

Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Julio-2022



Dr. VICENTE J. PALLARDÓ LÓPEZ
Director de la Cátedra Valenciaport de
Economía Portuaria

INTRODUCCIÓN

El comienzo de nuestros *Informes Trimestrales* sobre la situación económica internacional tiene lugar en un momento particularmente complejo. La herencia de los desequilibrios introducidos en el sistema económico mundial por la pandemia derivada de la COVID-19, una situación geopolítica extremadamente adversa y la respuesta ultra expansiva (probablemente, en exceso) de las políticas macroeconómicas a las últimas dos recesiones sitúan la economía internacional, y en especial a Occidente, ante una serie de graves dificultades. Tasas de inflación sin precedentes en casi medio siglo, disrupciones continuadas en las cadenas de valor globales, la necesidad de revertir (pero no demasiado, en intensidad y temporalidad, para evitar una recesión significativa) las políticas monetarias y fiscales recientes, y el dilema de si la globalización debe replantearse (y cómo hacerlo), no solo por motivos de eficiencia (no de costes, sino de mayor garantía en el suministro, al menos de ciertos bienes – y materias primas – estratégicos) sino también por razones geopolíticas.

Estos temas, entre otros muchos, serán abordados en nuestras páginas, en un intento de ofrecer al lector datos, ideas y perspectivas que coadyuven a una mayor comprensión de esa realidad económica actual. Para ello, articularemos nuestros *Informes Trimestrales* en una serie de epígrafes, que vamos a presentar con un mínimo detalle en este primer ejercicio. Después de la *Introducción*, cada Informe continuará con el *Foco de Atención*, un gráfico cuyo análisis recogerá alguno de los elementos más candentes del período que se esté analizando.

Continuaremos con una sección que recogerá las variaciones recientes (en general, del último año y del último trimestre) en los *Precios Internacionales de Referencia*, es decir, aquellos precios que marcan, en buena medida, la pauta de comportamiento de la economía mundial. Así, se mostrarán los tipos de interés de referencia establecidos por los veinte principales Bancos Centrales, tanto de espacios económicos desarrollados como de emergentes y en desarrollo. Proseguiremos con los precios de los grandes grupos de materias primas, destacando en cada *Informe* algún producto para el que la evolución reciente de su precio sea de especial interés. Finalmente, revisaremos el comportamiento de las principales divisas internacionales, incluyendo las que están integradas en la cesta de los Derechos Especiales de Giro del Fondo Monetario Internacional (dólar estadounidense, euro, yen, yuan y libra esterlina), junto al dólar australiano y el franco suizo, monedas de trayectoria frecuentemente muy dispar según el momento económico global.

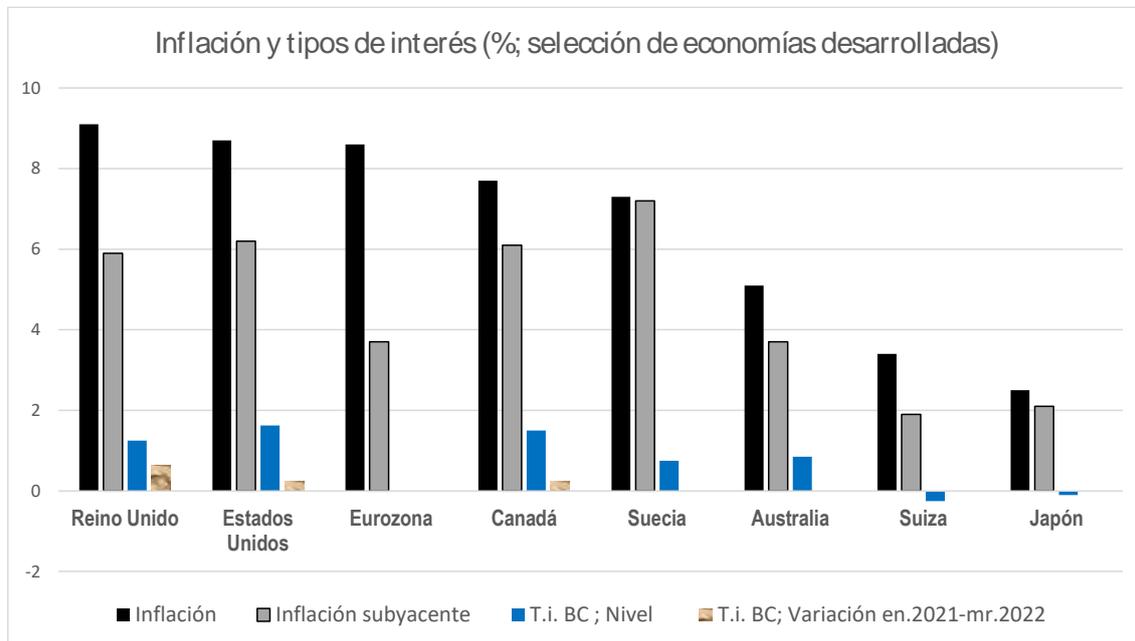
El núcleo principal de nuestros *Informes* vendrá dado por *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, sección en la que abordaremos diferentes aspectos que, atendiendo al propio nombre de la misma, resulten claves para la comprensión de los acontecimientos en el período reciente y en la evolución futura de la economía internacional.

Finalmente, cerraremos con la sección *El mundo en Dos Variables*, para la que, en cada Informe, seleccionaremos dos indicadores macroeconómicos trascendentes, y mostraremos la trayectoria de los mismos desde inicios del siglo XXI en el conjunto de la economía mundial. Para ello, diferenciaremos entre países desarrollados, emergentes

y en vías de desarrollo, resumiendo su evolución a partir de las diez mayores economías, según su población y ponderadas por su Producto Interior Bruto en Paridad de Poder Adquisitivo, en cada uno de los tres bloques. En la propia sección, al ser este el primer *Informe Trimestral*, se expondrá con mayor precisión el enfoque seguido.

Esperamos que este ejercicio de análisis, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, sea de interés para los lectores y se convierta en una referencia para su seguimiento de los acontecimientos económicos internacionales.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: érase una vez...



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Notas: inflación e inflación subyacente corresponden a la última tasa interanual conocida (mayo o junio). Las dos últimas columnas recogen el nivel a final de junio del tipo de interés de referencia de los respectivos Bancos Centrales, así como al cambio en su nivel entre el inicio de 2021 y marzo de 2022.

Hace ya más de un cuarto de siglo, como estudiante de Economía, y después durante muchos cursos como profesor e investigador, el autor ha compartido la idea ampliamente aceptada según la cual una de las claves para el ejercicio de una acertada política monetaria es que la misma tenga un carácter *forward looking*. Es decir, que los decisores en ese ámbito debían anticipar los problemas para poder combatirlos. La razón esencial es que las medidas monetarias requieren un largo período de tiempo (habitualmente, los análisis empíricos concluyen que entre tres y cinco trimestres) para ser plenamente efectivas. Para conseguirlo, los Bancos Centrales siguen una serie de variables intermedias, reales y financieras, que mantienen una cierta relación con su objetivo último (por lo general, la estabilidad de precios, a la que, en ocasiones, se suman otros, desde el pleno empleo a un objetivo cambiario) y sobre las que, a su vez, puedan influir con sus decisiones monetarias. Detectando potenciales problemas futuros en su objetivo último a través del comportamiento presente de las variables intermedias y actuando, en caso de necesidad, para alterar ese comportamiento, los Bancos Centrales (en lo que frecuentemente se define como "mitad arte, mitad ciencia") podrían contener esas dificultades futuras.

Por el contrario, si las autoridades monetarias esperan a que el problema sea claramente perceptible, no solo van a llegar tarde a su resolución ("estar por detrás de la curva", en el argot), dado ese retardo entre acción y efectividad plena de la misma (y esto es cierto, incluso si los efectos de un cambio de tenor en la política monetaria se empiezan a percibir desde el anuncio del mismo, antes de su implementación). El grave hándicap

adicional con ese retraso es que, cuando la nueva política se desarrolla, la economía afronte precisamente el problema contrario al que motivó ese cambio de actuación.

Vayamos ahora a nuestro gráfico y la situación actual. En una selección de las principales economías desarrolladas, la primera columna refleja las disparatadas tasa de inflación (bienes y servicios) que están experimentando. Igual o más preocupante es la información aportada por la segunda columna, relativa a la inflación subyacente (excluidas las partidas energéticas y de alimentos no elaborados, las más volátiles), que revela, en casi todos los casos, un perfil generalizado de excesivo crecimiento de precios¹. La tercera columna refleja cómo los actuales tipos de interés en todas esas economías acomodan (por no escribir que impulsan) la aceleración continua de los precios. Pero es la última columna la que revela que la idea de política *forward looking* ha desaparecido de la estrategia de política monetaria actual en Occidente. De hecho, el lector podría pensar que falta algún dato en el gráfico dado que hay columnas ancladas al cero, pero es que el endurecimiento monetario en los cinco trimestres previos² al último ha sido nulo o casi. Y ello pese a que la inflación interanual lleva situada por encima del objetivo de los Bancos Centrales todo un año en Europa y casi año y medio en Norteamérica o Australia.

Cierto, esa actitud condescendiente para con la inflación ha cambiado muy energicamente desde junio... y corre el riesgo cierto de no llegar a resolver un problema, la inflación, y empujar hacia otro, la recesión. ¿La vuelta de la estanflación de los años setenta del pasado siglo? ¿Los Bancos Centrales como fuentes de inestabilidad? Volveremos a ello en las siguientes secciones de este Informe.

Pero, de momento, procede reflexionar sobre cómo es posible que los Bancos Centrales occidentales hayan comulgado con una evolución como la mostrada por la inflación. Resumiendo su argumento clave, esas desmedidas tensiones de precios han procedido de shocks de oferta, COVID-19 e invasión rusa de Ucrania, con las conocidas repercusiones sobre los flujos de comercio, las cadenas de suministro y el coste de la energía. Y, claro, los Bancos Centrales no tienen instrumentos para combatir este tipo de perturbación, que, además, con un empeño sorprendente, calificaron durante meses de "transitoria".

Uno siente simpatía por los gestores de política económica que han debido afrontar estas situaciones excepcionales, pero encuentra su inhibición poco pertinente. Primero, no fueron pocos los expertos que avisaron sobre que las fricciones en las cadenas globales de valor se prolongarían durante años (por ejemplo, habrá un déficit de capacidad de transporte marítimo hasta la puesta en servicio de un número considerable de nuevos buques, algo que no ocurrirá hasta finales del presente año y 2023). Segundo, si los años setenta nos enseñaron algo es que, por mucho que la inflación provenga del lado de la oferta, si se enquistada, generaliza y traslada a las expectativas de los agentes, recuperar la estabilidad de precios puede requerir elevar los tipos de interés hasta

¹ Incluso para Suiza y Japón, las tasas de inflación, mucho más moderadas, son inusualmente elevadas. Mientras al Banco Central japonés esto parece preocuparle mucho menos que a la sociedad nipona, el Banco Central de Suiza ya ha elevado los tipos de interés... aunque el de referencia sigue por debajo de cero.

² Recuerden: entre la toma de decisión monetaria y la plena efectividad de la misma transcurren entre tres y cinco trimestres.

niveles hoy en día inimaginables. Tercero, es poco creíble que los Bancos Centrales, especialmente pero no solo la Reserva Federal estadounidense, ignoren que los más de veinte billones de dólares de expansión fiscal y monetaria introducidos en Occidente en respuesta a la pandemia, han generado una presión sobre los precios también por el lado de una demanda que no solo se incrementó drásticamente con la recuperación, sino que se orientó de forma irregular (más a bienes, menos a servicios) a raíz de los cambios en la movilidad y en las posibilidades de gasto de los ciudadanos por la propia lucha contra la COVID-19.

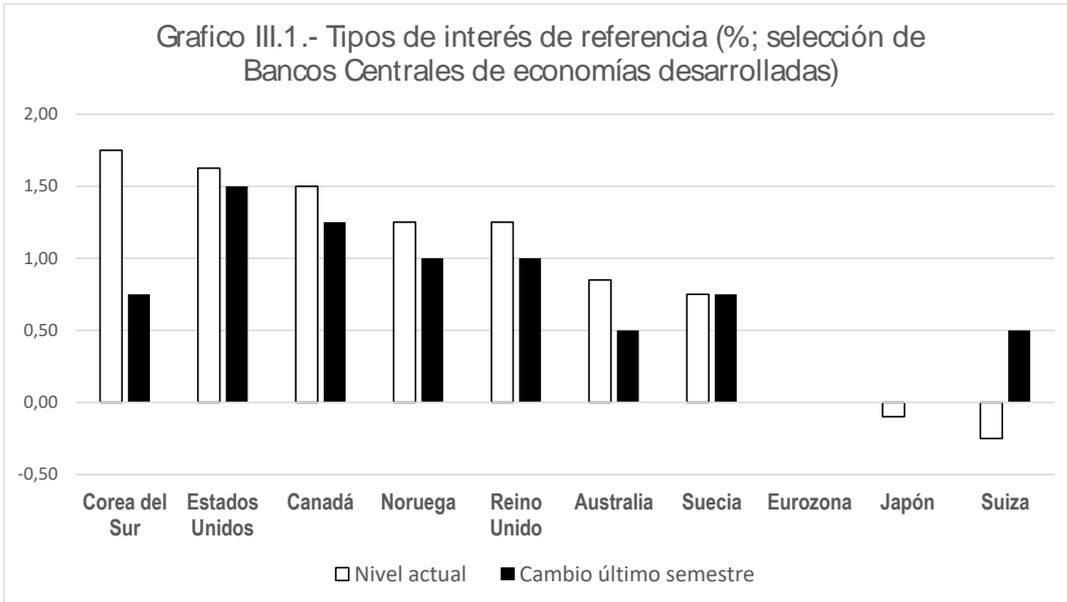
En realidad, un parte de la profesión, entre la que se inscribe el autor, cree más bien que las autoridades monetarias se han encontrado muy cómodas – demasiado – con el ejercicio, que en Estados Unidos se remonta más de dos décadas atrás³, de una política crecientemente asimétrica, con expansiones monetarias drásticas y rápidas ante amenazas deflacionistas, pero lentas y tibias contracciones monetarias (si alguna), en períodos con tensiones inflacionistas. Claro, que éstas se hayan concentrado en el ámbito de los activos, reales y financieros, facilita que los Bancos Centrales hayan podido alegar que, en términos de su objetivo, la estabilidad de los precios de bienes y servicios, no ha habido tales tensiones desde hace mucho. De hecho, factores externos (la globalización y sus productores con menores costes, nuevas tecnologías, mejoras en la logística y el transporte, pérdida de poder de negociación del factor trabajo...) han asegurado dicha estabilidad. Mientras tanto, los muy bajos tipos de interés y la expansión no convencional han abaratado el creciente endeudamiento, privado y sobre todo público, en los últimos años.

Desafortunada pero no imprevisiblemente, el deterioro de la situación económica y política mundial ha terminado con la comodidad mencionada para los Bancos Centrales occidentales. Ahora deben gestionar un escenario en el que la recesión acecha, antes o después, ante cualquier error. Y en el que será el conjunto de agentes económicos el que, con su comportamiento, puede permitir avanzar por el difícil camino que llevaría a eludir esa crisis. Más sobre ello en breve.

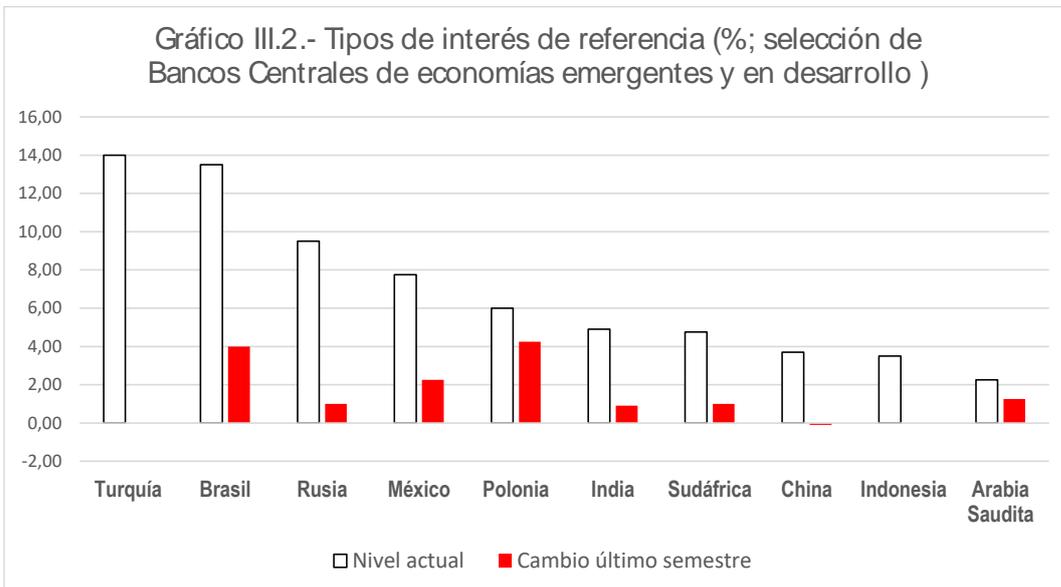
³ Véase, por ejemplo, Leonard, C. (2022); [The Lords of Easy Money: How the Federal Reserve broke the American Economy](#); publicado por Simon & Shuster.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Conduciendo hasta el presente el relato desarrollado en *Foco de Atención*, debe destacarse el inicio del ciclo de subidas de tipos en los países desarrollados, en particular en los últimos tres meses, liderados por los tres movimientos al alza de la Reserva Federal de Estados Unidos, incluyendo uno muy infrecuente (75 puntos básicos, el primer incremento de tal magnitud en 28 años). Aunque el Banco Central Europeo no movió los tipos en el primer semestre de 2022, lo hará en su inmediata reunión del 21 de julio,

dejando a Japón como la excepción a ese endurecimiento monetario⁴. Nótese en todo caso que los tipos de referencia están por debajo del 2% en todos los países seleccionados.

En el mundo emergente y en desarrollo, los tipos son, casi siempre, más coherentes con la debida atención al comportamiento de la inflación. Salvo excepciones (Brasil, Polonia) el trabajo se había realizado con anterioridad, no solo para frenar el crecimiento de precios, que en estas economías (con mucha menor intensidad de las ayudas públicas frente a la pandemia) tiene su origen en mayor medida en los shocks de oferta, sino para evitar una salida de capitales hacia Occidente, que llegó a alcanzar tintes preocupantes en 2020, pero se revirtió con posterioridad. No obstante, de nuevo en la primera mitad de 2022 el abandono del mundo emergentes (en especial, los bonos) de los capitales internacionales ha alcanzado niveles potencialmente desestabilizadores.

Necesariamente, se precisa un apunte, breve, sobre la actitud de dos de estos Bancos Centrales de países emergentes. Primero, Elvira Nabiúllina, gobernadora de la autoridad monetaria rusa, elevó los tipos hasta el 20% en su defensa del rublo a raíz de la invasión de Ucrania. Cuando la serie de medidas del propio Banco Central y del gobierno ruso permitieron estabilizar la divisa, se produjo el descenso hasta el 11%, todavía por encima del nivel previo a la acción bélica. Segundo, en Turquía, el Presidente Erdogan ha convertido al Banco Central del país en una marioneta al servicio de su rocambolesca "teoría económica" (por denominarla de alguna forma) alternativa según la cual son los tipos de interés elevados lo que aceleran los precios. No puede sorprender que, ante la pasividad de la autoridad monetaria, la inflación interanual haya alcanzado el 180%!, devastando el poder adquisitivo de los ciudadanos.

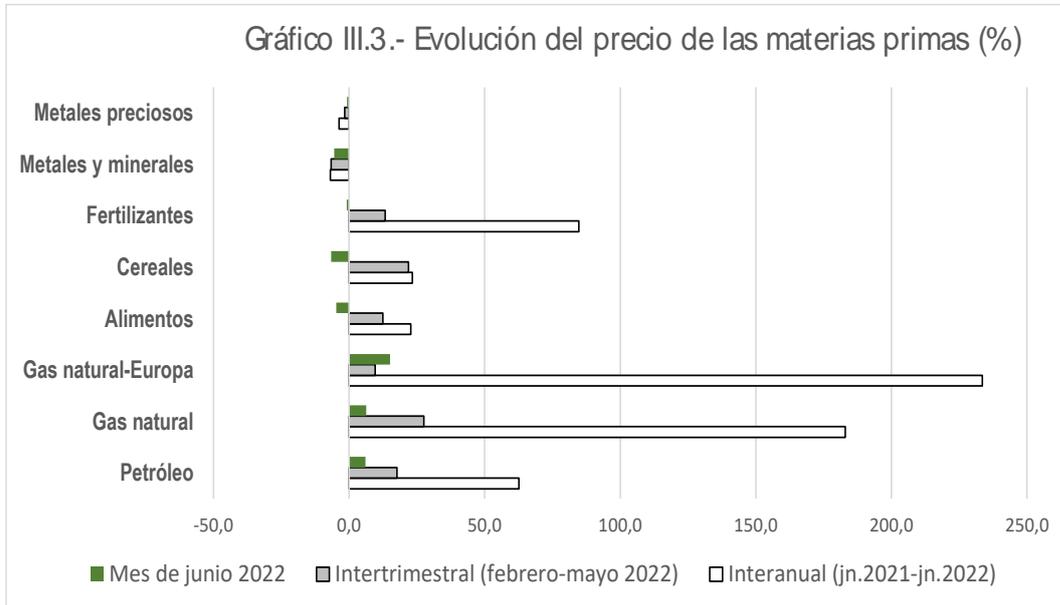
B.- Precios de las materias primas

La reciente evolución del precio de las materias primas denota un considerable cambio en las semanas previas a la elaboración de este *Informe*. Como revela el Gráfico III.3, en perspectiva interanual todavía se perciben los incrementos de precios, en particular en energía (con mención especial a gas natural en Europa) o fertilizantes, que han obstaculizado la recuperación de la pandemia, mermado el poder adquisitivo del ciudadano medio e impulsado la inflación. A un plazo más corto, el trimestre posterior a la invasión rusa de Ucrania, las mayores tensiones se trasladan a los alimentos, en particular a los cereales, cuyo precio se incrementa un 22% en apenas esos tres meses. Pero la amenaza de una severa desaceleración de la economía mundial empieza a percibirse, y lo hace en particular (Gráfico III.4) en la categoría de materias primas que más se resiente en una crisis severa, la de metales y minerales. Descensos de precios de entre el 10% y el 30% apuntan a unas expectativas plagadas de preocupación.

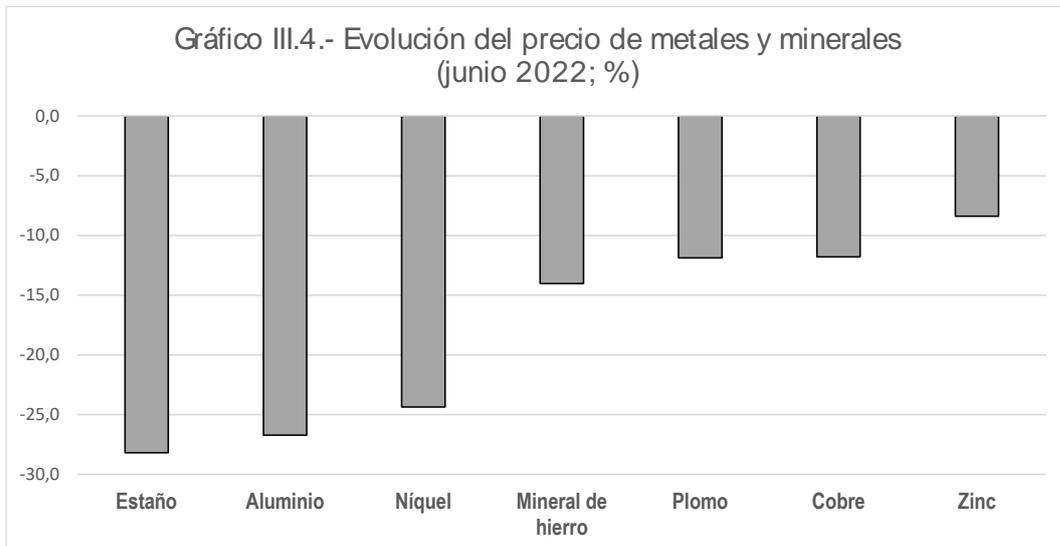
Resulta importante subrayar, en todo caso, que los datos ofrecidos por el Banco Mundial corresponden a la evolución de esos bienes primarios en los mercados internacionales. Pero, en un contexto con irregularidades todavía apreciables en las cadenas de

⁴ De hecho, su Gobernador, Haruhiko Kuroda, ha estado glosando las ventajas de un yen débil e indicando, no está claro bajo qué fundamentos, que el pueblo nipón había reducido su preocupación por las subidas de precios. Su disculpa posterior por este último comentario era inevitable, pero ello no parece que vaya a conducir a cambios en los tipos de interés del propio BC o en su política de mantener anclados los tipos de interés de la deuda pública a diez años en el entorno del cero.

suministro globales, descensos incluso notables en los precios medios no excluyen que ciertos sectores empresariales en determinados países no solo se encuentren ante una evolución distinta, sino que incluso no puedan acceder a esas materias primas de manera regular.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

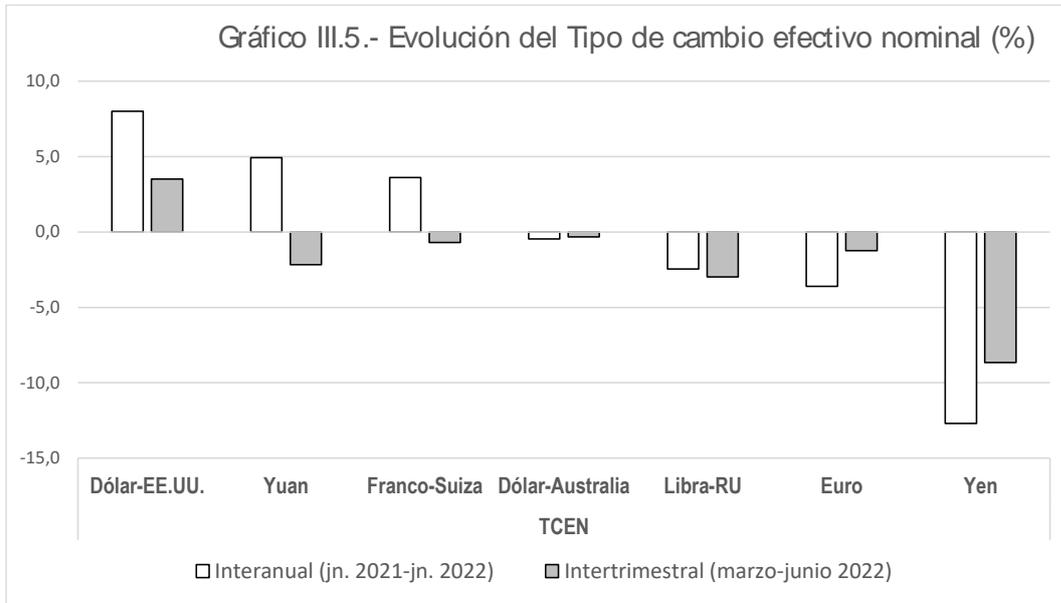


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

C.- Principales divisas

La considerable diferencia en la intensidad de la reversión monetaria de los distintos Bancos Centrales está teniendo un reflejo muy marcado en la evolución de las grandes monedas internacionales en los últimos meses. Así (Gráfico III.5), el dólar estadounidense muestra una apreciación, acelerada recientemente, a medida que la Reserva Federal no solo incrementa su tipos de interés de referencia y convierte sus adquisiciones de activos en ventas de los mismos, sino que apunta a un endurecimiento

más acelerado en lo que resta de 2022. Justo en el extremo opuesto se sitúa el yen, cuya depreciación parece contar con todas las bendiciones de su Banco Central. Algo similar ocurre con el euro, aunque en menor medida, dado que el BCE nunca ha apoyado (explícitamente al menos) un debilitamiento de la divisa, que, de hecho, agrava los problemas inflacionistas. Nótese también el cambio, inducido por las crecientes dudas sobre la viabilidad de la estrategia china de "COVID-cero", entre la fortaleza del yuan en perspectiva anual frente a su debilidad en el último trimestre.

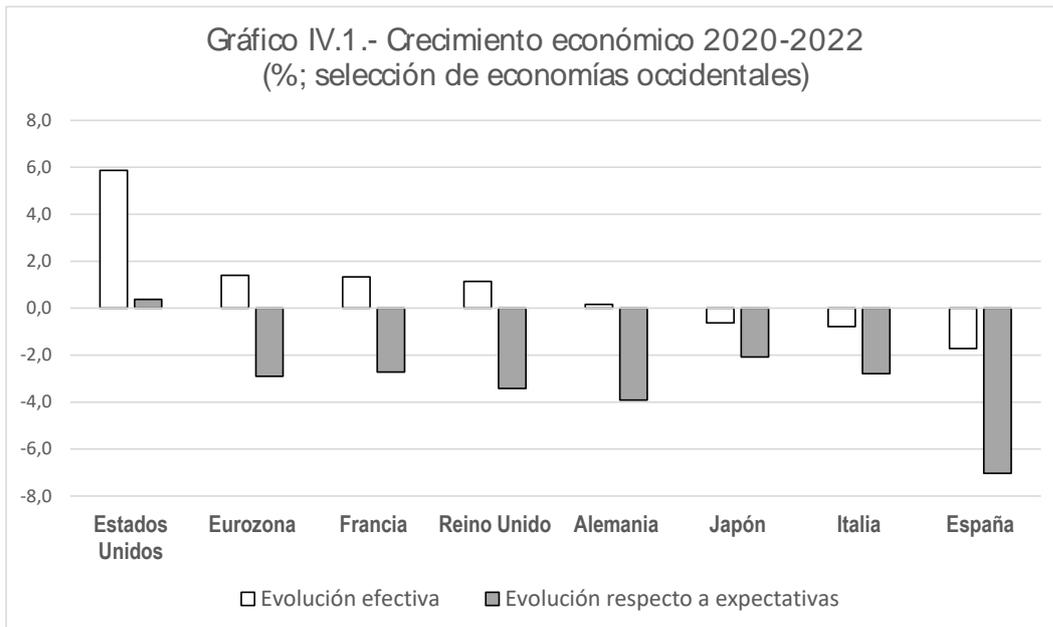


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea.

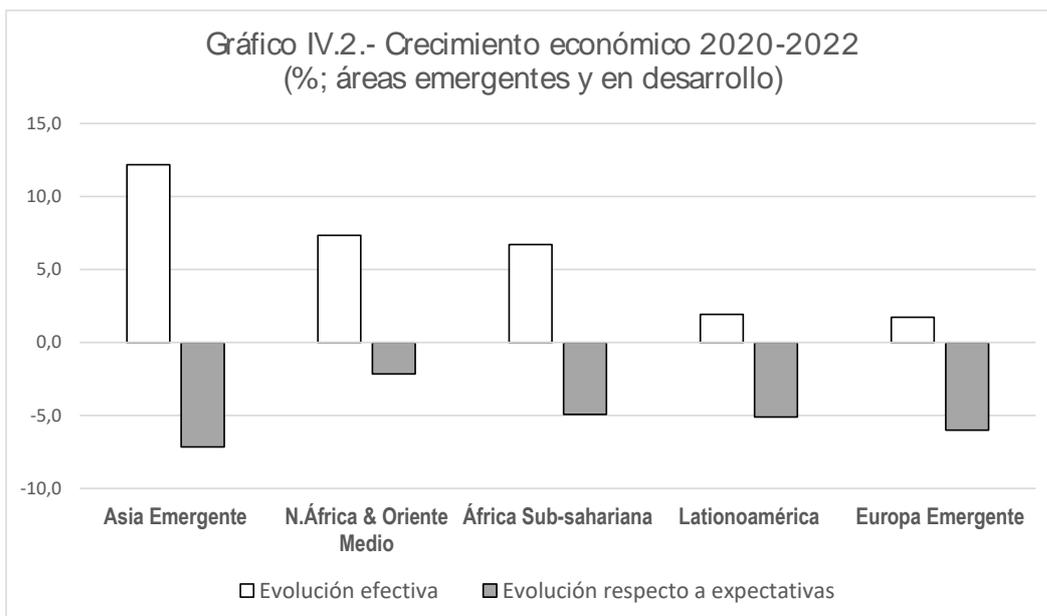
Nota: Movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) de la moneda respecto a las del conjunto de los socios comerciales del país.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Comencemos este recorrido por el segundo trimestre de 2022 introduciendo una cierta perspectiva sobre las consecuencias de la sucesión de shocks (y medidas de respuesta a los mismos) acaecidos en el trienio 2020-2022. Los dos Gráficos incorporados a continuación revelan, para las principales economías occidentales y para las grandes áreas del resto del mundo, el resultado de todos esos procesos⁵.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

⁵ Para ello, se emplean las perspectivas ofrecidas por el Fondo Monetario Internacional en su World Economic Outlook, comparando las más recientes (abril de 2022) con las previas a la pandemia (octubre de 2019).

Como puede observarse, la evolución es bastante dispar. En Occidente, la mayor parte de economías (pero no el sur de Europa o Japón) habrán superado ya a finales del presente año, eso sí, por escaso margen, el nivel de actividad que mostraban antes de la COVID-19. La excepción es Estados Unidos, donde no solo el margen sería de un respetable 6%, sino que la economía habría crecido *más* con la pandemia que sin ella, caso único a nivel global, junto a algunos productores de gas y petróleo. En el caso de Estados Unidos, la explicación viene dada por la enorme magnitud de las inyecciones fiscales y monetarias. España, con una pérdida de 7 puntos de PIB respecto a lo anticipado a finales de 2019, se sitúa entre los países con peores resultados.

Todas las áreas del mundo emergente y en desarrollo, pese a los mayúsculos problemas para generalizar la vacunación contra la COVID-19 a una fracción importante del mismo (además de los shocks negativos compartidos con Occidente), cerrarán 2022 con un nivel de PIB superior al que presentaban en 2019, pero, también de manera generalizada, habrán perdido cinco puntos o más de crecimiento respecto a lo previsto antes de la pandemia. La excepción, fruto del incremento del precio de las materias primas, en especial las energéticas, es Oriente Medio y Norte de África⁶, con una pérdida muy inferior. Mientras Asia emergente sigue liderando el crecimiento global, las pérdidas por la pandemia son también las más elevadas. En el extremo opuesto se encuentran Latinoamérica y Europa emergente, con un crecimiento muy modesto.

Dado que los problemas geopolíticos no remiten y que ya está en marcha un abrupto cambio de ciclo monetario, es más que previsible que las revisiones del crecimiento en 2022 sean a la baja en los próximos meses. Por tanto, los datos aquí reflejados, siendo preocupantes para no pocas economías, son más favorables de lo que, cuando revisemos el crecimiento efectivo más adelante, podremos presentar.

2.- Hemos escrito ya sobre el pasado y el presente de la inflación y la política monetaria en secciones previas de este *Informe*. La cuestión crucial, en todo caso, es, ¿qué cabe esperar en el futuro inmediato? Deben quedar pocas dudas sobre el endurecimiento monetario (convencional – subida de tipos – y no convencional – finalización de la compra volúmenes adicionales de deuda y progresiva reducción de la que permanece en el balance de los Bancos Centrales) del que seremos testigos en Occidente en los próximos meses. No solo es imprescindible – en especial en Estados Unidos – eliminar el componente inflacionista que proviene de la demanda, sino que, mucho más importante, en este caso sobre todo en la Eurozona, es vital evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, que ya se está produciendo, y que, de traducirse en efectos de segunda ronda (por la presión de los diferentes agentes para indiciar sus rentas a tasas de inflación desatadas), complicaría la situación hasta el extremo.

Pero, por otra parte, los Bancos Centrales occidentales deben recordar que su muy tardía respuesta a las tensiones inflacionistas puede conducir a que el impacto de las medidas actuales se concentre en un momento en el que la preocupación se dirige a la

⁶ De hecho, si nos circunscribimos exclusivamente al área de Oriente Medio, los datos con la pandemia serían superiores a los previstos antes de la misma.

ralentización del crecimiento... y a la sostenibilidad de la desatada deuda pública de los Gobiernos (más sobre este factor en breve).

La búsqueda del equilibrio a la que los shocks externos y su propia parsimonia en responder obligan ahora a los Bancos Centrales es sumamente compleja. Se trata, a la vez, de frenar la inflación, evitando el desanclaje de las expectativas, pero no inducir a la recesión a sus economías.

Uno apostaría a que nos espera un endurecimiento monetario contundente en los próximos meses a ambos lados del Atlántico y en el sur del Pacífico (no en Japón), acompañado de un lenguaje antiinflacionista (que ya se está utilizando) aún más radical que las propias medidas, orientado a convencer a agentes públicos y privados que, aunque sea doloroso, es necesario aceptar una pérdida notable de poder adquisitivo, preferentemente de manera equilibrada entre trabajadores, empresas, propietarios, rentistas e instituciones públicas. Después, y ya antes de la finalización de 2022, las subidas de tipos finalizarán, mucho antes de lo que exigiría el retorno de la inflación al objetivo de estabilidad de precios, pero lo bastante pronto para no generar – o agravar – una recesión.

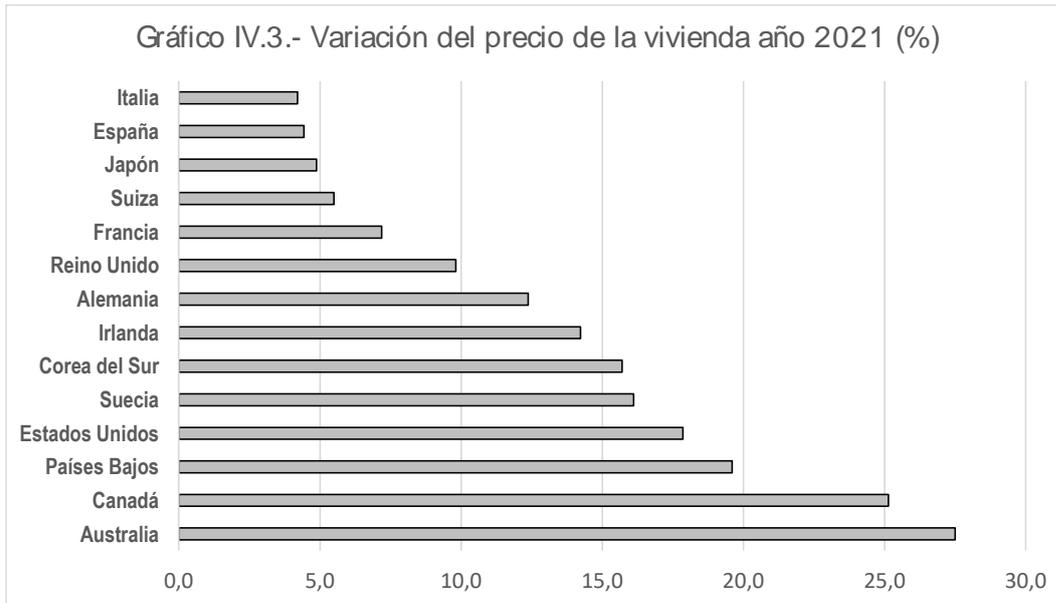
Es decir, el mundo al revés. Evitar la consolidación de tasas inaceptables de inflación va a depender de la responsabilidad de los agentes privados y los gobiernos, y de la esperanza de una mejoría de la situación geopolítica global. Los Bancos Centrales, algunos con un mandato explícito e inequívoco de garantizar la estabilidad de precios (incluyendo al Banco Central Europeo), van a jugar el menor papel posible en la deseable vuelta a la normalidad, con un coste obvio para su credibilidad. Es hora de replantearse la ostensible asimetría en las decisiones de política monetaria que viene produciéndose desde hace ya demasiados años (ver lo indicado en nuestro *Foco de Atención* en este sentido).

Pero, con independencia de este último apunte, esperemos que la estrategia esbozada funcione, porque si el desanclaje de las expectativas de inflación se traduce en la perpetuación de la misma, será la hora de resucitar a Paul Volcker (Gobernador de la Reserva Federal entre 1979 y 1987) y su manual de cómo liquidar la inflación (con efectos duraderos) ... y generar, porque nada es gratis, una severa recesión. Volveremos a este momento si es necesario (ojalá no lo sea) en futuros *Informes Trimestrales*.

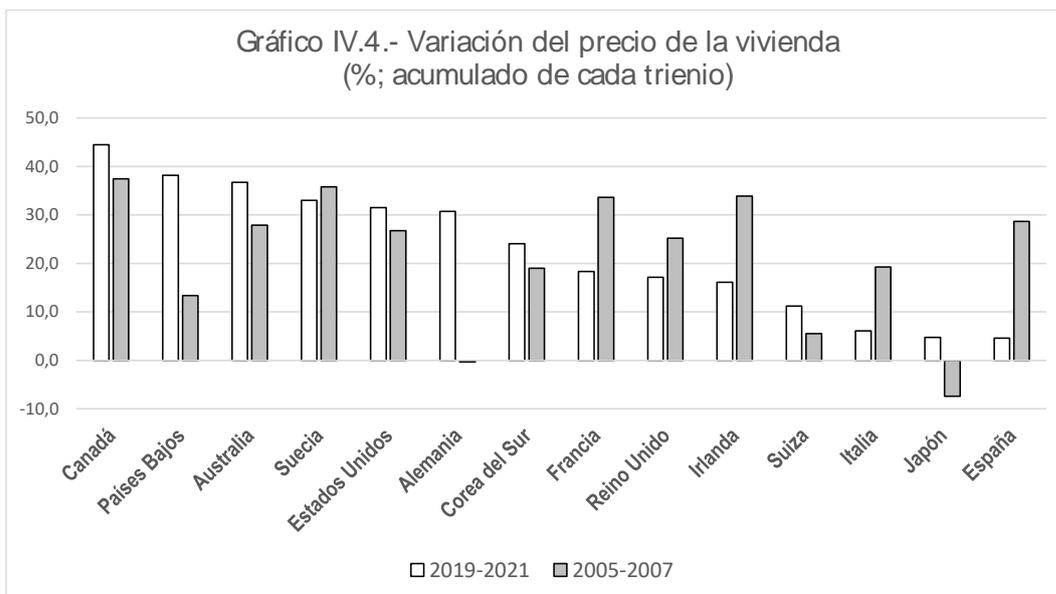
3.- Una de las consecuencias más perceptibles del cambio de ciclo monetario en Estados Unidos y Europa, sumándose a la enorme incertidumbre causada por la situación geopolítica global, ha sido el desplome generalizado de los mercados financieros, desde los más tradicionales (descensos de dos dígitos en las principales Bolsas) a las nuevas fuentes de enriquecimiento rápido (evaporación de dos tercios de la capitalización agregada de las criptomonedas). En realidad, la mentira mejor encubierta de la pasada década es la reiterada afirmación de que una política monetaria ultraexpansiva no generó durante ese período problemas de inflación. Simplemente, se trató de inflación de activos, y no de bienes y servicios.

En todo caso, son dos los activos que, por la dimensión de las cantidades implicadas y los agentes afectados, más deben preocupar en el inmediato futuro. Primero, en esta

tercera clave del trimestre, echemos un vistazo a la evolución del precio de la vivienda, tan crucial por ser el ámbito en el que invierte (en su doble papel de bien de consumo duradero y de activo de inversión) una gran parte de la población. El Gráfico IV.3 revela un crecimiento desmedido en ese precio de la vivienda en casi todos los países occidentales, con excepciones en el sur de Europa y Japón. Para explicar esta evolución debemos agregar las condiciones crediticias (volumen y tipos) excepcionalmente acomodaticias, la magnitud de las ayudas fiscales en 2020 y 2021 y el deseo de numerosos ciudadanos de cambiar de residencia a raíz de las circunstancias provocadas por la COVID-19 y las restricciones sanitarias para controlar la pandemia.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de Dallas.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de Dallas.

Nota: los datos de Estados Unidos corresponden al trienio 2004-2006,

Más relevante, el ascenso de los precios el pasado año no es un rebote respecto a la tendencia de los anteriores, sino una acentuación de la misma. No es necesario recordar

que la implosión de los excesos en el mercado inmobiliario estuvo detrás de la gravedad de la Gran Recesión en no pocos países desarrollados. Pero, de nuevo con la marcada excepción de las economías del sur de Europa – todavía con la memoria fresca de una crisis de la que apenas habían terminado de recuperarse cuando estalló la pandemia – Irlanda (país también seriamente castigado por aquella burbuja inmobiliaria) y Japón, el Gráfico IV.4 muestra cómo el aumento de los precios en el resto de las mayores economías de Occidente fue, entre 2019 y 2021, similar o superior, a veces por un margen considerable, al acaecido entre 2005 y 2007, el trienio previo a la Gran Recesión.

Nótese, en particular, que la subida de precios de la vivienda en Estados Unidos entre 2019 y 2021 ya ha excedido la acumulada al final de la burbuja previa (2004-2006). Precisamente la caída de esos precios a partir de 2007, ligada a la opaca y compleja ingeniería financiera construida sobre las hipotecas de menor calidad que respaldaron buena parte de las compras en los años anteriores, estuvo en el origen de la Gran Recesión. No menos llamativo resulta el crecimiento en un 30% en estos tres años de los precios de la vivienda en Alemania, en contraste con la atonía de los mismos en la primera década de este siglo.

La preocupación por esta escalada de los precios de la vivienda se encuentra, claro está, en el riesgo de una repetición de lo vivido hace década y media. Con tipos de interés al alza, decae la demanda, aumentan las hipotecas que no pueden pagarse, las peores expectativas hacen caer los precios, y, con ello, también desciende el valor de este activo clave para las familias (mientras el importe de la deuda contraída se mantiene). Un riesgo cierto, que crece en proporción al ascenso de los tipos de interés.

4.- No menos significativo es el temor por las caídas de los precios de la deuda pública⁷ (equivalentes al incremento de los tipos de interés que deben satisfacerse por la misma), en especial en la Eurozona, dado que ese factor puso en serio riesgo entre la primavera de 2010 y mediados de 2012 la supervivencia misma del euro⁸.

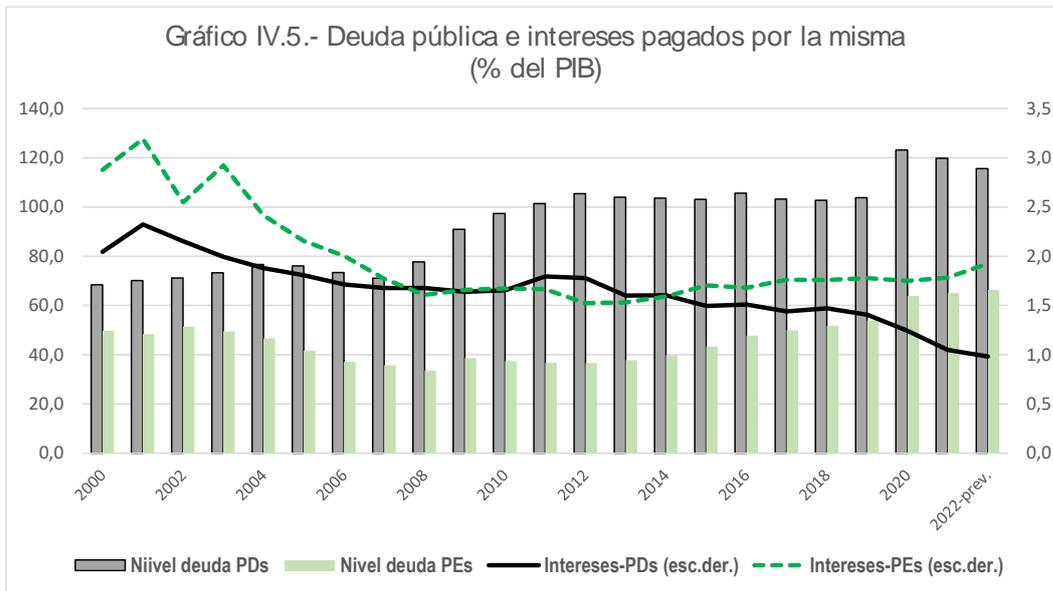
La perspectiva de un significativo aumento de los tipos de referencia de los Bancos Centrales, sumado al temor a la continuidad de tasas de inflación superiores a las experimentadas en el pasado cuarto de siglo (mayor inflación por la que, claro está, hay que compensar a los inversores) ha conducido a ese mayor coste de la deuda para los países desarrollados. En realidad, estos países se han acostumbrado a un escenario ficticio, causado, entre otros factores no desdeñables pero secundarios (como un ahorro más conservador en consonancia con el envejecimiento demográfico) por las políticas no convencionales de los Bancos Centrales, en particular las adquisiciones masivas de deuda pública. Con tal demandante con poder ilimitado de adquisición⁹, los países

⁷ De acuerdo con los datos recopilados por el Financial Times, el bono a diez años de Estados Unidos ha experimentado, en el primer semestre de 2022, su peor evolución desde 1788.

⁸ Con tales duda cortadas de raíz por la más memorable frase de toda la época de la Gran Recesión, pronunciada por el actual Primer Ministro italiano y entonces Presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi: “Within its mandate, the ECB will do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”.

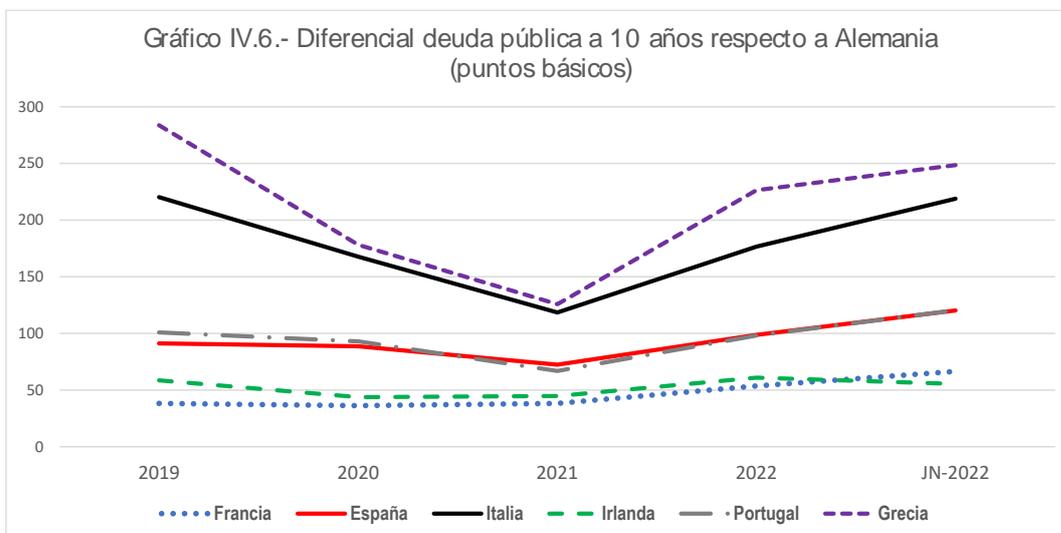
⁹ Por ejemplo, el Banco Central Europeo adquirió, en los dos primeros años desde el estallido de la pandemia, un equivalente a más del 100% del enorme volumen de deuda emitida por todos los miembros de la Eurozona.

occidentales han elevado su deuda hasta niveles sin precedentes a coste muy bajo e incluso negativo. Así, para el conjunto de los mismos (véase el Gráfico IV.5), mientras la deuda escalaba hasta más del 120% del PIB, el pago de intereses por la misma tocaba mínimos del 1% del PIB. Contrástese en el mismo Gráfico con la evolución en el mundo emergente, para el que volumen y coste de la deuda siguen, con oscilaciones, una trayectoria paralela.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

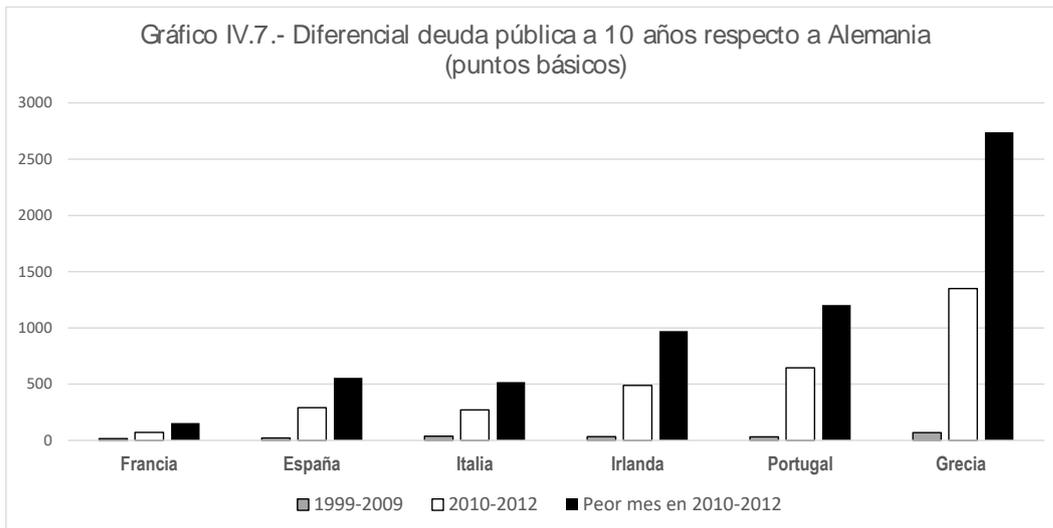
Este ficticio “coste-cero” de la deuda pública solo podía sostenerse mientras las políticas monetarias siguiesen sosteniendo¹⁰ un modo de crecimiento, por lo demás, insostenible, apoyado solo en niveles siempre al alza de endeudamiento público y privado. La finalización, total o parcial (Japón al margen), de esas adquisiciones de deuda han puesto punto (¿y final?) a ese privilegio de los gobiernos occidentales de financiarse a “coste-cero”. Muchos, entre ellos quien suscribe, pensamos que ya iba siendo hora.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo.

¹⁰ Con serios costes sobre los que reflexionaremos en un futuro.

Como ya apuntábamos, y mirando una década hacia atrás, el cambio de escenario ha alarmado sobre todo en la Eurozona, donde (véase el Gráfico IV.6) la prima de riesgo (es decir, el sobrecoste de financiarse respecto a Alemania) para las economías del sur ha ascendido de manera considerable en el último par de meses. Teniendo en cuenta que en el primer semestre de 2022 el tipo de la deuda a diez años de la propia Alemania se ha elevado en algo más de 200 puntos básicos, el encarecimiento para los países del sur de la Eurozona es ya de más de 300 puntos básicos.

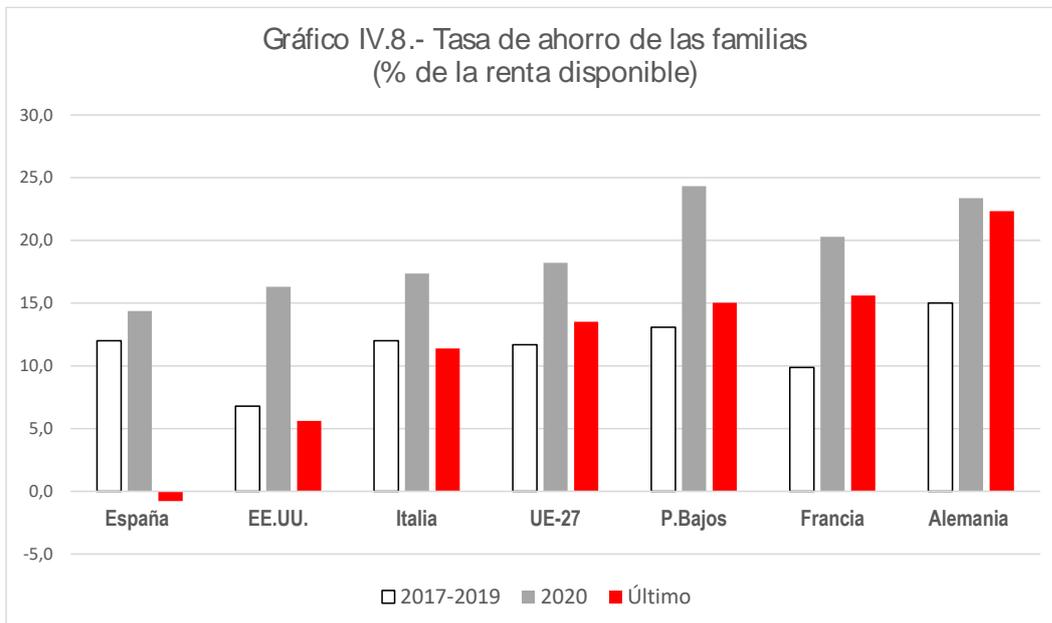


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo.

Desde luego, estos valores se encuentran muy lejos de los vividos en los peores momentos de la crisis anterior (véase el Gráfico IV.7), pero la trayectoria de los tipos y la inquietud en los mercados son amenazadoras. Por ello, tal y como ya se ha anticipado, y desde días después a la aparición del presente *Informe Trimestral* (por lo que analizaremos el mecanismo propuesto en octubre), el Banco Central Europeo deberá poner en marcha un Programa que sea capaz, de manera simultánea: 1) de convencer a los inversores de que no se enfrentan a la reproducción de lo acontecido en 2010-2012 y, con ello, de evitar la fragmentación de la Eurozona en el ámbito de la financiación de sus miembros; 2) de evitar la apariencia de estar financiando de manera preferente a los países del Sur; 3) de compatibilizar, técnica y conceptualmente, lo que seguirá siendo una política monetaria no convencional expansiva (y con un mecanismo nuevo para realizarla) con las subidas de tipos de interés y el final de programas anteriores; 4) de rechazar las críticas, recurrentes en Alemania, de que sus políticas son tan fiscales como monetarias. Un notable ejercicio de equilibrio el que van a precisar los miembros del Consejo de Gobierno, ciertamente.

5.- Una de las variables cuyo seguimiento resulta más interesante desde el inicio de la COVID-19 es la tasa de ahorro de las familias en los países occidentales, que han sido aquéllos donde más ayudas públicas se han volcado hacia esas economías domésticas, a la par que las restricciones a ciertas actividades económicas condicionaban el consumo de los ciudadanos, sobre todo de servicios. Sumemos a esos dos elementos un indudable aumento del ahorro por la incertidumbre propia de enfrentarse a un episodio pandémico

global, y nos encontramos con un salto espectacular de la referida tasa de ahorro (ver Gráfico IV.8).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de St. Louis; Eurostat.

Nota: El último dato corresponde al primer trimestre de 2022 o el último de 2021, según los países.

El aumento del ahorro de un 9.5% sobre la renta familiar neta disponible en Estados Unidos y del 6.5% en la Unión Europea-27 entre la tasa media del trienio previo a la pandemia y la media para el año 2020 significa, tomando como referencia el PIB de 2019, un ahorro adicional de alrededor 2.3 billones de euros para el conjunto de estas 28 economías. Una excepcional capacidad de consumo acumulada, por tanto. Y gran parte de ella ya utilizada.

En efecto, la tasa de ahorro ha descendido ya desde el máximo de 2020 en todos los casos, aunque en algunos países sigue todavía por encima de los niveles pre-pandemia (Alemania, Francia, Países Bajos), llevando a la UE-27 a un colchón de casi un 2% sobre esa media del período 2017-2019. Otros muchos están ya por debajo de ese nivel, como en Estados Unidos, donde la magnitud del ahorro adicional y la velocidad del desahorro posterior permite explicar en no poca medida que se trate de la única gran economía que ha crecido *más* con la existencia de la pandemia que lo esperado sin ella.

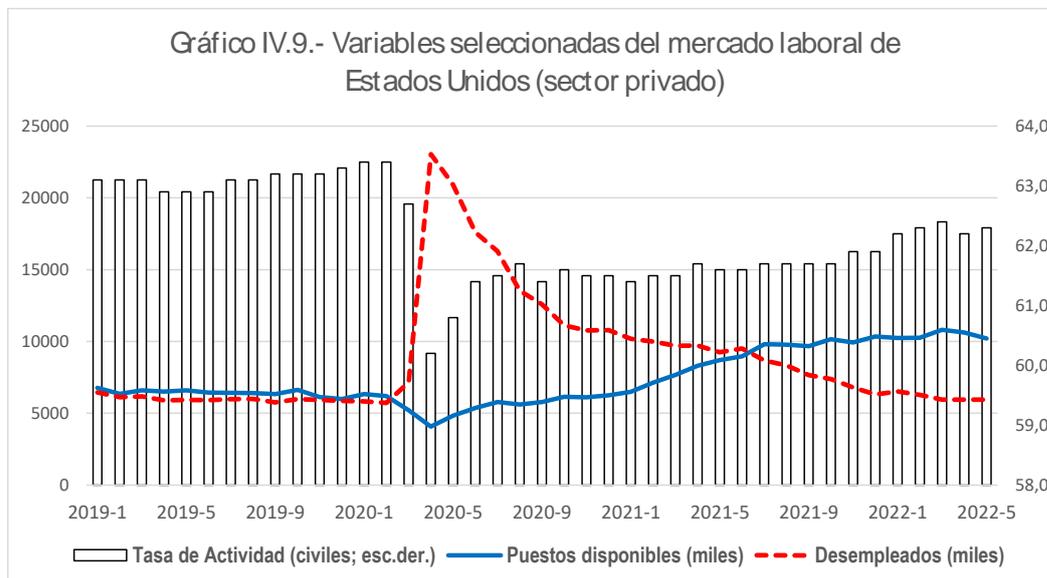
Ciertamente, el caso español es el más extremo, y preocupante. La tasa de ahorro de las familias creció solo moderadamente respecto a los niveles pre-crisis, algo consistente con ayudas menos generosas que en otros países. Pero los últimos registros revelan una tasa de ahorro familiar negativa, lo que implica que las economías domésticas han gastado más de la totalidad de su renta disponible en esos tres meses.

Dado el incremento del coste de la vida y el endurecimiento de las condiciones monetarias, las familias se enfrentan a un escenario crecientemente desfavorable. En aquellos países, encabezados por España, donde el ahorro adicional se ha gastado ya

en una alta proporción¹¹ esta circunstancia podría llevar a una desaceleración muy intensa del crecimiento económico.

6.- También ha concitado una alto dosis de atención estos dos últimos años el comportamiento del mercado de trabajo estadounidense. Primero, porque, en contraste con las abundantes ayudas directas a las economías domésticas articuladas en sucesivas oleadas tanto por la Administración Trump como por el Gobierno Biden, y al contrario que en Europa, en Estados Unidos no se protegieron los puestos de trabajo, dando lugar a fluctuaciones inimaginables en el empleo: de caer en 22 millones entre febrero y abril de 2020 (empleo remunerado no agrario), a elevarse en 10.5 millones en los cuatro meses siguientes (y en 21.5 millones hasta junio de 2022), volviendo a tasas de paro alrededor del 3.5%.

Después se abrió paso fue la idea de un abandono masivo del mercado laboral, bien por factores temporales (temor por la menor extensión de la vacunación respecto al resto de Occidente; ausencia de ciertos servicios – guarderías, colegios, asistencia a mayores – que tardaron mucho en restablecerse) o más estructurales (replanteamiento de la vida, anticipación de la jubilación). Continuó esa atención especial por las crecientes dificultades de las empresas para cubrir sus crecientes vacantes laborales, y no solo en sectores específicos (sanitario, transporte, tecnológico) como en Europa. Y, finalmente, se debate sobre la intensa presión al alza de los salarios, con serias implicaciones en términos de presión de la demanda y, por tanto, en el esfuerzo de la Reserva Federal para contener la inflación. Ofrezcamos algunos datos clarificadores sobre estos debates.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

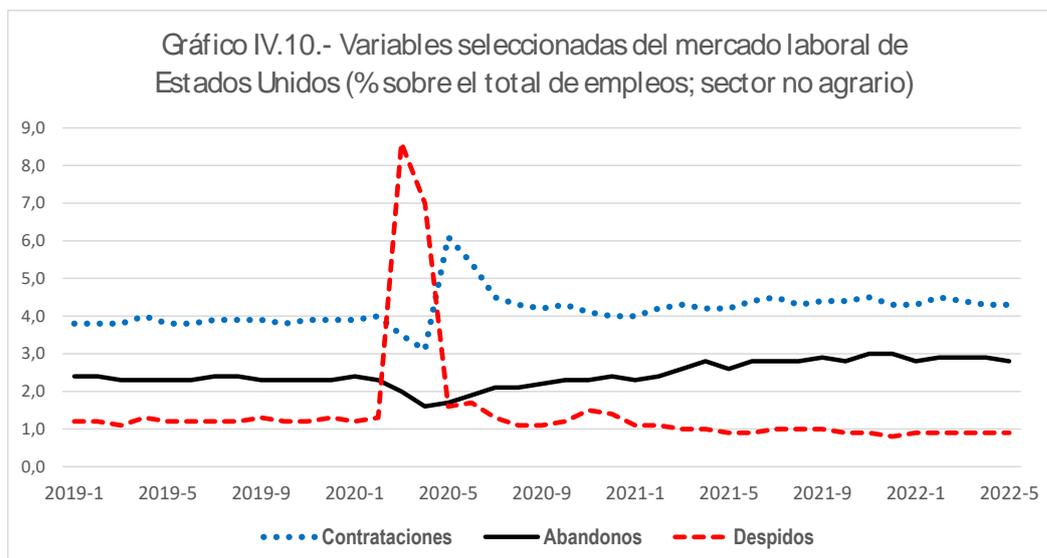
En primer lugar, en relación con la tasa de actividad (Gráfico IV.9), parece que las teorías sobre una retirada significativa y voluntaria de personas del mercado laboral exageraron

¹¹ Nótese que el último y alarmante dato corresponde solo a un trimestre. Si extendiésemos el cálculo al año precedente, la cifra media rondaría el 7%. En todo caso, claramente por debajo de la tasa previa a la COVID-19.

un poco la realidad, y que fueron factores temporales, muy asociados a la propia COVID-19 y cómo se ha abordado la respuesta a la misma en Estados Unidos, los que explican la mayor parte del descenso de activos. Actualmente, dos tercios de la reducción de la tasa de actividad ya se han revertido. Ciertamente, ésta aún se sitúa un 1% por debajo de la existente en la prepandemia (lo que significa algo más de millón y medio de personas), pero no parece ser el factor más relevante en las tensiones actuales en el mercado laboral.

El mismo Gráfico muestra, con claridad meridiana, la trayectoria opuesta de los niveles de desempleados y puestos de trabajo vacantes en el país. Desde mediados de 2021 ambas series se cruzaron, y en los últimos meses la ratio vacantes/parados se encuentra ya en 1.7-1.8 o, en otros términos, hay más de 4.2 millones de puestos por cubrir que personas sin empleo dispuestas a ocupar uno en Estados Unidos. Este desequilibrio excede con mucho la cifra antes referida de activos que debería volver al mercado laboral para recuperar la tasa de actividad prepandemia, y convierte en bastante simplista la idea de que “el problema se resuelve si las empresas pagan más”.

En breve volveremos a la cuestión de los salarios, pero observemos primero el Gráfico IV.10, que muestra la contratación y los motivos de salida de los puestos de trabajo en Estados Unidos. Nótese que el ritmo de incorporaciones mensual excede levemente el existente antes de la COVID-19, mientras el de despidos es un 25% inferior. Por contra, los abandonos voluntarios, se sitúan entre un 20% y un 30% por encima de los de 2019 y, de hecho, alcanza los valores más elevados (cerca de 4.5 millones mensuales) desde el inicio de la serie en diciembre del año 2000. Por tanto, los trabajadores se están moviendo voluntariamente (más del triple de casos que a resultas de un despido), porque empresas distintas a la suya están ofreciendo mejores condiciones. Ello mejora la situación de ese grupo, pero no cierra la brecha entre vacantes y desempleados.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

¿Cómo se traduce eso en términos salariales? El Gráfico IV.11 lo refleja. El crecimiento de los salarios nominales por hora trabajada se ha acelerado en más de tres puntos entre los dos años previos a la pandemia y los dos tras el inicio de la misma (3.7% vs. 6.8%). Para encontrar una media interanual más elevada que la de los pasados cuatro

trimestres, hay que irse, no por casualidad, a principios de los años ochenta del siglo pasado. Porque, al margen de la insuficiencia de personas dispuestas a trabajar con relación a las vacantes disponibles, que obliga a las empresas a competir entre ellas, existe una necesidad creciente de compensar a los trabajadores por la pérdida de poder adquisitivo que les están causando unas tasas de inflación que no se veían desde... en efecto, principios de los años ochenta del siglo pasado. Entonces, eliminar esa inflación obligó a Paul Volcker a situar los tipos de interés de la Reserva Federal en el 18%. Como ya se ha comentado en este *Informe*, esperemos que Jay Powell lo pueda conseguir con mucho menos, o las consecuencias serán devastadoras.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de St. Louis.

Respecto a cómo cubrir las vacantes en el mercado laboral estadounidense, uno sugeriría que repensar las severas restricciones a la inmigración de los últimos años (para los empleos menos cualificados) e invertir en mayor y mejor formación (para los puestos vacantes más cualificados) sería mucho más exitoso que lemas populistas del estilo "hay que pagar más".

7.- Para cerrar nuestras *Claves del Trimestre*, un breve apunte sobre un tema en el que insistiremos no solo en estos *Informes* sino en el conjunto de la actividad de la *Cátedra Valenciaport*, y, que, por sintetizar la miríada de ideas que se debaten sobre el mismo, denominaremos "una nueva globalización".

Algunos rasgos de la oleada globalizadora comenzada en los años noventa del siglo XX y acelerada por la incorporación (con trato preferencial) de China a la Organización Mundial del Comercio, ya habían suscitado intensos debates sobre su sostenibilidad. Entre ellos: la escasez de márgenes en las cadenas de abastecimiento y suministro, dominadas por la eficiencia en costes y el "just in time"; la concentración de proveedores de bienes primarios, intermedios y finales estratégicos; el constreñimiento causado por la deslocalización manufacturera (junto a la robotización) en la clase media occidental, alimentando recetas populistas; o los costes medioambientales de la misma.

Pero fue la pandemia la que acrecentó tales dudas. En un principio, fruto de una cierta desesperación por lo que implicó en ese momento crítico sobre todo el primer par de rasgos mencionados, se habló de un cambio radical de las cadenas globales de valor (CGV). Con mayor perspectiva, pronto se entendió que habría un cambio, pero mucho más moderado y progresivo. Así, habrá recomposición de las CGV en sectores estratégicos (ciencias de la vida, metales raros, microchips), en parte regresando la producción a Occidente, en otra parte solo acortando (regionalizando) la cadena. Habrá una menor concentración de productores en muchos sectores, aunque la mayor parte seguirán estando en Asia (y primariamente en China), cuya capacidad productiva no es sustituible a corto y medio plazo. En fin, no solo los costes se tendrán en cuenta y el "just in time" cederá parte de su dominio absoluto al "just in case". Un gran cambio, pero menos. El "reshoring" y el nearshoring¹² no terminarán con la globalización.

En un proceso similar, la reacción inmediata a la invasión Rusia de Ucrania, fruto de la indignación con el hecho en sí, y con la falta de soporte a las sanciones occidentales sobre Rusia de buena parte del mundo emergente y en desarrollo, ha sido el aumento exponencial del apoyo a la idea de fracturar la globalización y orientar todo el comercio occidental hacia países considerados democráticos (o, en la nueva terminología, "democracias liberales", en oposición a las "democracias iliberales" y a las "autocracias y dictaduras"). De nuevo, cabe esperar una cierta vuelta al realismo. Sin duda, Europa y Japón acelerarán sus esfuerzos por reducir su dependencia en otro sector estratégico, la energía, algo, por cierto, ya hecho tiempo atrás por Estados Unidos. Y quizás, solo quizás (pregúntese al respecto en Alemania) la priorización del negocio por encima de cualquier otra consideración sea un poco menor.

Pero, en un mundo absolutamente interconectado, en el que entre el 50% y el 70% (según la metodología empleada) de todo el comercio global está integrado en las CGV, el "friendshoring" y el "decoupling"¹³ tampoco terminarán con la globalización.

¹² Respectivamente, revertir el proceso de deslocalización de actividades desde Occidente al resto del mundo, y acercar geográficamente nuevas localizaciones de esas actividades

¹³ Respectivamente, sesgar las relaciones económicas internacionales hacia países amigos, y separar el mundo económico en dos ámbitos, democrático y no democrático.

V.- EL MUNDO EN DOS VARIABLES

Como señalábamos en la Introducción de este *Informe*, cerraremos estos recorridos trimestrales con la presentación de dos indicadores macroeconómicos de interés, que revisaremos cada cierto tiempo, mostrados de manera que se puedan comparar los tres grandes grupos de economías mundiales: países desarrollados, países emergentes y países en desarrollo¹⁴. Se seleccionan los diez países con mayor población en cada grupo. Los datos del mayor (con mucha diferencia en cada caso, lo que distorsionaría la media ponderada si se incorporasen al conjunto), respectivamente Estados Unidos, China e India, se muestran por separado. Los datos de los otros nueve países de cada grupo se ponderan según su peso en la economía mundial (medido en Paridad de Poder Adquisitivo) y se muestran en conjunto. En el *Anexo* a este Informe se presentan los datos de 2021 para la población y el porcentaje del PIB mundial de las 30 economías seleccionadas.

Utilizando datos anuales, recorreremos lo ocurrido desde el año 2000, en los siguientes subperíodos: 2000-2007, fase de fuerte crecimiento mundial, en especial en el mundo no desarrollado; 2008-2011, los años centrales de la Gran Recesión, que afectó especialmente a Norteamérica y Europa pero tuvo amplias repercusiones globales; 2012-2019, de nuevo un período expansivo, mucho menos dinámico que el anterior, sobre todo para el mundo no occidental (con crisis en muchos países de estas zonas durante el subperíodo), y con un crecimiento sostenido por un endeudamiento creciente (en bastantes países de los tres grupos) y una política monetaria extremadamente expansiva en el mundo desarrollado. A continuación, el año inicial de la pandemia asociada a la COVID-19 (2020) y el de rebote inicial de la misma (2021).

Comenzamos nuestro recorrido con un indicador clásico, como el crecimiento del Producto Interior Bruto real, pero corregido por el aumento de la población, factor en especial relevante para el mundo en desarrollo, donde persisten, en muchos países, tasas elevadas de crecimiento demográfico. El segundo indicador recoge la formulación original del economista estadounidense Arthur Melvin Okun como forma para medir la insatisfacción causada a los ciudadanos por dos procesos económicos, desempleo e inflación. En esa presentación original, Okun simplemente agregaba los valores de ambas variables¹⁵.

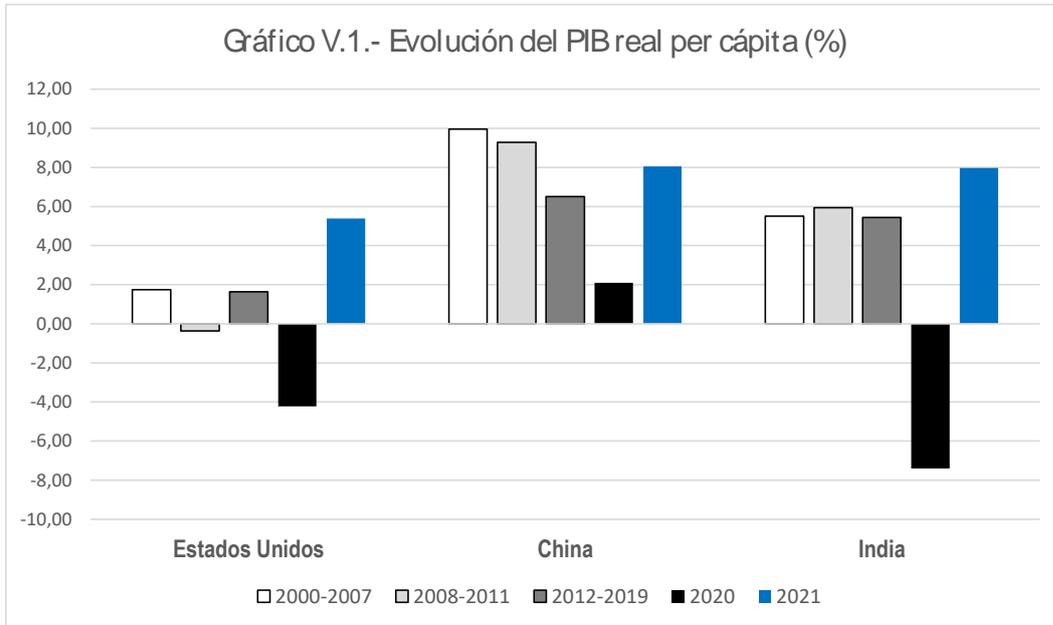
V.1.- EVOLUCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL PER CÁPITA

Los Gráficos V.1 y V.2 reproducen el comportamiento de este indicador con la agrupación de países elegida y en los subperíodos explicados.

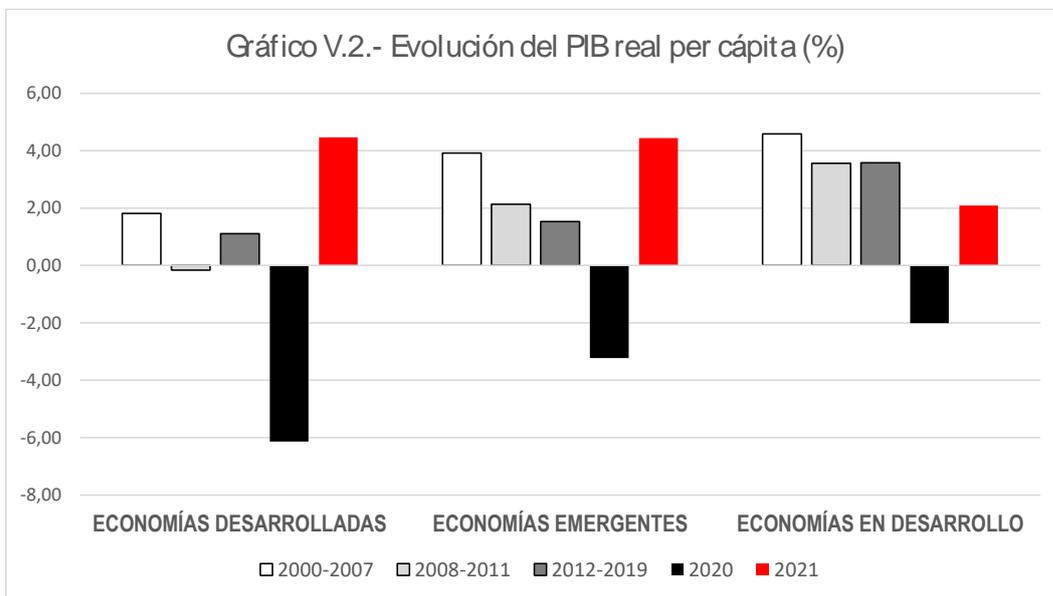
¹⁴ La diferenciación entre estos dos grupos se establece exclusivamente en función de las respectivas rentas per cápita, con una cifra de separación situada en 13000 dólares en Paridad de Poder Adquisitivo en 2020. Ello explica la presencia de India, usualmente considerada emergente por el tamaño global de su población y su economía, en el tercer grupo.

¹⁵ Se han discutido ponderaciones distintas a ese 50% en la literatura económica durante décadas. Nosotros mantenemos la equiponderación, con el único matiz de considerar el valor absoluto de la inflación, lo que implica asumir un impacto negativo sobre el ciudadano de los procesos deflacionistas, aunque la idea en sí es debatible, sobre todo si la deflación es causada por la oferta.

Los rasgos más destacados son los siguientes: primero, el añadido de la población no cambia la idea general de cómo se ha comportado el crecimiento en esos veinte años y, en especial, el mayor impacto de las dos últimas recesiones (Gran Recesión y pandemia) en Occidente, siendo menor en los países emergentes e inferior aún (por su menor interconexión con el mundo comercial y financiero globalizado) de los países en desarrollo (con la crucial excepción de India, con un efecto extremo de la COVID-19).



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

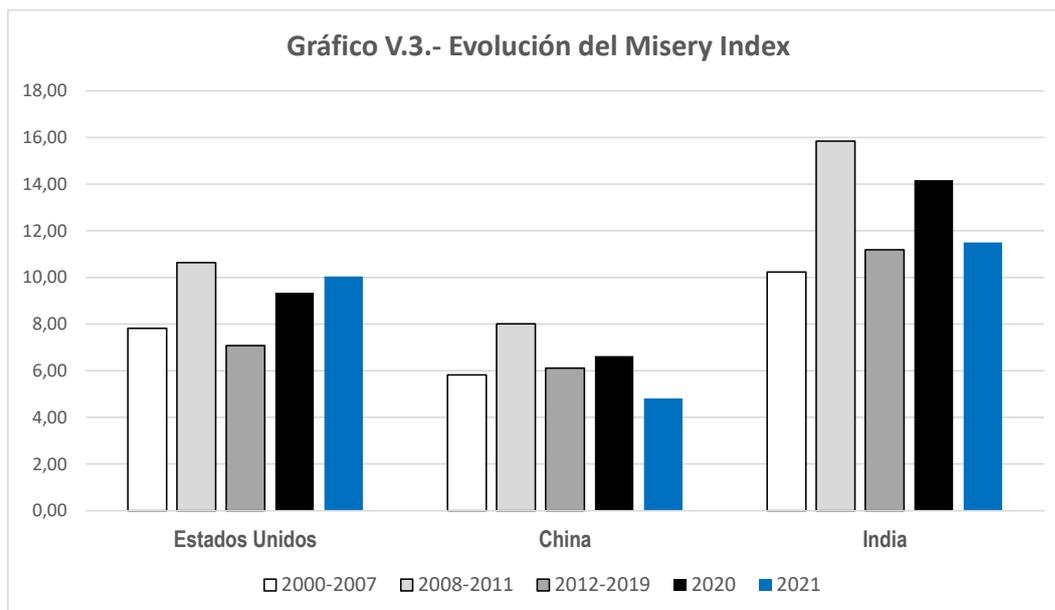
Segundo, esa consideración de la evolución demográfica amplía entre siete décimas y un punto porcentual, según el subperíodo, la ventaja en crecimiento de China sobre India, y merma en alrededor de dos puntos el avance del mundo en desarrollo, algo preocupante a medida que el crecimiento total se ha reducido.

Tercero, destaca la ostensible reducción con el transcurso de los veinte años del avance del indicador en los países emergentes, algo muy razonable en el caso chino, teniendo en cuenta el altísimo crecimiento de partida y la progresiva maduración de su economía, pero menos justificable para el conjunto de los otros nueve países (agregación que, claro está, esconde diferencias importantes entre, por ejemplo, el alto dinamismo de Indonesia y la pobre trayectoria de Brasil o México).

Cuarto, y sin ánimo de exhaustividad, sobresale la fortaleza, relativa al resto del mundo, de la intensidad de la recuperación económica en Occidente, y en particular en Estados Unidos, en 2021. Al margen del efecto rebote respecto a un mayor descenso el año previo, tanto la mayor extensión y velocidad de la inoculación de las vacunas diseñadas contra la COVID-19, como la mayor dimensión de las ayudas introducidas por las políticas macroeconómicas, explican esa evolución.

V.2.- EVOLUCIÓN DEL MISERY INDEX

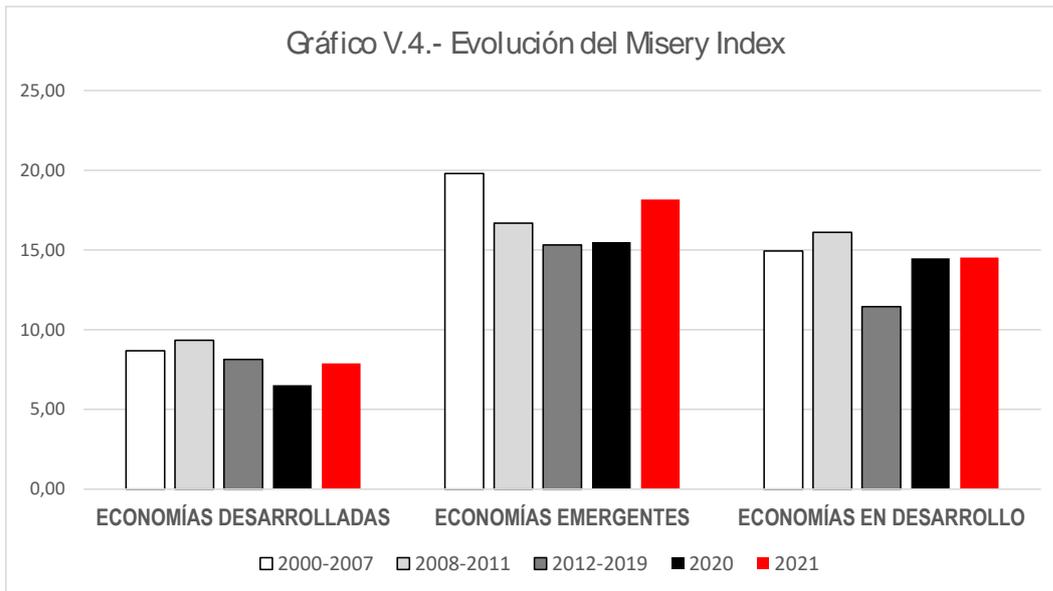
Los siguientes dos Gráficos hacen referencia a la evolución conjunta del desempleo y la inflación (valor absoluto en nuestro caso), es decir, al Misery Index.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

De nuevo refiriendo solo algunos de los pensamientos que sugiere esa evolución, destacaríamos: primero, previsiblemente, la agregación de ambos procesos económicos negativos resulta más favorable en Occidente que en el resto del mundo... aunque más desfavorable en Estados Unidos que en China. Quizás sorprenda que este indicador sea sistemáticamente mejor en el mundo en desarrollo que en el emergente (una vez se presenta por separado la clara ventaja de China sobre India). Las altas tasas de inflación en varios países el segundo de los bloques y los dudosamente (muy) bajos datos oficiales de desempleo (recogidos por el FMI y el Banco Mundial) en no pocos países en desarrollo explican esa relativa sorpresa.

Segundo, los momentos altos del ciclo ofrecen mejores resultados que las crisis, lo que implica que las reducciones del desempleo en las fases expansivas han estado más que compensando las presiones inflacionistas del dinamismo económico... hasta 2021. El aumento de la inflación (ya antes de los máximos actuales) era de tal calibre que su impacto adverso sobre el indicador superaba en los tres bloques económicos el efecto favorable de las reducciones del desempleo respecto a 2020.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional; Banco Mundial.

Tercero, ese comportamiento anticíclico del indicador (a mayor crecimiento, menor insatisfacción económica), no parece enmascarar una clara tendencia estructural a un mejor comportamiento del indicador, salvo quizás en el mundo emergente.

Finalmente, es destacable que el Misery Index de China, contrariamente a la tendencia para el resto del mundo no desarrollado, ofrezca valores mejores a los del conjunto de países desarrollados de manera continuada en las dos décadas analizadas

ANEXO. Selección de economías Sección V

<i>Datos de 2021</i>	POBLACIÓN (millones de habitantes)	PIB-Paridad de Poder Adquisitivo (% del total mundial)
<i>ECONOMÍAS DESARROLLADAS</i>		
Estados Unidos	332,183	15,738
Japón	125,507	3,843
Alemania	83,196	3,324
Reino Unido	67,531	2,329
Francia	65,447	2,301
Italia	59,236	1,871
República de Corea	51,681	1,718
España	47,399	1,357
Canadá	38,226	1,386
Australia	25,709	0,992
<i>ECONOMÍAS EMERGENTES</i>		
China	1412,600	18,619
Indonesia	272,249	2,441
Brasil	212,609	2,351
Federación Rusa	145,558	3,073
México	128,972	1,825
Egipto	102,612	0,950
República Islámica de Irán	84,981	0,983
Turquía	84,680	2,014
Tailandia	69,951	0,920
República Sudafricana	60,143	0,593
<i>ECONOMÍAS EN DESARROLLO</i>		
India	1392,012	6,993
Pakistán	222,590	0,910
Nigeria	211,401	0,790
Bangladés	166,303	0,671
Filipinas	110,200	0,692
Etiopía	99,701	0,214
Vietnam	98,321	0,776
República Democrática del Congo	93,751	0,077
Tanzania	59,730	0,127
Myanmar	53,550	0,163

Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.