

INFORME DE SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

Enero-2023



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

INTRODUCCIÓN

Se ha cerrado un año 2022 en el que la guerra en Ucrania y sus implicaciones sobre los mercados de materias primas energéticas y alimenticias, la política de "COVID-cero" del Gobierno chino, o una inflación sin precedentes en casi medio siglo en los países desarrollados, que provocó la enérgica (y muy tardía) respuesta de los Bancos Centrales de estos países, complicaron sustancialmente el escenario macroeconómico previsto, tanto en Occidente como en el resto del mundo. El año 2023 no se presenta con mejores perspectivas, con la palabra "recesión", para muchas economías e incluso en términos globales, en los análisis de la mayor parte de analistas y de las grandes instituciones económicas internacionales

En este Informe Trimestral optamos por iniciar nuestras reflexiones centrando el *Foco de Atención* en el que resulta probablemente el elemento más favorable con el que se afronta esa difícil situación, al menos en Occidente: un mercado laboral que, pese a las vicisitudes de los tres últimos años, se muestra particularmente resiliente.

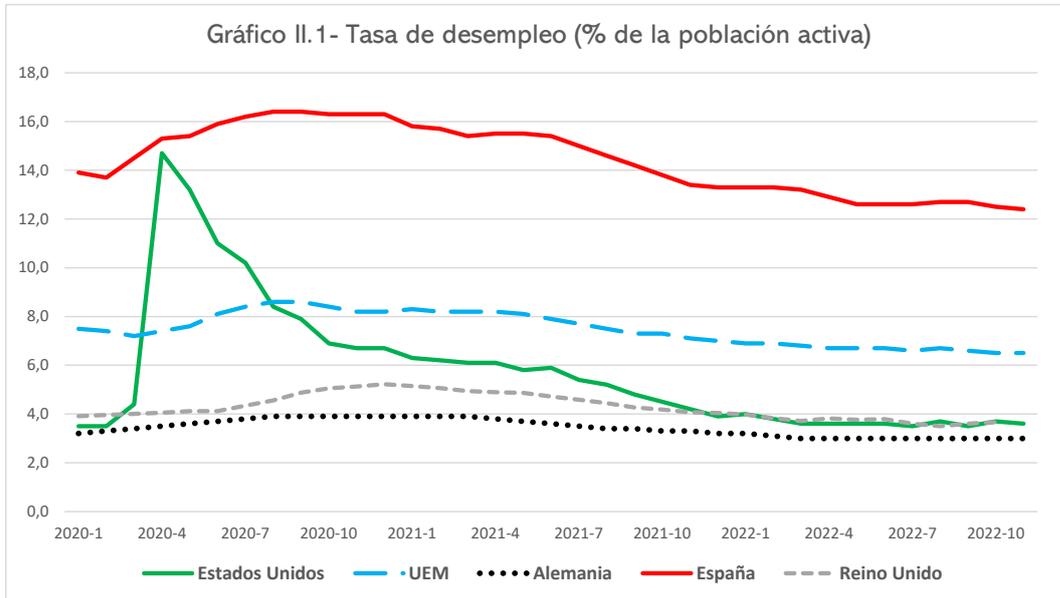
A continuación, en la sección de los *Precios Internacionales de Referencia*, analizaremos la evolución reciente de los tipos de interés (el endurecimiento monetario prosigue, menos intenso, pero con perspectiva de extenderse en el tiempo...no demasiado), de las materias primas (con una trayectoria bajista en el pasado trimestre en las más afectadas por las subidas precedentes) y de las principales monedas internacionales, con la clara inversión de los movimientos del dólar y de sus contrapartes principales en los pasados tres meses respecto a lo vivido el resto de 2022.

En *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, comenzaremos poniendo números al impacto negativo acumulado de dos shocks que quedan incorporados a los libros de Historia, y no solo la económica (la pandemia COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania), para continuar con una serie de elementos que nos parecen críticos para entender lo que puede acontecer en 2023, desde la evolución de los componentes menos volátiles de la inflación, la tasa de ahorro o los mercados de deuda en Occidente hasta las implicaciones de la nueva política china post "COVID-cero", entre otros.

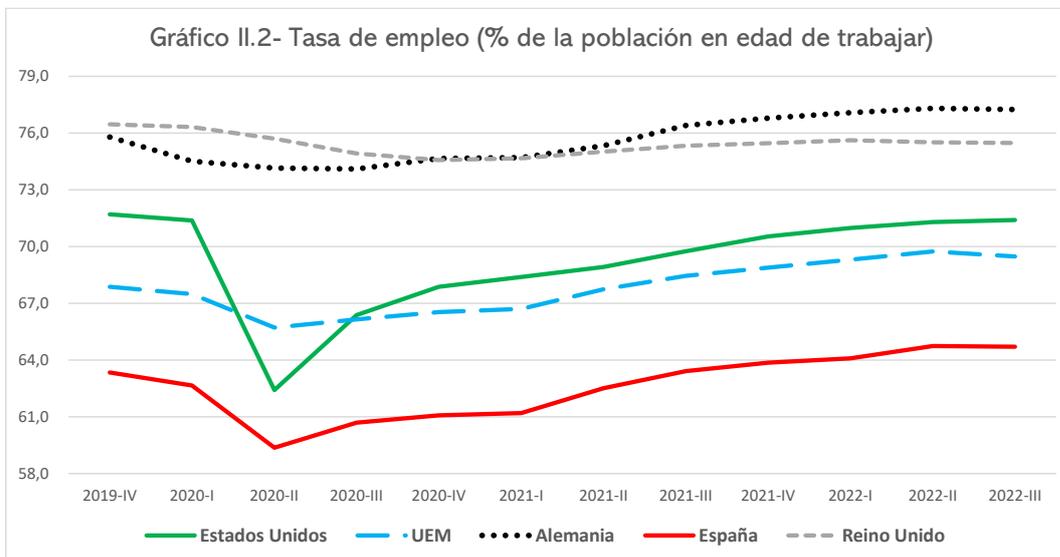
Por último en la sección *El mundo en Dos Variables*, presentaremos desde inicios del siglo XXI la evolución de dos variables clave ligadas al crecimiento económico, los avances en la productividad del trabajo, como fuente fundamental de ese crecimiento en el medio y largo plazo, y la tasa de inversión, necesaria para sostener la continuidad del mismo, todo ello para nuestra habitual selección de países desarrollados, emergentes y en vías de desarrollo.

Con este tercer *Informe Trimestral*, que presentamos en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, esperamos que los lectores encuentren orientación para desentrañar la situación de la economía mundial en estos complejos años.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: ese resistente mercado laboral



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



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

Endurecimiento monetario, merma de poder adquisitivo por una inflación largo tiempo ya excesiva, reducción de ayudas y subsidios públicos, continuidad de las tensiones geopolíticas, caída de la riqueza después de un año históricamente malo en los mercados financieros, problemas en el sector inmobiliario, residencial y comercial, elevada incertidumbre que genera dudas para los procesos de inversión..., en definitiva, una larga lista de factores por las que se anticipa un año de estancamiento (en el mejor de los casos) de las economías occidentales. Y no será mucho mejor para el resto del

mundo, afectado por similares dificultades, más los que se han convertido en inmanejables problemas de deuda en no pocos países en desarrollo.

Frente a ello, al menos en Occidente, parece existir un crucial punto de resistencia ante la crisis, la situación del mercado laboral. Pese a las graves turbulencias acaecidas desde 2020, la evolución del desempleo en los últimos tres años ha sido muy favorable, como revela el Gráfico II.1. Tras el ascenso en la primavera de 2020, más o menos marcado según el tipo de medidas de apoyo articuladas por los Gobiernos en respuesta a la COVID-19, las tasas han regresado no solo a los niveles prepandemia, sino, en algunos casos a mínimos de décadas e incluso al nivel más bajo en los registros (caso de la Eurozona). En su mayor parte, esta evolución se debe a factores positivos, como ese soporte fiscal y monetario excepcional a la actividad, o la preferencia empresarial por mantener a trabajadores, incluso en momentos de menor demanda, que han sido difíciles de encontrar, en ciertos ámbitos, a raíz de la pandemia, entendiendo que los problemas eran coyunturales.

También es cierto que, en especial en el mundo anglosajón, hay un factor preocupante que reduce formalmente el desempleo, la insuficiente recuperación de la población activa tras la COVID-19. Como muestra el Gráfico II.2, mientras Europa superó hace varios trimestres la tasa de empleo previa a la pandemia, en Estados Unidos solo se ha conseguido recuperar ese nivel en los meses más recientes, y en el Reino Unido todavía queda un punto para ello¹. De hecho, para poblaciones en edad de trabajar de similar dimensión cuando estalló la pandemia (alrededor de 164 millones de personas), en la Eurozona la cifra se ha incrementado hasta el tercer trimestre de 2022 en 2.4 millones, por solo 0.9 en Estados Unidos.

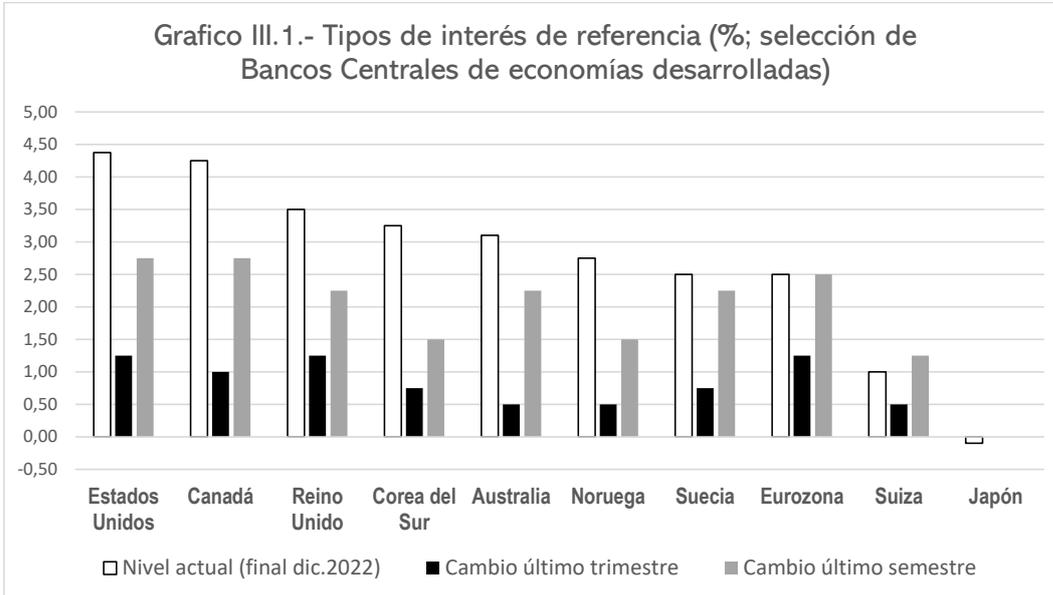
En todo caso, con mayor actividad y menos desempleo, el conjunto de economías occidentales muestran una favorable situación para los trabajadores, que disponen con ello de un colchón ante las dificultades señaladas al principio de esta reflexión... y de mayor poder de negociación para presionar al alza sobre los salarios, compensando con ello, al menos parcialmente, la inflación desmedida del último año y medio. Ese proceso ya está en marcha, más acusadamente en Estados Unidos que en Europa², y puede reforzar el poder adquisitivo de la mayoría de las familias. Claro está, que también puede iniciar un ciclo de subidas adicionales de precios y conducir a los Bancos Centrales a mayores elevaciones de tipos de interés. Volveremos sobre ello en la segunda de nuestras *Claves del Trimestre*.

¹ Para ser justos, y más allá de la evolución postpandemia, debe observarse también que la tasa de empleo británica es, por ejemplo, once puntos superior a la española, aunque esa distancia se ha reducido en más de dos puntos desde 2019.

² A partir de ciertos anuncios de subidas salariales realizados por grandes compañías niponas, parece que el aumento de los salarios en Japón en 2023 puede alcanzar un nivel históricamente elevado.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Como es habitual en esta sección, el Gráfico III.1 muestra los movimientos recientes de la política monetaria en los principales países desarrollados. Como se anticipaba en estas líneas hace tres meses, el endurecimiento monetario ha continuado, pero con menor intensidad que en el trimestre precedente. Así, los incrementos de tipos del conjunto de las diez economías seleccionadas han pasado de 1125 puntos básicos en 2022:III a 775 p.b. en 2022:IV, y los movimientos al alza de 0.75% en una sola decisión, que se hicieron habituales en meses previos se han convertido en subidas más moderadas de medio o un cuarto de punto. Por supuesto, Japón sigue formando una categoría aparte, dado que su tipo de referencia no se ha alterado desde 2016.

La intensidad ya acumulada de los ascensos de tipos en los últimos seis meses, más la reducción simultánea del grado de expansión cuantitativa, y con la perspectiva de una recesión, aunque no sea intensa, en 2023, van a obligar a los Bancos Centrales, como también hemos comentado en previos *Informes*, a seguir atenuando el ritmo de las subidas de tipos (y el número de las que restan). Desde luego, en un juego perverso, el optimismo de los mercados al respecto (que se traduce en las notables subidas en los mismos, tanto en renta fija como en variable, en el inicio de 2023) reduce la eficiencia de las subidas de tipos, lo que obliga a endurecer aún más el lenguaje, y quizás incluso a ir más allá de lo previsto en las medidas restrictivas.

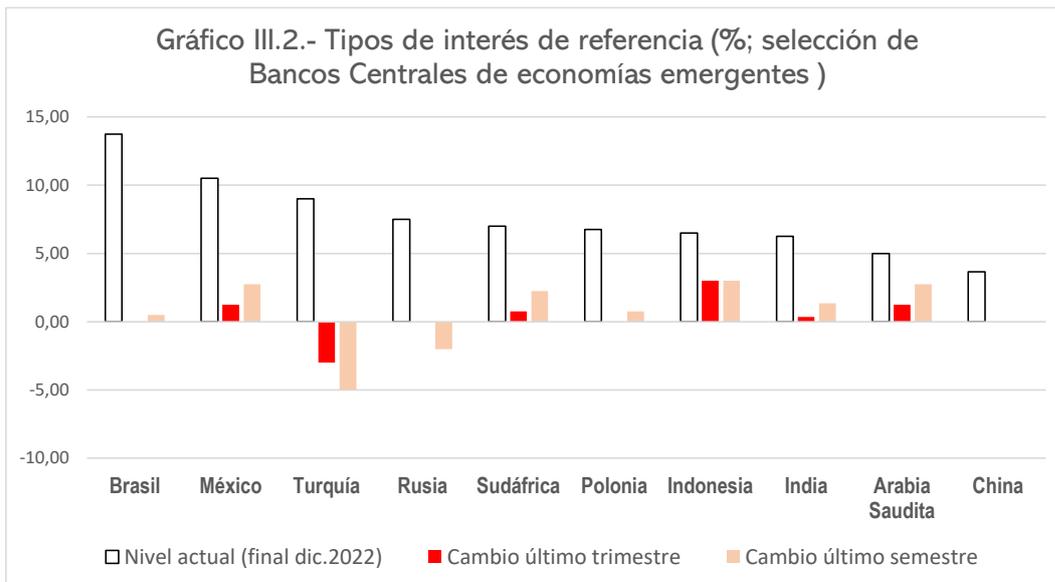
Con todo, desde estas líneas no anticipamos más de dos o tres subidas adicionales de 25 puntos básicos en casi todos los casos, incluyendo Estados Unidos, con la excepción del Banco Central Europeo (su tipo central es aún muy inferior al de los países anglosajones). La contundencia de Christine Lagarde en su última rueda de prensa³ hace casi inevitable que al menos reste otra subida de 50 puntos básicos y no menos de un

³ "We have more ground to cover, we have longer to go".

endurecimiento similar con posterioridad. Más al respecto en la sección *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*.

Pese a ello, parece probable que el ciclo monetario restrictivo, subrayemos una vez más que iniciado con manifiesto retraso, concluirá antes del final de la primavera de 2023 en Occidente... aunque quizás entonces pueda haber alguna subida del tipo de referencia en Japón, bajo un nuevo gobernador de su Banco Central.

Respecto a las mayores economías emergentes, el Gráfico III.2 revela cómo, previsiblemente, ese endurecimiento monetario apenas continua (360 p.b. para la agregación de los diez países). Habiéndose iniciado con anterioridad y habiendo llevado los tipos a niveles mucho más altos en Occidente, ese proceso ha permitido contener en casi todos los casos (Turquía sigue en su realidad paralela) los preocupantes niveles de inflación previos. Además, en los pasados meses, la depreciación del dólar ayuda a reducir el impacto de la inflación importada (compras al exterior frecuentemente nominadas en la moneda estadounidense) y hace parte del trabajo de las autoridades monetarias. Solo en Indonesia, país que no había alterado su política monetaria en los últimos años, se ha iniciado recientemente, con una subida acumulada de 300 p.b. en tres meses, un necesario esfuerzo para frenar la amenaza inflacionista.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

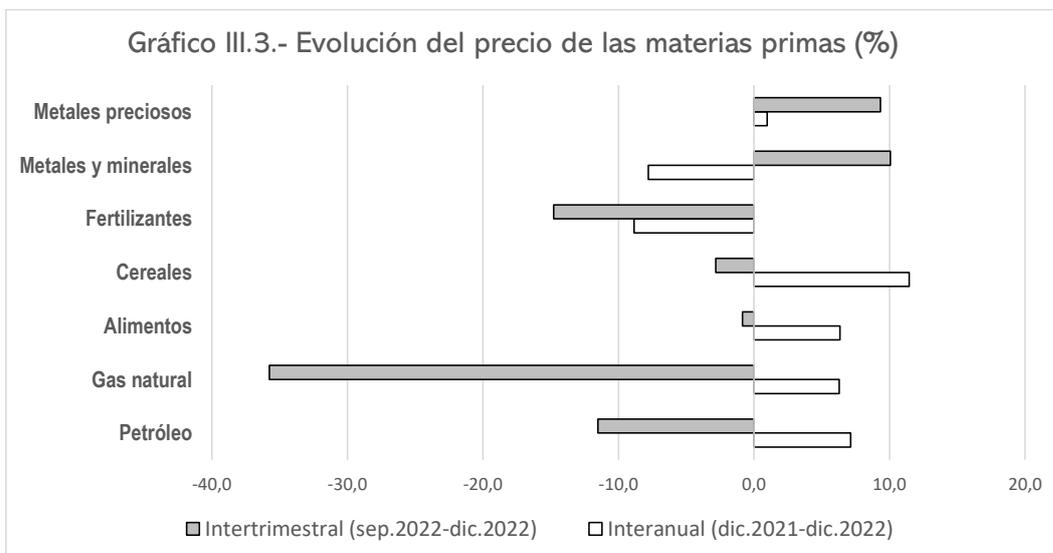
B.- Precios de las materias primas

Durante los últimos tres meses de 2022, los precios de buena parte de las materias primas han continuado con la reversión de los fuertes ascensos experimentados desde el inicio de la recuperación de la COVID-19, y acentuados en no pocos casos tras la invasión rusa de Ucrania. En efecto, como revela el Gráfico III.3, las caídas en el trimestre final del año recién concluido en las materias primas energéticas (sobre todo, el gas natural) y en las alimenticias (en particular, los cereales), han sido de magnitud suficiente como para dejar el incremento acumulado en 2022 en niveles (inferiores al 10%) que, aunque inconfortablemente altos, distan mucho de las cifras alarmantes de mediados del año. En algún caso, como el de los fertilizantes, el descenso reciente ha

sido de tal calibre que ha conducido a una caída para el conjunto de 2022 (no, claro está, si tenemos en cuenta el año anterior).

Cuidado, en todo caso, con la diferencia entre estos movimientos en los mercados internacionales y el traslado al consumidor final que, sobre todo en los alimentos, no se percibe todavía. La complejidad de los procesos de abastecimiento y el hecho de que el traslado de precios ha sido solo parcial (para preservar la demanda), hacen que aún debamos esperar para ver una moderación de esos precios.

Pero el alivio generado por esas reducciones de precios de las materias primas en 2023 será muy oportuno.



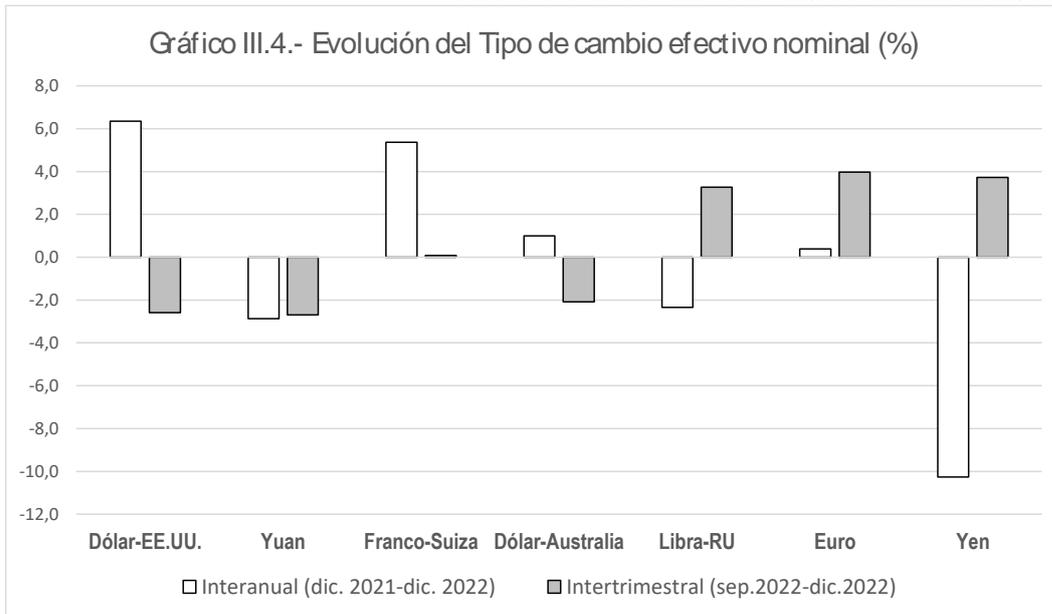
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

En sentido contrario, en estos pasados tres meses, Metales y Minerales se han encarecido un 10% en promedio, lo que solo compensa parcialmente los descensos anteriores en sus precios. El impacto sobre los mismos del pobre crecimiento chino en 2022 fue considerable, por lo que, con un mayor dinamismo en esa economía a partir de la primavera (volveremos sobre esta cuestión posteriormente), estas materias primas son las que seguirán mostrando precios al alza en 2023.

Finalmente, cerrar este epígrafe con una nota singular. El año 2022, y sobre todo su tercer trimestre, de acuerdo a los datos recopilados por el World Gold Council, han sido testigos del récord histórico de compras de oro por parte de los Bancos Centrales (y otras entidades públicas) mundiales. Con este metal precioso alcanzando su menor precio desde inicios de la pandemia, países como Rusia, China o Turquía, entre otros, han adquirido esos grandes volúmenes de oro, lo que, al menos en parte, no puede dejar de relacionarse con aumentar las reservas en activos alternativos al dólar, después de la congelación de activos rusos nominados en esta divisa por parte de Occidente a raíz de la invasión de Ucrania.

C.- Principales divisas

Más notable aún que la reversión en la evolución en el precio de muchas materias primas en los últimos meses de 2022 ha sido el cambio en la trayectoria de las grandes divisas internacionales.



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.

En efecto, la imparable apreciación del dólar durante los tres primeros trimestres de 2022, analizada en nuestros anteriores *Informes*, se ha convertido en una pérdida de valor de más del 2.5% respecto al conjunto de sus socios comerciales en 2022:IV. Las expectativas de una pronta conclusión del endurecimiento monetario por parte de la FED, así como una convicción mayoritaria de que la prevista recesión en 2023 en Occidente podría quedarse en un estancamiento o poco más⁴, han provocado esa depreciación. Pese a todo, una apreciación para el conjunto del año del 6.3% resulta muy notable.

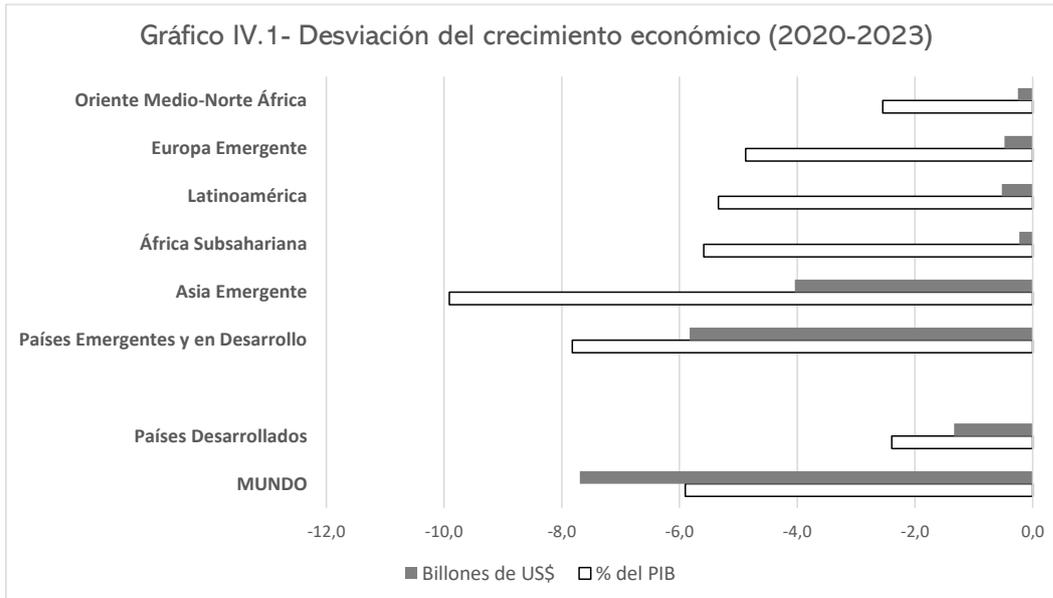
En sentido opuesto, las divisas europeas, de cuyas autoridades monetarias se espera ahora una mayor restricción adicional en los próximos meses respecto a la FED, se han apreciado en el pasado trimestre, con una intensidad tal que, para el euro, incluso se han compensado las caídas anteriores.

Lo más llamativo, en todo caso, es constatar la recuperación del yen en casi un 4% (que, con todo, deja una depreciación anual de su tipo de cambio efectivo nominal de más del 10%, la mayor en décadas). Tras este abrupto cambio se encuentran las intervenciones directas del Banco Central de Japón en defensa de su moneda en los momentos más bajos de la misma (por un total de unos 64000 millones de dólares), las mejores perspectivas para la economía nipona a raíz del final de la política de "COVID-cero" en China, o las modificaciones que el BC japonés ha establecido en su banda de control (ampliada) sobre los tipos de interés de los bonos públicos a 10 años, que algunos expertos creen puede anticipar el inicio de una restricción monetaria en un futuro próximo.

⁴ Recordemos que las crisis graves tienden a provocar la apreciación de las divisas-refugio, como el dólar estadounidense o el franco suizo, que también ha dejado de fortalecerse en el último trimestre de 2022.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Una breve recopilación del pasado inmediato para comenzar 2023: ¿cuánto han costado a la economía mundial, y cómo se han distribuido esas pérdidas, la pandemia COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania, incluso teniendo en cuenta la compensación proveniente de unas políticas macroeconómicas enormemente expansivas al menos desde 2020 hasta mediados de 2022? Veámoslo en los Gráficos IV.1 a IV.3.



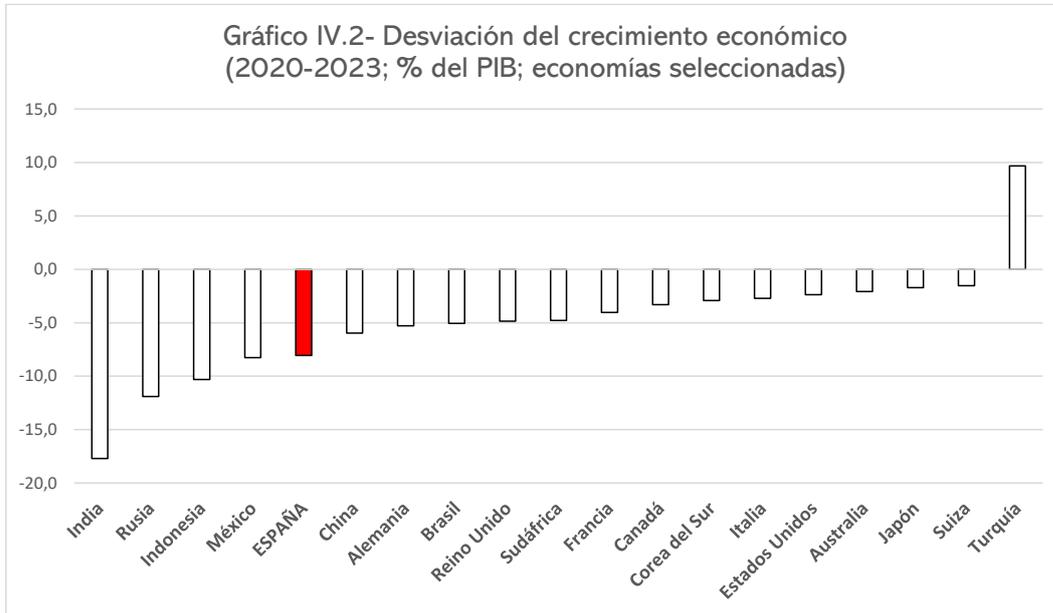
Fuente: elaboración propia. Datos y previsiones: Fondo Monetario Internacional.

Nota: La cifra en dólares corresponde a dólares internacionales a precios constantes de 2017 en paridad de poder adquisitivo.

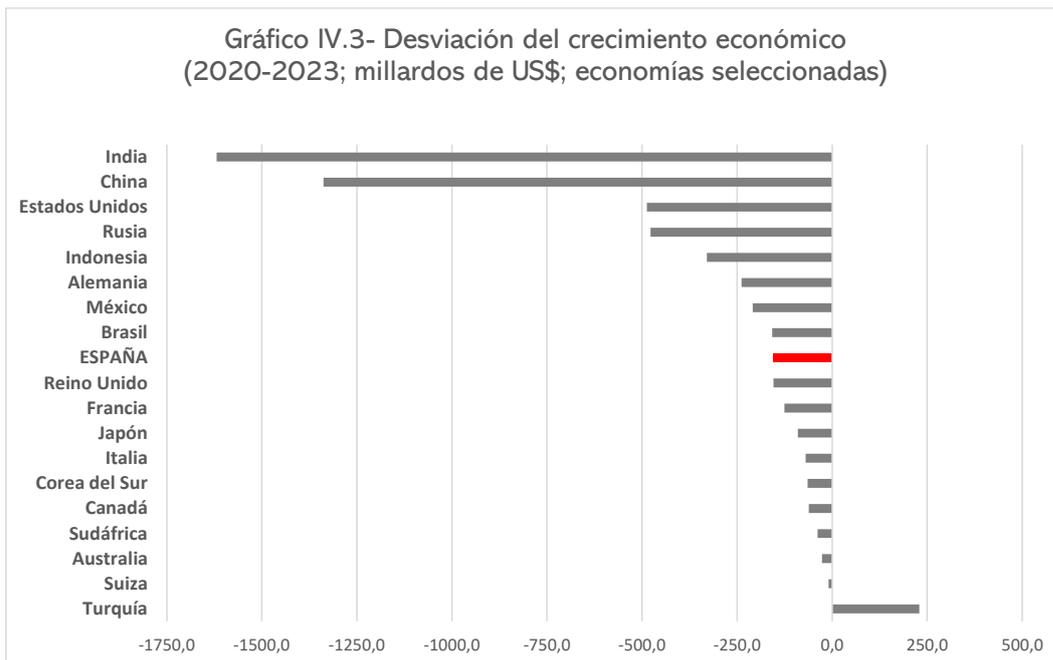
En el primero de ellos se recoge, por grandes áreas geográficas, la desviación a la baja (medida tanto en porcentaje del PIB como en billones de dólares) acaecida en el crecimiento del PIB real entre 2020 y 2023, considerando las previsiones del FMI realizadas en octubre de 2019 y las efectuadas en octubre de 2022, lo que permite recoger el impacto de los acontecimientos señalados en nuestra pregunta inicial. La pérdida acumulada se aproximaría al 6% del PIB mundial de 2019 o, en otros términos, casi 8 billones de dólares.

La diferencia entre la desviación en Occidente (2.4% del PIB) y la del resto del mundo (7.8% del PIB y el 75% del total monetario) es sustancial, y permite constatar hasta qué punto fue muy superior el soporte de las políticas fiscales y monetarias en los países desarrollados que en el resto. En el conjunto de estos últimos, ha sido Asia emergente (el área más dinámica de la economía mundial) la que ha sufrido una pérdida mayor respecto a los previsto (casi el 10% del PIB de 2019, unos 4 billones de dólares), mientras Oriente Medio-Norte de África aparece como la menos afectada, en buena medida por el flujo adicional de ingresos para sus exportadores de hidrocarburos a raíz de la crisis energética derivada de la situación en Ucrania.

Los siguientes dos gráficos muestran (como % del PIB y en millardos de dólares, respectivamente), y bajo el mismo procedimiento de estimación, el impacto diferenciado para las principales economías, tanto desarrolladas como emergentes.



Fuente: elaboración propia. Datos y previsiones: Fondo Monetario Internacional.



Fuente: elaboración propia. Datos y previsiones: Fondo Monetario Internacional.

Nota: La cifra en dólares corresponde a dólares internacionales a precios constantes de 2017 en paridad de poder adquisitivo.

En paralelo con lo que sucede por áreas geográficas, el mayor impacto se encuentra en las grandes economías asiáticas, con 3 billones de dólares menos generados respecto a lo previsto en esos cuatro años solo en China e India (que sería el país más damnificado en términos relativos, al perder un 18% del PIB de 2019, siempre medido en relación a lo esperado antes de la pandemia). No debe sorprender, siendo las economías de mayor

crecimiento en ausencia de perturbaciones tan adversas como las recientes, con margen más limitado que Occidente para compensar mediante políticas macroeconómicas, y, siendo, además, países importadores de materias primas. La presencia de Rusia entre las economías más perjudicadas (en lo que cabría definir como daño autoinfligido) tampoco sorprende, aunque, en todo caso, el descenso del PIB ruso en 2022-23 va a ser bastante menor de lo inicialmente anticipado con el estallido de la guerra.

Por el motivo ya señalado (activismo expansivo fiscal y monetario), los países occidentales seleccionados presentan menores desviaciones negativas, siendo España el de peor comportamiento entre ellos, con un impacto adverso del 8.1% del PIB sobre las expectativas. Estados Unidos, para el que la previsión antes de la invasión rusa de Ucrania era de mayor nivel de PIB al final de 2023 *con* la pandemia que sin ella, también acumula un diferencial negativo cuando se incorporan los efectos de esa invasión (en particular, por el mucho mayor y más rápido endurecimiento monetario a raíz de la misma).

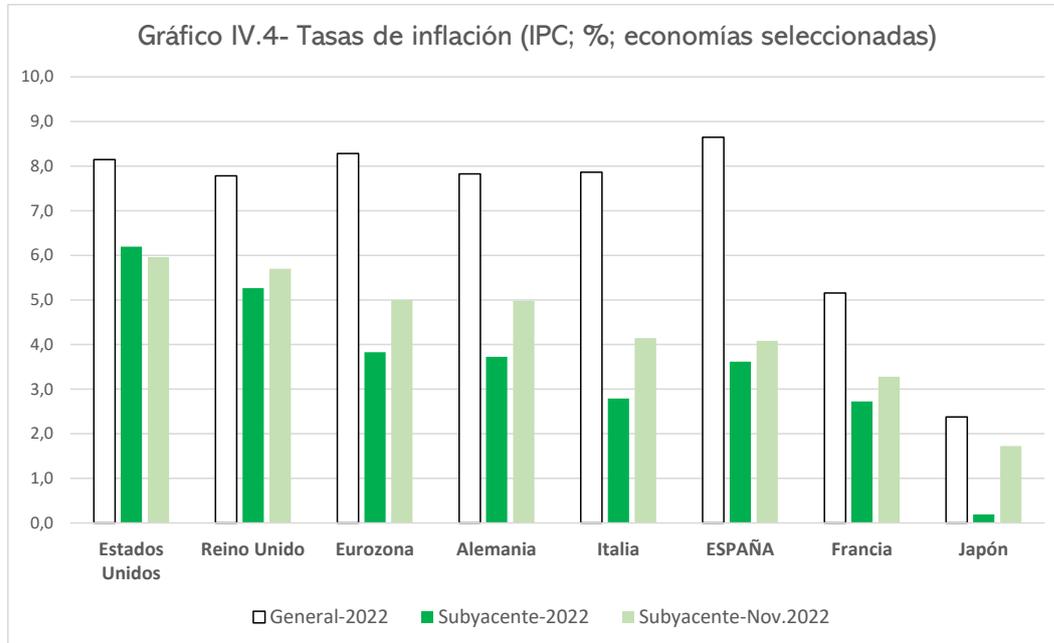
Y un comentario final e inevitable sobre el único país de la lista que crece más de lo previsto en estos cuatro años (también sería el caso de buena parte de los exportadores de petróleo y gas natural de Oriente Medio, que aquí no aparecen) pese a la pandemia y la invasión: Turquía. He aquí un ejemplo de cómo puede priorizarse un resultado económico por encima de cualquier consideración: la Administración Erdogan requiere que el PIB crezca, y a fe que lo hace. Con una inflación media en 2022 del ¡72%! , la lira en caída libre, un voluminoso déficit por cuenta corriente, el aumento de la pobreza y la desigualdad y un marcado deterioro institucional, será interesante constatar lo que ocurre con esta economía cuando se hayan celebrado las elecciones presidenciales de mediados del presente año. Será el momento de afrontar la verdadera situación del país. Pero, hasta entonces, eso sí, el PIB crece.

2.- Volvamos nuestra mirada hacia el futuro inmediato. Como ya hemos comentado anteriormente en este *Informe*, el mismo va a estar condicionado, en no poca medida, por el grado de restricción monetaria adicional a la ya realizada en el pasado semestre por los Bancos Centrales occidentales. Aunque ya hemos sintetizado nuestras expectativas al respecto en la sección previa, conviene profundizar un poco sobre los aspectos clave que influirán en la intensidad de tal contracción monetaria durante 2023.

Una primera noción relevante es que, durante este año al menos, será necesario dejar a un lado al evolución de la inflación general para centrar la atención en la subyacente (recordemos, la que no incluye el comportamiento de los precios de la energía y los alimentos no elaborados). Es sobradamente conocido que las tasas de inflación cierran 2022 a un nivel inaceptablemente elevado, pero, con la caída de los precios de las materias primas energéticas (y, en menor medida, de las agropecuarias), esas tasas se han ido reduciendo. El traslado a los consumidores finales de ese descenso, más un mero efecto base estadístico (comparación con los fuertes crecimientos de 2022), reducirá mucho más esa inflación general desde marzo de 2023⁵.

⁵ Aunque, en algunos países, jugará en sentido contrario la eliminación de las medidas de reducción de los precios energéticos aplicadas por sus Gobiernos a medida que finalice su período de vigencia.

Sin embargo, como revela el Gráfico IV.4, las tasas de inflación subyacente no solo son también muy elevadas, sino que están en aumento. La inflación en el sector servicios desempeña un papel significativo en ello, Y hay un temor extendido a que niveles del 4-5% puedan enquistarse, obligando a una segunda ronda de aumentos de tipos de interés en no demasiado tiempo. ¿De qué factores depende su evolución?



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

Nota: los datos de 2022 corresponden a los promedios de las tasas interanuales de variación del IPC de los once primeros meses del año.

Primero, como ya apuntábamos en nuestro *Foco de Atención*, del comportamiento de las rentas y, en particular, de los salarios. Es inevitable (y razonable) que el incremento salarial en 2023, más aún en un robusto mercado laboral, sea más elevado que en años anteriores de estabilidad de precios, compensando en parte la pérdida de poder adquisitivo de las familias. Pero cifras superiores al 6% de media, como en Estados Unidos, hacen muy complicada la reducción, imprescindible, de la inflación. De momento, en la Unión Europea el comportamiento salarial es más moderado. Pero las demandas de numerosos colectivos en diversos países apuntan a cifras muy superiores y difícilmente asumibles (en la medida en que se trasladarían a una segunda ronda de subidas de precios) para las autoridades monetarias.

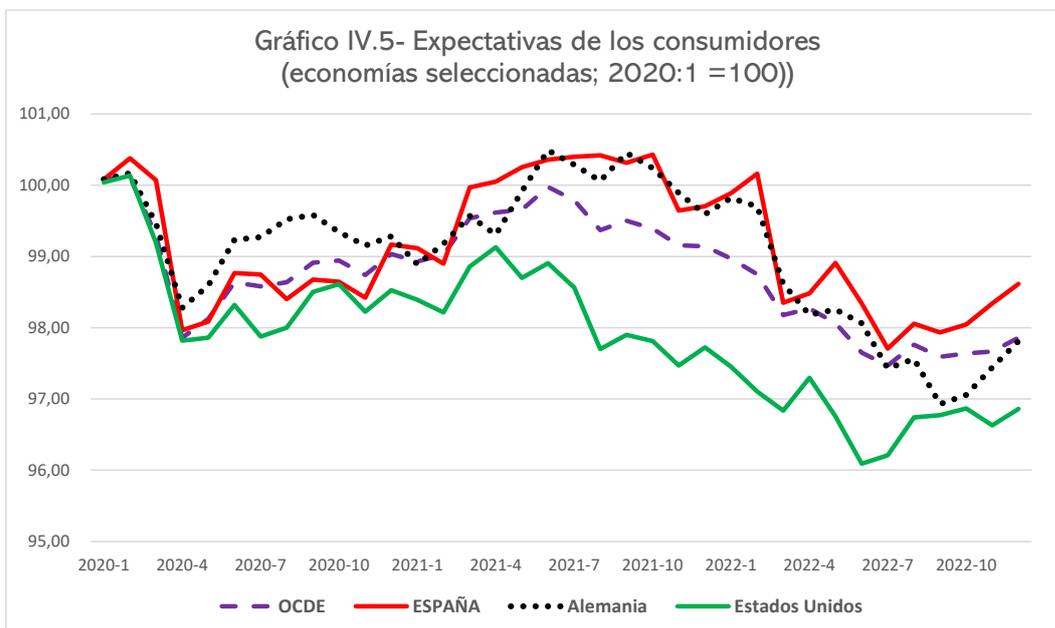
La idea, esencial, de que el coste de perturbaciones externas negativas que reducen la renta nacional deben repartirse entre todos los tipos de agentes, no parece haber calado en Occidente. Si cada cual pretende mantener su situación previa a esos shocks, el resultado general será inevitablemente peor.

Segundo, se hace crecientemente necesario que los gobiernos occidentales precisen, en tiempo y colectivos beneficiados, los subsidios y ayudas que han estado otorgando estos últimos años a empresas y economías domésticas. Es perentorio mantenerlos, de momento, para los grupos más perjudicados por la doble crisis (pandemia, Ucrania), pero no pueden mantener la generosidad del pasado. Por la presión que generan sobre

la demanda y por el impacto sobre el endeudamiento público. Las perspectivas sobre ese cambio son también dispares según los países.

Tercero, las expectativas de inflación, que, por el contrario, y después de un largo período al alza, parecen absorber con rapidez la idea de que los precios crecerán menos en breve, aunque volver al emblemático 2% aún requerirá algún tiempo.

Y, finalmente, la confianza de los consumidores. Siempre es positivo que ésta se eleve, como está ocurriendo en los últimos meses (ver Gráfico IV.5), después de un largo período de pesimismo. El despliegue del poder adquisitivo acumulado por las familias en algunos países (volvemos de inmediato sobre ello) puede suponer la diferencia entre crecimiento, aunque sea escaso, y recesión. Pero, por otra parte, una (improbable, desde luego) euforia consumista que presionase sobre una inflación excesiva complicaría la gestión monetaria. Así que mejor optimismo, pero no mucho. Sutil equilibrio.



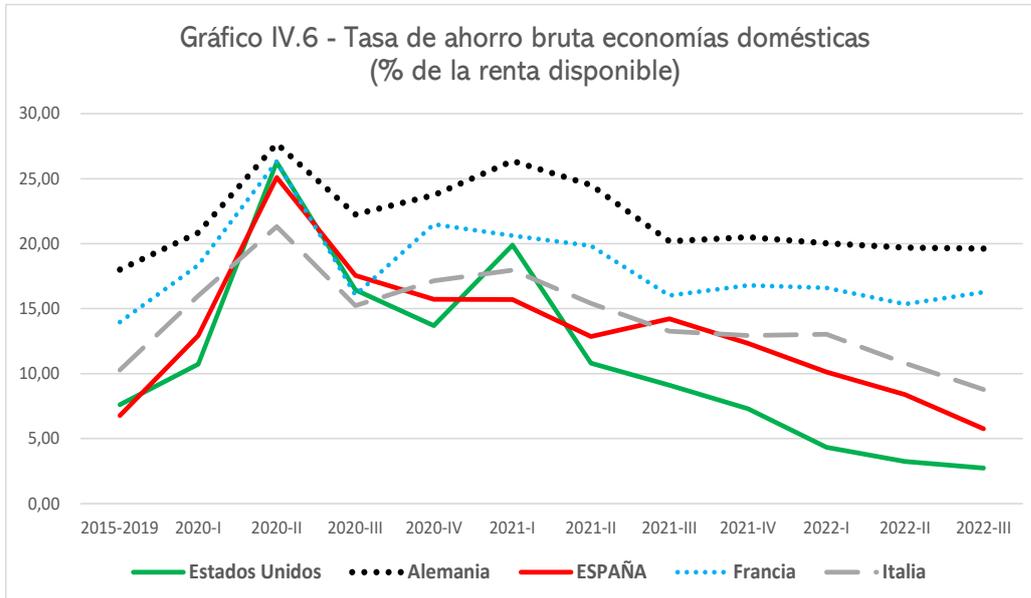
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

3.-

Regresamos a un tema ya abordado en anteriores *Informes*, esa capacidad de gasto acumulada o, en otros términos, el exceso de ahorro mantenido tras dispararse el mismo (por obligación y por precaución) durante los primeros trimestres de la pandemia. El Gráfico IV.6 nos muestra la evolución de la tasa de ahorro de las economías domésticas de Estados Unidos y las cuatro mayores economías europeas.

El ahorro excedentario forzado por la COVID (subsidijs gubernamentales más imposibilidad de gastar por las restricciones que afectaban sobre todo a los servicios con mayor contacto personal) puede estimarse en unos 3 billones de dólares, considerando Estados Unidos y la Unión Europea conjuntamente. Como observamos en el Gráfico, 2022 ha contemplado como tanto los estadounidenses como parte de los europeos, en especial en el sur de continente, presentan ya tasas de ahorro inferiores a las existentes antes de la pandemia, por lo que bien puede asumirse que han empleado ya una parte

(pero no toda) de ese ahorro excedentario. En otras economías, sobre todo en el centro y el norte de Europa, aunque las tasas de ahorro son ya menores que en 2020 y 2021, se sitúan claramente por encima de las prepandémicas, lo que revela gran prudencia en el empleo de los recursos acumulados por sus economías domésticas.



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

Ciertamente, la elevada inflación todavía supone una merma del margen de gasto real de las familias, pero no cabe duda de que existe potencial de demanda adicional en el conjunto de Occidente, aunque irregularmente repartida por países. No hay precedentes de dos shocks del tipo y la concentración temporal como los vividos estos últimos años, por lo que no resulta factible anticipar cómo o cuándo se empleará ese ahorro excedentario. No obstante, y con el ya analizado resistente mercado laboral⁶, este margen de gasto constituye el elemento que ha reforzado la idea de que una recesión en 2023, incluso aunque se produzca en algunas economías, será breve y suave.

Porque no habrá más shocks adversos, ¿verdad?

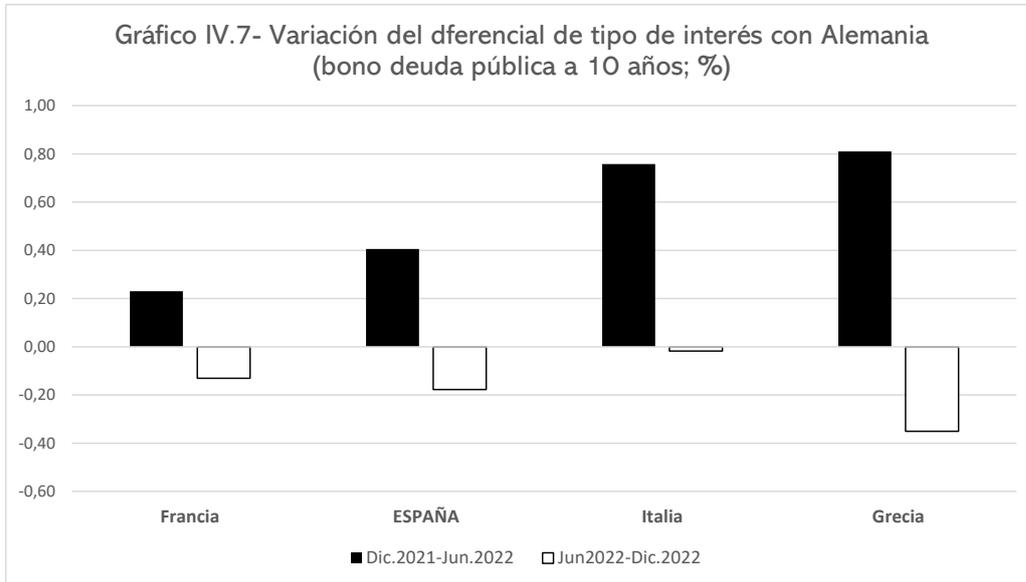
4.-

Dedicaremos ahora algunos pensamientos a la deuda pública occidental, esa que ascendió vertiginosamente del 71% al 123% del PIB entre 2007 y 2020 (118% en 2021), en principio como consecuencia y en respuesta a la Gran Recesión, la COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania. Pero no miraremos ahora al pasado, sino al presente y el futuro inmediato. Lo haremos con una buena noticia, dos serias inquietudes y un momento para el recuerdo.

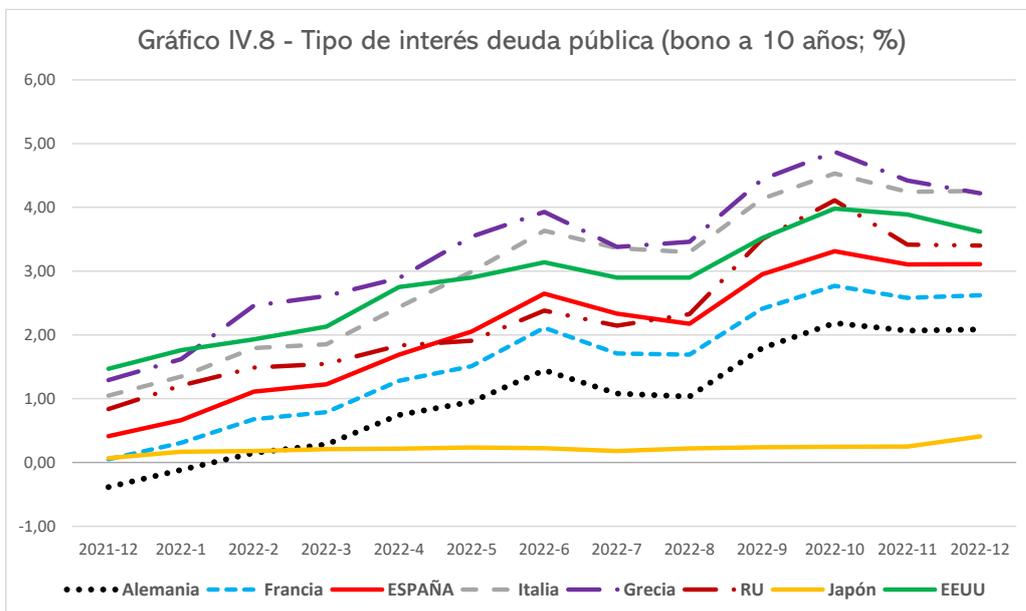
Comencemos por lo positivo. Se confirma, como muestra con algunos ejemplos significativos el Gráfico IV.7, el éxito alcanzado por el esquema de intervención (recordemos que meramente presentado, no utilizado) definido por el Banco Central

⁶ Con el debido recuerdo a quienes en los sectores tecnológico y financiero están viviendo más bien lo contrario.

Europeo para atajar el incremento de los diferenciales de interés en la deuda pública de los países de la Eurozona que se produjo durante la primera mitad de 2022. A partir de la presentación del Instrumento de Protección de la Transmisión Monetaria (TPI, por sus siglas en inglés), no solo no se han seguido incrementando los diferenciales respecto a Alemania, sino que se han reducido de manera apreciable.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo; OCDE.

Vayamos con el primero de los potenciales problemas. La conclusión de la ampliación de la expansión cuantitativa de los principales Bancos Centrales occidentales (Japón al margen), primero mediante el final de compras adicionales y, luego mediante el fin de la reinversión del dinero procedente de los activos vencidos, reduciendo por tanto la cantidad total acumulada (este paso se iniciará por parte del BCE en marzo de 2023), implica un reto apreciable. Es necesario encontrar inversores privados dispuestos a

absorber una cantidad adicional de deuda que, solo para la Eurozona, se estima en un cuarto de billón de euros, cifra aún mayor para Estados Unidos, en un momento en que los grandes compradores públicos del mundo emergente no parecen orientados (más bien lo contrario) a aumentar sus activos en dólares.

Con tipos claramente al alza (Gráfico IV.8), de momento los inversores parecen encantados con la oportunidad de asegurar cierta rentabilidad positiva de activos, en principio, seguros. De hecho, el año 2023 se ha iniciado con fuerza en los mercados de renta fija occidentales. Dicho esto, no todo el mundo está convencido de que, con una retirada completa de los Bancos Centrales, la financiación de algunos gobiernos está garantizada sin un incremento apreciable de los diferenciales respecto a los países más estables. Las miradas, como tantas veces, se fijan en Italia.

Segunda inquietud. Es inevitable que los Bancos Centrales sufran pérdidas ante la caída del precio de los ingentes volúmenes de bonos (siempre paralela al ascenso de los tipos de interés) que atesoran en sus carteras. Algunos de ellos (Bélgica, Reino Unido) ya han señalado que esas pérdidas pueden exceder las reservas disponibles de los mismos. ¿Resulta esto preocupante?

Bueno, lo que sería dramático para un inversor privado no lo es para el emisor oficial de moneda. No es posible que un Banco Central quiebre en el modelo monetario-financiero actual. Dicho esto, hay quien sugiere que, en todo caso, una situación como ésta podría exigir un respaldo formal del Estado a la solvencia del Banco Central, comprometiendo la independencia de la autoridad monetaria. Desde nuestra perspectiva, y si uno cree (lo que requiere cierta fe), que los Bancos Centrales se han comportado de manera realmente independiente de las necesidades de los gobiernos (y de las exigencias de los mercados) desde 2008, sería más preocupante que los Bancos Centrales subieran menos los tipos de lo necesario para facilitar la financiación de los Estados que las pérdidas (mayores) que deberían asumir con subidas más enérgicas de los tipos.

Eso sí, lo anterior supone un cambio notable de escenario respecto a los años precedentes. Solo el BCE, en la década que concluyó en 2021, obtuvo 200000 millones de euros de beneficios a partir de su creciente cartera de deuda, cantidad destinada a gastos de funcionamiento, aumento de reservas... y envío del excedente a los Tesoros nacionales. Este (relativamente modesto, hay que decir) ingreso desaparecerá para los mismos por un tiempo.

Y el apunte final en este ámbito: con la ampliación del margen de fluctuación tolerado por el Banco Central de Japón en la curva de la deuda pública nipona, la presión al alza sobre los tipos de la misma ha provocado la desaparición de los bonos con tipos de interés negativos, una de las grandes singularidades de la pasada década en los mercados financieros. No se olvide que alcanzaron un máximo de más de 18 billones de dólares a finales de 2020, en gran parte, precisamente, por las compras realizadas por los Bancos Centrales occidentales.

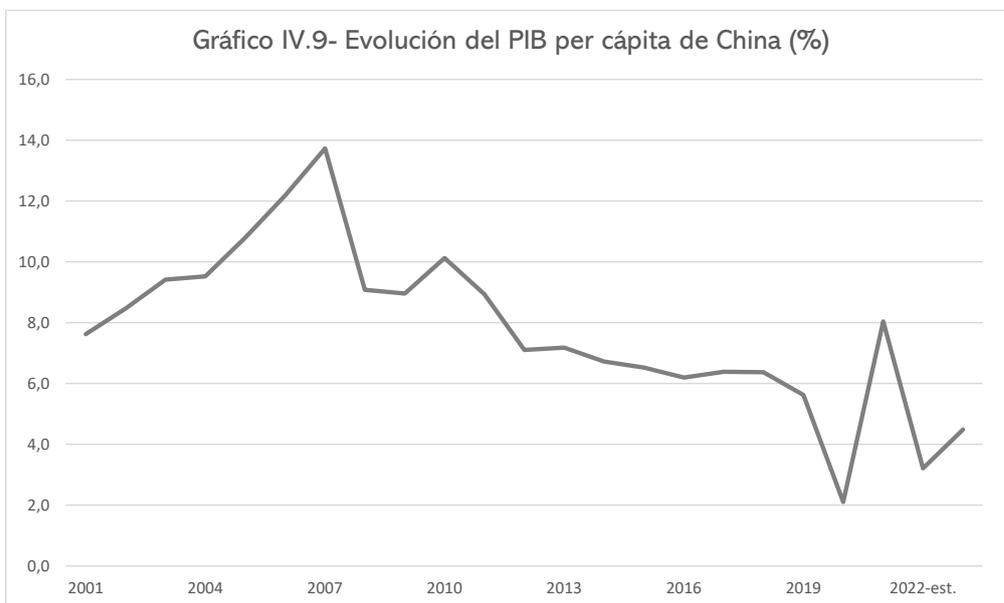
V.-

Más allá de las economías occidentales, nada resulta más importante para el crecimiento mundial que la resolución que el principal motor de avance del mismo desde la Gran

Recesión, China, realice del necesario pero torpemente ejecutado proceso de abandono de la política de "COVID-cero".

Resulta difícil entender (más allá de que el XXV Congreso del Partido Comunista había consolidado un poder para el Presidente Xi Jinping sin precedentes desde Mao Zedong, y una vez asegurado el poder era más factible realizar cambios de política) qué puede justificar la velocidad con la que el Gobierno chino ha pasado de confinamientos masivos y restricciones estrictas a una eliminación casi absoluta de las medidas anti-COVID, sin preparación previa del sistema sanitario y en pleno invierno. Parece poco creíble que un número limitado de protestas en las calles, probablemente más vistas fuera que dentro del país, esté detrás de ese cambio abrupto. Más probable, y con la perspectiva económica que aquí subrayamos, que el coste, en especial para los Gobiernos locales y regionales, de las severas medidas de control de la enfermedad y las disrupciones de la actividad provocada por las mismas, se hubiera hecho insoportable.

En todo caso, y al margen de los centenares de miles de fallecidos provocados por la caótica apertura (que oficialmente se reducirán a discreción), el impacto en los primeros meses del año de la nueva política será abiertamente negativo para la actividad económica en China. Esto dará continuidad a un año 2022 en el que no se va a alcanzar ni remotamente el crecimiento oficialmente previsto del 5.5%, continuando una tendencia a la baja desde el máximo de crecimiento chino de hace década y media (Gráfico IV.9). Aunque este menor ritmo era inevitable, como en cualquier otra economía, a medida que el país se hacía más próspero, los shocks recientes (como ya hemos mostrado en la primera *Clave del Semestre*) han empeorado sensiblemente⁷ la reciente trayectoria de la economía china.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

No obstante, salvo evolución catastrófica de la situación sanitaria, la normalización de la vida en China debe impulsar, desde la primavera, de manera muy considerable el

⁷ Junto a otros factores a los que podremos volver en un futuro *Informe*.

crecimiento económico del país, que se convertiría, así, en clave para suavizar el difícil año que se anticipa para la economía mundial.

Tanto los mercados financieros como los de materias primas clave en la industria y la construcción están anticipando ya esa enérgica recuperación china, a la que debe añadirse una relajación fiscal, monetaria y, sobre todo en lo que atañe al sector de la vivienda, regulatoria. El Gobierno chino requiere, en términos no solo económicos sino también para su dañada reputación, un fuerte avance del PIB una vez se superen los primeros meses de 2023. Uno apostaría a que así será... aunque a coste de agravar ciertos desequilibrios internos ya existentes, entre ellos el exceso de endeudamiento y la dudosa rentabilidad de no pocas inversiones.

VI.-

Por supuesto, en nuestro perfil del año que comienza, no podemos olvidar la intervención rusa en Ucrania. Una pronta, pactada (y muy improbable) resolución de la misma sería la mejor de las noticias para la economía mundial. El agravamiento de la misma o el surgimiento de conflictos serios en Oriente Medio o el Sudeste asiático, el peor de los escenarios. Pero no es este el espacio para reflexiones militares o estratégicas, así que dedicaremos un pensamiento a las recientes sanciones europeas (y el conjunto de las occidentales) sobre la venta de hidrocarburos rusos.

Cuanto menos a uno le viene a la mente el término "peculiares" si tiene que evaluar el tenor de estas sanciones, lo que, en el fondo, denota que se pretende compatibilizar tantas cosas a través de las mismas que resultan descafeinadas. Entre esos objetivos contradictorios están: penalizar a Rusia, no incrementar en exceso el coste de la energía para los consumidores europeos, no sufrir la desviación de los hidrocarburos a otros espacios geográficos – Asia – que paguen más por ellos o atender a los intereses individuales de ciertos países de la UE. De hecho, Rusia nunca había recaudado tanto dinero por sus exportaciones de gas natural y petróleo como en el año 2022.

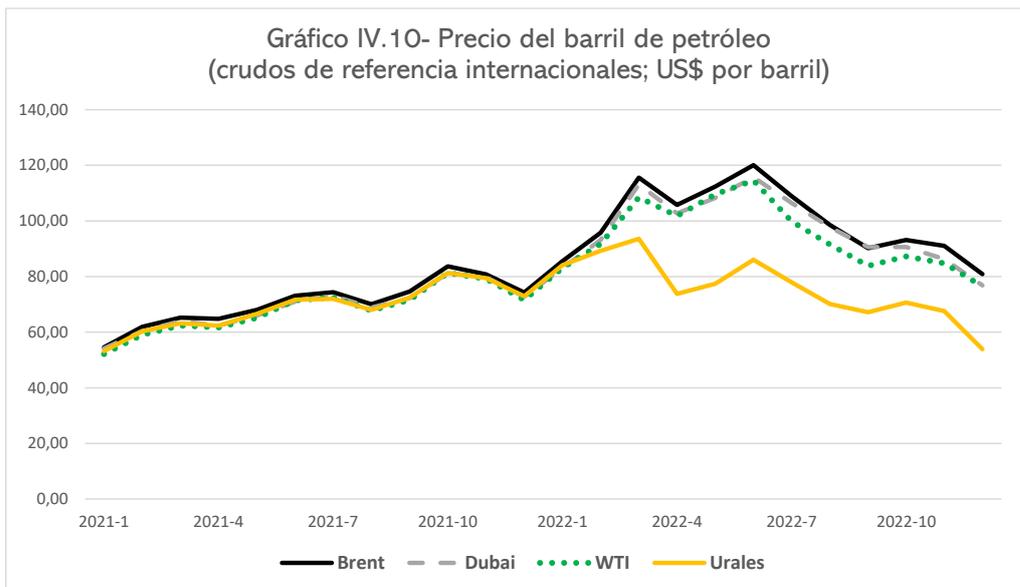
Veamos. Desde inicio del presente año, la Unión Europea deja de recibir crudo ruso transportado por buque... aunque no por oleoducto. Justo lo contrario que ocurre con el gas, para el que los flujos vía gaseoducto han caído al mínimo... mientras las importaciones de Gas Natural Licuado desde Rusia llegan al máximo registrado.

Además, se establece que Rusia no podrá vender crudo a ningún otro país a más de 60 dólares por barril; si alguien no respeta este límite, al margen del enfado de Estados Unidos y la Unión Europea⁸ no se proveerá de servicios esenciales, incluyendo aseguramiento, a ese transporte de petróleo, servicios suministrados generalmente por compañías occidentales. Previsiblemente, Rusia afirma que no venderá petróleo a ningún país que respete el tope fijado por Occidente, ha adquirido buques adicionales para el transporte y asegurará directamente los mismos.

⁸ Disgusto que parece haber preocupado bastante poco hasta ahora a China, India o Pakistán, por poner algunos ejemplos de países que, desde el inicio de la invasión, han incrementado las compras de hidrocarburos rusos.

El lector estará ansioso por conocer quiénes están cumpliendo con el límite occidental y arriesgando el corte del suministro ruso. Pues resulta que todos y ninguno. Porque, como refleja el Gráfico IV.10, el petróleo ruso (tipo Urales), cuyo precio se movía a la par con los de los tres crudos de referencia internacionales (Brent, WTI, Dubai), se vende a un descuento considerable, de entre 20 y 35 dólares por barril, desde el inicio de la invasión de Ucrania. Con el precio actual de esas referencias por debajo de 80 dólares (a la baja a medida que se ralentiza la economía mundial), el petróleo ruso se vende, sin necesidad de tope, a menos de...60 dólares por barril.

Sanciones poco sancionadoras, podría decirse.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial; NESTE.

VII.-

Cerraremos nuestras *Claves del Trimestre* de este *Informe* con una breve reflexión sobre dos piezas legislativas, una estadounidense, ya en marcha, otra europea, de pronta implementación, que han abierto un intenso debate.

Comencemos con la Inflation Reduction Act (IRA) de la Administración Biden que, como es habitual en la legislación estadounidense, abarca mucho más de lo que sugiere su nombre. En particular, la polémica versa sobre los 369000 millones de dólares dirigidos a la transformación verde de la economía estadounidense, ayudas sesgadas hacia quienes produzcan en Estados Unidos, con un trato equivalente solo para quien lo haga en Canadá y México. Evidentemente, existe un temor en Corea del Sur, Japón y la Unión Europea a que industrias críticas para la nueva economía verde se instalen preferentemente en Norteamérica, o incluso se deslocalicen hacia Estados Unidos empresas ya operativas en Europa occidental o la Asia desarrollada.

¿Alternativas? Denunciar la jugada estadounidense ante la OMC (¿todavía importa a alguien lo que diga esta institución?); negociar directamente con el Gobierno Biden (limitado en cuánto puede modificar la IRA por un Congreso en el que ya no tiene mayoría); o reducir seriamente las exigencias europeas para la concesión de ayudas públicas e igualar (o superar) los subsidios estadounidenses. Sin renunciar a la segunda

opción, se va imponiendo la idea de avanzar hacia la tercera. Hay demasiadas empresas y empleos de calidad y de futuro en juego.

Aunque en un plano diferente, también la transformación verde está detrás de la nueva normativa de la Unión Europea, recién aprobada, el Carbon Border Adjustment Mechanism (CBAM), que, al contrario que en el caso anterior, hace exactamente lo que su nombre indica: establecer un canon a los importadores por el contenido de carbono generado en el proceso productivo de las compras realizadas en el exterior de la Unión Europea. Con ello, se pretende compensar los costes para los productores europeos de los permisos de emisión que debe comprar según lo establecido en el Emission Trading System (ETS) interno a la UE.

Aunque la articulación de un esquema similar se espera en otras economías (al menos, en algunas desarrolladas), en este caso la propuesta europea ha levantado críticas de los principales socios comerciales de la UE, que contemplan el Mecanismo como un ejemplo de proteccionismo sofisticado. Particularmente conflictivo es el hecho de que múltiples productores europeos en sectores críticos reciben permisos gratuitos para emitir y, aunque se está en un período de transición hacia la eliminación de esa gratuidad, todavía estarían vigentes con el CBAM ya funcionando, lo que violaría abiertamente las normas de la OMC (de nuevo, ¿todavía importa a alguien lo que diga esta institución?). En todo caso, el riesgo de represalias comerciales es apreciable. Pero, con el ETS en marcha y los permisos de emisión encareciéndose en el futuro, si la UE no arbitra un mecanismo como el CBAM, corre también un serio riesgo de deslocalización de industrias críticas e intensivas en energía.

V.- EL MUNDO EN DOS VARIABLES

Siguiendo con la pauta iniciada en los *Informes* previos, concluiremos el mismo con la presentación de dos indicadores macroeconómicos de interés que permiten comparar los tres grandes grupos de economías mundiales: países desarrollados, países emergentes y países en desarrollo⁹. Recordamos al lector la estructura seguida en este análisis. 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. Ver en el *Anexo del Informe de julio de 2022* los datos de la población y el porcentaje del PIB mundial de las 30 economías seleccionadas.

La aproximación temporal seguida es la siguiente: 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 rebote inicial de la misma (2021).

En este *Informe* mostraremos la evolución de variables estrechamente ligadas al crecimiento económico: primero, la fuente principal del mismo, al menos en el medio y el largo plazo, es decir, la productividad del trabajo¹⁰. A continuación, revisaremos la trayectoria de la tasa de inversión (en capital físico) en las economías seleccionadas, factor esencial para anticipar el nivel de crecimiento alcanzable en el futuro.

V.1.- EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD POR TRABAJADOR

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

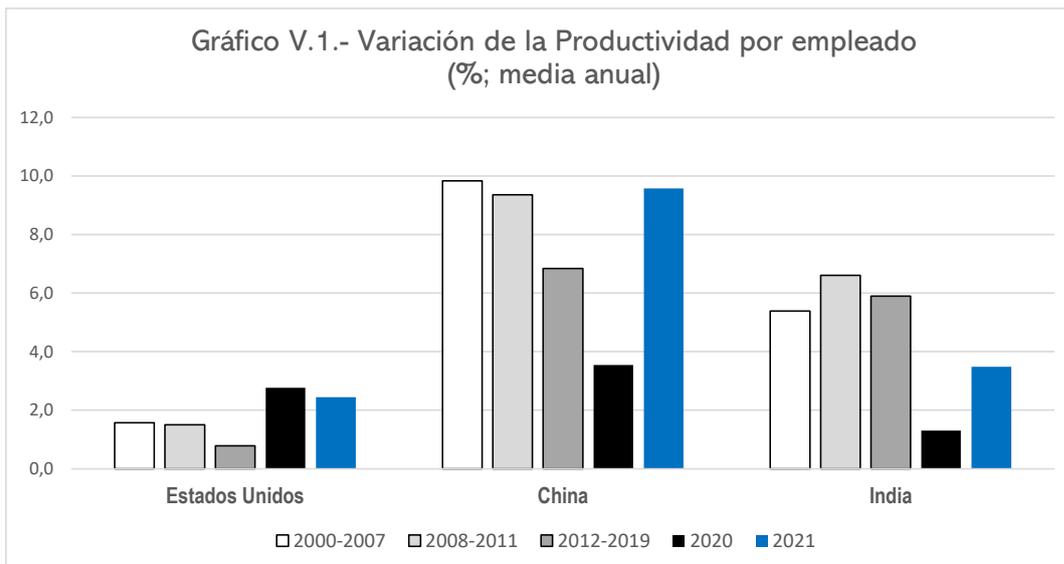
Comenzando por las economías desarrolladas, debe resaltarse la mediocre (y decreciente), trayectoria de esta variable esencial para el crecimiento. Los resultados serían incluso más remarcables si contempláramos la continua caída de ese avance de

⁹ 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.

¹⁰ La productividad por hora trabajada refleja con mucha mayor precisión que la productividad por trabajador aquí utilizada el sentido que tiene esta variable, el de reflejar la eficiencia en el uso de los factores productivos a disposición del empleado. No obstante, la falta de datos sobre horas trabajadas en mucho países no desarrollados nos obliga a emplear la productividad por empleado.

la productividad desde la década de los setenta del siglo pasado hasta la actualidad. Con crecimientos inferiores al 1% de media anual, se trata de uno de los grandes problemas estructurales de las economías occidentales. Nótese en el primer gráfico que la situación, aunque no favorable, es algo menos preocupante en Estados Unidos.

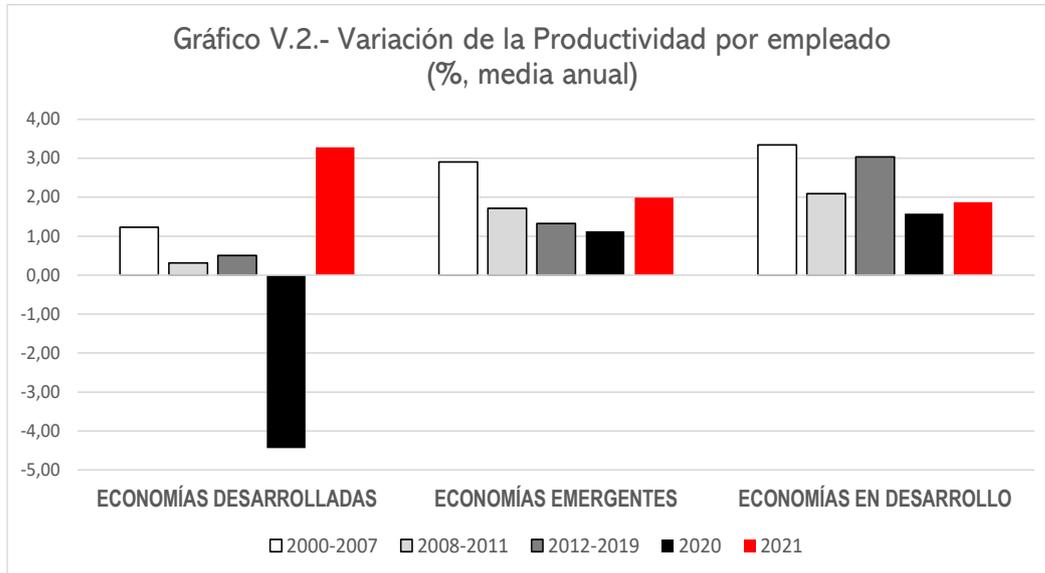
La otra nota que subrayar es el comportamiento de esta variable durante la pandemia, tan dispar entre Estados Unidos y todo el resto de las economías. Así, mientras en el resto del mundo se produce un fuerte descenso en el avance de la productividad en 2020 (incluyendo una caída sin precedentes en el resto de las economías occidentales), con una enérgica recuperación en 2021, la trayectoria en Estados Unidos es la opuesta. La explicación, claro está, se encuentra en la respuesta a la pandemia COVID-19. El fuerte descenso del PIB fue generalizado. Sin embargo, muchos países, sobre todo en Occidente, hicieron un esfuerzo por proteger el empleo, ante lo que se presumía (y fue, en términos económicos) un shock de corto plazo. Con mucha menos actividad y similar empleo, la productividad medida desciende. Con la recuperación de 2021, el proceso es el opuesto. Estados Unidos, donde no se protegió el empleo (las ayudas a las familias se concretaron en cheques directos a las mismas, con independencia de la situación laboral), lógicamente observamos una evolución inversa en esos dos años.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Respecto a las economías no occidentales, aunque con tasas de crecimiento superiores (esperables, por otro lado, dado el mucho mayor margen de mejora en la eficiencia en la producción), la trayectoria es igualmente preocupante, con un descenso continuado (mayor en los países emergentes que en aquellos en desarrollo) que puede suponer un freno notable al avance de la renta per cápita de las mismas. Solo si esta tendencia coincidiera con una fuerte caída de las horas trabajadas (lo que significaría que la productividad por hora avanza con fuerza, aunque no lo haga la productividad por trabajador), estaríamos hablando de un resultado potencialmente positivo, en el que el PIB crece menos pero aumenta el ocio de los individuos (asumiendo que trabajan menos por voluntad propia). No hay ninguna razón para pensar, a falta de datos, que esa opción sea correcta.

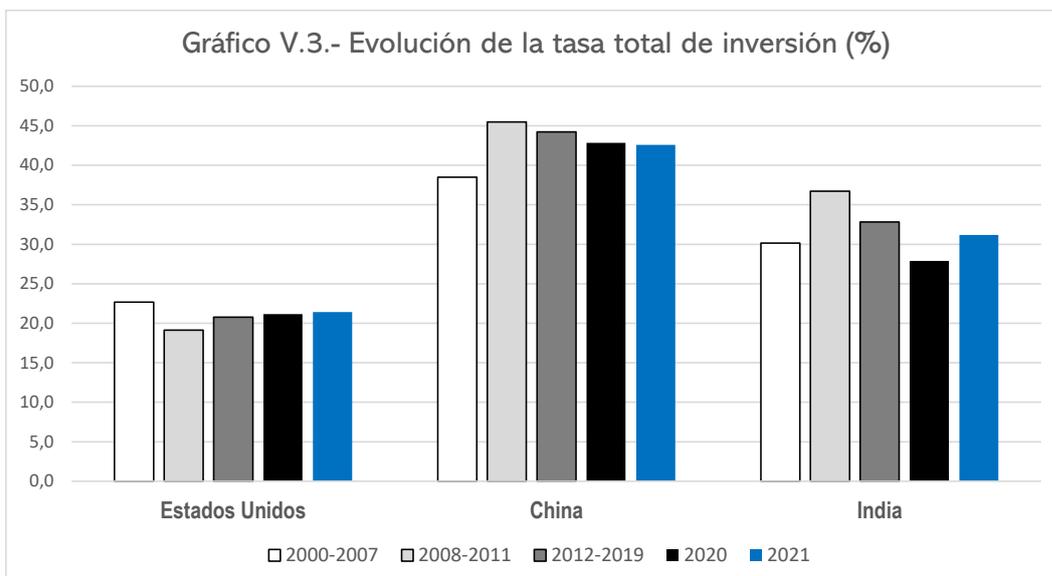
Finalmente, hay que apuntar que la trayectoria de las dos grandes economías asiáticas no es diferente a la general del mundo emergente y en desarrollo, sobre todo en China, pero las tasas de crecimiento (véase el Gráfico V.1) siguen siendo bastante más dinámicas que en el resto de grandes economías internacionales.



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

V.2.- EVOLUCIÓN DE LA TASA DE INVERSIÓN

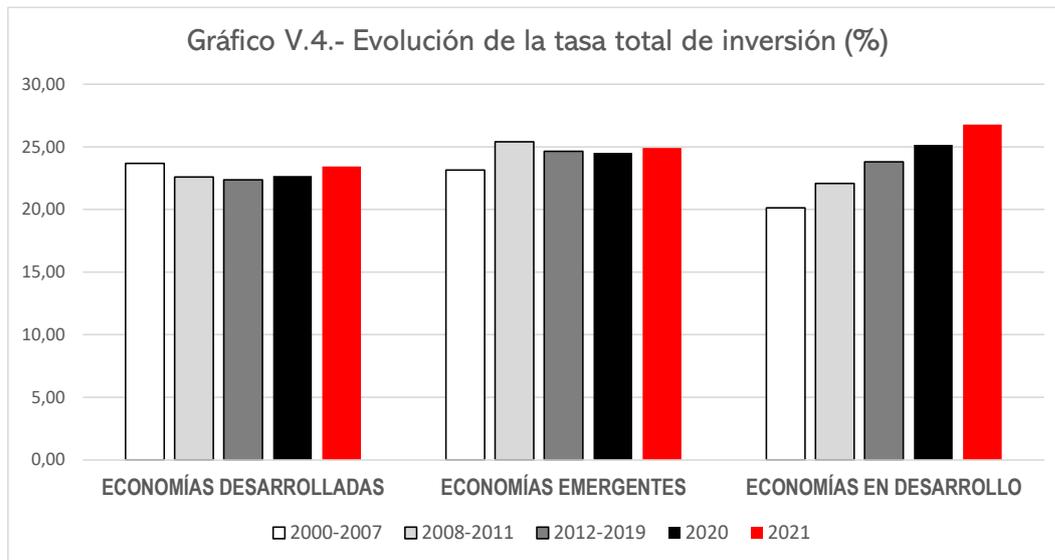
Los Gráficos V.3 y V.4 muestran la trayectoria de las tasas totales de inversión en capital físico de las áreas económicas definidas en nuestro análisis.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Respecto a las economías líderes de cada zona, ninguna sorpresa. Tasas que se mantienen en un (más bien modesto) 20% del PIB en Estados Unidos, contrastan con las bien conocidas tasas superiores al 40% que sigue presentando la economía china. Aunque entendidas como clave para el espectacular crecimiento del país desde hace

décadas, deben considerarse en estos momentos como excesivas, por la limitación que implican del consumo interno y, sobre todo, porque la rentabilidad de esas inversiones es cada vez menor, mientras los desequilibrios provocados por la misma, sobre todo en el sector de la construcción, son muy preocupantes. India ha seguido sin aproximarse siquiera a los niveles chinos de inversión, lo que ha limitado considerablemente el despegue de su economía, en particular por las deficiencias en las infraestructuras. No obstante, de mantenerse por encima del 30%, como antes de la pandemia, la economía india debe acelerar la resolución de esos problemas. La estrategia de la Administración Modi de acercarse al modelo chino (más manufacturas, menos dependencia relativa de determinados servicios para el crecimiento económico) anticipa que esa tasa de inversión se mantendrá o, más aún, se incrementará.



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

Respecto a las agrupaciones de economías (Gráfico V.4), procede realizar al menos un par de observaciones. Primero, la similitud y estabilidad de las tasas de inversión en los países desarrollados y los emergentes. Con mucho mayor margen de crecimiento (y de realizar inversiones rentables económica y socialmente) en los segundos, este resultado es preocupante, porque nos referimos a tasas que apenas rozan el 25%. Pero entre esos países emergentes hay una diferencia esencial por áreas geográficas, que se reproduce en las economías en desarrollo: todas las economías del sudeste asiático de nuestra muestra, con la excepción de Filipinas y Tailandia, presentan tasas de inversión sistemáticamente superiores al 30% del PIB. Estos niveles son excepcionales para el resto de los países, para los que solo encontramos cifras similares en Tanzania o Etiopía. En muchos de éstos, desde Brasil a Sudáfrica, desde Pakistán a Egipto, el esfuerzo inversor es, simple y tristemente, del todo insuficiente para garantizar un robusto crecimiento económico de los respectivos países.

Por último, notar que se percibe un aumento de la tasa de inversión en el mundo emergente, positivo aunque todavía muy insuficiente, además de condicionado a la referida disparidad geográfica. Por otra parte, los graves problemas de endeudamiento desencadenados por la COVID-19 y las implicaciones sobre los precios de importaciones críticas para estos países de la invasión rusa de Ucrania, ponen en serias dudas que esa trayectoria alcista pueda sostenerse durante los próximos años.