capitales de las economías emergentes ascendió a 88.600 millones de dólares, de los cuales 28.100 corresponden a la región de América Latina. Desde entonces hasta junio la tendencia se ha revertido y en tres meses se

ha registrado una entrada neta de capitales por valor de 57.540 millones de dólares en el conjunto de los países emergentes y de 13.050 millones de dólares solo en Latinoamérica. Así pues, todavía no se ha compensado la fuerte salida que se produjo en un solo mes, lo que da cuenta de la sobre-reacción de los mercados ante un aumento del riesgo en este tipo de economías.

- Por último, se va a producir un desplome en el volumen de remesas recibidas, que constituyen una fuente fundamental de ingresos para muchas familias y también para los países, ya que compensa el saldo deficitario de otras sub-balanzas en las cuentas exteriores. El Banco Mundial pronostica "la mayor caída de la historia reciente" en el volumen total de estas transferencias como consecuencia de la disminución de los salarios o, en los peores casos, de la pérdida de los puestos de trabajo de los emigrantes. Las remesas se hundirán un 19,9% desde el máximo histórico registrado el año pasado.

Desde el punto de vista interno:

- Las medidas de confinamiento han paralizado en mayor o menor medida la actividad económica, lo que está deprimiendo la demanda doméstica y muy especialmente la de los servicios, que en gran medida dependen de contactos interpersonales.
- A ello hay que sumar el ya comentado elevado porcentaje de personas que trabajan en la economía informal. Toda esta población, si no es capaz de salir a la calle para trabajar en estas actividades "en la sombra", verá agravada su ya muy

precaria situación económica. El frenazo amenaza con provocar un incremento del 4,4% en la tasa de pobreza y del 2,5% en la incidencia de la pobreza extrema, según un análisis reciente de la CEPAL. La cifra de personas que vive por debajo del umbral de la pobreza en la región se dispararía a casi 29 millones.

- En cuanto al impacto sobre el sector empresarial, como ya se ha comentado, en torno al 90% de las empresas de América Latina son micro, pequeñas o medianas (mipyme), con menor capacidad de afrontar tensiones de liquidez y, por lo tanto, muy vulnerables al desplome de la demanda.

### Efectos sociopolíticos

Otro motivo de preocupación es que la lucha contra la pandemia favorezca el auge de los autoritarismos, que podrían escudarse en los estados de alarma para otorgar legalidad a sus acciones. Varias organizaciones internacionales de defensa de los derechos humanos han denunciado algunas de las medidas adoptadas en la región por ser antidemocráticas y vulnerar los derechos fundamentales. Por ejemplo, la Ley de Protección Policial aprobada en marzo en Perú, en opinión de Amnistía Internacional viola abiertamente las normas internacionales y podría abrir el camino a la impunidad policial, haciendo más difícil que se activen consecuencias legales para los policías que violan

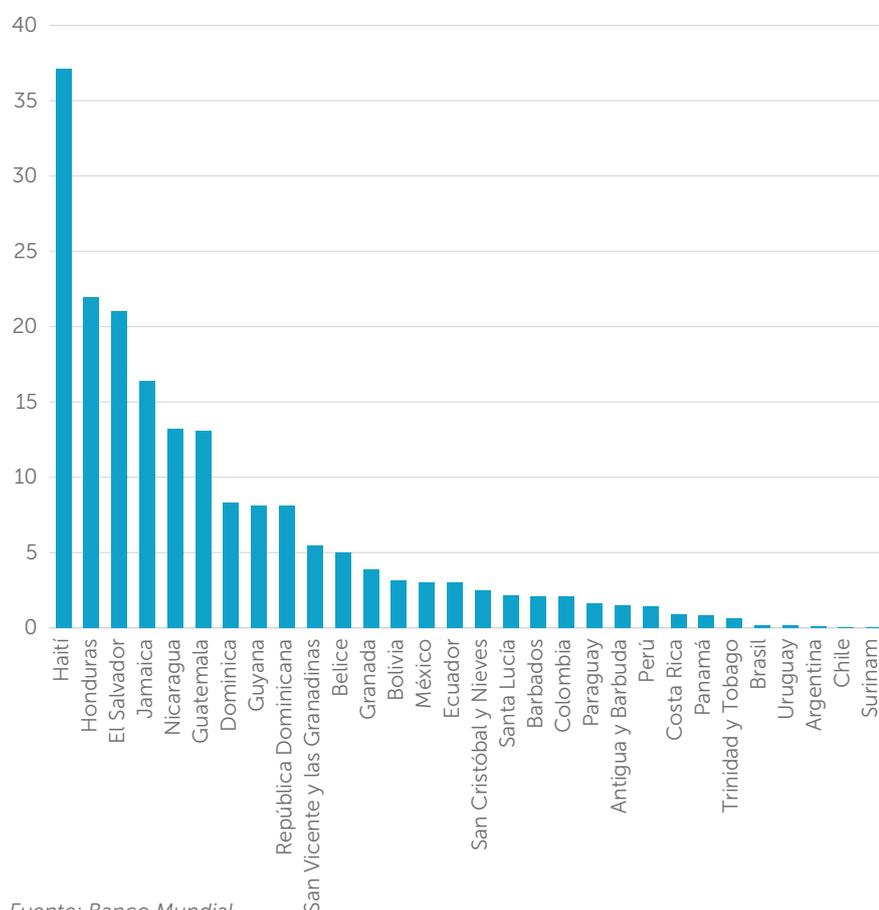
los derechos humanos. Uno de los casos más preocupantes es el de El Salvador, donde durante la cuarentena han aumentado las denuncias de casos de brutalidad policial, incluyendo detenciones arbitrarias, vehículos decomisados o uso de fuego real contra quien incumpla las órdenes. Según Human Rights Watch, el Presidente Bukele ha promovido el uso excesivo de la fuerza y ha atentado contra la división de poderes al negarse a acatar una resolución del Tribunal Constitucional que limita los poderes del Gobierno.

Por otra parte, Transparencia Internacional (TI) ha advertido del riesgo de que aumente la corrupción en conexión con las compras y contrataciones que realizan los Gobiernos de estas naciones para afrontar la pandemia, haciendo uso, en muchos casos, de fondos aportados por organismos internacionales. Brasil, Bolivia, Colombia, Ecuador, Guatemala, México y Perú, entre otros países, han sido testigos en los últimos cuatro meses de escándalos relacionados con prácticas de abuso de poder. La magnitud de la situación es tal, que en junio la Organización de Naciones Unidas creó el Observatorio Regional de Precios de Medicamentos en América Latina, con el fin de evitar este tipo de prácticas. A los informes de compras fraudulentas de ventiladores, mascarillas y otros elementos sanitarios se añaden irregularidades en la entrega de ayudas para las poblaciones más vulnerables. Con este tipo de comportamientos aumenta todavía más la ya elevada desafección de la población con la clase política.

Por último, la pandemia ha evidenciado la ausencia de integración y cooperación en el conjunto de



REMESAS COMO % DEL PIB EN 2019



Fuente: Banco Mundial

países de la zona. Prueba de ello es que ni siquiera los países que tienen una enorme frontera compartida han habilitado ninguna mesa de diálogo, ni se ha formalizado un mecanismo para compartir información. A diferencia de lo que ocurre en Europa, donde se han activado mecanismos de solidaridad, en América Latina los bloques regionales están siendo muy poco activos de cara a buscar soluciones comunes, lo que es resultado de la existencia de posiciones ideológicas muy enfrentadas.

### **PERSPECTIVAS, ¿RIESGO DE UNA NUEVA DÉCADA PERDIDA?**

El recorte generalizado de las previsiones de crecimiento para este año ha reavivado las voces que señalan que la región podría enfrentarse a "otra década perdida" en el período comprendido entre 2015 y 2025. El Banco Mundial apunta a una caída del PIB regional del 7,2% este año, una cifra que sigue siendo optimista si se tiene en cuenta que el Banco Interamericano de Desarrollo sitúa dicha contracción en un rango entre el 8% y el 10%, lo que supondría el mayor batacazo económico sufrido por la región hasta donde alcanzan los registros históricos del propio organismo (1961), superior incluso al que se produjo en 1983 (-2,5%), en plena crisis de la deuda de América Latina, que fue el detonante de la primera década perdida; y también al de la Gran Recesión (en 2009 el PIB regional apenas retrocedió un 1,9%). El FMI, por su parte, en el informe de Perspectivas de la Economía Mundial publicado en junio, cifra la caída del PIB de la región en un 9,4%, con Brasil y Ecuador como los países más damnificados (con retrocesos del 9,1% y del 10,5%, respectivamente). Para



### **La región se enfrenta a la crisis con un margen mínimo para aplicar medidas que estimulen la demanda**

2021 se prevé un repunte de la actividad (3,7%), pero no lo suficientemente intenso como para que la región recupere los niveles precrisis.

Estas previsiones están sujetas a mucha incertidumbre, ya que en algunos países todavía no se ha alcanzado el pico de contagio y en otros la aparición de rebotes ha obligado a dar marcha atrás en la desescalada. El impacto de las medidas

de confinamiento sobre las economías es difícil de medir y depende de la duración y también de las expectativas; en realidad, las previsiones para este año se han ido corrigiendo a la baja cada pocas semanas. En cuanto a la recuperación, es de esperar que se inicie rápidamente, pero con toda seguridad será lenta y gradual. El BID estima que se tardará entre tres o cuatro años en recuperar el tamaño del PIB anterior a la pandemia y aún más en regresar a los niveles previos de renta per cápita, que es uno de los indicadores clave del desarrollo.

La imposibilidad de aplicar al paciente el tratamiento que realmente necesita



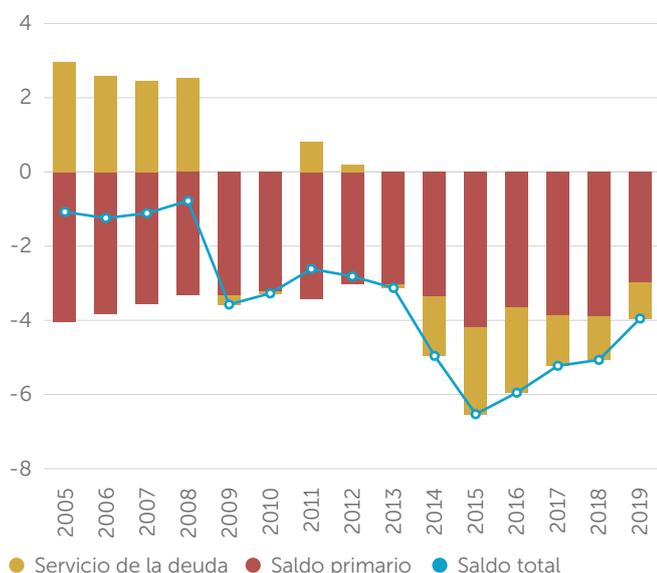
está detrás de esa lenta recuperación. Efectivamente, la región se enfrenta a la crisis con un margen de maniobra mínimo para aplicar medidas contracíclicas que estimulen la demanda interna. En el frente fiscal ya se partía de un preocupante desequilibrio, tras varios años de descenso de la recaudación impositiva. La caída de los ingresos públicos es el resultado, por una parte, del peor comportamiento del precio de las materias primas desde 2013 y, por otra, de la desaceleración de la actividad económica en los últimos años. La región finalizó 2019 con un déficit público del 4,7% del PIB y unos niveles de deuda próximos al 70% del PIB. Es impensable, por tanto, que se puedan aprobar paquetes fiscales ni la mitad de voluminosos que los que se están aprobando en Europa -del 20% del PIB en promedio- aun cuando las necesidades de la región sean mayores. Tan solo Perú y Brasil han aplicado medidas por importes superiores al 10% del PIB, mientras que la mayoría de los países de la región están por de-

bajo del 2% del PIB. El caso de México, donde los estímulos fiscales van a ser mínimos, podría ser el peor de todos, ya que la penalización sobre el PIB será todavía mayor, y eso disparará el peso de la deuda pública en términos relativos. Además, la hostil actitud del gobierno de Obrador hacia la inversión extranjera desincentivará la entrada de capital, dificultando enormemente la reactivación del crecimiento vía inversión.

En cuanto a las herramientas de estímulo monetario, a pesar de que las cifras de inflación están bastante controladas, la previsible depreciación generalizada de las monedas latinoamericanas limita la posibilidad de aplicar recortes de tipos de interés radicales, ya que ello aumentaría aún más el riesgo de salida de capitales.

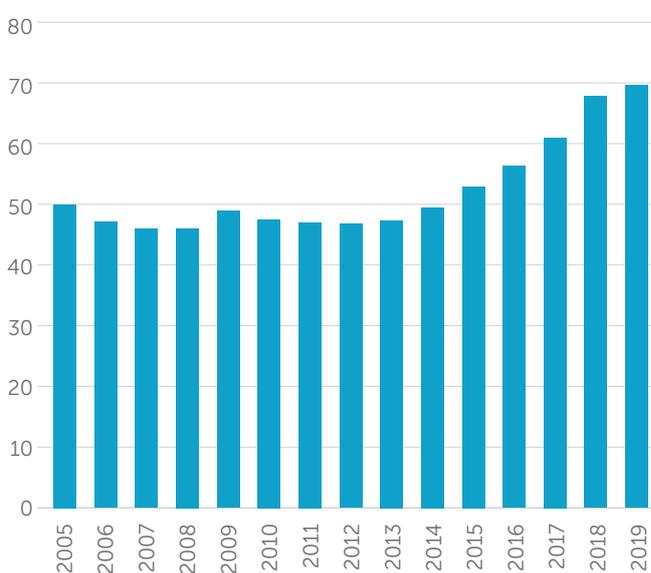
Por si esto fuera poco, la brusca caída de los ingresos externos junto con el aumento de los costes sanitarios y sociales están intensificando

**SALDO PÚBLICO (% DEL PIB)**



Fuente: FMI

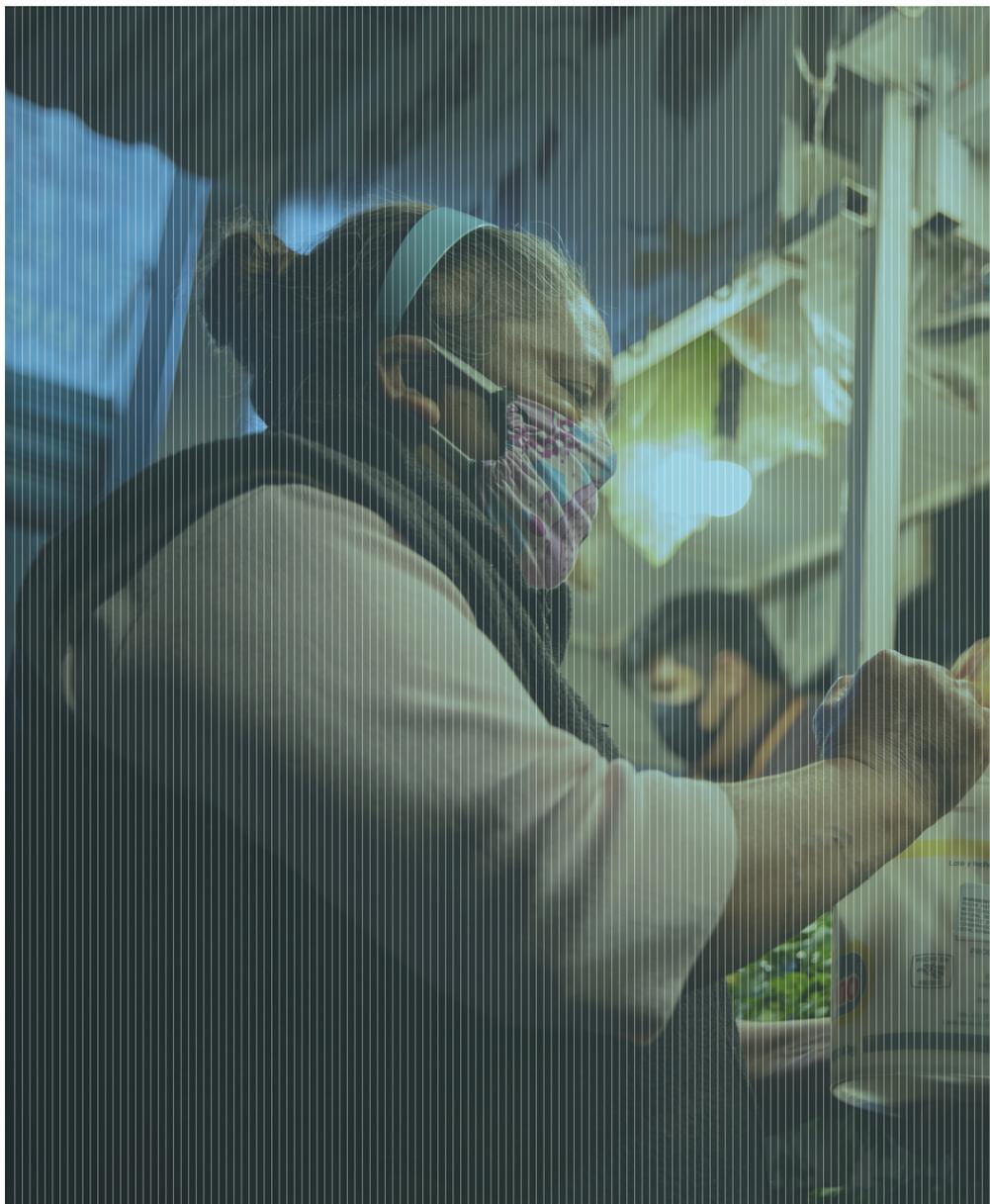
**DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)**



Fuente: FMI

notablemente las necesidades de financiación externa, precisamente en un momento en el que la aversión al riesgo se dispara, muy especialmente hacia aquellos países que ya cuentan con elevados niveles de deuda externa y pública. Por otra parte, América Latina no puede contar tampoco con recibir fondos de ayuda. La mayoría de los países de la región se consideran de ingreso medio, por lo que las fuentes de financiamiento disponibles son principalmente no concesionales. América Latina no se beneficia, por ejemplo, de la Iniciativa de Suspensión del Servicio de la Deuda aprobada en abril por el Comité para el Desarrollo del Banco Mundial y los ministros de Finanzas del Grupo de los Veinte (G-20), que ofrece la posibilidad de suspender el pago del servicio de la deuda hasta finales de 2020 a los países más pobres que lo soliciten, para ayudarlos a afrontar los graves impactos de la pandemia.

Ante la creciente necesidad de fondos, hasta el 1 de julio once países de la región (Bolivia, El Salvador, Haití, Panamá, Paraguay, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Jamaica, Bahamas y Ecuador), habían accedido al Instrumento de Financiamiento Rápido del FMI (RFI por sus siglas en inglés), con desembolsos de 300 millones de dólares por país en promedio. Estos fondos se conceden mediante un desembolso rápido y sin condiciones, para respaldar el presupuesto en casos de emergencia, con una tasa de interés concesional (de hasta 1,5%) pero con un plazo de amortización corto (5 años). No cabe duda de que esta asistencia supone un balón de oxígeno para los países, pero es insuficiente para afrontar la magnitud de



### Tarde o temprano, varios países de la región se verán obligados a reestructurar su deuda

la crisis, al tiempo que engrosa todavía más la ya muy elevada deuda.

Todo apunta a que varios países de la región tarde o temprano se verán obligados a reestructurar su deuda. Los casos más preocupantes son Ar-

gentina y Ecuador. El primero lleva meses en la mesa de negociación, y ya ha incumplido los plazos de pago del servicio de varios bonos, por lo que a principios de julio se le recortó el rating de estos a la categoría de *default*. Ecuador alcanzó el 6 de julio un acuerdo, en el momento de redacción de estas líneas todavía provisional, con un grupo de tenedores de bonos, que incluye una quita de 1.500 millones de dólares y la reestructuración en plazos y tipos de interés de los 17.500 millones



La crisis sanitaria va a suponer un dramático varapalo para todas las economías del mundo, pero en el caso de América Latina el impacto va a ser con toda probabilidad mayor y la recuperación más lenta. La región ya padecía una prolongada desaceleración económica y apenas cuenta con capacidad para aplicar herramientas de estímulo. En este contexto, a corto plazo se impone la necesidad de dotar al paciente de respiración asistida. No hay otra solución que inyectar liquidez para atenuar al máximo los devastadores efectos económicos, sanitarios y sociales de la pandemia. A medio plazo el panorama es sombrío: todo apunta a que la región se enfrentará a una nueva década pérdida, en la que el crecimiento promedio regional entre 2015 y 2025 será nulo medido de punta a punta. Al *shock* de la caída del precio de las materias primas a partir de 2015 se ha sumado otro *shock*, más generalizado y pronunciado, con la pandemia de Covid-19. Las debilidades estructurales comentadas a lo largo de estas líneas, como la excesiva dependencia en las materias primas, la escasa inversión, la baja productividad y las deficiencias en los sistemas sanitarios y educativos, amplificarán y prolongarán el impacto negativo de ambos *shocks*. A ello se suma la compleja situación social, derivada de las debilidades anteriores y exacerbada por los escándalos de corrupción. La recuperación del paciente, por tanto, se presenta complicada precisamente por las patologías previas que han marcado la decepcionante evolución de los últimos cinco años y que lo continuarán haciendo si no se sientan las bases para una estrategia económica y social que permita un crecimiento inclusivo.

de dólares que el país debía pagar de aquí a 2030. No sorprende, por tanto, que las agencias de calificación de riesgos hayan recortado en varios peldaños los *ratings* de varios soberanos, a la vista de la menor disponibilidad de fondos en paralelo con el inevitable aumento de la deuda externa. El deterioro de la calificación crediticia se traduce en un aumento del coste de financiación en los mercados, lo que incrementa nuevamente la deuda, generándose un peligroso círculo vicio-

### Las debilidades estructurales amplificarán el impacto negativo de la crisis

so que acrecienta el riesgo de *default*. Efectivamente, los mercados también han reaccionado, y ya hemos asistido en los últimos meses a sacudidas en las bolsas, subidas de las primas de riesgo y una gran volatilidad de las divisas.

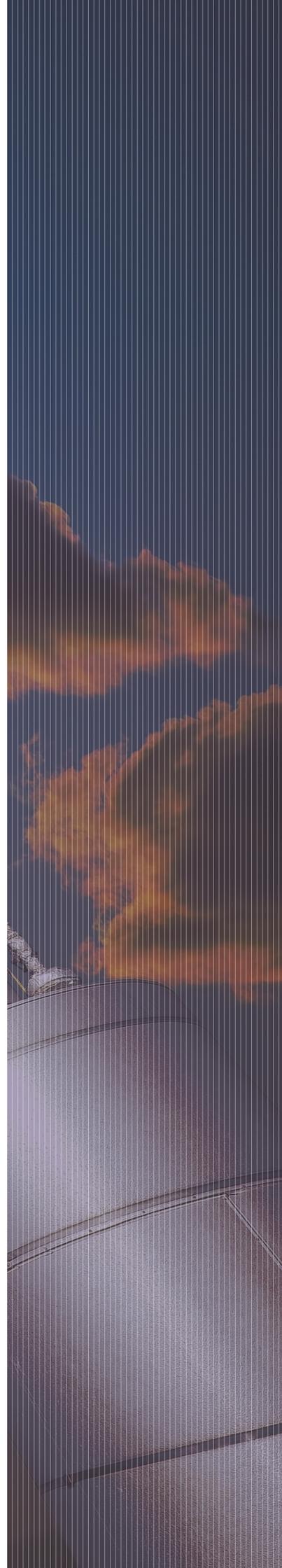


# 03

## LA GRAN DISTORSIÓN DEL MERCADO DEL PETRÓLEO

**Por Pablo Arjona,**  
Analista de Riesgo País

**CESCE**   
El valor del crédito



Los giros argumentales son un recurso recurrente en la literatura y en la industria del entretenimiento. Y, en ocasiones, el comportamiento de la economía se asemeja a una película de suspense, con acontecimientos inesperados y un final incierto.

En julio de 2019 Estados Unidos batió el récord de 120 meses de crecimiento ininterrumpido, una bonanza que parecía cuestionar la teoría de los ciclos económicos. Medio año después, el país, y el resto del mundo, se adentraron en un estado de hibernación. La actividad industrial, paralizada. Todas las obras de teatro y las competiciones deportivas, suspendidas. Lugares tan icónicos como Barcelona, Nueva York o Venecia, desiertos; una imagen reservada hasta ahora al terreno cinematográfico. Un escenario de ciencia ficción hecho realidad.

Los académicos apuntaban a la rivalidad geopolítica entre China y Estados Unidos -con la guerra comercial como principal campo de batalla- o al incremento de la deuda como los principales desencadenantes de la siguiente crisis económica. Mientras, el mundo subestimaba un riesgo del que la comunidad científica llevaba años alertando: la posibilidad de que un intercambio de material genético o determinadas mutaciones originasen el salto de un patógeno entre especies, hasta infectar a un ser humano.

El coronavirus SARS-Cov-2 ha sido la materialización de ese riesgo, un "cisne negro" que ha superado con creces el apocalipsis vaticinado recurrentemente por los economistas que han pronosticado cien de las últimas cinco crisis.



El virus ha provocado una dramática crisis sanitaria, ha distorsionado el funcionamiento de la economía mundial, ha llevado a los Estados a adoptar medidas inéditas y ha alterado los comportamientos sociales.

Nunca las estadísticas exploraron nuevos límites de una forma tan vertiginosa. Nunca la economía global cambió tanto en tan poco tiempo en un periodo de paz. Los adjetivos para calificar los efectos de la pandemia se han agotado.

Lo que se ha bautizado ya como el Gran Confinamiento condujo al aislamiento de 3.000 millones de personas, casi la mitad de la población mundial, a lo largo del primer semestre de 2020. Si en anteriores crisis las dificultades se concentraban en de-

La crisis retorció el mercado del petróleo hasta límites que parecían irracionales

terminadas áreas geográficas o en ciertos tipos de economías, en esta ocasión el virus ha afectado prácticamente a todos los países de forma simultánea; una sincronización que evidencia la excepcionalidad de la actual crisis. De acuerdo con el FMI, tan solo el 10% de las economías registrará una variación positiva del PIB en 2020.

La paralización del consumo y la hibernación de la industria han provocado una dolorosa contracción económica. El Banco Central Europeo



prevé una caída del PIB de la eurozona del 8-12% en 2020, unas estimaciones propias de un conflicto bélico.

Valorar la profundidad de las consecuencias económicas y sociales requerirá tiempo. Al cierre de estas líneas nos encontramos al final del comienzo de la crisis. La severidad dependerá de numerosas variables, como el avance de la desescalada en cada uno de los países, la eficacia de las políticas económicas y los mecanismos para controlar nuevos brotes, entre otros. Las incógnitas superan a las certezas y habrá que esperar hasta bien entrado 2021 para tener un mayor conocimiento del impacto de la pandemia.

Los efectos del virus se han propagado, en mayor o menor medida, a todos los sectores de la economía mundial. Cuantificar el grado de metástasis en cada uno de ellos excede los propósitos de este artículo. Sin embargo, resulta necesario describir la envergadura del shock para contextualizar la montaña rusa que está atravesando uno de los sectores más afectados: el petróleo.

La pandemia ha retorcido el funcionamiento de la industria del crudo hasta tal punto que, durante un breve periodo de tiempo, el petróleo se desconectó del mercado y perdió todo su valor; el oro negro convertido en un pasivo.

## EL EXTRAORDINARIO LIDERAZGO DE ESTADOS UNIDOS

Antes de profundizar en las sacudidas que ha provocado el Covid-19, merece la pena detenerse brevemente en la transformación de la industria de los hidrocarburos que se había consolidado en los últimos años para tener una mejor perspectiva.

El origen de la metamorfosis fue la irrupción de los hidrocarburos no convencionales, conocidos como *shale* o *fracking*<sup>(1)</sup>. El periodo de elevados precios del petróleo registrados entre 2003-2014 incentivó el desarrollo de la tecnología necesaria para explotar de forma rentable este tipo de yacimientos, más complejos de extraer debido a la menor permeabilidad de los reservorios.

Desde 2011 la actividad del *shale* en Estados Unidos aumentó a un ritmo extraordinario. En menos de una década la primera potencia economi-

ca se convirtió en el mayor productor de petróleo y de gas del mundo, algo impensable hace unos años.

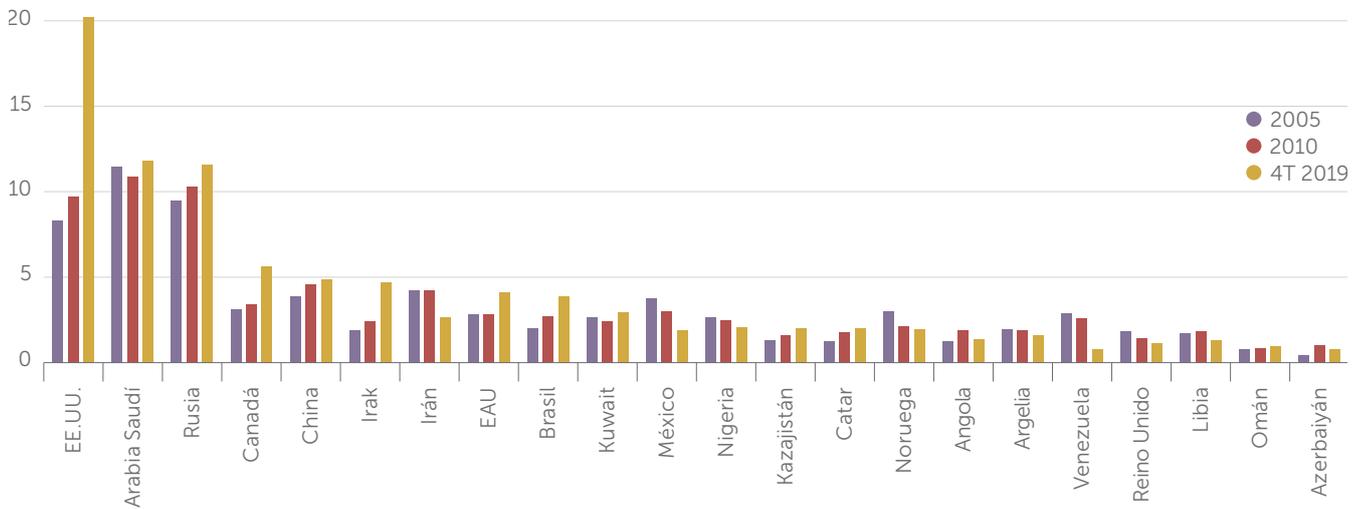
La frenética expansión de los hidrocarburos no convencionales modificó el *statu quo* del mercado. El crecimiento de la producción en Estados Unidos superó con creces el aumento de la demanda, lo que condujo a un exceso de capacidad.

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), liderada por Arabia Saudí, maniobró para expulsar a los nuevos competidores. En la segunda mitad de 2014 la organización adoptó una estrategia agresiva -que apostaba por bajar los precios a base de inundar el mercado de crudo- con el fin de frenar la expansión de la industria del *shale*. Esta decisión tenía sentido, ya que el coste de extracción en los países productores tradicionales de petróleo, en torno a los 25 dólares el barril, era notablemente inferior a la industria del *fracking* (por encima de los 65 dólares en aquel momento). Pero, al mismo tiempo, era muy arriesgada, dado que los hidrocarburos son el motor sobre el que pivotan estas economías.

La organización logró su objetivo. A principios de 2016 la cotización del crudo cayó hasta los 26 dólares; sin embargo, no consiguió expulsar a los hidrocarburos no convencionales. Al mismo tiempo que los países petroleros sufrían los efectos del desplome de sus exportaciones, la industria del *shale* demostró una sorprendente capacidad de adaptación a las nuevas condiciones del mercado. El desarrollo de nuevas tecnologías y la concentración del sector redujeron sustancialmente el coste de los

1. *Shale* hace referencia al tipo de roca de los reservorios; *fracking* a la técnica de fractura hidráulica empleada para extraer el crudo almacenado.

### PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO Y OTROS LÍQUIDOS (MILL.B/D)



Fuente: EIA

proyectos. El umbral de rentabilidad descendió más de un 20%, hasta el entorno de los 50 dólares el barril.

La mejora de competitividad del petróleo estadounidense y la flexibilidad del *fracking* para activar o paralizar la extracción en función de la cotización del crudo modificaron la formación de precios. Los hidrocarburos no convencionales comenzaron a actuar como una báscula que estabilizaba el precio del petróleo en torno a su umbral de rentabilidad. Así, cuando la cotización superaba los 50 dólares el barril, el número de pozos activos en EE.UU. se incrementaba rápidamente, lo que presionaba a la baja los precios.

Todo ello dibujó un complejo panorama para los países petroleros. Las dos principales herramientas para intervenir en el mercado desencadenaban efectos nocivos. Si apostaban por recortar la producción para tensionar los precios, favorecían a la industria del *shale*, dado que incre-

mentaba sus márgenes y aceleraba su expansión. Por el contrario, si no intervenían, el mercado se alejaba del equilibrio, lo que generaba un exceso de oferta que presionaba los precios hacia abajo. Este marco estableció una especie de "techo" en los ingresos totales de los países del

**En 2019 la producción en Estados Unidos superó los 20 mill.b/d, el doble que Arabia Saudí**

cártel, muy alejado de los máximos alcanzados durante la pasada década.

Esta tesitura se acentuó en los dos últimos años. Entre 2018 y 2019 el ritmo de crecimiento anual de la producción en Estados Unidos se mantuvo por encima de los dos millones de barriles diarios (mill.b/d), una cifra superior al volumen extraído en algunos de los tradicionales países petroleros, como Libia o Nigeria. Los

hidrocarburos no convencionales concentraban más de dos tercios del aumento de la producción mundial de crudo. Mientras tanto, los países de la OPEP se ajustaban al sistema de cuotas para drenar el exceso de capacidad y evitar, así, que los precios volvieran a los mínimos registrados en 2016.

A finales de 2019 Estados Unidos superó la barrera de los 20 mill.b/d, prácticamente el doble que Arabia Saudí, el líder tradicional del mercado. El aumento fue tal que Washington corrigió una de sus principales debilidades: la dependencia energética del exterior. E, incluso, a principios de 2020 consiguió un nuevo hito: convertirse en un exportador neto de hidrocarburos<sup>(2)</sup>. En un ejemplo más cercano, el pasado mes de febrero Estados Unidos fue el mayor proveedor de gas natural de España, con una cuota del 28%, desplazando al que había sido hasta ahora el principal suministrador: Argelia.

2. El saldo superavitario fue de 1,5 mill.b/d, en contraposición al abultado déficit de hace diez años, por encima de los 10 mill.b/d.

## CAMINO A LA PERDICIÓN

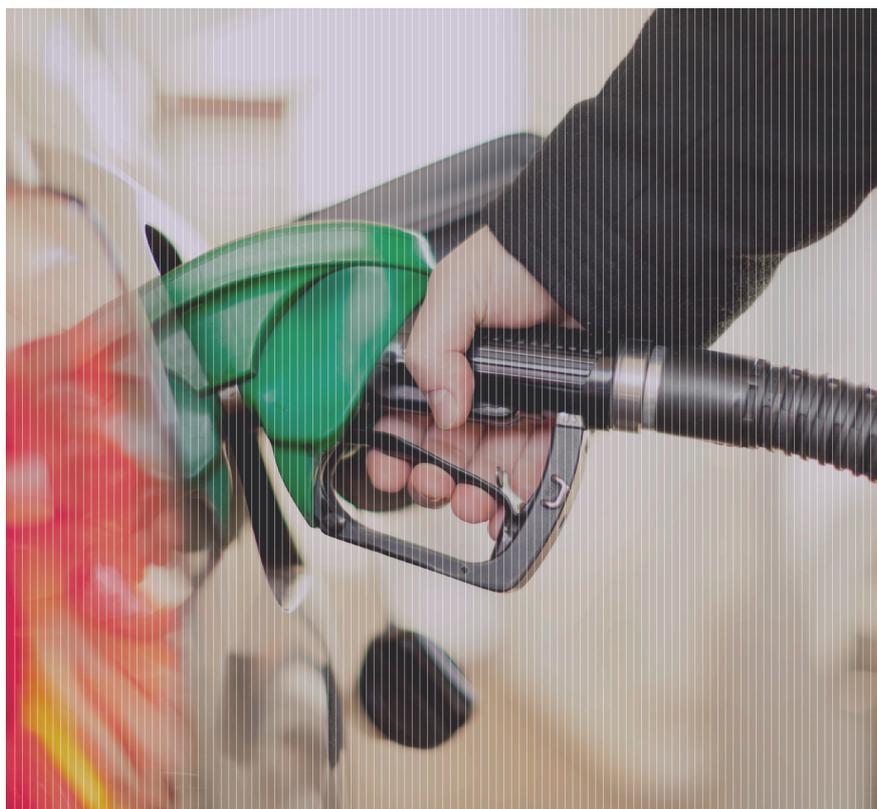
### Capítulo 1: la hibernación de la demanda

En este contexto, la crisis originada por el Covid-19 ha desencadenado un terremoto de enorme intensidad. La pandemia ha resquebrajado el eslabón estable de la cadena: la demanda, una variable que en los últimos 35 años solo había registrado una variación negativa en dos ejercicios. La ruptura del mercado avanzó como una bola de nieve, incluyendo algunos giros de guion que aceleraron su desestabilización.

Al principio se esperaba, como ocurrió con la epidemia del SARS-CoV en 2002, que el virus afectaría principalmente al sudeste asiático. Un daño contenido, pero suficiente para provocar una ligera caída de la demanda como consecuencia de la desaceleración de la economía china.

Los países de la OPEP defendieron, como ha ocurrido en anteriores ocasiones, recortar el volumen de producción para depurar el exceso de oferta. En concreto, a comienzos de marzo de 2020 la organización propuso un recorte de 1,5 mill.b/d. Del total, el cártel contribuiría con cerca de un millón y la parte restante sería asumida por los países adheridos al OPEP+<sup>(3)</sup>.

Sin embargo, esta medida no fue secundada por Rusia, que temía que la maniobra favoreciese a la industria *shale*. De nuevo, los países petroleros sacrificándose para corregir el exceso de capacidad mientras los hidrocarburos no convencionales capitalizaban este esfuerzo



para seguir incrementado su cuota de mercado.

La posición de Moscú desató una crisis entre los participantes de la OPEP+. Arabia Saudí respondió con su habitual instrumento de persuasión: inundar el mercado de crudo, una estrategia similar a la adoptada en 2014 y en ocasiones anteriores, como a principios de los años 90. El cártel eliminó el sistema de cuotas y comenzó una feroz competencia por aumentar las exportaciones de petróleo. El Reino del Desierto, con una capacidad ociosa de 2 mill.b/d y unos costes de extracción inferiores al resto de competidores, incrementó la producción y ofreció descuentos de hasta 8 dólares el barril a los principales clientes de Rusia: los países de Europa noroccidental

y Asia. Un puñetazo en la mesa que rompió la baraja.

Moscú también incrementó el volumen extraído. Sin embargo, su arsenal era notablemente inferior, dado que su capacidad para aumentar la producción en un periodo breve de tiempo era limitada, en torno a 300.000 b/d.

Al mismo tiempo que Arabia Saudí y Rusia competían por la cuota de mercado, el coronavirus avanzaba a un ritmo exponencial, primero en Europa y, poco después, en Estados Unidos. La adopción de medidas de aislamiento social derrumbó las estimaciones sobre la demanda de hidrocarburos. Lo que parecía un nubarrón había evolucionado a una tempestad.

3. Esta denominación hace referencia a la veintena de países petroleros –entre ellos Kazajistán, México y Rusia- que se sumaron al recorte de la producción acordado por la OPEP en 2016.

La magnitud de la crisis sanitaria, mucho mayor de lo previsto inicialmente, cohesionó a los países petroleros y, a principios de abril, Arabia Saudí y Rusia alzaron la bandera blanca. La "guerra de precios del petróleo" apenas duró un mes; pero sus efectos fueron considerables. En menos de 30 días la cotización se desplomó hasta los 25 dólares el barril, un 60% menos respecto a los valores de principios de año y por debajo del mínimo alcanzado en 2016.

Para taponar la sangría, la OPEP+ dio un giro de timón y aprobó el mayor recorte realizado hasta la fecha: 9,7 mill.b/d, equivalente aproximadamente al 10% de la oferta mundial de crudo<sup>(4)</sup>.

Un día después, los participantes del G-20 se comprometieron a colaborar en la estabilización del mercado. Estados Unidos, Brasil, Canadá y Noruega se sumaron a los esfuerzos para corregir el exceso de capacidad y aseguraron que, en conjunto, reducirían la producción en 4 mill.b/d. Por su parte, los principales países importadores, como China e India, anunciaron que contribuirían con el aumento de sus reservas estratégicas, una medida para compensar, de alguna forma, el desplome de la demanda.

Todo ello equivalía, según los defensores del acuerdo, a un recorte de la producción mundial de petróleo de 20 mill.b/d, lo que dio un respiro a los precios. Sin embargo, la alegría por la inusual colaboración internacional duró tan solo unos días. En la práctica, el impacto era mucho menor.

En primer lugar, el sistema de cuotas de la OPEP+ incluyó en el cómputo el descenso de la producción en Libia de 1 mill.b/d, un acontecimiento que ya se había materializado antes del estallido del coronavirus, como consecuencia de la guerra fratricida en la que está inmerso el país. En segundo lugar, Arabia Saudí y Rusia

### El Gran Confinamiento provocó una caída del consumo de hidrocarburos de 30 mill.b/d.

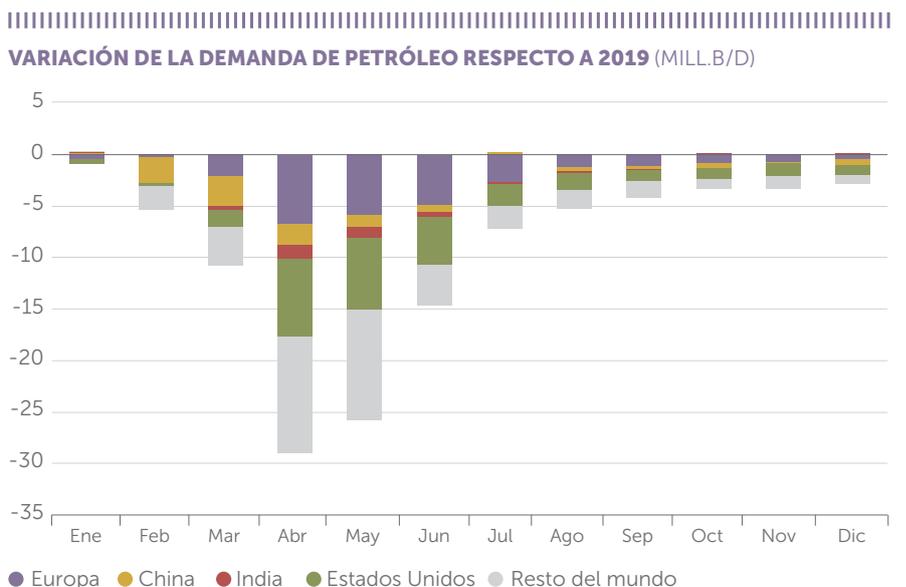
acordaron ajustar la producción sobre la base de 11 mill.b/d, una cifra que, en el caso del Reino del Desierto, suponía en realidad un aumento de 1,3 mill.b/d respecto a los valores de principios de año.

Por otra parte, el acuerdo del G-20 se limitaba a una mera declaración

de intenciones, no a la obligación de cumplir unos objetivos determinados. Además, la producción en países como Estados Unidos o Canadá no depende de las autoridades, sino de cada una de las empresas que operan en el sector.

Con estas premisas y, considerando el tradicional incumplimiento de las cuotas por parte de algunos países de la OPEP+, se estima que, en la práctica, la caída de la oferta era de 7 mill.b/d, menos de la mitad de lo anunciado.

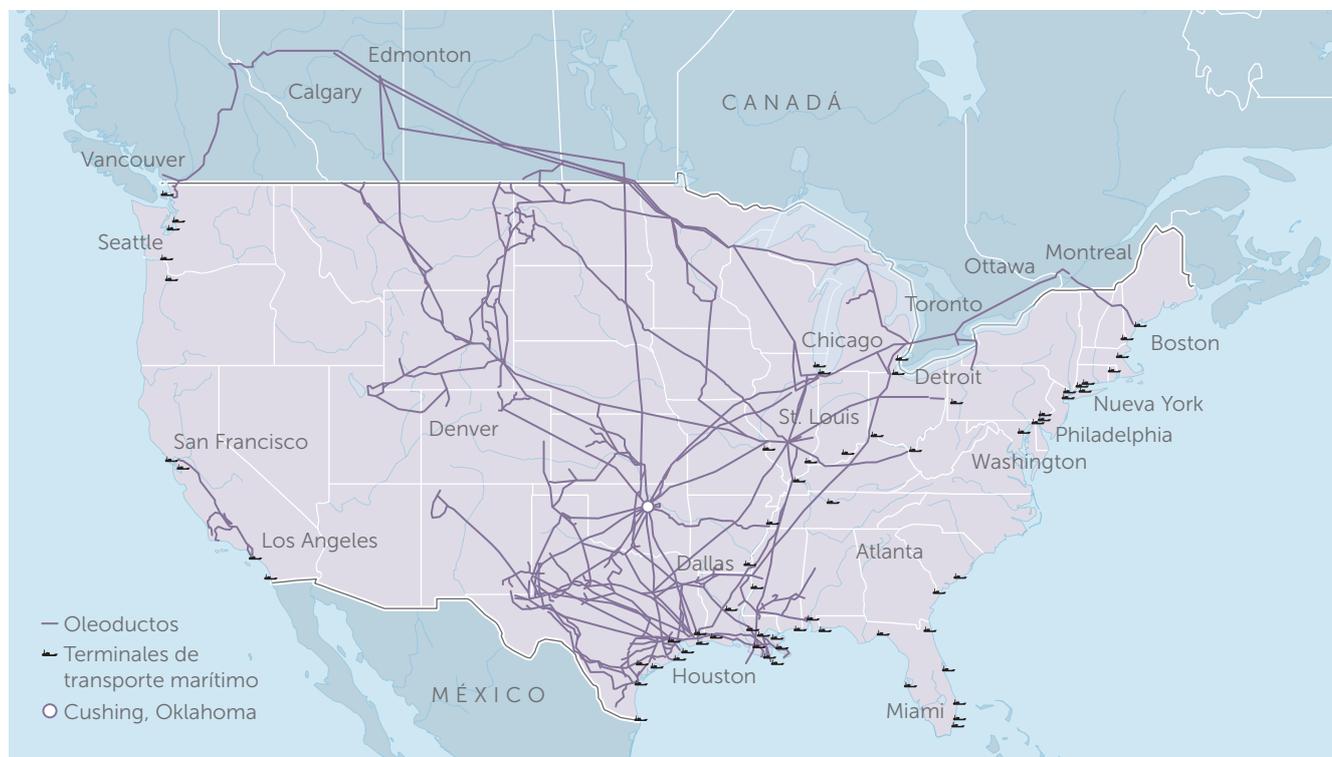
Incluso en el hipotético caso de que la oferta descendiera en 20 mill.b/d, hubiera sido insuficiente para compensar el desplome de la demanda. El Gran Confinamiento provocó una caída del consumo de hidrocarburos entre marzo y abril de 2020 de nada menos que 30 mill.b/d. En apenas un mes casi un tercio de la demanda de crudo se había evaporado.



Fuente: Agencia Internacional de la Energía (IEA)

4. Se estableció un sistema de cuotas que se implementará en tres fases. En la primera, entre el 1 de mayo y el 30 de junio, se acordó un recorte de 9,7 mill.b/d. En la segunda, entre el 1 de julio y el 31 de diciembre, la reducción será de 8 mill.b/d. Por último, para el periodo que abarca desde principios de 2021 hasta abril de 2022 los recortes se moderarán hasta los 6 mill.b/d.

PRINCIPALES OLEODUCTOS DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: US Energy Information Administration (EIA)

En cualquier caso, cabría considerar el acuerdo de la OPEP+ no tanto una maniobra para influir en el comportamiento del mercado, sino, más bien, la paralización forzosa de la producción ante la extraordinaria caída del consumo.

**Capítulo 2: sin salida**

La hibernación de la demanda originó una segunda particularidad: el colapso de las infraestructuras de almacenaje.

La secuencia es sencilla. Ante la caída en picado del transporte terrestre

y aéreo -sectores que, en su conjunto, representan el 60% del consumo mundial de hidrocarburos- las refinorías redujeron drásticamente su actividad<sup>5</sup>. Y, en estas circunstancias, el almacenamiento supuso la única salida para el petróleo extraído.

Ahora bien, esta posibilidad era limitada, ya que las infraestructuras no están diseñadas para situaciones tan extremas. Se calcula que el volumen teórico de los depósitos mundiales de crudo asciende a 6.700 mill/b, de los cuales la capacidad operativa es aproximadamente el 80%<sup>6</sup>.

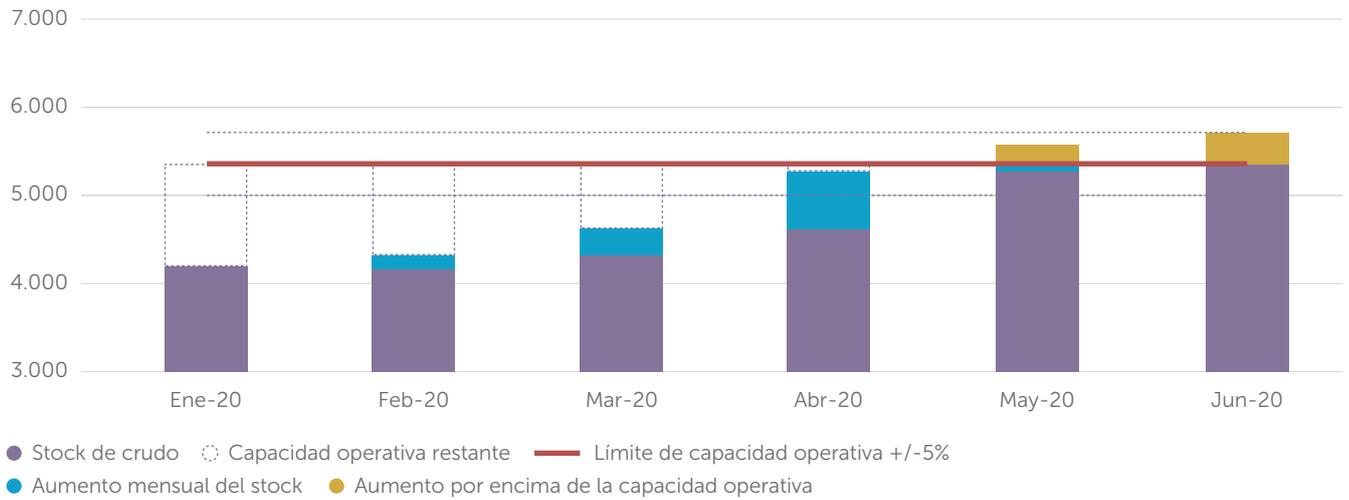
A principios de 2020, antes de que se desatase la tormenta, el crudo almacenado equivalía a 4.200 mill/b<sup>7</sup>. Aunque pueda parecer que la capacidad ociosa era suficiente, conviene tener en cuenta que no existe una red de oleoductos que permita equilibrar los inventarios a nivel global, por lo que la posibilidad de que se produzcan cuellos de botella en determinadas instalaciones es elevada. Este riesgo es especialmente relevante en las infraestructuras alejadas de la costa, sin posibilidad de exportar petróleo por mar, como en las zonas del interior de Canadá y de Estados Unidos.

5. En la segunda semana de abril el volumen de productos refinados en Estados Unidos descendió hasta los 12,8 mill.b/d, un 25% menos respecto al año anterior.

6. Por razones técnicas solo se puede utilizar el 80% de los tanques de almacenaje. Estas instalaciones necesitan un cierto espacio para el correcto flujo de entrada y salida de petróleo, ya sea a través de oleoductos o de barcos.

7. Tan solo las reservas estratégicas de los países de la OCDE ascienden aproximadamente a 2.900 mill.b. La Agencia Internacional de la Energía, organización fundada tras la crisis del petróleo en 1973 por los miembros de la OCDE, exige a sus participantes mantener unas reservas estratégicas de crudo equivalentes, al menos, a 90 días de importaciones.

### INVENTARIOS DE PETRÓLEO EN CUSHING (MILLONES DE BARRILES)



Fuente: Kayrros, JODI-oil, IEA

Así pues, el extraordinario exceso de producción provocó el colapso de uno de los centros neurálgicos de la industria estadounidense: los depósitos de petróleo situados en la ciudad de Cushing, en el Estado de Oklahoma, donde convergen buena parte de los principales oleoductos del país.

En tan solo un mes, el volumen almacenado en las instalaciones de esta localidad de 8.000 habitantes se disparó. A finales de abril los inventarios habían alcanzado prácticamente el máximo de su capacidad<sup>(8)</sup>.

La incapacidad de las instalaciones de absorber el abultado excedente de stock, algo inédito hasta entonces, asfixió a numerosos productores del interior de Estados Unidos. El retorcimiento del mercado fue tal que algunos comercializaron el crudo extraído a precios negativos.

Pagar por entregar. Para muchas compañías<sup>(9)</sup> resultaba menos perjudicial vender a pérdidas que asumir el coste de transporte y, sobre todo, el de almacenaje, el cual se había disparado ante la falta de espacio<sup>(10)</sup>.

### Capítulo 3: un día para olvidar

Esta paradójica situación, opuesta al argumento de la película *Mad Max*, alcanzó su plenitud el 20 de abril de 2020, una jornada que quedará marcada en la historia de los hidrocarburos. Aquel día los contratos de futuro del West Texas Intermediate (WTI), el índice de referencia del crudo comercializado en Estados Unidos, exploraron límites que parecían irracionales.

Primeramente, conviene recordar las particularidades de los contratos vinculados al WTI. Esta tipolo-

gía de instrumentos financieros es compleja. En muchas ocasiones la negociación de materias primas no supone el traspaso real del subyacente; sin embargo, los futuros del WTI se liquidan mediante la entrega física, en concreto, en la ciudad de Cushing.

La mayoría de los participantes que intervienen en el mercado no están interesados en la compra física de petróleo. La estrategia de los inversores se limita a obtener rentabilidad por la compra y venta de futuros, y prácticamente la totalidad de los participantes deshacen su posición antes de la fecha de vencimiento<sup>(11)</sup>.

El descalabro de los futuros de WTI se desarrolló en menos de una hora. A medida que se aproximaba el vencimiento de los contratos, se registró una creciente oleada de órdenes

8. El crudo almacenado en aquel momento equivalía al 75% del total; sin embargo, la parte restante estaba en su mayoría arrendada.

9. La industria del *shale* se caracteriza por su agilidad para activar o paralizar los pozos; sin embargo, este proceso requiere un mínimo de tiempo, un espacio temporal que resultó insuficiente ante la velocidad con la que se desató la crisis.

10. Mientras la economía mundial se desmoronaba, las empresas de almacenamiento de crudo hicieron su particular agosto. Por ejemplo, el precio del alquiler de barcos petroleros se triplicó a mediados de abril, superando los 100.000 dólares por día.

11. La EIA estima que tan solo el 1% de los contratos se traduce en la entrega física de crudo.

de venta; pero, en esta ocasión, no había contraparte. Con la demanda mundial de petróleo por los suelos y los inventarios al borde del límite, la opción de quedarse con el subyacente de los contratos –cada uno equivale a 1.000 barriles de crudo– resultaba una pesada carga.

La única opción de los vendedores era pagar a los compradores con tal de no tener que asumir la entrega física. En una espiral de nerviosismo la cotización fue aproximándose rápidamente a cero y, una vez que rompió esa barrera de racionalidad, el WTI se precipitó súbitamente. El mercado se había roto. Por debajo de cero no existe un suelo, por lo que la cotización se adentró de forma vertiginosa en valores negativos y la frenética jornada bursátil cerró

## Por primera vez el petróleo cotizó en valores negativos; el mercado se había roto

con un mínimo que acaparó la atención mediática: el WTI cotizando a -40,32 dólares el barril.

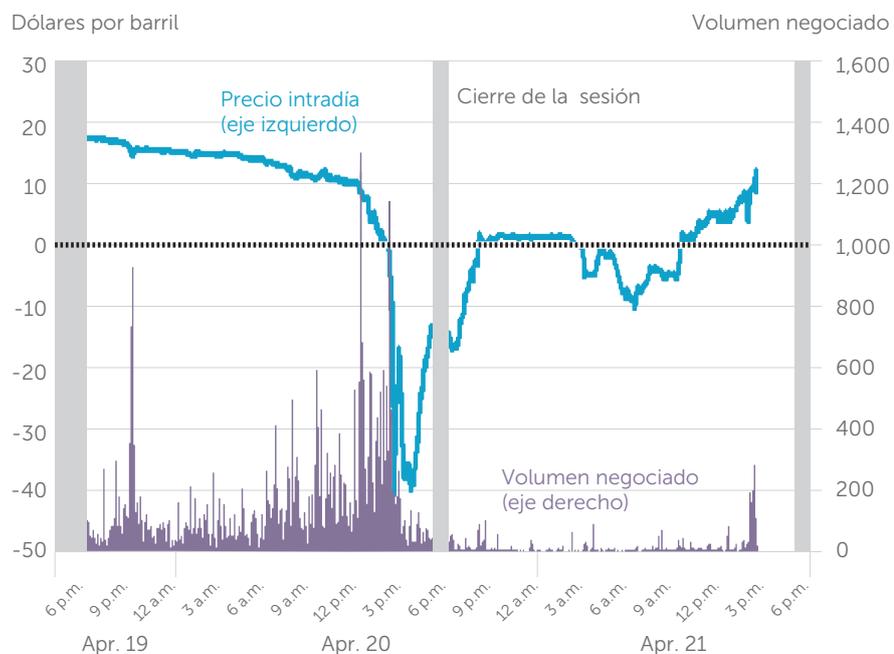
No es la primera vez que una materia prima cotiza en valores negativos. Los precios de la electricidad registraron también cifras por debajo de cero en varios países europeos durante el mes de abril<sup>(12)</sup>. Sin embargo, el efecto en el mercado de la electricidad es limitado, en buena medida debido a que las fuentes renovables tienen un coste marginal cero.

En cambio, en el caso de los hidrocarburos el mercado nunca había vivido una situación similar en su historia. No solo el petróleo se estaba comercializando por debajo de su coste de extracción, sino que, además, el llamado oro negro se había convertido en un lastre para unos inversores que pagaron importantes cuantías con tal de deshacerse del crudo. El mundo al revés.

Esta anomalía no se repitió en la cotización de los futuros del barril de Brent, la referencia en Europa. Las características difieren entre ambos índices. En primer lugar, las dificultades de almacenaje son menores en el caso del Brent, un crudo marítimo<sup>(13)</sup> que puede trasladarse con facilidad a aquellos mercados donde hay demanda o directamente almacenarse en buques petroleros. En segundo término, los contratos del Brent pueden liquidarse en efectivo y no implican la entrega física. Por último, los futuros del petróleo europeo vencían dos meses después, en junio, tiempo suficiente para reducir parte del exceso de capacidad, gracias a la entrada en vigor de los acuerdos de la OPEP+ y la reactivación de las economías occidentales.

Así pues, el barril de Brent no se adentró en valores negativos. Ahora bien, el exceso de *stock* también tensionó hasta niveles nunca vistos las infraestructuras de almacenaje de este tipo de crudo. A finales de abril los inventarios depositados en buques petroleros alcanzaron su límite. Más de 160 millones de barriles de crudo varados en barcos frente a las costas.

### COTIZACIÓN FUTURO WTI EL DÍA 20 DE ABRIL

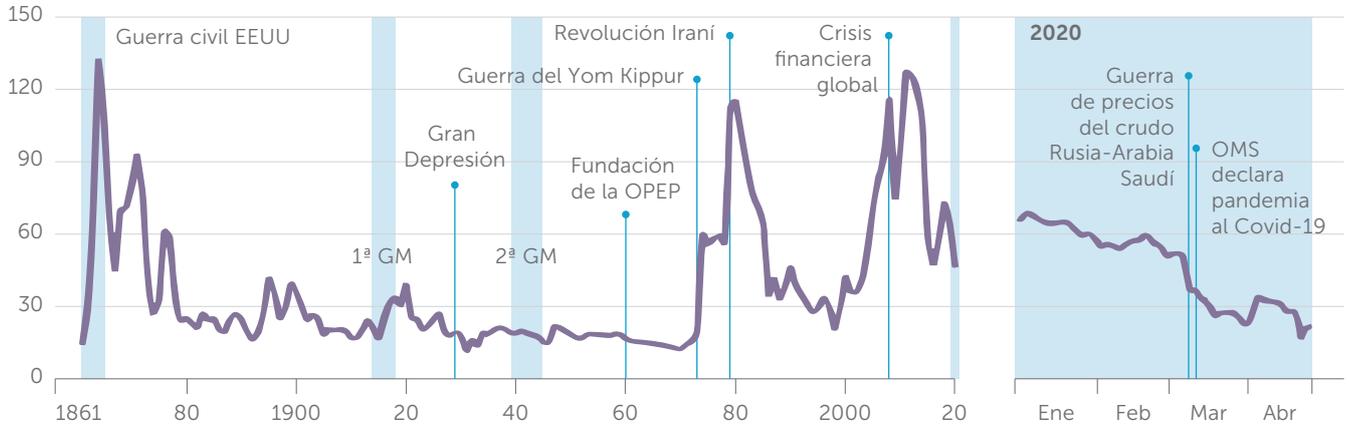


Fuente: EIA

12. Entre el 20 y el 22 de abril la electricidad en cinco países europeos registraron precios horarios negativos. En el caso de Alemania se alcanzó un record de -80 euros el MWh.

13. Su nombre viene de un yacimiento del mar de Norte.

## COTIZACIÓN DEL PETRÓLEO EN TÉRMINOS REALES



\*Precios deflactados IPC de EE.UU.

Fuente: BP, The Economist

En consecuencia, la cotización del Brent descendió hasta los 16 dólares, un valor que no se registraba desde la década de los 90. En términos reales, es decir, descontando la inflación, el precio llegó a situarse en valores de hace 160 años, un desplome de una magnitud que no se ha producido en ninguna otra materia prima.

### LA TRAVESÍA POR EL DESIERTO DE LOS PAÍSES PETROLEROS: UNA HISTORIA INTERMINABLE

Pese a la gran distorsión del mercado del crudo, la viabilidad de los yacimientos de los países petroleros tradicionales no está en peligro. En la mayoría de los casos, el margen de extracción es notablemente inferior a los hidrocarburos no convencionales. De hecho, podrían resistir un escenario aún más adverso. Se calcula que el coste de extracción en Rusia se sitúa ligeramente por debajo de los 20 dólares el barril. En Oriente Medio, incluso, un buen número de pozos seguirían siendo rentables con una cotización inferior a los 10 dólares.

Sin embargo, el derrumbe de la demanda supone un reto mayúsculo. Estos países han construido su tejido económico a partir de las rentas procedentes de los hidrocarburos. Muchos, además, engordaron durante el periodo de precios altos del petróleo el gasto público, en ocasiones con políticas superfluas, lo que ahondó la dependencia de las rentas procedentes del petróleo.

En consecuencia, el umbral de rentabilidad de los proyectos no resulta el indicador más fiable para medir la vulnerabilidad de un país. Otras variables cobran mayor relevancia, como el peso del crudo en las exportaciones o el volumen de reservas de divisas.

Una de las más utilizadas es el precio del petróleo que permite equilibrar las cuentas públicas. La fotografía difiere notablemente entre las distintas economías. Los países que han introducido medidas para ampliar la base fiscal o mejorar la eficiencia del gasto público han logrado reducir dicho umbral a un precio en torno a los 40-60 dólares, un

intervalo razonable que se adaptaba a la situación anterior a la crisis. Sin embargo, otros países, como Argelia, apenas han avanzado, y sus cuentas continúan anquilosadas a un precio del barril por encima de los 100 dólares, un nivel que muchos dudan si volverá a repetirse.

El huracán llega en el peor momento para muchos de estos países. La

Los ingresos procedentes del petróleo podrían descender entre un 50 y un 85%

irrupción de la industria del *shale* tuvo un impacto durísimo. La entrada de nuevos competidores terminó con el periodo de bonanza que disfrutaron las economías petroleras desde principios de siglo. Desde 2014 los precios han oscilado en un intervalo entre los 50 y los 70 dólares, muy lejos de los 145 dólares registrados en 2008. En consecuencia, tan solo entre 2014 y 2016 el valor neto de las exportaciones de

**PRECIO DE EQUILIBRIO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS (\$/BARRIL)**



Fuente: FMI

los países de la OPEP cayó a la mitad, lo que supuso la pérdida de ingresos equivalentes a 600.000 millones de dólares al año.

El actual contexto es aún más exigente. Los precios han ahondado nuevos mínimos y, si se cumplen los cálculos de la EIA, la cotización del crudo se situará, en el conjunto de 2020, alrededor de los 40\$, un descenso superior al 35% respecto al año anterior. Además, el volumen exportado descenderá notablemente, como consecuencia de la abrupta caída del consumo. Es decir, las dos variables que determinan los ingresos -el precio y el volumen- caerán sustancialmente. La tormenta perfecta.

El impacto final dependerá, en gran medida, del comportamiento de la economía mundial en el segundo semestre del año. La Agencia Internacional de la Energía prevé, en el mejor de los casos, una caída del valor de las exportaciones de la OPEP del 50% y, en el escenario más pesimis-

ta, el descenso podría llegar hasta el 85%, unas predicciones que no resultan descabelladas. En términos monetarios se traduciría en un desplome de los ingresos entre 460.000 y 600.000 millones de dólares.

Como ocurrió en 2014, la intensidad del impacto diferirá entre los distin-

tos países petroleros. Economías como Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Catar y Kuwait siguen contando con una holgada red de seguridad. A pesar de las dificultades de los últimos años, sus formidables fondos soberanos continúan siendo una valiosa herramienta que les permite sostener la cotización de la moneda, financiar los desequilibrios e introducir medidas anticíclicas.

No obstante, las economías del Golfo no son inmunes. Las autoridades de Arabia Saudí han aprobado un paquete de medidas para atemperar el impacto de la crisis. Entre otras cosas, han creado una línea de préstamos sin intereses, un programa de avales garantizados por el Estado y han aplazado algunas figuras impositivas. Sin embargo, será insuficiente para compensar el cortocircuito del motor económico, y las últimas previsiones apuntan a una contracción del PIB superior al 6,8%.

**VALOR DE LAS EXPORTACIONES DE PETRÓLEO DE LOS PAÍSES DE LA OPEP (MILLONES DE \$)<sup>(14)</sup>**



Nota: Los datos para 2020 corresponden a las estimaciones de la EIA, que prevén una caída entre el 50 y el 85%.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de EIA

14. Los valores corresponden a la suma de los ingresos de Angola, Arabia Saudí, Argelia, Emiratos Árabes Unidos, Gabón, Guinea Ecuatorial, Irán, Irak, Kuwait, Libia, Nigeria, República del Congo y Venezuela.

Otro de los grandes productores, Rusia, también dispone de herramientas para amortiguar la caída de los ingresos petrolíferos. El país cuenta con un fondo soberano de 170.000 millones de dólares y el nivel de endeudamiento del Estado es reducido, en torno al 20% del PIB. Además, el precio del crudo que permite equilibrar las cuentas públicas es uno de los más bajos dentro de los países petroleros, unos 42 dólares el barril, por lo que el desvío presupuestario no alcanzará los niveles de los países de Oriente Medio. Todo ello otorga a Moscú margen para introducir un paquete de estímulos para reactivar la economía.

No obstante, la volatilidad cambiaria constituye un preocupante talón de Aquiles. Desde principios de año el rublo se ha depreciado más de un 15%, una debilidad que acentuará las distorsiones en la economía. Si bien el país cuenta con un

elevado volumen de reservas, son insuficientes para mantener la cotización de la divisa en periodos de inestabilidad, una vulnerabilidad que se evidenció en la crisis de 2014<sup>(15)</sup>. Las previsiones apuntan a una contracción de la economía superior al 6% del PIB, unas estimaciones que podrían resultar optimistas, dado que aún no se ha alcanzado el pico de la epidemia<sup>(16)</sup>.

Sin embargo, la mayoría de los tradicionales países petroleros afrontan las adversidades en unas condiciones muy vulnerables. Muchos de ellos todavía adolecen los efectos del desplome del precio del petróleo en 2014.

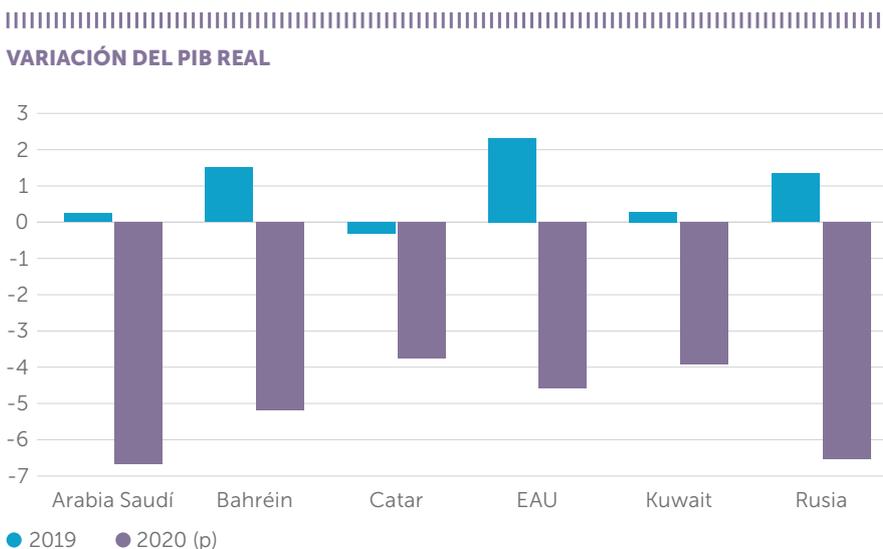
El repunte de la cotización del crudo entre 2017 y 2019 constituyó un balón de oxígeno, pero no fue suficiente para recuperar la normalidad. En muchos países la inflación continuaba en valores elevados y persis-

tían los desequilibrios en la balanza de pagos y en las cuentas públicas antes de que se desatase la crisis. Además, apenas cuentan con instrumentos para capear el temporal: carecen de fondos soberanos y, en algunos casos, el nivel de endeudamiento se sitúa en valores que comienzan a ser insostenibles.

En definitiva, llueve sobre mojado. La resistencia de cada uno de ellos dependerá no solo de factores económicos, sino también de variables cualitativas, como el marco político, el clima de negocios, el grado de corrupción o la eficacia de la gestión económica.

No obstante, resulta interesante realizar, a partir de variables medibles y comparables, una aproximación de la magnitud del impacto y del margen de maniobra de cada uno de los países petroleros. En el siguiente ejercicio se propone una comparativa a partir del peso de las exportaciones de petróleo en relación al PIB -para valorar la dependencia del crudo-, y del nivel de endeudamiento, como indicador de la capacidad de respuesta<sup>(17)</sup>.

En la matriz dependencia del petróleo/capacidad de respuesta se distribuye a los países en cuatro categorías. Los más vulnerables, a partir de las variables medidas, son los situados en el cuadrante superior derecho. En estos casos la dependencia de los hidrocarburos es muy elevada, por encima del 20% del PIB y, el margen de actuación es limitado, como consecuencia del preocupan-



Fuente: IIF

15. Tras el desplome del precio del petróleo en la segunda mitad de 2014 las autoridades rusas intervinieron en el mercado cambiario para sostener el rublo. Sin embargo, escasos meses después tuvieron que abandonar esta estrategia ante la vertiginosa caída de las reservas.

16. Al cierre de estas líneas Rusia es el tercer país del mundo con más casos confirmados.

17. Se han representado aquellos países en los que las rentas procedentes del petróleo superan el 10% del PIB.

te nivel de endeudamiento, superior al 70% del PIB.

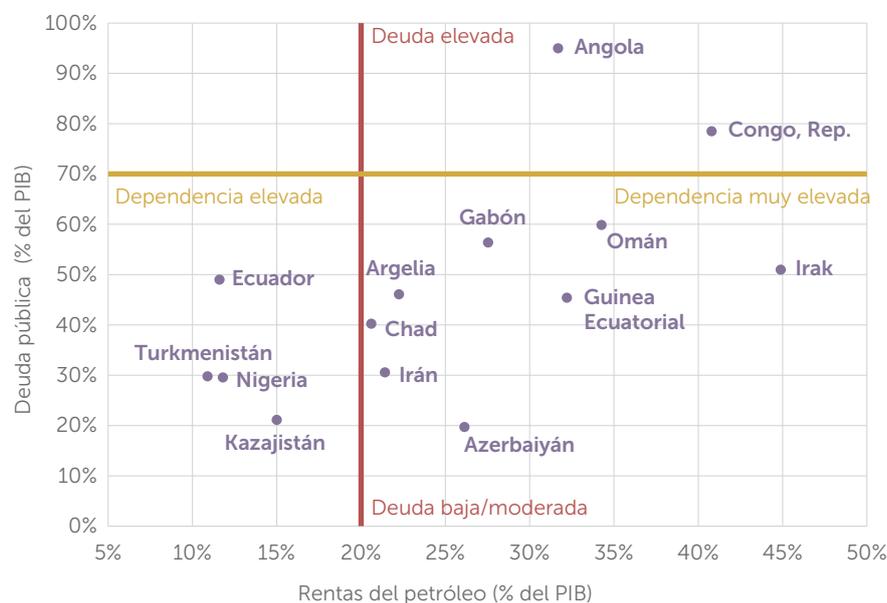
En este segmento se sitúan Angola y la República del Congo, países que comparten otras debilidades estructurales como la escasa diversificación, el deficiente clima de negocios y la elevada corrupción, entre otros.

La abrupta caída de los ingresos procedentes del petróleo a lo largo de 2020 supone un desafío mayúsculo para las dos economías africanas, que parten de una posición muy frágil. El pasado año la República del Congo tuvo que reestructurar la deuda bilateral con China ante las dificultades para cumplir con los compromisos. Angola no ha llegado a ese punto; sin embargo, el monto de las obligaciones se encuentra cerca del 100% del PIB, una cifra muy elevada *per se*, y más aún para un país de sus características.

Por si fuera poco, la caída de los ingresos en estos países será mayor. La mayoría de los yacimientos son *off-shore*, una tipología de reservorio con un coste de extracción entre 40 y 70 dólares el barril, superior a los hidrocarburos convencionales. En consecuencia, muchos proyectos han parado su actividad. En el caso de Angola, el número de pozos activos se ha reducido a la mitad. Este contratiempo no solo agravará las dificultades en el corto plazo, sino que, además, perjudicará la producción de crudo a medio plazo, dado que se ha detenido buena parte de la actividad de exploración de nuevos yacimientos.

Así pues, el panorama es muy delicado. La única nota positiva, en el caso de Angola, es el cambio que ha originado el ascenso de Joao Lourenço

**MATRIZ DEPENDENCIA DEL PETRÓLEO - CAPACIDAD DE RESPUESTA**



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del Banco Mundial y del FMI

al poder, en 2017. Sea por necesidad o por convicción, ha impulsado una agenda reformista para corregir las principales debilidades estructurales del país y ha endurecido la lucha contra la corrupción, después de décadas de despotismo de la familia del expresidente José Eduardo

**La mayoría de países petroleros afrontan las dificultades en condiciones muy vulnerables**

dos Santos. Ahora bien, la diversificación económica requerirá tiempo, algo de lo que carece el país cuando las dificultades apremian.

Los países situados en los cuadrantes inferiores cuentan con un margen de actuación ligeramente mayor respecto a Angola y a la República del Congo, dado que el monto de la deuda no alcanza valores as-

fixiantes. Sin embargo, la distorsión del mercado del petróleo supone un desafío considerable, ya que podría desencadenar conflictos sociales en algunos de ellos.

El caso más evidente es Irak. Pese a ser uno de los principales productores de petróleo (4,7 mill.b/d en 2019), y disfrutar de unos costes de extracción muy bajos, en torno a 10 dólares el barril, su desarrollo económico se encuentra muy alejado del resto de economías petroleras del Golfo, debido al encadenamiento de conflictos bélicos y luchas sectarias.

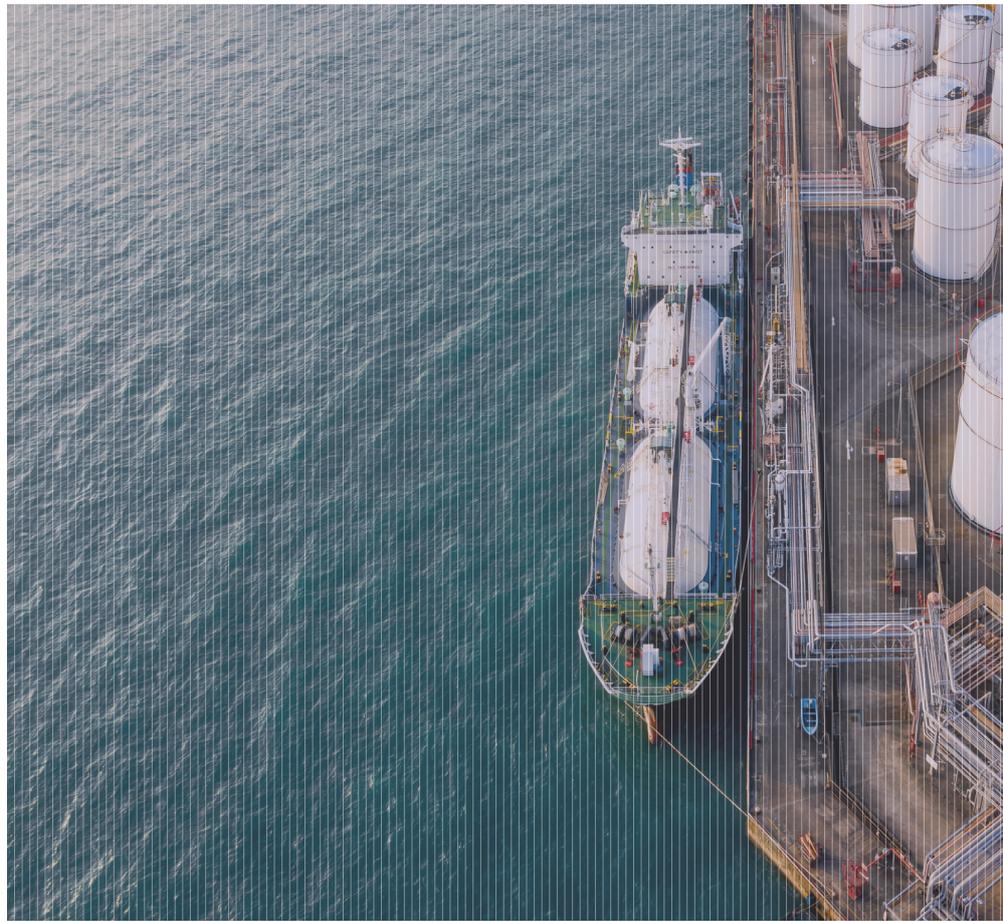
El malestar de buena parte de la ciudadanía por la corrupción, el desempleo y los deficientes servicios públicos desembocó en una ola de movilizaciones en octubre de 2019 que fue respondida con excesiva dureza por parte de las autoridades (el uso de fuego real acabó con la vida de 420 manifestantes). Así, el

desplome de los ingresos petroleros constituye un peligroso catalizador que podría reactivar la conflictividad social.

Los nubarrones llegan también en el peor momento para Argelia. Aunque su idiosincrasia difiere de la de Irak, el trasfondo es similar: el hastío de la población ante la elevada corrupción, la pésima calidad de los servicios públicos y la falta de oportunidades para la población más joven. El pasado mes de febrero se cumplió un año del nacimiento de la "Hirak", el multitudinario movimiento ciudadano que propició la renuncia del expresidente Abdelaziz Buteflika a presentarse a los comicios de 2019. La salida del mandatario supuso un hito en el marco político argelino; pero las raíces del problema persisten. En consecuencia, las protestas continúan, y los manifestantes exigen el desmantelamiento del entramado político-militar que concentra el poder desde la independencia del país, en 1962.

En peor situación se encuentran Irán y Venezuela, donde el margen de maniobra es limitado; el primero, asfixiado por las sanciones impuestas por Estados Unidos y, el segundo, inmerso en una interminable crisis política y económica<sup>(18)</sup>.

En definitiva, además de considerar el impacto de los recientes acontecimientos en el mercado de los hidrocarburos sobre la variación del PIB o sobre el volumen de endeudamiento, no debe subestimarse la posibilidad de que provoquen una escalada de la conflictividad en un buen número de países dependientes del petró-



leo. Se trata, probablemente, de una de las mayores amenazas que puede desencadenar la actual crisis. Un riesgo que podría tardar más en materializarse, pero cuyas implicaciones son enormes, dado que un incremento de la inestabilidad podría traspasar fronteras y contagiar, al menos, a los países limítrofes.

### INDUSTRIA DEL SHALE ESTADOUNIDENSE: ¿SUEÑOS ROTOS?

El único efecto positivo de la desestabilización del mercado del crudo para los países petroleros tradicionales es el impacto que provocará en su principal competidor: los hidrocarburos no convencionales. A

diferencia de 2014, en esta ocasión no hay ganadores. La sacudida ha golpeado a todos.

El tsunami del Covid-19 supone un capítulo más en la carrera de obstáculos en la que se ha convertido la breve historia de la industria del shale norteamericana. El desplome de los precios hace seis años estimuló el desarrollo de nuevas tecnologías para mejorar el proceso de extracción y aumentar el ratio de recuperación de los reservorios. Los avances fueron extraordinarios. Tan solo entre 2014 y 2016 se logró reducir los costes de extracción un 30%. En este periodo, además, las grandes compañías petroleras, hasta ese momento al

18. En el primer trimestre de 2020 la producción de petróleo de Venezuela descendió a 0,7 mill.b/d, menos de la tercera parte que hace una década.



margen del negocio del *shale*, como ExxonMobil y Chevron, adquirieron, en medio del río revuelto, empresas especializadas en *fracking*<sup>19</sup>. La entrada de los gigantes energéticos resultó favorable para la salud de la industria, al aportar conocimiento en técnicas de exploración, músculo financiero para acometer inversiones y economías de escala para reducir el coste de transporte y de almacenaje.

Las mejoras de eficiencia han continuado en los últimos años y, de acuerdo con la encuesta realizada recientemente por el Banco de la Reserva Federal de Dallas, el precio del petróleo necesario para cubrir los

costes de explotación de los yacimientos de *shale* se sitúa en torno a los 30 dólares, un 10% menos respecto al año anterior<sup>20</sup>.

Sin embargo, no todo lo que relucía era oro. El sector adolece de una importante debilidad: el reducido ciclo de vida de los proyectos, muy inferior al de los hidrocarburos convencionales. Se calcula que el 70% de las reservas se extraen en los primeros doce meses. En consecuencia, cada año la industria necesita poner en funcionamiento cerca de un millar de nuevos pozos solo para compensar el declive de los iniciados en el ejercicio anterior.

Este frenético esfuerzo inversor se ha financiado, en su mayoría, mediante endeudamiento y, en los últimos años, la industria ha acumulado un ingente volumen de obligaciones. Se calcula que las empresas tendrán que hacer frente a 200.000 millones de dólares de vencimientos en los próximos cuatro años; una cuarta parte en 2020.

Mantener el ritmo de expansión de la producción se convirtió en la prioridad de la industria, por encima de los flujos de caja. Esta peligrosa carrera podía mantenerse siempre que la rueda no dejara de girar. Sin embargo, la crisis ha provocado un frenazo dramático, y algunas empresas probablemente descarrilarán.

Por ello, la utilización del umbral de rentabilidad como el indicador más adecuado para medir la viabilidad de los proyectos resulta cuestionable, dado que únicamente computa los

gastos puramente técnicos y excluye otras partidas, como el pago del servicio de la deuda. Se estima que, incluyendo la totalidad de los gastos, el precio del crudo necesario para asegurar la viabilidad de los pozos de *shale* se sitúa entre los 45 – 50 dólares, notablemente más alto que el umbral de rentabilidad utilizado habitualmente.

Así pues, el desplome de los precios en los últimos meses dibuja un panorama complicado. La EIA estima que si el precio medio a lo largo de 2020 se sitúa alrededor de los 30 dólares, únicamente seguirían siendo rentables las explotaciones de las compañías de mayor tamaño: en concreto,

### La crisis ha evidenciado el riesgo de priorizar el crecimiento sobre la rentabilidad

ExxonMobil, Chevron, Occidental y Crownquest.

Estos cálculos resultan coherentes teniendo en cuenta la evolución de la actividad del sector. Entre abril y mayo las torres de perforación activas se redujeron más de un 65%, por debajo de 250, la cifra más baja desde 2009, antes de que se produjera el auge del *shale*. En términos de producción, significó un descenso de 1,5 – 2 mill.b/d respecto al máximo alcanzado en noviembre de 2019.

La agilidad que caracteriza a esta industria para activar o paralizar la producción en función del precio del

19. El sector está formado por una miríada de compañías independientes. Se calcula que actualmente operan 9.000 empresas, en su mayoría de reducido tamaño. Las doscientas mayores concentran el 90% del mercado.

20. El rango de los costes de los proyectos oscila en un intervalo entre los 23 y 36 dólares.

### NÚMERO DE TORRES DE PERFORACIÓN ACTIVAS EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: Baker Hughes

petróleo ha permitido contener las pérdidas. Sin embargo, esto no genera ingresos para cumplir con las obligaciones crediticias. La consultora noruega especializada en energía, Rystad Energy, estima que, en el caso de que el precio del WTI se mantenga próximo a los 30 dólares, más de 240 compañías se acogerán, entre 2020 y 2021, al Capítulo de la Ley de Quiebras que permite a las empresas reestructurar sus pasivos para evitar la insolvencia<sup>(21)</sup>. En un escenario más pesimista –en principio poco probable– prevé que si el precio del crudo se situara cerca de los 10 dólares, el número de entidades que solicitarían este procedimiento superaría el millar.

El impacto será desigual entre los distintos participantes. Muchas compañías familiares y de pequeño tamaño parten de una situación muy frágil, debido a que tienen unos costes

de extracción superiores a la media del sector y a las barreras en el acceso a los canales de financiación.

Por el contrario, los grandes grupos energéticos cuentan, en líneas generales, con una posición más robusta. La diversificación geográfica y el peso de la actividad de refino amortiguarán, en cierta medida, el desajuste del precio del petróleo. Además, los costes operativos de sus proyectos son inferiores, gracias a las economías de escala y la elevada inversión en I+D. Por tanto, están mejor preparadas para resistir escenarios desfavorables.

No obstante, algunas presentan una posición financiera delicada. En el mes de abril, la empresa Whiting Petroleum Corporation alcanzó un acuerdo con sus acreedores para permutar 2.000 millones de dólares de obligaciones crediticias por acciones,

ante la imposibilidad de cumplir con los compromisos de pago.

Más preocupante es la situación de Occidental Petroleum, uno de los líderes de la industria. La crisis llega en el peor momento, después de protagonizar en 2019 uno de los mayores movimientos corporativos del sector en la última década: pagó 38.800 millones de dólares por la compra de Anadarko, una empresa con una amplia cartera de activos de *shale* en la región de Permian<sup>(22)</sup>.

Así pues, la compañía afronta las turbulencias desde una posición desfavorable, con el endeudamiento disparado (en torno a 40.000 millones de dólares, equivalente a 5,3 veces el EBITDA)<sup>(23)</sup>. En respuesta, ha vendido recientemente algunos activos, como el proyecto de gas natural licuado en Mozambique, y ha recortado drásticamente la inversión en nuevos yacimientos y el reparto de dividendos. La ausencia de vencimientos voluminosos en 2020 representa un balón de oxígeno; sin embargo, el calendario para 2021 y 2022 es muy exigente, ya que tendrá que hacer frente a una cuarta parte de sus obligaciones.

La salud del sector se ha convertido en una cuestión de Estado. Los hidrocarburos representan más del 7% del PIB de Estados Unidos y emplea a cerca de 10 millones de trabajadores<sup>(24)</sup>. Además, el *shale* ha permitido corregir una de las principales vulnerabilidades de Estados

21. Esta cifra superaría al total acumulado en los últimos cinco años (215 procesos de reestructuración).

22. La operación fue una muestra del estado de euforia que atravesaba el sector. Occidental Petroleum efectuó la compra después de incrementar sustancialmente la oferta que unas semanas antes había realizado Chevron (la segunda mayor compañía de petróleo de Estados Unidos).

23. La ratio de deuda neta sobre EBITDA es uno de los más utilizados para medir el nivel de endeudamiento de una empresa. Se considera que el monto de la deuda es elevado si el ratio se sitúa por encima de 4.

24. El auge de la industria ha impulsado la actividad de numerosos sectores: ingeniería, química, transporte, bienes de equipo y servicios financieros, entre otros.

Unidos: la dependencia energética de exterior. El superávit en los intercambios comerciales de hidrocarburos supone un ahorro superior a 140.000 millones de dólares al año. Por si fuera poco, ha inmunizado en buena medida al país de la persistente inestabilidad en Oriente Medio, un salto cualitativo que refuerza su posición en términos geopolíticos.

Sin embargo, la capacidad de actuación de Washington para ayudar a la industria es notablemente inferior en comparación con los tradicionales países petroleros. El gobierno estadounidense no puede establecer cuotas de producción para presionar al alza los precios, dado que la actividad depende de la decisión de los cientos de participantes privados que operan en el sector.

Las autoridades únicamente podrían influir en la demanda mediante el aumento de las reservas estratégicas, aunque esta medida tendría un impacto limitado. Además, para ello necesitaría el apoyo del Congreso y, de momento, no ha recibido el respaldo suficiente. De hecho, no hay

una postura unánime dentro del arco político sobre cuánto se debe involucrar el Estado para apoyar a la industria. El Partido Demócrata se muestra reacio a rescatar a las empresas más vulnerables. Por el contrario, los republicanos, que gobiernan en los principales estados petroleros, defienden la creación de instrumentos para reforzar la salud del sector.

### El doloroso ajuste conducirá a una nueva etapa, con un discreto dinamismo, pero sostenible

La opción de establecer aranceles a las importaciones de crudo, como ha sugerido alguna vez el presidente Trump, resultaría contraproducente. Esta medida beneficiaría a la miríada de pequeños productores; sin embargo, perjudicaría a las grandes compañías, ya que necesitan importar crudo pesado para la actividad de refino.

Una posibilidad que sí podría explorar Washington, como ha hecho an-

teriormente, es persuadir al resto de países productores, principalmente a Arabia Saudí, para que reduzcan su producción y presionar, así, los precios al alza. Sin embargo, esta opción es compleja. Para los intereses de Riad esta estrategia es como lanzar piedras contra su propio tejado. Ahora bien, en esta ecuación no solo intervienen variables económicas. Por ejemplo, en plena guerra de precios entre Arabia Saudí y Rusia, algunos senadores sugirieron retirar el apoyo militar a Arabia Saudí si no cesaba su estrategia de inundar el mercado de petróleo.

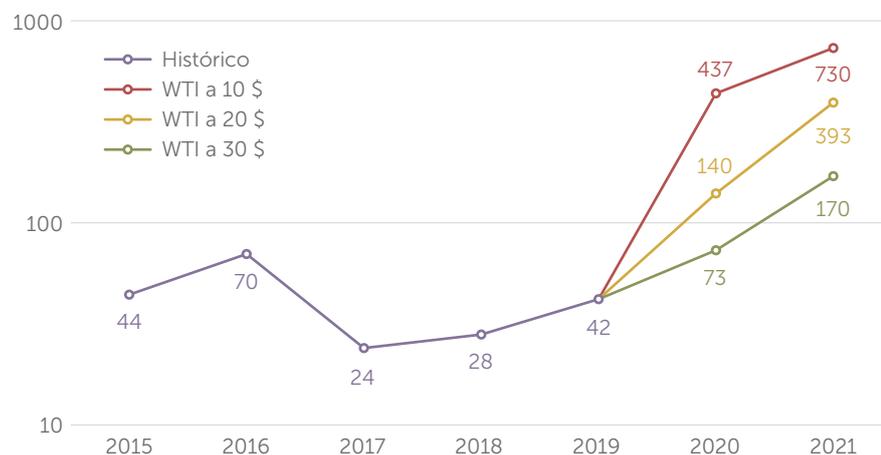
A la vista de la situación, parece inevitable una profunda reordenación del sector, mayor que la de 2014. Algunas estimaciones apuntan que, si el barril se sitúa en torno a los 30 dólares, la producción en Estados Unidos caería, al menos, en otros 2 mill. b/d en la segunda mitad del año. En el hipotético caso de que el crudo se mantuviera por debajo de los 20 dólares, la producción podría descender hasta un 40%.

Así pues, la pandemia ha interrumpido el sueño que estaba viviendo la industria petrolera americana. La crisis supone un importante paso atrás, no solo por el probable aumento de las insolvencias, sino por el drástico recorte de la inversión de los gigantes energéticos (en torno al 25%).

No obstante, un derrumbe total de la industria tampoco parece probable. La crisis de 2014 evidenció la enorme capacidad de adaptación de las empresas petroleras. Los más optimistas apuntan, incluso, que el proceso de concentración reforzará la salud del sector. Las compañías que resistan tendrán un tamaño mayor y, según algunos cálculos, las econo-



#### NÚMERO DE EMPRESAS QUE PODRÍAN ACOGERSE A LA LEY DE QUIEBRAS



Fuente: Rystad Energy

mías de escala podrían reducir en 10 dólares el umbral de rentabilidad de los proyectos.

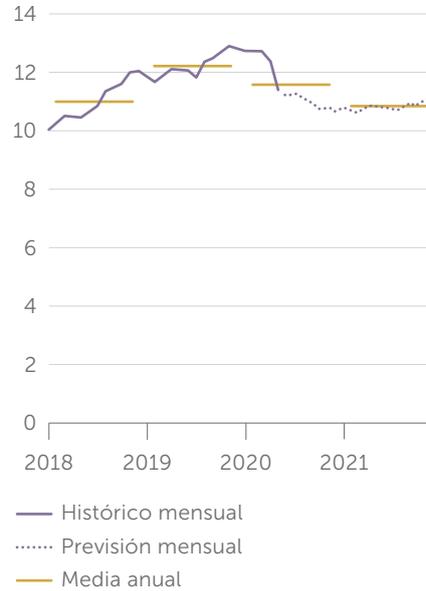
En cualquier caso, el *shale* seguirá teniendo un papel protagonista en el mercado de los hidrocarburos. La incógnita es si la industria logrará recuperar el techo de producción alcanzado a finales de 2019. Una recuperación en forma de "V" no parece el escenario más probable. Las previsiones apuntan que, en el mejor de los casos, la producción no volverá al nivel pre crisis hasta bien entrado 2023.

En efecto, parece difícil que se repita el vertiginoso crecimiento de los años anteriores. No obstante, esto podría ser, incluso, positivo. Muchos consideran que el doloroso ajuste incentivará una mayor disciplina financiera y propiciará un cambio en la toma de decisiones que priorice la viabilidad de los proyectos por encima del volumen de producción, lo que conducirá a una nueva etapa caracterizada por un dinamismo más discreto, pero sostenible. Adaptarse o morir, el *leitmotiv* de la industria.

### ¿LA NUEVA NORMALIDAD?

El comportamiento del WTI el 20 de abril constituye el mayor exponente de hasta qué punto la crisis ha desestabilizado el mercado de los hidrocarburos. La prolongación de un escenario tan extremo en el tiempo es poco probable. Menos de la mitad de los productores puede aguantar con un precio por debajo de los mínimos registrados por el barril de Brent, y, mucho menos, vendiendo a pérdidas.

### PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO EN ESTADOS UNIDOS (MILL.B/D)



Fuente: EIA

### Una de las incógnitas es si la crisis provocará cambios estructurales en la demanda de crudo

Además de lo anterior, algunos elementos alejan la posibilidad de que se vuelva a repetir una ruptura de tal magnitud. El Gran Confinamiento ha demostrado ser efectivo para frenar la expansión de la pandemia. A medida que los países occidentales han superado la fase explosiva del virus, las economías han salido del estado de hibernación. Aunque el proceso de "desescalada" será lento y complejo, la paulatina reactivación de la actividad económica se traducirá en un progresivo aumento de la demanda de hidrocarburos en el segundo semestre del año.

Esta hipótesis no está exenta de riesgos. El principal es la posibilidad de que se produzca una segunda oleada, especialmente en otoño e invierno. En el lado positivo, la comunidad científica apunta que, de producirse, no debería alcanzar la virulencia de la primera. Si los países implantan correctamente el protocolo denominado "test, rastreo y aislamiento", y la ciudadanía cumple las medidas básicas de seguridad (higiene, distanciamiento y uso de mascarillas), la expansión del Covid-19 debería ser considerablemente menor. No obstante, eso no excluye la posibilidad de que algunos países tengan que adoptar medidas de aislamiento puntuales para frenar el ritmo de reproducción del virus; un confinamiento que, en principio, sería más laxo.

Por el lado de la oferta, en el mes de mayo entró en vigor el acuerdo de la OPEP+ para recortar la producción en 9,7 mill.b/d<sup>(25)</sup>. A esto se une la notable caída de la actividad en Estados Unidos y en todos aquellos yacimientos que por su tipología no son rentables con un precio del barril en torno a 30 dólares<sup>(26)</sup>.

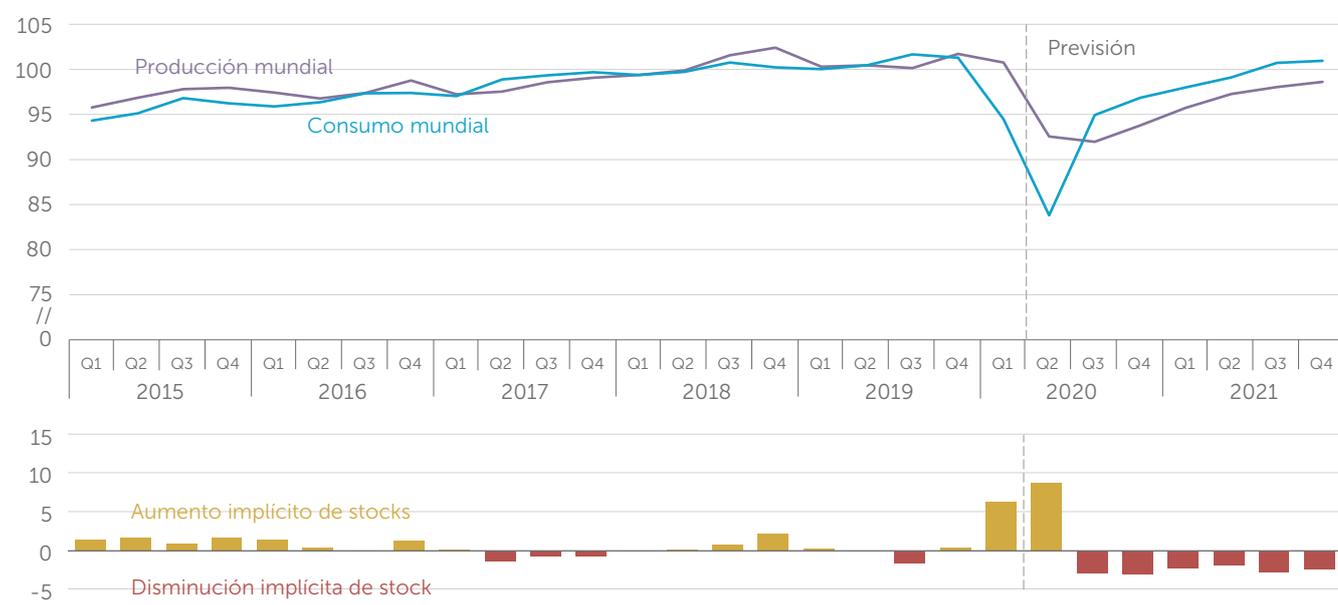
Así, se espera que el mercado converja progresivamente hacia el equilibrio, un proceso que ya se está materializando gracias a la recuperación, más rápida de lo esperado, de la demanda de crudo en las economías occidentales y, sobre todo, en China<sup>(27)</sup>. Esta tendencia se consolidará en la segunda mitad del año, y las últimas previsiones del EIA apuntan que en el tercer trimestre se recuperará cerca del 60% de la demanda

25. A principios de junio los miembros de la OPEP+ decidieron prolongar un mes más, hasta el 1 de agosto, la primera fase del acuerdo.

26. Véase los casos de los yacimientos de arenas bituminosas en Canadá, y las reservas en aguas profundas de Brasil y Reino Unido.

27. Los últimos datos publicados indican que la demanda de hidrocarburos de China se sitúa en torno al 90% de los valores pre-Covid.

CONSUMO Y OFERTA DE PETRÓLEO (MILL.B/D)



Fuente: EIA

perdida durante el Gran Confinamiento.

Incluso, no se descarta que la demanda supere a la oferta. Esto no implica necesariamente que la cotización vaya a recuperar los niveles del año pasado, ya que, primeramente, los productores darán salida al ingente volumen de crudo almacenado. Pero, cuanto menos, parece probable que la cotización se alejará de los mínimos registrados en el mes de abril. Con todo, las últimas previsiones del EIA apuntan a un precio medio del barril de Brent en el segundo semestre de 2020 en torno a los 40 dólares.

A partir de 2021 la incertidumbre es enorme. Si no se producen rebrotes de la misma magnitud, la economía mundial podría recuperar los niveles previos a la crisis. Con estas premisas la demanda de hidrocarburos se situaría cerca de los valores registrados en 2019, lo que podría tradu-

cirse en un incremento de la cotización del crudo por encima de los 60 dólares.

En cualquier caso, hay que considerar cualquier previsión con especial cautela. Aparte de que es imposible vaticinar cómo evolucionará la pandemia, el comportamiento de la oferta tampoco resulta evidente. La principal incógnita será la estrategia que adopten los miembros de la OPEP+. En anteriores ocasiones el cumplimiento del sistema de cuotas fue muy alto al principio; sin embargo, el compromiso de los participantes decayó a medida que el precio del crudo se incrementaba. Teniendo en cuenta que la crisis desestabilizará la economía de muchos países petroleros, la posibilidad de que algunos miembros del cártel incumplan el acuerdo para amortiguar el impacto es considerable.

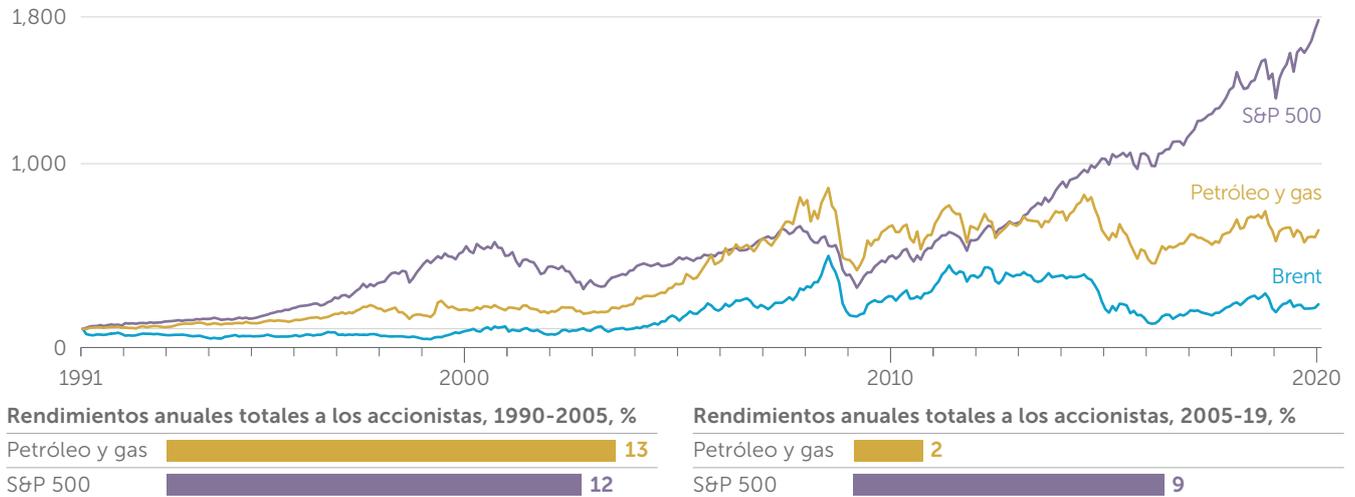
En cuanto a las expectativas a largo plazo, la crisis sanitaria y economi-

ca ha sido de tal envergadura que ha originado un enriquecedor debate sobre el futuro tras la pandemia. Las interpretaciones y los campos de análisis son innumerables. Algunos apuntan que modificará el papel de los Estados y reforzará los movimientos nacionalistas y proteccionistas. Los más escépticos sostienen, por el contrario, que una vez desarrollada la vacuna los cambios serán limitados.

En el ámbito de la energía una de las principales incógnitas es si se modificará la estructura del mercado. Aunque nos encontramos en el terreno de las conjeturas, hay que reconocer que, como mínimo, la crisis ha añadido nuevos desafíos.

El confinamiento ha acelerado la digitalización de las empresas y el teletrabajo. Buena parte de los analistas apuntan que estas tendencias se mantendrán -al menos en buena medida-, en el futuro, lo que

## RENTABILIDAD DE LA INDUSTRIA PETROLERA VS S&amp;P 500



Fuente: McKinsey

provocará un descenso de los desplazamientos, una actividad que representa el 8% del total del consumo de hidrocarburos. Las perspectivas del transporte aéreo van en la misma línea. La compañía alemana Lufthansa advirtió recientemente que el sector tardará en recuperar la actividad. En este sentido, Goldman Sachs calcula que la caída de los viajes empresariales, como consecuencia de la digitalización, conducirá a un descenso del consumo del carburante utilizado en la aviación equivalente al 2% de la demanda mundial de crudo.

También se cree que la crisis sanitaria provocará cambios en la conducta en buena parte de la ciudadanía. La preocupación por la calidad del aire cobrará mayor importancia, al igual que se acentuará la concienciación por los efectos del cambio climático.

En términos económicos los acontecimientos tampoco son especialmente favorables. Podría pensarse que el desplome de los precios del crudo desincentivaría el avance en la transición energética; sin embargo, probablemente este fenómeno será limitado y transitorio. La ralentización del despliegue de las energías renovables en lo que llevamos de año obedece, más bien, a la urgencia de la crisis sanitaria y económica, que ha monopolizado la agenda política.

De hecho, es muy posible que la economía verde salga reforzada de este *shock*. Muchos defienden que la transición energética será uno de los pilares sobre los que se sustentará el proceso de recuperación a medio plazo. Esta visión es compartida por la Comisión Europea, que considera la implementación del denominado Pacto Verde uno de los ejes

para reactivar la actividad industrial e impulsar la creación de empleo en Europa<sup>(28)</sup>.

Asimismo, el desplome del crudo ha sacado a la luz los problemas de rentabilidad que arrastraba la industria. Desde la perspectiva de los inversores, el sector de petróleo y del gas ha perdido gran parte de su atractivo en la última década. Las compañías energéticas estadounidenses han registrado una rentabilidad muy discreta desde 2005, en torno al 2% anual, una quinta parte de la obtenida por el conjunto de las empresas representadas en el índice S&P 500<sup>(29)</sup>. A esto se une el riesgo mencionado anteriormente de "default" en un buen número de compañías de *shale*. Por ello, es probable que el interés de los inversores por asumir riesgos con el sector de los hidrocarburos decaiga en los próximos años.

28. El plan de recuperación anunciado a finales de mayo por la Comisión Europea incluye 100.000 millones de euros para el despliegue de energías renovables.

29. S&P 500 es considerado el índice que mejor representa al mercado estadounidense. Incluye a las 500 empresas de mayor capitalización de la Bolsa de Nueva York.

Al mismo tiempo, las energías renovables se han consolidado como una fuente de energía con unos ingresos estables, con contratos a largo plazo y una rentabilidad sobre la inversión más elevada, entre el 6 y el 10%. La mejora de eficiencia de la energía solar y eólica hasta sido tal que, actualmente, el costes de los proyectos es inferior al de los combustibles fósiles.

El atractivo de las fuentes verdes se incrementará en los próximos años, gracias a los avances tecnológicos que permitirán reducir aún más los costes<sup>(30)</sup>. A esto se añade la regulación establecida en numerosos países para impulsar su despliegue y penalizar el uso de combustibles fósiles, en algunos casos incluyendo medidas drásticas, como prohibir a los vehículos diésel circular por los núcleos urbanos dentro de unas décadas.

Todo ello ha avivado el debate sobre cuándo se producirá el denominado "pico de la demanda de petróleo", es decir, el momento a partir del cual se espera que el consumo de hidrocarburos comience a declinar. Cada vez hay un mayor respaldo a la hipótesis de que la crisis acelerará este proceso, y algunas estimaciones señalan que este hito, previsto inicialmente para 2030, se alcanzará en la mitad de esta década e, incluso, no se descarta que se produzca dentro de tan solo tres años.

Estas previsiones podrían explicar el plan estratégico anunciado recientemente por dos de las mayores compañías petroleras del mundo, BP y Shell. Ambas han establecido un calendario más ambicioso para alcan-



### En el futuro, los productores de petróleo rivalizarán por un mercado cada vez más pequeño

zar la neutralidad de carbono, como máximo en 2050. Para ello, los dos gigantes energéticos prevén incrementar las inversiones en energías limpias, acelerar el despliegue de puntos de carga para el vehículo eléctrico y desarrollar tecnologías de captura y almacenamiento de carbono.

La sustitución de los hidrocarburos en algunos sectores, como el transporte, llevará tiempo, por lo que una vez que se alcance el pico, el descenso del consumo probablemente se producirá a un ritmo moderado. Incluso, algunos apuntan que durante unos años la curva de la demanda podría dibujar una especie de meseta.

Ahora bien, en el largo plazo, dentro de una o dos décadas, parece inevitable que los productores de petróleo rivalizarán por un mercado cada vez más pequeño. El 20 de abril fue una prueba de lo que puede ocurrir cuando el oro negro pierde gran parte de su valor. Por ello, desde la perspectiva de países como Arabia Saudí e Irak, que cuentan con reservas equivalentes a más de 75 años al ritmo actual de producción, la estrategia más racional será exportar la mayor cantidad de petróleo posible antes de que la economía mundial se desconecte, en gran medida, de los hidrocarburos.

Por ello, cabe cuestionarse si la anomalía que se registró el pasado mes de abril en la cotización del WTI podría ser un anticipo llevado al extremo de lo que se enfrentará el sector dentro de quince o veinte años. ¿La nueva normalidad?

**30.** Recientemente la compañía Siemens Gamesa anunció el desarrollo de un nuevo aerogenerador eólico, con una potencia de 14 MW, un aumento del 25% respecto al modelo anterior.



# 04

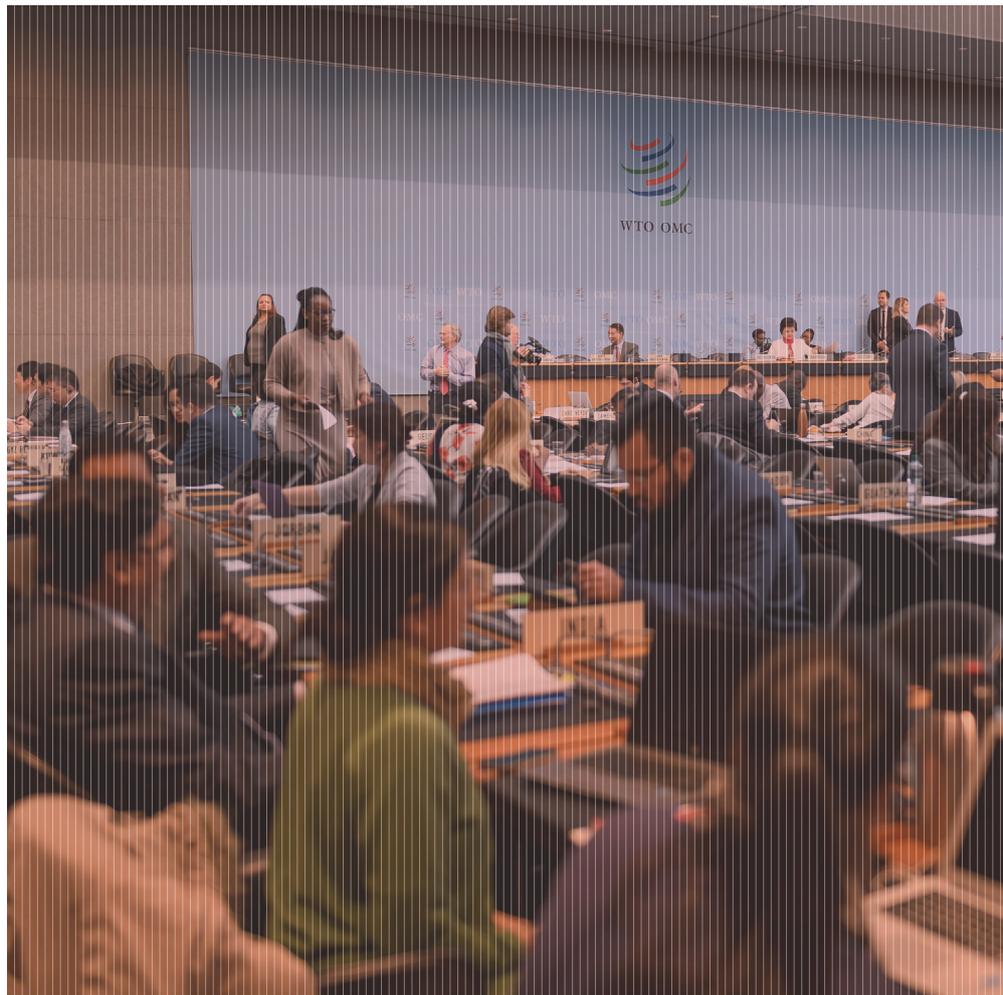
## EL COMERCIO MUNDIAL EN JAQUE. UN NUEVO ESCENARIO

**Por Lucía Bonet,**  
Analista de Riesgo País



El 23 de enero de 1860 Reino Unido y Francia firmaban el primer acuerdo internacional de liberalización comercial, conocido como Tratado de Cobden-Chevalier. Por primera vez, dos países concedían el mismo tratamiento a un bien extranjero que a uno nacional bajo la cláusula de trato nacional. En ese momento, Europa vivía los coletazos de la Segunda Revolución Industrial, en la que los avances tecnológicos y científicos que se habían iniciado unas décadas antes en Reino Unido se extendían también al resto de países. Alemania, Francia y Estados Unidos empezaban a recortar distancias con Londres, quien, hasta ese momento, ejercía de líder económico indiscutible. Pese a que, en aquel entonces, la mayor parte de los países practicaban políticas proteccionistas, daba comienzo una época de transición hacia una mayor interrelación económica. En Europa se fue tejiendo una red de acuerdos bilaterales vinculados entre sí por medio de estas cláusulas de tratamiento nacional, en un difuso y primitivo sistema de comercio multilateral. Se vivía, pues, la primera ola de la globalización.

Si bien el Cobden-Chevalier se puede considerar el germen de la liberalización comercial, sería ingenuo pensar que este proceso ha seguido una progresión lineal. Al contrario, a lo largo de la historia se han alternado períodos de reducción de barreras comerciales con otros en los que se volvían a levantar. De hecho, a este período librecambista de finales del siglo XIX le siguió, tras la Primera



Guerra Mundial, el retorno a la discriminación económica, que inició Estados Unidos en 1930 con la Ley Arancelaria Smoot-Hawley<sup>1</sup>, y que derivó en una espiral proteccionista mundial de nefastas consecuencias económicas.

Habría que esperar al fin de la Segunda Guerra Mundial para que, bajo el liderazgo de Estados Unidos, se crease un nuevo sistema global donde el comercio se situaría en el centro de las relaciones internacionales como una forma de preservar la paz entre

Estados. Para ello, los intercambios tendrían que desarrollarse conforme a unas reglas aceptadas y consensuadas por todos y habría un árbitro que velase por su cumplimiento. Las eventuales diferencias entre países habrían de solucionarse de forma pacífica, y las dirimiría un organismo supranacional e independiente. Se produce en este período la segunda ola de la globalización, caracterizada por la instauración de un marco de gobernanza multilateral en las reuniones de Bretton Woods. Es el momento de la creación del Fondo

1. Aprobada en junio de 1930, elevaba los aranceles de forma unilateral sobre cerca de 20.000 productos importados. Estaba especialmente destinada a proteger a los agricultores y trabajadores estadounidenses que sufrían los efectos de la Gran Depresión. En represalia, los países más perjudicados, como Canadá, Francia o Reino Unido, optaron por fortalecer sus vínculos comerciales y elevar las barreras para los productos estadounidenses, lo que agravó la situación económica de Washington.



No obstante, en 1947 entra en vigor el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), un conjunto de normas y concesiones arancelarias entre un grupo reducido de países que pretendían impulsar la liberalización de los intercambios mientras se negociaba la Organización Internacional del Comercio. Este acuerdo, que inicialmente tenía un carácter temporal, se convirtió en el único instrumento que regiría las relaciones comerciales durante medio siglo. De hecho, sus principios rectores, la cláusula de trato nacional y la de nación más favorecida, son los dos pilares fundamentales sobre los que, hasta ahora, se asentaba el sistema multilateral de comercio<sup>(2)</sup>.

Si bien el éxito del GATT, en las primeras décadas de la época posbélica, resulta incuestionable, a medida que se van incorporando economías al acuerdo y cobran relevancia nuevas formas de intercambio, como los servicios y las inversiones, se ponen de manifiesto sus limitaciones. El texto, que estaba inicialmente concebido para el desarme arancelario del comercio de bienes, había cumplido ampliamente su objetivo. En los años 70 se había conseguido reducir el arancel promedio de los países desarrollados desde un 40% en 1948 hasta un 6,8% de media. Fue, precisamente, en esa década cuando la crisis del petróleo derivó en un rebrote del proteccionismo y adoptó formas

distintas a las del arancel. Los países industrializados se repartían los mercados y recurrían discrecionalmente a las subvenciones directas a sus empresas para mantener sus cuotas en el mercado, una práctica recurrente especialmente en el sector agropecuario. Los países vulneraban conscientemente la aplicación del GATT, lo que minaba la propia credibilidad y efectividad del acuerdo<sup>(3)</sup>.

En este contexto, entre 1986 y 1994 tiene lugar la Ronda de Uruguay, que se considera la negociación comercial de mayor envergadura hasta la fecha. Abordó no solo las cuestiones clásicas, como los aranceles y las barreras no arancelarias, sino que se incluyeron temas nuevos como el

**El GATT se convirtió en el único instrumento que regiría las relaciones comerciales durante medio siglo**

comercio de servicios, los derechos de propiedad intelectual y las inversiones, así como otros tradicionalmente muy sensibles, como la comercialización de productos agrícolas o textiles, sectores altamente protegidos por los países. La Ronda de Uruguay pareció en muchos momentos condenada al fracaso, pero finalmente las negociaciones culminaron en la firma del Acuerdo de Marrakech, en 1994, y en la posterior

Monetario Internacional y del Banco Mundial, mientras, en 1944, comienzan las conversaciones para la creación de la Organización Internacional del Comercio, cuyas bases se redactaron en la Carta de La Habana. Sin embargo, la oposición por parte de los distintos gobiernos, especialmente el de los Estados Unidos, muy reacio a reducir las barreras comerciales, acabó echando por tierra el nacimiento de la institución.

2. La cláusula de la nación más favorecida implica que no se discriminará a los bienes atendiendo a su origen. La cláusula de trato nacional garantiza que a los productos importados se les aplica el mismo trato que a los productos nacionales y prohíbe el uso de restricciones cuantitativas (medidas que limitan o restrinjan la cantidad o el valor de la importación o exportación de un producto). En este sentido, el GATT apuesta por el uso del arancel como medida de protección frente a las restricciones cuantitativas, ya que es una forma de gravamen al comercio más transparente y permite a los agentes económicos conocer con precisión a qué grado de proteccionismo se enfrentan a la hora de elaborar sus estrategias de internacionalización.

3. Hasta ese momento, exceptuando la propia formación del GATT, se habían celebrado seis rondas de negociaciones, en las que se habían tratado un amplio abanico de temas: desde la reducción de aranceles, a las medidas antidumping o las medidas no arancelarias.

### ¿CUÁNTO SE TARDA EN RESOLVER UNA DIFERENCIA?

Los plazos aproximados establecidos para cada etapa del procedimiento de solución de diferencias son indicativos: el acuerdo es flexible. Además, los países pueden resolver su diferencia por sí solos en cualquier etapa. Los plazos totales son también aproximados.

60 días	Consultas, mediación, etc.
45 días	Establecimiento del grupo especial y designación de sus miembros
6 meses	El grupo especial da traslado de su informe definitivo a las partes
3 semanas	El grupo especial da traslado de su informe definitivo a los Miembros de la OMC
60 días	El Órgano de Solución de Diferencias adopta el informe (de no haber apelación)
<b>Total = 1 año</b>	<b>(sin apelación)</b>
60-90 días	Informe del examen en apelación
30 días	El Órgano de Solución de Diferencias adopta el informe del examen en apelación
<b>Total = 1 año y 3 meses</b>	<b>(con apelación)</b>

Fuente: OMC

creación de la actual Organización Mundial del Comercio (OMC).

La OMC recibió el testigo del GATT como órgano regulador del comercio y siguió los principios que regían en su predecesor: la cláusula de la nación más favorecida y la de trato nacional. Ambas se aplican de forma multilateral (a todos los países miembros); incondicional (sin contrapartida) y automática (no es necesario solicitarlo previamente). El objetivo que se perseguía era dotar al sistema de comercio mundial de mayor transparencia y predictibilidad y, en última instancia, fomentar el comercio leal entre países. Para ello, resultaba necesario fortalecer el papel del órgano encargado de resolver las diferencias, ya que el del GATT estaba continuamente sujeto a bloqueos políticos y apenas llegaba a soluciones concluyentes. La constitución

del Órgano de Solución de Diferencias (OSD) es, quizás, la contribución más valiosa que ha hecho la OMC al sistema de comercio multilateral. Las ventajas del nuevo instrumento consistían en la limitación de los plazos de resolución y en el establecimiento del Tribunal de Apelación como órgano técnico al que poder recurrir. Así, se acordó que el tiempo máximo para la resolución de un conflicto sería un año y tres meses, incluyendo en ese plazo la apelación por alguna de las partes, en caso de haberla. Además, para evitar bloqueos políticos se introdujo la norma de "no consenso", por la cual todos los Estados miembros de la OMC han de estar de acuerdo para rechazar una resolución adoptada por el OSD, incluidos los dos adversarios.

La Ronda de Uruguay también abordó temas muy complejos, como la

regulación de los servicios, las inversiones o la protección de la propiedad intelectual. Pese a que no se profundizó demasiado en estos temas, aún incipientes, sí se elaboró un ambicioso calendario de cara a la siguiente ronda de negociaciones, prevista para comienzos del siglo XXI. Se instaba así a gobiernos y grupos de trabajo a continuar avanzando en cuestiones tan variadas como el acceso a los servicios marítimos; la regulación de la contratación pública, de los servicios financieros o de las telecomunicaciones básicas; o la armonización de los criterios relativos a las normas de origen que cada uno de los países aplicaba. En ese momento, las economías más o menos desarrolladas mostraban un compromiso sólido con el sistema multilateral del comercio y con la progresiva liberalización que éste perseguía. Solo algunas voces minoritarias, procedentes, fundamentalmente, de las organizaciones de la sociedad civil, se mostraban críticas con la reducción de las barreras comerciales y el proceso de globalización que despegaba en ese momento.

### LOS GANADORES Y PERDEDORES DE LA GLOBALIZACIÓN

Pese a que, en la actualidad, desde distintos campos de la sociedad se cuestionan los beneficios de la liberalización comercial, sería injusto no reconocer el papel que el comercio ha tenido como motor fundamental del crecimiento y promotor de la prosperidad económica y social. En ese sentido, la OMC ha ocupado un rol esencial como facilitador y juez de los intercambios comerciales transfronterizos. La progresiva apertura económica que emprendían los países en desarrollo a

medida que se adherían al organismo se reflejó en un notable incremento de sus ingresos nacionales. Grandes economías como China, Brasil o India no habrían alcanzado el nivel de desarrollo que disfrutaban actualmente de no ser por el comercio internacional. La liberalización comercial que se produjo durante esta época dorada de la globalización ha sido en buena medida responsable de la extraordinaria reducción de las tasas de pobreza que se produjo entre finales del siglo XX y comienzos del XXI. Si en 1990 el 36% de la población mundial vivía con menos de 1,90 dólares al día, en 2015 este porcentaje se situaba en el 10%, o el equivalente a 1.100 millones de personas. Desde entonces, la pobreza ha continuado reduciéndose, pero lo hace a un ritmo notablemente inferior, como muestra el hecho de que, en 2018, aún se encontraba en el 8,3% de la población mundial.

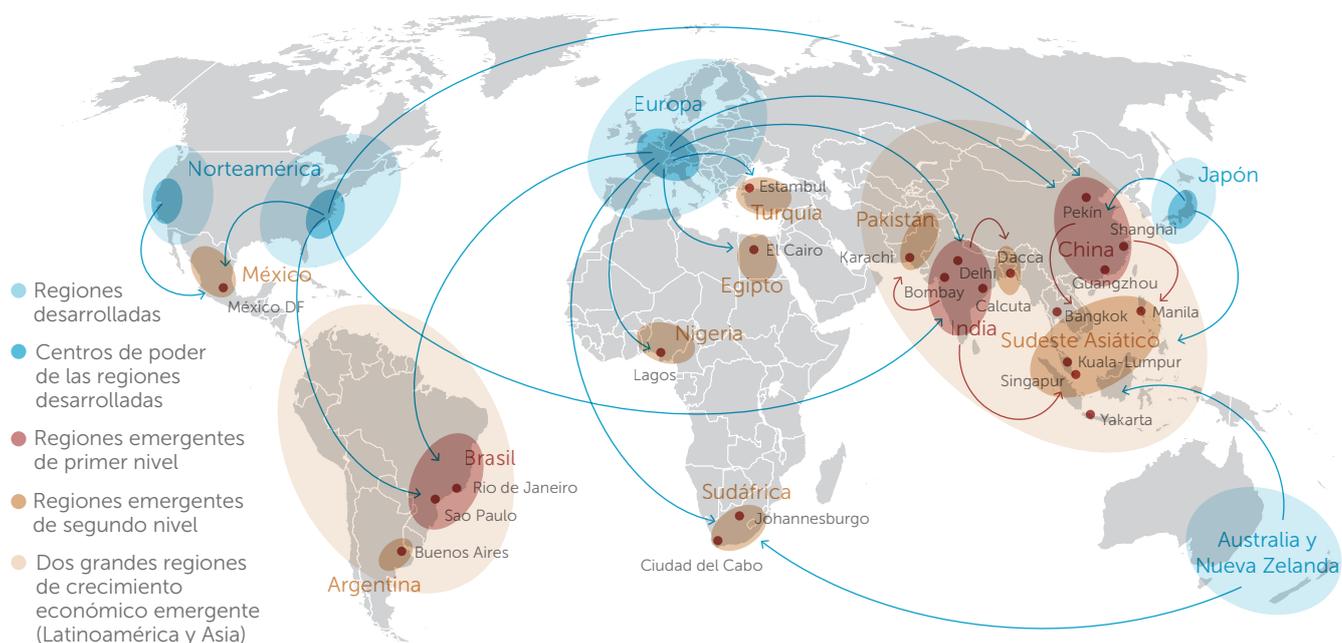
Este nuevo escenario se produjo como consecuencia de la profunda transformación estructural que experimentaba entonces el comercio mundial. La reducción de las barreras comerciales y el desarrollo de las telecomunicaciones y los transportes permitieron a las empresas desintegrar las distintas fases del proceso

### El diseño, fabricación y venta pasó de estar concentrado en un país a ser un proceso global

de fabricación. El diseño, fabricación y venta de un producto pasó de estar concentrado en un mismo país o región, a ser un proceso global. Cualquier bien que se fabricaba en un país incorporaba componentes procedentes de muchos otros, para posteriormente ponerse a la venta en un tercer mercado. Las com-

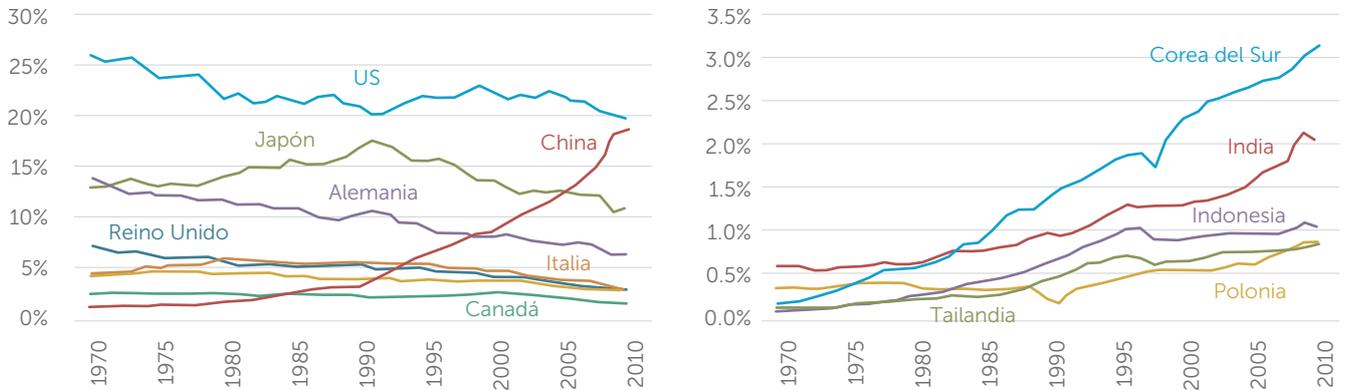
pañías trasladaron sus centros manufactureros a ciertas regiones del mundo para aprovechar los menores costes de producción y las economías de escala que estos lugares ofrecían. Este fenómeno, conocido como globalización de las cadenas de valor, permitió a las economías en desarrollo, donde normalmente se ubicaban las nuevas regiones manufactureras, aumentar su participación en el comercio internacional. No solo se incrementó el intercambio de bienes, sino que los servicios comenzaron a ganar protagonismo y las inversiones extranjeras se convertían en un motor fundamental para muchas economías en desarrollo. Paralelamente, la creciente integración económica entre países redujo los incentivos de los gobiernos para levantar barreras al comercio, lo que sirvió como acicate para el proceso de liberalización comercial. En las economías desarrolladas las empresas reducían costes y los

## ¿DÓNDE SE PRODUCE? LAS ZONAS INDUSTRIALES CAMBIAN DE LUGAR



Fuente: El Orden Mundial

### DISTRIBUCIÓN POR PAÍSES DE LA PRODUCCIÓN MANUFACTURERA MUNDIAL



Fuente: Richard Baldwin, Centre for Economic Policy Research

consumidores compraban más barato. En los países emergentes se reducían las tasas de pobreza a medida que se creaba empleo. En definitiva, se vivía una época de beneficio y prosperidad compartida.

El desarrollo de las cadenas de valor globales supuso, pues, una de las mayores metamorfosis de la tercera ola de la globalización, una auténtica revolución en la forma de entender las relaciones económicas. Sin embargo, este proceso no fue uniforme, sino que presentó una distribución muy desigual. La primera fase de deslocalización manufacturera tuvo como destino inicial la región de Asia Pacífico, donde precisamente se concentra la mayor reducción de las tasas de pobreza entre 1990 y 2010. Siete economías, entre las que sobresale China, absorbieron el traslado de las industrias procedentes de los países del G7. Sin embargo, para el resto de países apenas se produjeron cambios significativos<sup>(4)</sup>. Si en 1970 los países del G7 concentraban el 71% de la producción manufacturera (con Estados Unidos, Alemania

y Japón representando el 52% del total), en 2010 este porcentaje había se había reducido hasta el 46%. Mientras, China pasó de producir el 1% de las manufacturas mundiales al 19% del total en el mismo período de tiempo.

Las economías desarrolladas fueron poco a poco desindustrializándose y comenzaron a especializarse en

### La cuarta ola de la globalización se caracteriza por la digitalización de procesos

los servicios pre y post fabricación. Lógicamente, la creación de empleo manufacturero en los centros asiáticos venía acompañada de su destrucción en los que se ubicaban en Occidente. Se estima que el incremento de las importaciones procedentes de China entre 1999 y 2011 provocó la destrucción de 2,4 de los 5,8 millones de empleos en el sector manufacturero estadou-

nidense. Muchos de los trabajadores de la industria fueron reubicados en los puestos de menor cualificación en el sector servicios. En este fenómeno se encuentra el origen de la ampliación de las brechas socioeconómicas en los países desarrollados. Los trabajadores cualificados del sector servicios cada vez percibían mayores salarios, mientras los menos cualificados veían menguar su poder adquisitivo. Si desde la Segunda Guerra Mundial los indicadores de desigualdad en las economías desarrolladas mostraban una tendencia descendente, desde comienzos de los años 90 no han dejado de crecer. Pongamos el ejemplo de Estados Unidos cuyo Índice Gini en 1985 se encontraba en el 0,34, mientras que en 2013 ascendía a 0,4. Una situación que se repite en todas las economías de renta alta.

Esta configuración del sistema económico mundial hizo que los efectos del colapso financiero y comercial de la Gran Recesión de 2008 se extendiesen rápidamente a lo largo y

4. La pérdida de centros manufactureros en las economías del G7 fue absorbida por siete economías: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Turquía y Polonia, conocidas también como el grupo I6 y China.

ancho del globo terráqueo. Sin embargo, fue en las economías desarrolladas, más integradas económicamente, donde tuvieron un impacto mayor. Desde entonces los intercambios comerciales y de capital se han recuperado, pero todavía no han alcanzado los niveles previos a la crisis, en la era dorada de la globalización. La crisis financiera provocó un alto nivel de desempleo, que se superpuso al efecto, ya comentado, de la destrucción de empleo en las economías desarrolladas derivada del establecimiento de las cadenas globales, y amplió más si cabe la brecha social en las economías occidentales.

En este contexto, se viene produciendo desde hace unos años lo que muchos han denominado la "cuarta ola" de la globalización, caracterizada por la digitalización de los procesos y la actividad económica. Si bien todo proceso de este tipo supone, por su propia naturaleza, una profunda transformación estructural, en esta ocasión está provocando una auténtica sacudida de las bases del sistema. Los cambios tecnológicos que se están produciendo en

el seno de la Revolución 4.0 abren enormes oportunidades tanto para las empresas como para las personas, pero también plantean desafíos a los que la humanidad no parece capaz, hoy por hoy, de dar respuesta. Surgen cuestiones éticas y económicas inéditas hasta la fecha. Por ejemplo, de qué forma podrán obtener recursos los países; si se cobrarán impuestos a los robots, como se hace con los trabajadores; o cómo se puede reciclar a aquellos trabajadores que pierdan su empleo como consecuencia de la robotización y automatización de procesos.

Es en este escenario de rápida transformación tecnológica y ampliación de las brechas sociales en el que se ha llevado a cabo una revisión de los beneficios asociados a la liberalización comercial en las economías desarrolladas. Nadie discute las ganancias que el auge del comercio y la globalización han traído consigo en términos de reducción de las tasas de pobreza y promoción de la prosperidad, pero sí se cuestiona su heterogénea distribución. Mientras los ganadores se encuentran en las clases medias de algunas econo-

mías emergentes y en las rentas altas mundiales, las clases medias de las economías desarrolladas son, inequívocamente, los perdedores de la globalización.

### LA OMC, ¿HISTORIA DE UN FRACASO?

Veinticinco años después de su nacimiento, muchos consideran a la OMC un proyecto fallido. Ciertamente tienen razones para hacerlo. Al igual que ocurrió en un momento dado con su predecesor, el GATT, la OMC no ha sabido adaptarse adecuadamente a los cambios en el escenario económico que se han producido a raíz del desarrollo de las cadenas de valor. Pero, para ser justos, parte de la responsabilidad deriva de la falta de voluntad política por parte de los Estados miembros para abordar su reforma. Mientras que en la época de la Ronda de Uruguay se apostaba por la globalización y la reducción de barreras como vía de progreso, en la actualidad cobra fuerza la idea de la necesidad de controlar el comercio y poner freno a la globalización para garantizar el interés nacional. Esta tendencia "desglobalizadora" que comenzó tras la crisis de 2008, ha desembocado en una auténtica crisis del sistema multilateral en su conjunto. Las organizaciones supranacionales han perdido legitimidad y efectividad y, de todas ellas, quizás, la OMC ha sido la más perjudicada.

Como señalábamos, la organización no se ha amoldado al nuevo equilibrio de fuerzas en el que las potencias emergentes concentran un enorme poder, fruto de la deslocalización industrial. Ciertamente, ha encontrado obstáculos insalvables a la hora de liberalizar los servicios y proteger de una forma efectiva

## LA MARCHA HACIA LA GLOBALIZACIÓN 4.0

<b>G 1.0</b>	Antes de la Primera Guerra Mundial. Revolución de las máquinas de vapor. Reducen costes de transporte, lleva a consumir productos fabricados lejos.
<b>G 2.0</b>	Nace después de la Segunda Guerra Mundial. Nueva gobernanza internacional con instituciones y agencias internacionales. Capitalismo con mercados garantizando eficiencia y gobiernos de justicia.
<b>G 3.0</b>	Nueva globalización o hiperglobalización a partir de las cadenas globales de valor con factorías superando fronteras.
<b>G 4.0</b>	La tecnología digital ( <i>digitech</i> ) rompe el arbitraje internacional de salarios; sin movimiento físico de trabajadores. Revuelta globótica en servicios.

Fuente: Colegio Economistas de Madrid

la propiedad intelectual de las empresas<sup>5</sup>). Pero, además, existe un fallo en el diseño estructural de la organización que tiene que ver con la incapacidad de adaptar el proceso de toma de decisiones al crecimiento en el número de miembros. Las decisiones se toman por consenso y siguiendo el principio del “todo único” o “single undertaking”<sup>6</sup>). En otras palabras, un acuerdo se aprueba si ningún miembro se opone formalmente, y todos los miembros deben aprobar todos los acuerdos concluidos en una ronda para que entren en vigor. Esto, en una organización integrada por 164 países con tamaños e intereses económicos diversos y a menudo contrapuestos resulta prácticamente imposible y ha derivado en una

### Las economías desarrolladas demandan una reforma estructural de la OMC

situación de bloqueo permanente. Desde el nacimiento de la OMC no se ha firmado ningún acuerdo comercial y la única ronda de negociación multilateral, la Ronda de Doha en 2001, se da por fracasada.

Uno de los detonantes del colapso de las negociaciones de Doha fue el veto continuado de un grupo de economías en desarrollo que dudaban de los beneficios netos que la liberalización comercial reportaría a sus países. Ellos fueron los precursores. Sin embargo, en los últimos años ha habido un cambio de pape-

les y han sido precisamente las economías desarrolladas, lideradas por Estados Unidos, quienes han cuestionado las ventajas del libre comercio. Son ahora estos países quienes se sienten en desventaja y demandan una reforma estructural de la OMC que refleje la nueva distribución del poder económico derivado de la formación de las cadenas de valor.

La OMC clasifica a los países en dos categorías: desarrollados y en desarrollo. Para estos últimos, se contempla un tratamiento especial y diferenciado hasta que sus economías alcancen un nivel de desarrollo mayor. Las provisiones especiales van desde un período de transición más amplio para la reducción de las barreras comerciales, a un acceso asimétrico a los distintos mercados; o a disposiciones especiales para salvaguardar sus intereses. En otras palabras, permite una forma de proteccionismo unilateral y no recíproco. Si bien la necesidad de establecer esta clasificación responde a una lógica innegable, resulta, cuanto menos, cuestionable el hecho de que la OMC no defina los requisitos que ha de cumplir un país para ser considerado economía en desarrollo, ni haya un procedimiento para determinar el momento en el que debe abandonar esa categoría: es el propio país quien decide ambas cosas.

Evidentemente, todos los países que solicitan ingresar son economías en desarrollo; las desarrolladas están presentes desde el principio en la organización. En la actualidad, más de dos tercios de los



164 miembros de la OMC son “economías en desarrollo”. Entre ellos existen casos incontestables como pueden ser Laos o Mozambique, con economías en un estado de desarrollo inicial donde la renta per cápita no llega a 1.000 dólares anuales. Otros son tan controvertidos como el de Corea del Sur, un país puntero en el sector tecnológico y con una renta per cápita superior a muchas economías consideradas desarrolladas, que se encontraba, hasta finales de 2019 clasificado en el grupo de “economías en desarrollo” para proteger su sector agrícola. Es esta situación discriminatoria la que denuncian las economías de-

5. Este último aspecto ha sido un auténtico “caballo de batalla” en la relación con China.

6. El principio de “todo único” quiere decir que cada punto de la negociación es parte de un todo indivisible y nada puede acordarse por separado. “Nada queda acordado mientras no se haya acordado todo”.



sarrolladas, ya que consideran que muchos países han hecho un uso inapropiado de estas excepciones. En este sentido son polémicos los casos de China o India, que representan el 12% y el 2% del comercio mundial, respectivamente y acumulan una capacidad de influir en el mercado de la que carecen muchas economías desarrolladas de acuerdo con la clasificación de la OMC.

Para tratar de reequilibrar esta situación y limitar el uso de la denominación "en desarrollo", a comienzos de 2019 la delegación estadounidense propuso que se estableciesen cuatro criterios para excluir la posibilidad de que un país fuese considerado economía en desarrollo: pertenecer a la OCDE, formar parte del grupo de países de ren-

ta alta en la clasificación del Banco Mundial, ser integrante del G-20 o representar más del 0,5% del comercio mundial. Si se aceptase la propuesta estadounidense, alrededor de 30 países abandonarían el grupo de "economías en desarrollo". Sin embargo, la realidad es algo más compleja, ya que entre ellos se encuentran, por ejemplo, Vietnam, Indonesia, Colombia o Sudáfrica, cuyas economías poco o nada se asemejan a las de Canadá, Suecia o Australia, por lo que se verían notablemente penalizadas. Independientemente de esto, la probabilidad de que este aspecto se reforme es bastante limitada, ya que habría que contar con el consenso de todos los países miembros, incluso con el de los propios perjudicados con el cambio.

Otra de las demandas habituales de los países desarrollados, liderados por la Unión Europea, Japón, Canadá y Estados Unidos, tiene que ver con la falta de transparencia de algunos miembros a la hora de notificar los subsidios que otorgan a determinados sectores nacionales. Actualmente, esta continúa siendo una de las formas más extendidas de proteccionismo en el seno de la organización. En teoría, los miembros deberían informar diligentemente de las ayudas que conceden a sus empresas, pero en la práctica esto no se cumple. En 2017, este grupo de economías solicitó que se analizase la concesión de subsidios y la sobrecapacidad que existía en algunos sectores industriales estratégicos. Tal era el caso del sector siderúrgico (aluminio y acero, fundamentalmente) o el de los paneles solares que, en esos momentos, atravesaba un exceso de oferta. Esta petición interpelaba directamente a China, a quien se acusa de hacer un uso indiscriminado de los subsidios para impulsar sus industrias nacionales, algo que, obviamente, no notifica en el foro multilateral. Si bien el caso chino sobresale notablemente, cabe señalar que la falta de cumplimiento con esta normativa es algo común y que, además, va en aumento. Por ejemplo, en 2019, 77 de los 164 países aún no habían notificado los subsidios concedidos en 2017, y 62 aún no lo habían hecho para los que habían concedido en 2015. El problema radica en que no hay un plazo obligatorio para hacerlo y en la ausencia de un mecanismo que compruebe que los miembros efectivamente cumplen con uno de los requisitos fundamentales del sistema de comercio internacional: la transparencia.

## ESTADOS UNIDOS, DE HÉROE A VILLANO

No siempre es fácil encontrar la fecha exacta que marca el comienzo o el punto de no retorno de una crisis. En el caso de la que atraviesa la OMC, sin embargo, el 10 de diciembre de 2019 está señalado en rojo en el calendario por ser el día en el que comienza el hundimiento definitivo del sistema de comercio mundial. Ese día Estados Unidos bloqueó el nombramiento de dos de los tres jueces que aún formaban parte del Tribunal de Apelación del Órgano de Solución de Diferencias (OSD), dejándolo inutilizado en la práctica. Normalmente este panel debería estar formado por siete miembros, que dirimen acerca de las apelaciones que presentan los países tras escuchar el fallo del OSD. Desde 2016, Washington ha impedido reiteradamente que los miembros de este tribunal renueven sus mandatos de cuatro años, hasta que ha quedado con un solo integrante: el profesor de origen chino

Hong Zhao<sup>(7)</sup>. Dado que, de acuerdo con las normas de funcionamiento de este Tribunal, debe haber al menos tres jueces para emitir un fallo, el bloqueo de Washington equivale a dejar inservible el brazo judicial de la OMC.

Si bien ha sido la Administración de Donald Trump quien ha asestado el golpe definitivo, Estados Unidos tradicionalmente ha mantenido una posición reticente sobre las funciones del Órgano de Solución de Diferencias (OSD). Para empezar, le reprocha que incumpla sistemáticamente los plazos establecidos para la resolución de disputas (frente al año y tres meses contemplados en el reglamento de la OMC emplea, de media, 3 años y medio). Además, y aquí radica el punto más importante, considera que las resoluciones que adopta exceden, en muchas ocasiones, sus competencias.

El origen de este problema se encuentra en el desequilibrio entre la

capacidad de actuación de la rama legal/judicial de la OMC (es decir, el sistema de resolución de disputas), cuyo diseño le permite actuar de forma muy eficiente, y el mecanismo de adopción de decisiones, (el Consejo, equiparable al poder Ejecutivo), al que el principio de "todo único" en el que se fundamenta ha condenado a la parálisis desde el nacimiento de la organización. Como consecuencia, la jurisprudencia emanada del Tribunal de Apelación acaba siendo el *único* medio por el que se legisla, se establecen nuevas obligaciones y se decide sobre asuntos que, en opinión de Washington, exceden ampliamente su función de mero *órgano técnico de consulta*. Debería ser el Consejo el único legitimado para hacerlo, por tener la representación de los Estados miembros.

Para ilustrar este punto, sirva como ejemplo el caso de Rusia, quien en 2014 había invocado uno de los Artículos del GATT para restringir

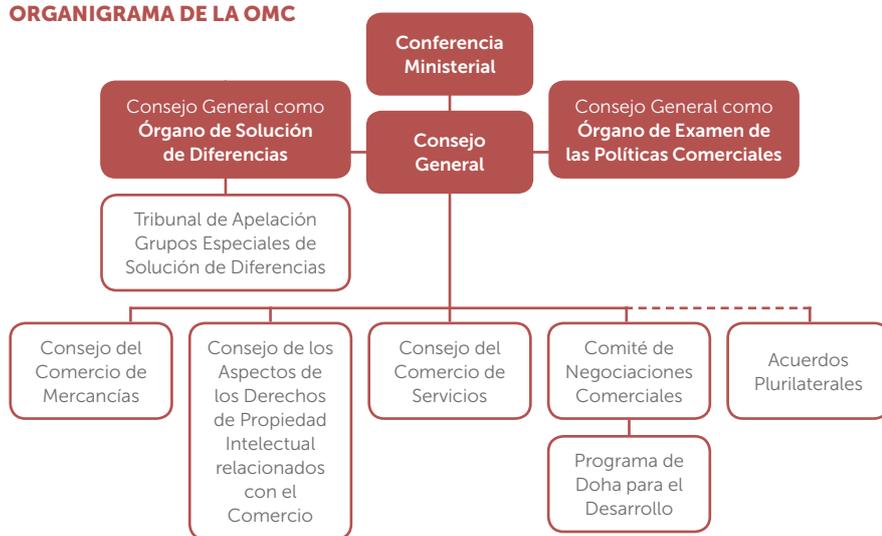
### COMPOSICIÓN DEL TRIBUNAL DE APELACIÓN (DICIEMBRE 2016-DICIEMBRE 2019)



Fuente: Peterson Institute for International Economics

7. Barack Obama bloqueó también la renovación del surcoreano Seung Wha Chang y la estadounidense Jennifer Hillman, por considerar que dirimían sobre aspectos que sobrepasaban su mandato y que en muchas ocasiones los fallos iban en contra de la propia legislación estadounidense.

**ORGANIGRAMA DE LA OMC**



Fuente: Organización Mundial del Comercio

las exportaciones hacia Ucrania, argumentando motivos de seguridad nacional. El fallo del OSD (a favor de Rusia) sentaba un precedente, al otorgar al tribunal la competencia de juzgar lo que algunos países consideran decisiones soberanas, como la "seguridad nacional". Recordemos que, desde 2018, el presidente Trump ha justificado la imposición de aranceles sobre el aluminio y el acero y la guerra comercial con China precisamente en "la seguridad nacional". En respuesta a estas medidas, numerosos países presentaron recursos ante el OSD, quien habrá de decidir si, efectivamente, estos aranceles son justificados o, tal y como denuncian los países perjudicados, se trata solo de una forma de proteccionismo unilateral. En resumen, es precisamente el hecho de que un organismo ajeno a Washington ostente un poder supranacional para dirimir acerca de los temas que afectan al propio país lo que contraría a Estados Unidos y, en particular, al presidente Trump.

Pese a que las quejas sobre el funcionamiento de la OMC y el sistema multilateral de comercio son compartidas por la totalidad de los países, es Estados Unidos, otrora líder y promotor, quien ha terminado de destruirlo. Además de optar por reescribir sus acuerdos comerciales de forma bilateral como es el caso del NAFTA, ahora transformado en TMEC, o la negociación

**El bloqueo de la OMC supone la renuncia a liderar este sistema por parte de Estados Unidos**

de un acuerdo comercial con China<sup>8</sup>, ha cambiado radicalmente la forma y el tono de su postura negociadora, pasando del acuerdo a la amenaza en caso de que no se cumplan sus exigencias, recurriendo indiscriminadamente al proteccionismo unilateral, una política totalmente opuesta a los principios rec-

tores de las relaciones comerciales. El bloqueo de la OMC supone la renuncia definitiva a liderar este sistema que, por otro lado, le ha encumbrado y beneficiado durante todo este tiempo. La pregunta que queda ahora en el aire es: ¿tomará alguien el relevo de Washington?

**LA GLOBALIZACIÓN SE VUELVE REGIONAL**

La crisis del sistema de comercio multilateral ha sido la demostración definitiva de que la globalización se encuentra en una encrucijada. Tras su era dorada, cuando se formaron las cadenas de suministro globales, los volúmenes de comercio e inversión se han ralentizado. Mientras que, entre 1990 y 2007, el comercio internacional duplicó el ritmo de crecimiento del PIB, a partir de 2011 apenas crece 1,1 veces más rápido. Existen múltiples causas que explican esta desaceleración comercial, un fenómeno también conocido como "Slowbalization". Por un lado, hay que tener en cuenta el impacto que la Gran Recesión tuvo sobre el consumo y las decisiones de inversión de familias y empresas, que no volvieron a recuperar el vigor previo al colapso financiero. Además, el crecimiento experimentado por el comercio en la década de los 90 es un fenómeno difícilmente repetible, ya durante esos años se produjo la integración de países como China y las antiguas repúblicas soviéticas en el sistema de comercio mundial. Por entonces, esos países dependían íntegramente de las importaciones y ahora cuentan un tejido productivo lo suficientemente sólido para abastecer parcialmente su demanda interna. Una vez culminada su integración en los circuitos comerciales, el ritmo de crecimiento

8. Cuya Fase 1 se firmó en enero de 2020. La aplicación, en la práctica, está suponiendo no pocas dificultades.

de sus intercambios es, lógicamente, más lento.

En tercer lugar, hay que tener en cuenta que los servicios cada vez tienen un mayor peso en las economías nacionales y, por ende, en el comercio mundial, en detrimento del intercambio de bienes. Esto tiene importantes consecuencias a la hora de estimar correctamente los flujos de intercambio. Primero porque, en ocasiones, existen más dificultades para su comercialización. Y, en segundo lugar, porque también es más complicado cuantificar de forma adecuada el intercambio de servicios. De acuerdo con la OMC, existen solo cuatro grupos de servicios, entre los que no se contemplan, por ejemplo, los servicios "incrustados" en un bien. Por ejemplo, si un ciudadano español alquila una película de una plataforma digital que está basada en Países Bajos, se considera una exportación de servicios, mientras que si se compra la película en DVD se considera de bienes. Además, hay serias dificultades para capturar los servicios que las empresas multinacionales se prestan entre matrices y filiales.

Por último, los cambios asociados a la cuarta revolución industrial han provocado que gran parte de la economía física se haya trasladado al terreno digital, lo que ha dejado obsoletos a los indicadores que anteriormente medían la interrelación económica. Por ejemplo, la música se descarga, las películas ya no se ven en el cine, sino que se eligen en la oferta digital de la plataforma contratada y la ropa se compra por in-

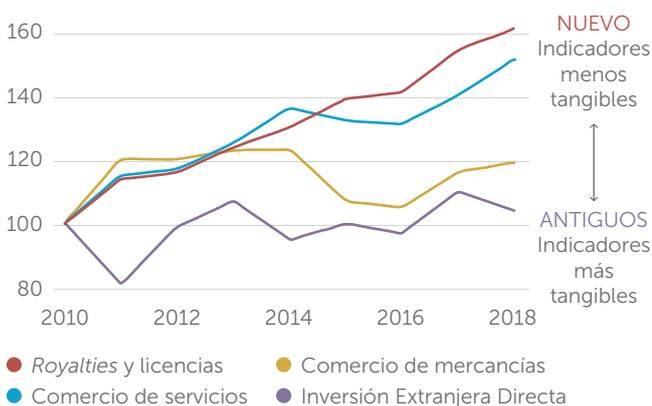
### El retorno del proteccionismo ha sido la causa principal de la caída del comercio

ternet. En los últimos años, la digitalización ha cambiado la forma de producir y consumir; un cambio que también se ha trasladado a la forma en la que las economías se relacionan. Mientras que el flujo de intercambios de bienes e inversiones se ha ralentizado, la compraventa de patentes y licencias, así como el comercio de servicios ha crecido considerablemente. A medida que las relaciones entre países se iban ha-

ciendo más complejas y cambiaba la naturaleza de sus intercambios, el comercio de servicios ha sustituido al de bienes, lo que nos lleva a pensar que no es cierto que la globalización se haya estancado, tan solo está evolucionando.

Ahora bien, los cambios en la estructura y composición de comercio explican la desaceleración de la globalización "tradicional"; pero lo cierto es que, desde 2018, el retorno del proteccionismo ha sido la causa principal que explica la caída del comercio y la inversión. La impredecible política comercial que ha llevado a cabo la Administración de Donald Trump: la guerra comercial con China, los aranceles sobre el acero y el aluminio, la renegociación del NAFTA y la guerra comercial con la Unión Europea (actualmente congelada, pero sería ingenuo pensar que resuelta) ha hundido el comercio de bienes hasta niveles que no se observaban desde 2009, en plena crisis financiera. No obstante, Estados Unidos no ha sido el único responsable, sino que el auge del proteccionismo ha sido un fenómeno generalizado a lo largo y

**INDICADORES INTERNACIONALES DE PRODUCCIÓN**  
(INDEXADOS, 2010 = 100)



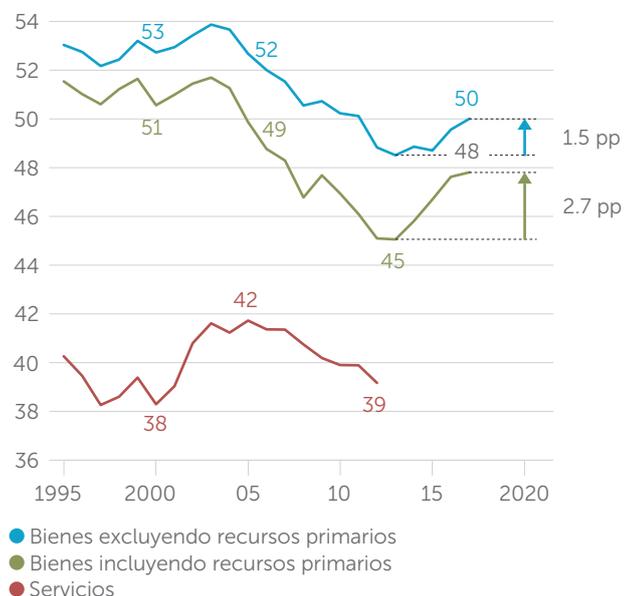
Fuente: Bloomberg

**EVOLUCIÓN DEL VOLUMEN DE INTERCAMBIOS COMERCIALES**



Fuente: Bloomberg

### EVOLUCIÓN DEL COMERCIO INTRARREGIONAL % COMERCIO (IMPORTACIONES + EXPORTACIONES)



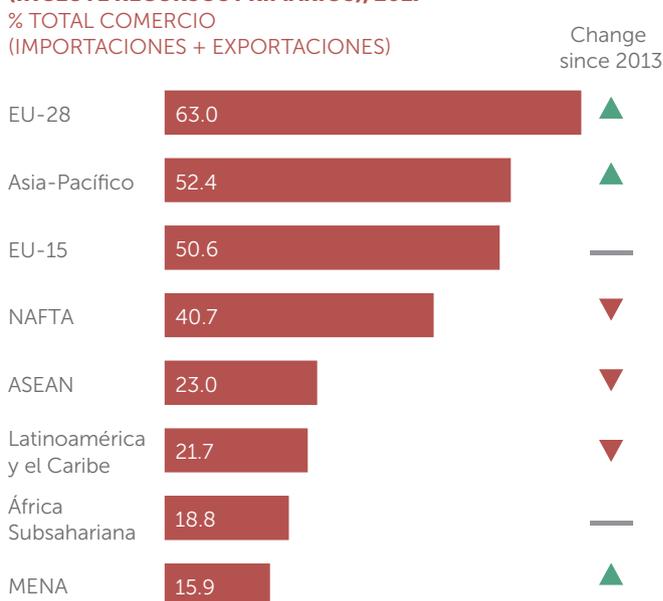
Fuente: McKinsey Global Institute

ancho del planeta. Desde 2008, más del 70% de las medidas tomadas en el ámbito comercial han tenido carácter proteccionista, frente al 30% que tenían un objetivo liberalizador. Incluso en la Unión Europea, donde la reducción de las barreras al comercio forma parte de su identidad, ha crecido el recelo hacia el libre comercio. Véase, por ejemplo, la reticencia por parte de algunos Estados europeos a ratificar el Acuerdo de libre comercio entre la UE y Canadá en 2016, las limitaciones a la inversión extranjera que se han impuesto en determinados sectores o incluso el propio proceso del Brexit, que persigue levantar de nuevo unas fronteras que ya se creían superadas.

Este cambio de percepción hacia los beneficios de la liberalización ha provocado un replanteamiento de los vínculos comerciales. Las empresas están comenzando a buscar la manera de reducir su exposición

y dependencia de otros países, y ello pasa por una nueva transformación de las cadenas de valor globales. Los gobernantes llaman a la “relocalización” de los centros manufactureros en las economías desarrolladas; los consumidores demandan de manera creciente una producción de cercanía, transparente y más respetuosa con el medio ambiente; y algunas empresas han decidido acortar la longitud de sus cadenas de suministro. Las cadenas de valor globales se estaban regionalizando. Mientras que en el año 2000, más de la mitad del comercio mundial tenía lugar entre países de la misma región, en 2012 esta proporción se había reducido hasta el 40%; en cambio, en los últimos años esta tendencia se estaba revirtiendo de nuevo, con la UE y la región de Asia Pacífico como focos principales del este proceso. Si bien es cierto que el grado de transformación de las cadenas de valor depende mucho del sector y región del que se trate, lo cierto es

### COMERCIO INTRARREGIONAL DE MERCANCÍAS POR REGIÓN (INCLUYE RECURSOS PRIMARIOS), 2017



que, de unos años a esta parte Estados Unidos, China, Japón y Alemania se han erigido como líderes regionales, mientras a su alrededor orbitan otros países, que han ido especializándose progresivamente en distintas fases de la producción.

### EL VIRUS QUE LO CAMBIÓ TODO

En este contexto de nueva transformación del comercio surge, a finales de 2019, el brote del virus Covid-19. La necesidad de adoptar medidas de distanciamiento social para frenar su propagación ha obligado a paralizar la actividad mundial, causando una crisis sin precedentes. El pasado mes de abril, el Fondo Monetario Internacional estimó que la economía mundial se contraería un 3% en 2020, en junio recortó las previsiones hasta el 4,9% con una recuperación para 2021 del 5,4%. Sin embargo, el escenario puede ser incluso más negativo y la recuperación, que inicialmente se preveía rápida,





la liberalización comercial. Probablemente veamos cómo las fuerzas “desglobalizadoras” se consolidan y ya se está produciendo una revisión y replanteamiento de la configuración de las cadenas globales de valor tal y como existían hasta el momento. Las empresas tratarán de reducir su exposición frente a China, impulsadas por los planes de reindustrialización que ya están promoviendo los Estados. En Japón, por ejemplo, el gobierno ha creado un fondo dotado con 2.000 millones de dólares para que las empresas examinen sus cadenas de suministro y relocalicen parte de la producción. Cuatro grandes empresas tecnológicas taiwanesas, que conjuntamente representan el 40% de las exportaciones del sector de China a Estados Unidos, han anunciado que están replanteando sus estrategias de

producción<sup>9</sup>. En Europa también se habla de recuperar la soberanía industrial, así como de crear reservas estratégicas de determinados productos esenciales para evitar de nuevo episodios de desabastecimiento como los vividos durante los meses de marzo y abril.

Llegados a este punto, resulta importante recordar que, a pesar de los anuncios de los gobiernos o los planes estatales que puedan impulsar, trasladar de nuevo las cadenas de valor es una decisión que corresponde únicamente a las empresas. Hay compañías como Google, Apple o Nike que efectivamente han anunciado que trasladarán parte de la producción a Vietnam o a Tailandia. Sin embargo, existen otras, como Tesla, que acaba de comenzar a operar en Shanghái, atraída por el potencial del

mercado chino, que no parece dispuesta a trasladar de nuevo su producción. Además, el proceso de relocalización industrial, si de verdad se produce, será lento y progresivo. Es cierto que parece que muchas empresas y países acaban de darse cuenta de la enorme dependencia que tenían de China y están revisando sus cadenas de suministro. Lo que resulta más improbable es que estas compañías trasladen sus centros de producción de vuelta a sus países de origen donde, recordemos, tendrían que hacer frente a unos costes mucho más elevados. En su lugar, asistiremos probablemente, a una relocalización de los centros manufactureros fuera de China y países como México, Turquía, Vietnam o India se erigen ahora como potenciales alternativas. De hecho, el primer ministro de India, Narendra Modi, consciente

9. Foxconn Technology Group, Inventec, Quanta Computer y Compal son las cuatro compañías que hace 30 años trasladaron sus centros de producción y ensamblaje a China continental pero a quienes la guerra comercial primero y la crisis del Covid-19 después ha obligado a considerar otras opciones.

de la oportunidad que tiene su país para sustituir a China al contar también con capital humano y unos costes laborales reducidos, anunció a comienzos del mes de junio un paquete de incentivos fiscales y la reducción de barreras burocráticas y mejora de infraestructuras.

En paralelo, muchas empresas acelerarán el proceso de digitalización y la automatización de sus procesos que, en algunos casos, se han visto obligadas a implantar a marchas forzadas. Tal es el caso del teletrabajo, que en muchas compañías se trataba solo de una práctica incipiente y ahora está totalmente implementada sin que ello haya perjudicado la productividad de los trabajadores. Además de la reducción de costes fijos que ello supondrá en términos de reducción de los alquileres de espacios, existen otro tipo de incentivos asociadas a la automatización como, por ejemplo, el hecho de que las máquinas no pueden enfermar, algo que cobra especial relevancia en una crisis de estas características.

Desde un punto de vista geoestratégico, ya se ha visto cómo la tensión entre Estados Unidos y China en el terreno comercial y tecnológico se ha trasladado también al plano sanitario. Ambas potencias compiten ahora por encontrar una vacuna para el virus Covid-19. Para Trump esto significaría un empujón en su carrera por la reelección el próximo mes de noviembre. Para Xi Jinping, su legitimación como líder a nivel mundial tras las críticas que ha recibido China por la posible ocultación de datos relacionados con la pandemia. Lo que parece innegable es que el orden multilateral vigente desde la Segunda Guerra Mundial está ya abocado al fracaso. Las organizaciones

internacionales han probado ser totalmente ineficientes, ya que se basan en una serie de normas que ya no reflejan la realidad actual de las relaciones internacionales. La Organización Mundial de la Salud, como ya le ocurriera antes a la OMC, se encuentra en el punto de mira de la Administración estadounidense, que ya ha anunciado que le retirará los fondos económicos.

Se adivina un nuevo escenario mucho más fragmentado, donde el proteccionismo será la norma en política comercial; donde no habrá un Estado que lidere, sino distintos bloques económicos relacionados entre sí por las cadenas globales de valor; donde la competición primará sobre

**Se adivina un nuevo escenario mucho más fragmentado, donde el proteccionismo será la norma**

la cooperación y donde el papel de la OMC, en caso de sobrevivir, está aún por definir. Ciertamente, el camino que hemos recorrido hasta llegar al momento actual no ha estado exento de errores. La globalización desmedida de finales de los 90 y comienzos de los 2000 dio lugar a un mundo más desigual, donde los beneficios empresariales primaban sobre los personales. Sin embargo, conviene recordar que el comercio internacional ha cumplido efectivamente su misión. Nunca antes en la historia se había vivido un período tan largo de paz y prosperidad como el que parece que ahora termina. Quizás muchas cosas cambien en la nueva normalidad que comienza, sin embargo estaría bien conservar las que sí que han funcionado.

## EL FUTURO DE LA OMC

La pandemia desencadenada por el Covid-19 ha puesto en evidencia las vulnerabilidades del sistema de comercio multilateral. Se han producido situaciones en las que los principios de cooperación y asistencia mutua han quedado en entredicho, mientras la competición y el discurso proteccionista iban ganando terreno. En este nuevo escenario que se dibuja, de auge de las barreras comerciales y replanteamiento de la globalización, vale la pena preguntarse qué espacio ocupará la OMC o si, por el contrario, esta se enfrenta a su inevitable final.

Lo cierto es que, en la actualidad, el organismo se encuentra en una situación de bloqueo permanente, incapaz de cumplir ninguno de sus tres objetivos principales: asegurar el cumplimiento de las normas de comercio multilateral, servir de foro de negociación comercial y proporcionar un mecanismo de resolución de disputas entre Estados. A esto se le añade la falta de voluntad política de reformar la organización por parte de determinados Estados miembros y la ausencia del liderazgo de Estados Unidos desde que el presidente Trump llegó al poder en 2016. Un escenario, cuanto menos, complejo.

Sin embargo, aún hay algunos signos que permiten conservar algo de esperanza. En primer lugar, el repliegue de Washington está dejando espacio para que otros actores internacionales ocupen su puesto. La Unión Europea, Canadá y Japón, junto a otros países como Corea del Sur, Australia o Nueva Zelanda que, de forma conjunta, representan más del 30% del PIB mundial, están adquiriendo un rol mucho más activo en el liderazgo del sistema multilateral del comercio. De hecho, han sido precisamente ellos quienes han impulsado una solución alternativa para evitar el colapso del sistema de Resolución de Disputas, tras el bloqueo estadounidense del Tribunal de Apelación. El pasado mes de abril entró en vigor el Acuerdo de Apelación Provisional, por el que 16 Estados signatarios, miembros de la OMC, podrán acudir a un segundo tribunal regido bajo las normas que establece la organización. Este mecanismo, al que se pueden adherir todos los Estados que lo deseen, dejará de funcionar en el momento en que se desblo-

quee el nombramiento de los jueces del Tribunal de Apelación.

Por otro lado, si bien es cierto que las negociaciones multilaterales en la OMC no han arrojado ningún resultado sustancial desde la Ronda de Uruguay, esto no significa que no se estén produciendo algunos avances en materias concretas; eso sí, el ámbito de negociación no es ya multilateral sino "plurilateral". Esta nueva fórmula, mucho más flexible, permite que países que se encuentren en un estado de desarrollo similar y tengan una visión de las reglas del comercio mundial parecida puedan avanzar en la negociación de determinados asuntos, como el comercio electrónico o la regulación de la competencia, sin necesidad de buscar el consenso entre los 164 Estados miembros de la OMC, que en muchos casos nunca se lograría. Este marco de negociación produce contradicciones en algunos casos; por ejemplo, algunos de los Acuerdos Plurilaterales, al estar negociados entre un grupo exclusivo de Estados, vulneran el principio de

nación más favorecida y dan lugar a una trato preferencial entre determinados países, algo de lo que se quejan los que quedan fuera. Ahora bien, cada vez está más claro que cualquier avance en el proceso de liberalización pasa, inevitablemente, por dotar de mayor flexibilidad a la OMC, tanto en la forma de negociación como la toma de decisiones. De hecho, ya se está produciendo un cambio de perspectiva, con la proliferación de Acuerdos de Libre Comercio Regional como vía de reducción de barreras comerciales. En la actualidad existen más de 300 acuerdos de este tipo, que varían en tamaño, como el Acuerdo TransPacífico que involucra a 11 países u otros de menor envergadura, como la Alianza del Pacífico, entre Chile, Perú, Colombia y México.

En definitiva, el futuro de la OMC pasa inevitablemente por su reforma y remodelación. Para ello es indispensable que exista una voluntad política por parte de las principales economías mundiales, y eso exige que se recupere la confianza en las reglas del sistema de comercio multilateral. En este sentido, el reciente rechazo de la Organización a reconocer a China como economía de mercado abre la puerta a que algunos de los Estados vuelvan a confiar en dichas reglas. El próximo mes de agosto, el director general, Roberto Azevedo, abandonará su puesto tras siete años en el cargo. Quizás un nuevo liderazgo abra la puerta a reimpulsar la organización en un momento en el que la cooperación entre países es más necesaria que nunca.





ACTUAL SUMMARY

BUDGET VS. ACT

Summary By Category tab  
 USE: Enter your budget for each category in the Summary By Category tab.  
 Items on the Transactions sheet to see how your actual spending compares to

1/2014  
 1/4/2014  
 1/5/2014

# 05

## PERSPECTIVAS POR PAÍSES



Países	PIB 2019 (mill.\$)	Deuda pública 2020 (% del PIB)	Tendencia	Crecimiento PIB 2020 (%)	Tendencia	% Inflación 2020 (final periodo)	Tendencia
Afganistán	19.990	-	-	● -3,0	▼	● 4,5	▼
África Subsahariana	1.720.717	-	-	● -3,20	▼	● 8,4	▲
Albania	15.960	-	-	● -5,0	▼	● 2,6	▼
Alemania	3.963.880	● 77,2	▼	● -7,8	▼	● 0,2	▲
Angola	92.191	● 132,2	▼	● -1,4	▲	● 21,0	▼
Antigua y Barbuda	1.717	-	-	● -10,0	▼	● 1,3	▲
Arabia Saudí	762.259	● 35,2	▼	● -6,8	▼	● 0,9	▼
Argelia	183.687	● 61,0	▼	● -5,2	▼	● 3,3	▼
Argentina	477.743	-	-	● -5,7	▼	n/a	
Armenia	13.105	-	-	● -1,5	▼	● 1,5	▼
Asia emergente	20.407.686	-	-	● 1,0	▼	● 1,7	▲
Australia	1.417.003	● 56,8	▼	● -6,7	▼	● 1,2	▲
Austria	459.589	● 84,6	▼	● -7,0	▼	● 0,3	▲
Azerbaiyán	45.248	● 21,0	▼	● -2,2	▼	● 3,3	▼
Bahamas	13.262	-	-	● -8,3	▼	● 2,9	▼
Bahréin	38.952	-	-	● -3,6	▼	● 2,4	▼
Bangladesh	314.656	● 38,9	▼	● 2,0	▼	● 5,5	▲
Barbados	5.207	-	-	● -7,6	▼	● 0,7	▲
Bélgica	531.813	● 114,8	▼	● -6,9	▼	● -0,2	▲
Belice	1.997	-	-	● -12,0	▼	● 0,8	▲
Benín	11.184	● 39,8	▼	● 4,5	▼	● -0,8	▲
Bielorrusia	60.951	● 59,6	▼	● -6,0	▼	● 6,5	▼
Bolivia	43.687	● 64,9	▼	● -2,9	▼	● 4,1	▼
Bosnia Herzegovina	20.152	-	-	● -5,0	▼	● -0,6	▲
Botsuana	19.651	● 16,2	▼	● -5,4	▼	● 2,1	▲
Brasil	1.960.190	● 102,3	▼	● -9,1	▼	● 3,0	▲
Brunéi	13.325	-	-	● 1,3	▼	● 0,9	▼
Bulgaria	67.044	-	-	● -4,0	▼	● 1,0	▲
Burkina Faso	14.882	● 43,0	▼	● 2,0	▼	● 3,2	▼
Burundi	3.573	● 67,7	▼	● -5,5	▼	● 10,4	▼
Bután	2.840	-	-	● 2,7	▼	● 3,4	▼
Cabo Verde	2.042	-	-	● -4,0	▼	● 1,3	▲
Camboya	26.979	● 31,3	▼	● -1,6	▼	● 0,9	▲
Camerún	39.219	● 45,2	▼	● -1,2	▼	● 2,4	▲
Canadá	1.739.110	● 109,3	▼	● -8,4	▼	● 0,2	▲
Catar	193.502	● 57,4	▼	● -4,3	▼	● 0,0	▼
Centroafricana, Rep	2.285	● 46,2	▲	● 1,0	▼	● 3,5	▼
Chad	11.372	● 47,2	▼	● -0,2	▼	● 2,3	▼
Chequia	246.161	● 37,5	▼	● -6,5	▼	● 2,0	▲
Chile	295.614	● 32,3	▼	● -4,5	▼	● 2,5	▲
China	14.216.503	● 64,1	▼	● 1,0	▼	● 1,0	▲

**Indicadores de coyuntura**

Saldo fiscal 2020 (% del PIB)	Tendencia	Saldo cuenta corriente 2020 (% PIB)	Tendencia	Puntuación 2020	Puntuación 2019	Tendencia	Grupo de riesgo país
● -4,00	▼	● 4,90	▼	2,3	7,3	●	7
● -7,00	▼	● -4,72	▼	1	5	●	-
● -5,39	▼	● -11,23	▼	1,2	6,2	●	5
● -10,70	▼	● 6,58	▼	3,5	8	●	0
● -5,98	▼	● -6,72	▼	0	4	●	6
● -9,46	▼	● -25,57	▼	0,8	4,8	●	7
● -11,40	▼	● -3,08	▼	1,3	4,8	●	2
● -14,95	▼	● -18,28	▼	0,7	2,9	●	5
n/a		n/a		0,8	1,5	●	7
● -4,99	▼	● -8,56	▼	1	6	●	6
● -9,74	▼	● 0,14	▼	6	7	●	-
● -8,60	▼	● -0,63	▼	3	6	●	0
● -7,10	▼	● 1,90	▼	3,5	7	●	0
● -12,82	▼	● -8,25	▼	0,7	9,2	●	5
● -8,45	▼	● -12,67	▼	1,6	4,6	●	3
● -15,71	▼	● -9,64	▼	1,2	2,7	●	5
● -6,43	▼	● -2,17	▲	3,7	5,7	●	5
● -0,55	▼	● -7,77	▼	1,9	4,4	●	4
● -8,88	▼	● -0,70	▲	2	7	●	0
● -5,19	▼	● -18,63	▼	0,3	3,8	●	7
● -2,81	▼	● -5,32	▼	5	6	●	6
● -4,63	▼	● -2,93	▼	1,5	3,5	●	6
● -7,32	▼	● -4,62	▼	0,7	4,7	●	5
● -4,42	▼	● -7,48	▼	0	6,8	●	7
● -5,90	▲	● -2,47	▲	2,6	7,3	●	3
● -16,00	▼	● -1,77	▲	1,7	3,7	●	5
● -26,58	▼	● -1,25	▼	4,3	7,3	●	2
● -2,94	▼	● 1,66	▼	4,6	8,6	●	3
● -5,00	▼	● -4,27	▲	2,3	4,8	●	7
● -9,00	▼	● -17,12	▼	0	1,8	●	7
● -5,53	▼	● -21,25	▲	2,5	6,5	●	6
● -8,34	▼	● -7,74	▼	1	6	●	6
● -1,87	▼	● -22,18	▼	1,5	6	●	6
● -4,47	▼	● -5,66	▼	1	6	●	6
● -12,60	▼	● -3,67	▼	1,5	5	●	0
● 5,25	▲	● -1,92	▼	4,1	7,1	●	3
● -2,41	▼	● -5,35	▼	3,3	6,8	●	7
● -0,44	▼	● -12,92	▼	1,8	4,8	●	7
● -4,73	▼	● -2,06	▼	3	7	●	0
● -6,32	▼	● -0,87	▲	3	7	●	0
● -12,10	▼	● 0,55	▼	5,3	7,8	●	2

Países	PIB 2019 (mill.\$)	Deuda pública 2020 (% del PIB)	Tendencia	Crecimiento PIB 2020 (%)	Tendencia	% Inflación 2020 (final periodo)	Tendencia
Chipre	24.638	100,8	▼	-6,5	▼	0,8	▼
Colombia	336.599	57,8	▼	-2,4	▼	3,2	▲
Comoras	726	-	-	-1,2	▼	-5,5	▲
Congo, Rep	11.162	-	-	-2,3	▼	2,5	▲
Congo, Rep. Democrática	48.458	-	-	-2,2	▼	12,0	▼
Corea del Sur	1.656.674	49,5	▼	-1,2	▼	-0,3	▲
Costa de Marfil	45.252	42,1	▼	2,7	▼	1,2	▲
Costa Rica	60.459	-	-	-3,3	▼	2,0	▼
Croacia	61.252	84,6	▼	-9,0	▼	1,1	▲
Dinamarca	349.524	39,2	▼	-6,5	▼	0,7	▲
Dominica	542	-	-	-4,7	▼	1,8	▼
Dominicana, Rep	84.837	60,9	▼	-1,0	▼	3,0	▲
Ec. emergentes y en desarrollo	35.090.624	63,1	▼	-3,0	▼	3,9	▲
Ecuador	106.289	63,0	▼	-6,3	▼	0,1	▼
Egipto	299.589	87,4	▼	2,0	▼	6,2	▲
El Salvador	26.989	-	-	-5,4	▼	0,4	▼
Emiratos Árabes Unidos	427.876	33,6	▼	-3,5	▼	-1,0	▼
Eritrea	7.718	184,8	▲	0,1	▼	4,0	▲
Eslovaquia	109.863	57,0	▼	-6,2	▼	0,4	▲
Eslovenia	55.088	73,2	▼	-8,0	▼	0,2	▲
España	1.429.140	123,8	▼	-12,8	▼	-1,0	▲
Estados Unidos	21.344.667	141,4	▼	-8,0	▼	0,8	▲
Estonia	31.026	20,0	▼	-7,5	▼	1,5	▲
Esuatini	4.662	46,8	▼	-0,9	▼	3,9	▼
Etiopía	90.968	56,9	▲	3,2	▼	10,2	▲
Filipinas	356.682	42,9	▼	0,6	▼	2,6	▼
Finlandia	276.572	70,0	▼	-6,0	▼	0,8	▲
Fiyi	5.324	-	-	-5,8	▼	1,2	▲
Francia	2.761.633	125,7	▼	-12,5	▼	-0,7	▲
Gabón	16.709	67,2	▼	-1,2	▼	3,0	▼
Gambia	1.741	-	-	2,5	▼	6,2	▲
Georgia	17.214	-	-	-4,0	▼	3,5	▲
Ghana	68.258	67,6	▼	1,5	▼	9,9	▼
Granada	1.272	-	-	-8,0	▼	0,3	▲
Grecia	219.752	200,8	▼	-10,0	▼	-0,6	▲
Guatemala	82.335	-	-	-2,0	▼	1,6	▲
Guinea	12.623	43,8	▼	2,9	▼	8,1	▲
Guinea Bissau	1.538	70,9	▼	-1,5	▼	1,1	▼
Guinea Ecuatorial	12.432	54,2	▼	-5,5	▲	2,1	▲
Guyana	3.830	-	-	52,8	▲	1,9	▲
Haití	9.602	47,8	▼	-4,0	▼	23,0	▼

### Indicadores de coyuntura

Saldo fiscal 2020 (% del PIB)	Tendencia	Saldo cuenta corriente 2020 (% PIB)	Tendencia	Puntuación 2020	Puntuación 2019	Tendencia	Grupo de riesgo país
● -1,81	▼	● -8,29	▼	2,5	8	●	0
● -2,46	▼	● -4,67	▼	1,9	5,9	●	4
● -3,78	▼	● -5,68	▼	0	3,8	●	7
● 5,70	▼	● -1,21	▼	3,8	8,8	●	7
● -1,18	▲	● -5,44	▼	0,8	6,3	●	7
● -3,60	▼	● 4,95	▲	3	8	●	0
● -5,27	▼	● -3,29	▼	3	5	●	6
● -7,85	▼	● -4,46	▼	1,4	3,1	●	4
● -6,53	▼	● -3,99	▼	1,4	6,4	●	4
● -7,04	▼	● 4,81	▼	3,5	7	●	0
● -4,53	▲	● -33,83	▼	1	6	●	6
● -4,41	▼	● -5,23	▼	0,9	5,9	●	4
● -10,60	▼	● -0,94	▼	2,5	6,5	●	-
● -7,03	▼	● -5,68	▼	0,3	4,5	●	7
● -7,68	▼	● -4,26	▼	2,7	5,2	●	5
● -8,57	▼	● -4,14	▼	0,7	3,2	●	5
● -11,13	▼	● 1,52	▼	2,8	6,8	●	2
● -4,97	▼	● 10,19	▼	4,3	4,8	●	7
● -5,91	▼	● -2,99	▲	2,5	8	●	0
● -6,59	▼	● 0,85	▼	3,5	10	●	0
● -13,90	▼	● 2,18	▲	3	7	●	0
● -23,80	▼	● -2,63	▼	2,5	5	●	0
● -8,29	▼	● -2,69	▼	3	9,5	●	0
● -8,93	▼	● 3,52	▼	2,5	2,5	●	6
● -2,99	▼	● -5,27	▲	4,8	4,3	●	7
● -3,36	▼	● -2,26	▼	4,6	7,1	●	3
● -6,70	▼	● -3,48	▼	1,5	7	●	0
● -10,60	▼	● -8,18	▼	1,2	4,7	●	5
● -13,60	▼	● -0,73	▲	2	5	●	0
● -2,70	▼	● -8,38	▼	1,5	6,5	●	6
● -2,37	▲	● -9,76	▼	3,3	5,3	●	7
● -7,49	▼	● -10,47	▼	0,5	5,5	●	6
● -9,95	▼	● -4,45	▼	2	5	●	6
● -0,43	▼	● -27,74	▼	1,5	7	●	6
● -8,97	▼	● -6,50	▼	1	5,5	●	0
● -4,44	▼	● 2,59	▲	3,4	6,9	●	4
● -4,26	▼	● -22,94	▼	1,8	4,8	●	7
● -4,09	▲	● -7,39	▲	0,8	5,8	●	7
● -4,76	▼	● -10,39	▼	0,8	2,8	●	7
● -0,28	▲	● -20,38	▲	6	4,5	●	6
● -5,13	▼	● -3,57	▼	0	2,8	●	7

Países	PIB 2019 (mill.\$)	Deuda pública 2020 (% del PIB)	Tendencia	Crecimiento PIB 2020 (%)	Tendencia	% Inflación 2020 (final periodo)	Tendencia
Honduras	24.651	43,1	▼	-2,4	▼	2,4	▲
Hong Kong	381.720	0,3	▼	-4,8	▼	2,0	▲
Hungría	168.778	69,2	▼	-3,1	▼	3,0	▲
India	2.971.996	84,0	▼	-4,5	▼	2,7	▲
Indonesia	1.100.911	37,7	▼	0,5	▼	3,1	▼
Irak	225.257	-	-	-4,7	▼	1,0	▼
Irán	484.663	-	-	-6,0	▲	42,0	▼
Irlanda	381.571	63,3	▼	-6,8	▼	1,5	▼
Islandia	24.544	40,7	▼	-7,2	▼	2,6	▼
Islas Marshall	220	-	-	-0,2	▼	-0,9	▲
Islas Salomón	1.511	-	-	-2,1	▼	1,7	▲
Israel	381.569	76,2	▼	-6,3	▼	-1,5	▲
Italia	2.025.866	166,1	▼	-12,8	▼	0,2	▲
Jamaica	16.152	-	-	-5,6	▼	4,9	▲
Japón	5.176.205	268,0	▼	-5,8	▼	-	▼
Jordania	44.256	-	-	-3,7	▼	1,4	▼
Kazajistán	164.207	23,1	▼	-2,5	▼	8,1	▼
Kenia	99.246	64,5	▼	1,0	▼	4,5	▲
Kirguistán	8.334	69,2	▼	-4,0	▼	12,0	▼
Kiribati	187	-	-	0,0	▼	1,5	▼
Kuwait	136.940	18,9	▼	-1,1	▼	0,6	▲
Laos	20.153	69,0	▼	0,7	▼	6,3	▼
Latinoamérica y Caribe	5.321.202	81,5	▼	-9,4	▼	5,6	▲
Lesoto	2.811	51,0	▼	-5,2	▼	3,0	▲
Letonia	35.721	45,0	▼	-8,6	▼	0,5	▲
Líbano	58.281	-	-	-12,0	▼	17,5	▼
Liberia	3.221	62,8	▼	-2,5	▲	15,0	▲
Libia	44.964	-	-	-58,7	▼	22,3	▼
Lituania	54.240	51,7	▼	-8,1	▼	-0,3	▲
Luxemburgo	69.634	23,4	▼	-4,9	▼	0,6	▲
Macao	58.055	-	-	-29,6	▼	2,0	▲
Macedonia del Norte	12.884	-	-	-4,0	▼	-0,4	▲
Madagascar	12.734	41,0	▼	0,4	▼	6,0	▼
Malasia	373.447	63,0	▼	-1,7	▼	0,1	▲
Malawi	7.436	68,0	▼	1,0	▼	15,7	▼
Maldivas	5.749	-	-	-8,1	▼	1,4	▼
Malí	17.833	44,7	▼	1,5	▼	1,5	▼
Malta	15.134	51,4	▼	-2,8	▼	0,3	▲
Marruecos	121.350	73,7	▼	-3,7	▼	0,3	▼
Mauricio	14.812	-	-	-6,8	▼	8,5	▼
Mauritania	5.569	-	-	-2,0	▼	5,0	▼

## Indicadores de coyuntura

Saldo fiscal 2020 (% del PIB)	Tendencia	Saldo cuenta corriente 2020 (% PIB)	Tendencia	Puntuación 2020	Puntuación 2019	Tendencia	Grupo de riesgo país
● -0,03	▼	● -2,01	▼	3,2	6,7	●	5
● -6,95	▼	● 6,02	▼	3,6	7,8	●	3
● -2,99	▼	● -0,12	▲	4	8,5	●	0
● -12,10	▲	● -0,59	▲	2,6	6,1	●	3
● -6,30	▼	● -3,17	▼	3,1	7,1	●	3
● -22,30	▼	● -21,66	▼	0,8	2,8	●	7
● -9,81	▼	● -4,15	▼	0	0,5	●	7
● -5,24	▼	● 6,27	▲	4	9,5	●	0
● -6,72	▼	● 2,13	▼	4	8	●	0
● 0,34	▼	● -0,89	▼	4	7,5	●	-
● -7,26	▼	● -15,02	▼	2	3,5	●	-
● -10,21	▼	● 3,55	▲	3	9	●	0
● -12,70	▼	● 3,05	▲	3,5	6,5	●	0
● -0,91	▼	● -7,83	▼	1,5	5,5	●	6
● -14,70	▼	● 1,66	▼	2,5	7	●	0
● -6,70	▼	● -5,77	▼	1,2	3,2	●	5
● -5,26	▼	● -6,79	▼	0,2	8,7	●	5
● -7,72	▲	● -4,56	▼	2,5	4,5	●	6
● -9,63	▼	● -16,57	▼	0	4,3	●	7
● -18,68	▼	● 1,55	▼	5	5	●	6
● -11,33	▼	● -10,24	▼	1,3	7,8	●	2
● -6,23	▼	● -10,89	▼	2,3	4,8	●	7
● -10,30	▼	● -1,51	▲	2,5	4,5	●	-
● -1,98	▲	● 6,89	▲	3,5	4,5	●	6
● -5,17	▼	● -2,16	▼	2,5	8	●	0
● -15,29	▼	● -12,64	▲	0	2,8	●	7
● -5,24	▲	● -18,67	▲	0	1,8	●	7
● -7,22	▼	● -6,58	▼	0	4,8	●	7
● -7,63	▼	● 6,01	▲	3	8	●	0
● -2,77	▼	● 3,96	▼	4,5	8	●	0
● 2,75	▼	● 13,08	▼	5,8	9,8	●	2
● -6,51	▼	● -2,17	▲	1,2	7,2	●	5
● -4,01	▼	● -2,88	▼	3,3	6,3	●	7
● -4,20	▼	● -0,10	▼	2,3	7,8	●	2
● -6,26	▲	● -17,94	▼	1,8	4,8	●	7
● -11,99	▼	● -23,14	▲	0,8	5	●	7
● -5,81	▼	● -3,66	▲	2,8	4,8	●	7
● -7,23	▼	● 3,33	▼	3,5	10	●	0
● -7,11	▼	● -7,79	▼	1,1	5,6	●	3
● -10,56	▼	● -8,45	▼	0,6	6,1	●	3
● -2,63	▼	● -17,35	▼	1,3	6,3	●	7

Países	PIB 2019 (mill.\$)		Deuda pública 2020 (% del PIB)	Tendencia	Crecimiento PIB 2020 (%)	Tendencia	% Inflación 2020 (final periodo)	Tendencia
México	1.241.450	●	65,9	▼	● -10,5	▼	● 2,4	▲
Micronesia	383		-	-	● -0,4	▼	● 2,0	▼
Moldavia	12.037	●	32,6	▼	● -3,0	▼	● 0,5	▲
Mongolia	13.696		-	-	● -1,0	▼	● 6,0	▼
Montenegro	5.443		-	-	● -9,0	▼	● 0,4	▲
Mozambique	15.372	●	125,4	▼	● 2,2	▼	● 6,0	▼
Myanmar	65.665	●	38,9	▼	● 1,8	▼	● 5,4	▲
Namibia	13.961	●	66,6	▼	● -2,5	▼	● 2,4	▲
Nauru	114		-	-	● -1,7	▼	● 1,3	▲
Nepal	28.922	●	36,3	▼	● 2,5	▼	● 7,5	▼
Nicaragua	12.612	●	46,5	▼	● -6,0	▼	● 10,2	▼
Níger	9.724	●	47,1	▼	● 1,0	▼	● 2,3	▼
Nigeria	444.916	●	36,5	▼	● -5,4	▼	● 13,9	▼
Noruega	427.041	●	40,0	▲	● -6,3	▼	● 2,4	▼
Nueva Zelanda	210.475	●	39,9	▼	● -7,2	▼	● 1,0	▲
Omán	79.458	●	78,3	▼	● -2,8	▼	● 1,0	▼
Países Bajos	914.003	●	58,3	▼	● -7,5	▼	● 0,8	▲
Pakistán	278.019	●	85,4	▼	● -1,5	▼	● 9,8	▼
Palau	310		-	-	● -11,9	▼	● 0,5	▲
Panamá	70.155		-	-	● -2,1	▼	● -1	▲
Papúa Nueva Guinea	21.453	●	43,2	▼	● -1,0	▼	● 5,2	▼
Paraguay	42.352		-	-	● -1,0	▼	● 3,0	▼
Perú	232.080	●	36,5	▼	● -4,5	▼	● 1,6	▲
Polonia	593.295	●	53,9	▼	● -4,6	▼	● 2,1	▲
Portugal	239.473	●	135,0	▼	● -8,0	▼	● -0,2	▲
Puerto Rico	103.506		-	-	● -6,0	▼	● -1,5	▲
Reino Unido	2.829.163	●	101,6	▼	● -10,2	▼	● 1,0	▲
Ruanda	10.211	●	55,1	▼	● 3,5	▼	● 5,0	▲
Rumanía	244.158		-	-	● -5,0	▼	● 1,4	▲
Rusia	1.610.381	●	18,5	▼	● -6,6	▼	● 3,8	▼
Samoa	902		-	-	● -3,7	▼	● 1,7	▼
San Cristóbal y Nieves	1.058		-	-	● -8,1	▼	● 1,4	▼
San Marino	1.620		-	-	● -12,2	▼	● 0,3	▲
San Vicente y Granadinas	864		-	-	● -4,5	▼	● 1,5	▼
Santa Lucía	1.971		-	-	● -8,5	▼	● 0,7	▲
Santo Tomé y Príncipe	477		-	-	● -6,0	▼	● 8,0	▼
Senegal	25.320	●	67,4	▼	● 3,0	▼	● 1,9	▼
Serbia	52.424		-	-	● -3,0	▼	● 1,6	▲
Seychelles	1.654		-	-	● -10,8	▼	● 4,8	▼
Sierra Leona	3.998	●	72,9	▼	● -2,3	▼	● 17,0	▼
Singapur	372.807	●	113,0	▼	● -3,5	▼	● -0,4	▲

### Indicadores de coyuntura

Saldo fiscal 2020 (% del PIB)	Tendencia	Saldo cuenta corriente 2020 (% PIB)	Tendencia	Puntuación 2020	Puntuación 2019	Tendencia	Grupo de riesgo país
● -6,00	▼	● -0,28	▼	2,6	5,1	●	3
● 5,68	▼	● 3,37	▼	5,6	7,6	●	3
● -5,50	▼	● -8,28	▲	0,3	4,3	●	7
● -5,25	▼	● -10,20	▲	0,3	4,5	●	7
● -10,85	▼	● -17,95	▼	0,3	2,8	●	7
● -7,74	▼	● -68,79	▼	2,3	4,3	●	7
● -4,69	▼	● -4,75	▼	2,5	4,5	●	6
● -6,95	▼	● -0,44	▲	2	2,7	●	6
● 5,28	▼	● 5,20	▲	5,6	3,6	●	3
● -5,98	▼	● -6,45	▲	2,5	4,5	●	6
● -4,39	▼	● 1,25	▼	1,8	1,3	●	7
● -4,20	▼	● -13,54	▼	2,8	4,8	●	7
● -7,30	▼	● -3,32	▲	0	3	●	6
● 0,78	▼	● -1,31	▼	5	8	●	0
● -5,18	▼	● -4,52	▼	2	6	●	0
● -16,90	▼	● -14,19	▼	1,2	3,4	●	5
● -6,16	▼	● 9,01	▼	3,5	8	●	0
● -9,20	▼	● -1,71	▲	0,8	1,8	●	7
● -4,98	▼	● -30,67	▼	0,5	5	●	6
● -6,25	▼	● -6,80	▼	0,4	6,6	●	4
● -4,96	▼	● 19,80	▼	2,5	7,5	●	6
● -5,12	▼	● -2,19	▼	1,7	6,7	●	5
● -7,09	▼	● -0,87	▲	2,6	7,6	●	3
● -6,73	▼	● 0,16	▼	4	8	●	0
● -7,09	▼	● 0,28	▲	3	5,5	●	0
● -3,67	▼	● 0,00	▼	1	1,5	●	1-2
● -12,70	▼	● -4,38	▼	2	5	●	0
● -8,07	▼	● -16,22	▼	4,5	4,5	●	6
● -8,87	▼	● -5,50	▼	1,6	5,1	●	3
● -5,50	▼	● 0,70	▼	2,9	6,9	●	4
● -9,06	▼	● -6,43	▼	1,2	6,7	●	5
● -6,81	▼	● -10,73	▼	2	8	●	-
● -7,31	▼	● -4,45	▼	1,5	7	●	-
● -7,73	▼	● -20,06	▼	1,2	4,2	●	5
● -8,18	▼	● -10,33	▼	0,5	6	●	6
● -4,48	▼	● -10,65	▲	0,3	5,3	●	7
● -5,64	▼	● -11,26	▼	3,2	6,2	●	5
● -7,03	▼	● -6,14	▲	1,4	6,2	●	4
● -14,09	▼	● -27,79	▼	0,5	6,5	●	6
● -5,58	▼	● -14,28	▼	0	3,8	●	7
● -3,48	▼	● 14,82	▼	3	8	●	0

Países	PIB 2019 (mill.\$)	Deuda pública 2020 (% del PIB)	Tendencia	Crecimiento PIB 2020 (%)	Tendencia	% Inflación 2020 (final periodo)	Tendencia
Siria	-	-	-	-	-	-	-
Sri Lanka	84.164	● 92,3	▼	● -0,5	▼	● 4,5	▲
Sudáfrica	371.298	● 79,9	▼	● -8,0	▼	● 0,0	▲
Sudán	31.468	● 295,2	▼	● -7,2	▼	● 96,1	▼
Sudán del Sur	3.151	● 35,3	▲	● 4,9	▼	● 39,7	▼
Suecia	547.123	● 42,4	▼	● -6,8	▼	● 0,4	▲
Suiza	707.570	● 46,4	▼	● -6,0	▼	● -0,0	▲
Surinám	3.683	-	-	● -4,9	▼	● 49,4	▼
Tailandia	516.662	● 48,1	▼	● -6,7	▼	● -1,1	▲
Taiwán	601.431	-	-	● -4,0	▼	● 0,5	▲
Tanzania	61.032	● 40,0	▼	● 2,0	▼	● 4,1	▼
Tayikistán	7.698	● 51,8	▼	● 1,0	▼	● 7,4	▲
Timor Oriental	3.145	-	-	● -3,0	▼	● 1,5	▼
Togo	5.592	● 69,1	▲	● 1,0	▼	● 4,8	▼
Tonga	493	-	-	● -1,2	▼	● 0,9	▲
Trinidad y Tobago	22.438	-	-	● -4,5	▼	● -1,0	▲
Túnez	36.204	-	-	● -4,3	▼	● 6,0	▲
Turkmenistán	50.346	-	-	● 1,8	▼	● 8,0	▼
Turquía	706.237	● 40,4	▼	● -5,0	▼	● 12,0	▼
Tuvalu	49	-	-	● -1,0	▼	● 1,9	▲
Ucrania	134.887	● 66,5	▼	● -7,7	▼	● 7,7	▼
Uganda	30.368	● 46,3	▼	● 3,5	▼	● 3,9	▼
Unión Europea	18.705.132	-	-	● -7,1	▼	● 0,3	▲
Uruguay	60.231	● 71,7	▼	● -3,0	▼	● 8,0	▲
Uzbekistán	49.199	● 36,9	▼	● 1,8	▼	● 11,2	▲
Vanuatu	942	-	-	● -3,3	▼	● 1,6	▲
Venezuela	76.458	-	-	● -15,0	▲	● 15.000	▼
Vietnam	260.301	● 45,7	▼	● 2,7	▼	● 2,0	▲
Yemen	29.079	● 68,8	▼	● -3,0	▼	● 46,0	▼
Yibuti	2.392	-	-	● 1,0	▼	● 3,5	▼
Zambia	24.615	● 109,9	▼	● -3,5	▼	● 12,7	▼
Zimbabue	22.290	● 3,2	▲	● -7,4	▲	● 154,3	▲

#### Nota metodológica sobre el cuadro de datos macroeconómicos - Perspectivas

Las cifras económicas que se incluyen en los cuadros de las páginas siguientes son las correspondientes a las estimaciones para el año 2020, y provienen del *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional. Con carácter general corresponden a la actualización de abril de 2020, salvo un número reducido de

países para los que el FMI ha actualizado la información en junio de 2020. Las valoraciones que se ofrecen a través de los "semáforos" se refieren únicamente al dato concreto de dicho año y, por tanto, se trata de una apreciación de carácter muy coyuntural, que no entra a evaluar ni factores estructurales ni las características propias de la economía de cada país, ni por supuesto factores políticos.

Las columnas "Tendencia" se refieren a la evolución esperada para el indicador al que acompañan, a partir de la comparación del dato de 2019 con la previsión para 2020 que realiza el FMI. Se considerará que la tendencia mejora, respectivamente, si baja la deuda; si sube el crecimiento; si baja la inflación; si se reduce el déficit o aumenta el superávit fiscal; y si se reduce el déficit o aumenta el superávit por cuenta corriente. En caso

Indicadores de coyuntura							
Saldo fiscal 2020 (% del PIB)	Tendencia	Saldo cuenta corriente 2020 (% PIB)	Tendencia	Puntuación 2020	Puntuación 2019	Tendencia	Grupo de riesgo país
-	-	-	-		0		7
● -9,45	▼	● -3,63	▼	0,5	5,5	●	6
● -14,80	▼	● 0,16	▲	2,9	2,9	●	4
● -16,91	▼	● -15,19	▼	0	0	●	7
● -2,71	▼	● -2,43	▲	5,3	5,3	●	7
● -5,33	▼	● 2,21	▼	3,5	8	●	0
● -5,06	▼	● 7,22	▼	3	7,5	●	0
● -6,90	▲	● -12,01	▼	0	2,5	●	6
● -3,45	▼	● 5,17	▼	2,6	8,6	●	3
● -1,26	▲	● 8,24	▼	4,5	7	●	1
● -3,76	▼	● -3,80	▼	2,5	5,5	●	6
● -6,43	▼	● -7,70	▼	2,3	4,3	●	7
● -27,54	▲	● -28,11	▼	1	7	●	6
● -4,09	▼	● -5,36	▼	2,5	6	●	6
● -2,36	▼	● -14,75	▼	1,5	5,5	●	6
● -10,87	▼	● -3,26	▼	0,6	5,6	●	3
● -4,30	▼	● -7,50	▲	0,5	2,7	●	6
● -2,26	▼	● -1,44	▼	4,3	7	●	7
● -8,40	▼	● 0,39	▼	2,2	2,2	●	5
● -25,46	▼	● -11,23	▼	1,6	6,1	●	3
● -8,21	▼	● -2,02	▼	1,5	4,3	●	6
● -6,81	▼	● -9,68	▼	4,5	4,5	●	6
● -7,21	▼	● 2,72	▼	3,5	7	●	-
● -4,70	▼	● -2,49	▼	2,1	5,1	●	3
● -3,31	▼	● -9,43	▼	2,2	6,2	●	5
● -13,67	▼	● -10,93	▼	0,8	4,8	●	7
n/a		● 2,41	▼	1,3	1,3	●	7
● -5,15	▼	● 0,73	▼	5,4	6,9	●	4
● -7,97	▼	● -2,81	▲	0,3	3,8	●	7
● -2,72	▼	● -0,80	▼	4,3	5,8	●	7
● -5,71	▲	● -2,00	▼	0,8	4,8	●	7
● -4,93	▼	● -1,91	▼	0,3	1,3	●	7

contrario, se considera que la tendencia empeora.

En la columna de "Puntuación" se valora de 0 (peor) a 10 (mejor) la situación coyuntural del país. La puntuación se obtiene a partir de la ponderación de las cifras estimadas para 2020 de crecimiento, inflación, déficit público y déficit por cuenta corriente. Las puntuaciones para este año son negativas con carácter general como consecuencia

del efecto del Covid-19. Se ofrecen a título comparativo las puntuaciones obtenidas en 2019.

La columna "Tendencia" situada junto a la puntuación muestra la evolución esperada, o las perspectivas de la coyuntura en función de la tendencia de cada uno de los indicadores que se incluyen en el cuadro. Así pues, un círculo verde significa que las tendencias de los indicadores son positivas;

uno amarillo muestra que los indicadores registran tendencias mixtas; y uno rojo implica que se espera una tendencia negativa en el conjunto de los indicadores.

Por último, la columna "Grupo de riesgo" ofrece la clasificación de Riesgo País de la OCDE vigente a 1 de julio de 2020. Dicha clasificación va de 1 (menor riesgo) a 7 (mayor riesgo). Los guiones indican que el país no está sujeto a esta clasificación.

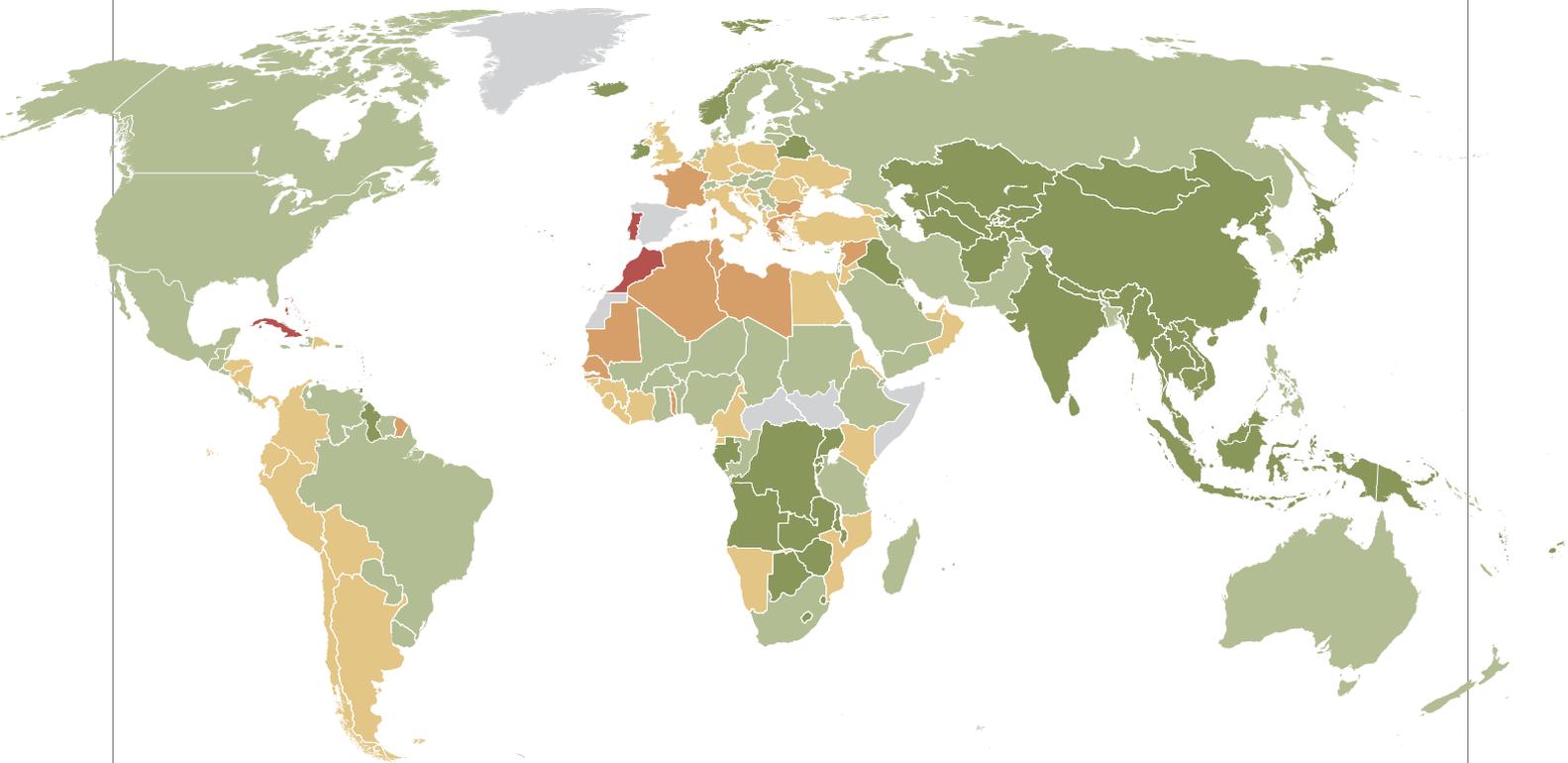


# 06

## MAPAS



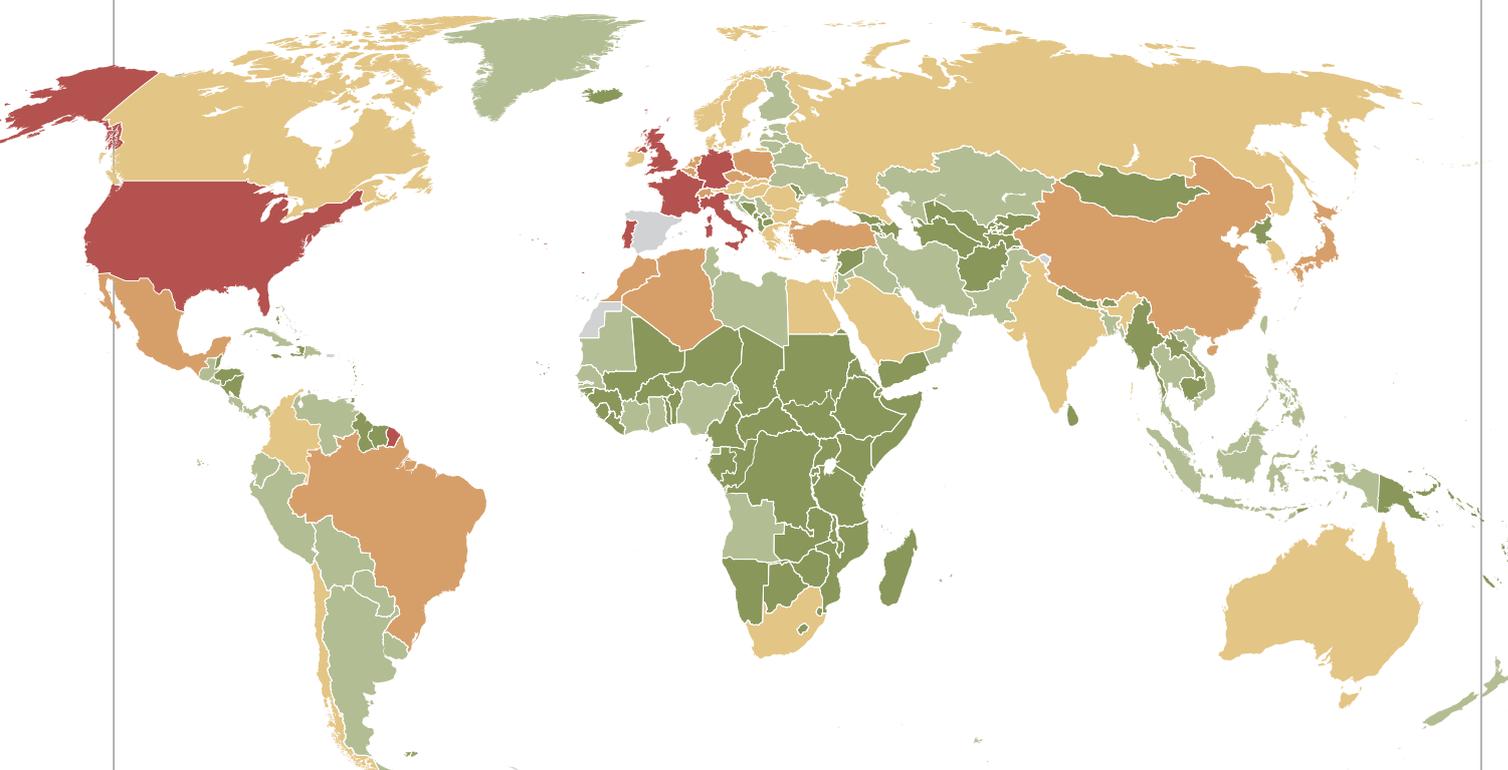
# PRESENCIA ESPAÑOLA RESPECTO A SU POTENCIAL



- Muy elevada
- Elevada
- Media
- Reducida
- Muy reducida

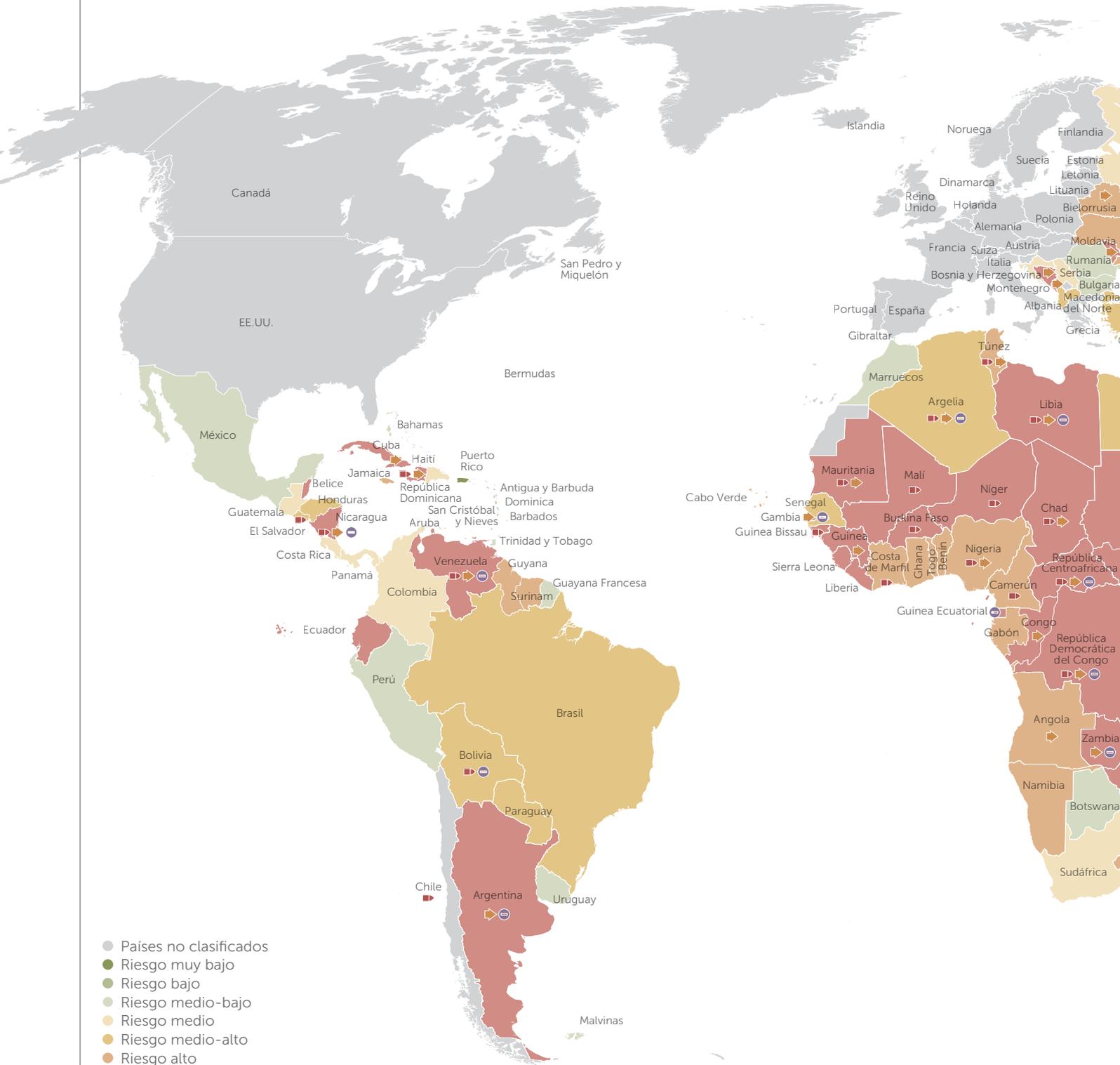
*Diferencia entre la capacidad teórica de compra de bienes españoles y las cifras reales de exportación de bienes españoles*

# CIFRA DE EXPORTACIONES DE BIENES ESPAÑOLES. 2019

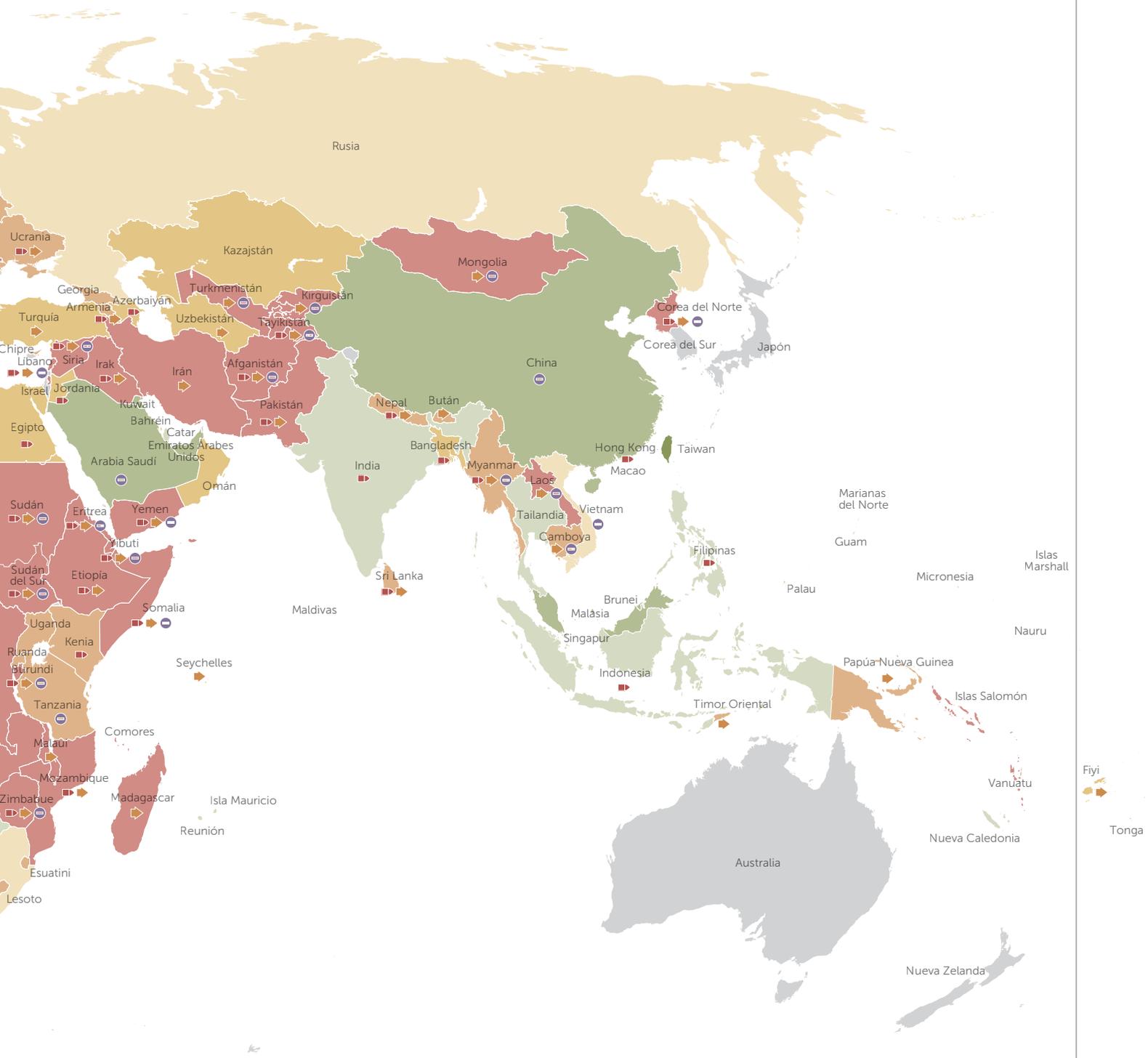


- >10.000 mill.€
- 2.500 - 10.000 mill.€
- 1.000 - 2.500 mill.€
- 100 - 1.000 mill.€
- < 100 mill.€

# MAPA DE RIESGO PAÍS



- Países no clasificados
  - Riesgo muy bajo
  - Riesgo bajo
  - Riesgo medio-bajo
  - Riesgo medio
  - Riesgo medio-alto
  - Riesgo alto
  - Riesgo muy alto
- 
- ▲ Riesgo de transferencia y convertibilidad
  - Riesgo de confiscación, exportación y nacionalización
  - Riesgo de guerra y violencia política



Para más información visite nuestra web

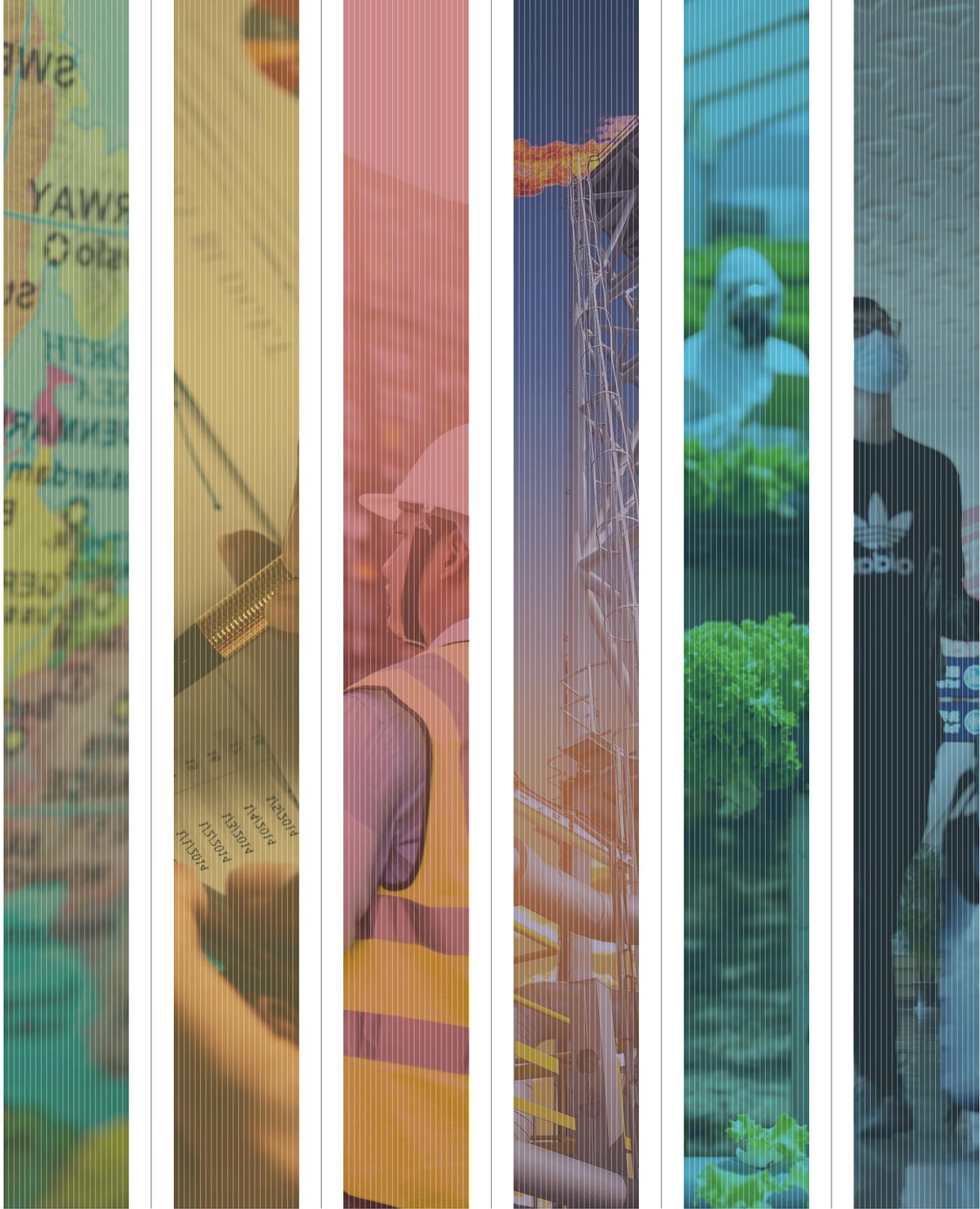
**cesce.com**

o, si lo prefiere, póngase en contacto con nuestra

**Línea CESCE 902 11 10 10**

(Int. Calls + 34 91 423 48 05)





EDITA: CESCE  
Velázquez, 74, Madrid  
cesce.com