

Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



VNIVERSITAT  
E VALÈNCIA

# INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Abril-2023



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

*Informe completado el 18 de abril de 2023*

## INTRODUCCIÓN

La inesperada inestabilidad financiera acaecida hace unas semanas ha sido el último elemento que complica, a todos, y en particular a los Bancos Centrales, la lectura de la situación económica en Occidente y, con ello, las próximas decisiones a tomar.

La persistencia (e incluso ascenso reciente) de la inflación subyacente, la fortaleza del mercado laboral, la trayectoria alcista de salarios y beneficios empresariales, el temor a repetir los errores de los años setenta del siglo pasado, o los recortes en la producción de petróleo por la OPEP+ son factores que exigirían que el ciclo de endurecimiento monetario continuase por un tiempo, a la par que se recuperase una cierta disciplina fiscal, dados también los niveles de deuda pública acumulada. En sentido opuesto, justo lo contrario reclamarían un crecimiento económico tenue, la merma de poder adquisitivo que suponen dos años de inflación (muy) excesiva, la percepción de que las subidas de tipos empiezan a tener efectos en ciertos ámbitos, como el inmobiliario, o el riesgo de una fuerte restricción del crédito dada la inestabilidad de la situación y esas recientes dificultades de parte del sistema bancario a ambos lados del Atlántico. Este debate se recogerá extensamente en el conjunto de secciones de este segundo *Informe Trimestral* del año 2023.

Comenzaremos dedicando el *Foco de Atención* a la causa directa (junto a la incompetencia en la gestión de las entidades afectadas y la velocidad de transmisión de cualquier turbulencia en la actualidad) de los problemas financieros en Estados Unidos: el ascenso vertiginoso de los tipos de interés a largo plazo (y correspondiente caída de los precios de los bonos) en el último año y medio. No olvidemos que, más allá del coste sobre las posiciones de múltiples inversores (no solo bancos), en un mundo endeudado en extremo, el encarecimiento de la deuda puede tener consecuencias severas, al margen de las que ya se están percibiendo en numerosos países en desarrollo.

En la sección de los *Precios Internacionales de Referencia*, como es habitual, repasaremos la evolución reciente de los tipos de interés (va aumentando el número de Bancos Centrales que dan por concluido el ciclo alcista de los mismos), de las materias primas (cuya trayectoria a la baja empieza a transmitirse, con los previsibles meses de retraso, a los consumidores finales) y de las principales monedas internacionales (con el dólar resintiéndose poco de los problemas en el sistema bancario estadounidense).

En *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, nos centraremos en varios de los diferentes aspectos que sostienen las dos posiciones tan opuestas que comentábamos en el primer párrafo de esta *Introducción*. Hablaremos del todavía fuerte mercado laboral, pero también del debilitado hipotecario, de cómo corregir (o no) la inequívoca asimetría monetaria (y sus consecuencias) del último cuarto de siglo, de cómo la inflación no prevista sí parece tener algún beneficiario, o de los momentos particulares que se viven en lugares tan dispares como Japón o Nigeria.

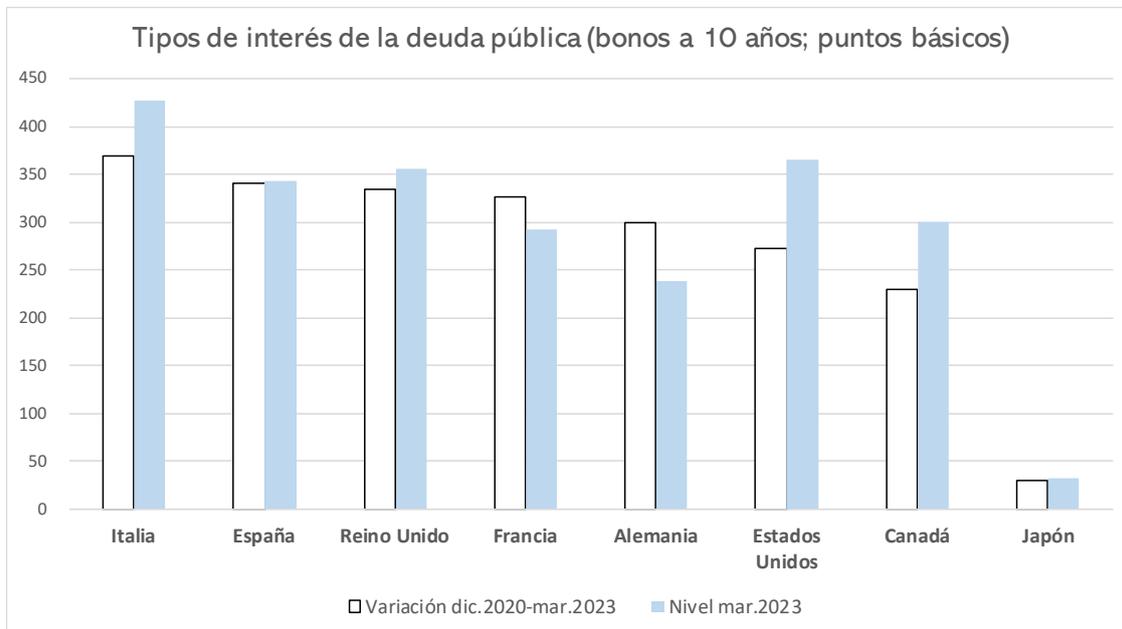
Por último, en la sección *El mundo en Dos Variables*, presentaremos la evolución de los niveles de deuda pública y privada globales desde inicios del siglo XXI, cuyo comportamiento al alza (tanto en el mundo emergente como en el desarrollado), ha obligado al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, en sus reuniones

*SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. ABRIL 2023*

semestrales, coincidentes con la realización de este *Informe*, a alertar seriamente sobre esa evolución y sus potenciales consecuencias negativas, algo que, por otra parte, el seguidor de estas páginas habrá podido leer aquí con anterioridad.

Con este cuarto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, deseamos seguir proporcionando a sus lectores las claves para entender la compleja e inestable situación de la actual economía mundial.

## II.- FOCO DE ATENCIÓN: antes o después, debía ocurrir



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; Bancos Centrales Nacionales

Múltiples factores concurren para explicar la reducción continuada en los tipos de interés de largo plazo en los países desarrollados en el pasado cuarto de siglo. Algunos tenían un perfil casi estructural, como el exceso de ahorro global respecto a los niveles de inversión (si hay más oferta que demanda de fondos, se reduce el coste de estos) o la estabilidad de precios (la inflación esperada, que permite compensar al inversor por su pérdida de poder adquisitivo, es uno de los factores que inciden en el tipo de interés de la deuda a largo plazo).

Sin embargo, cuando en los últimos años la deuda pública occidental, primero la de los países con mayor credibilidad, luego la del resto, primero a plazos moderados, luego incluso la emitida a 30 años, redujo su coste a niveles cercanos a cero e incluso negativos<sup>1</sup>, era no solo razonable sino necesario anticipar que, más pronto o más tarde, ese escenario debía cambiar, con implicaciones extraordinariamente negativas. Porque, en el fondo, todo el mundo es consciente de que tipos de interés de ese calibre suponen una pérdida para el inversor si se mantiene el bono hasta su vencimiento. Por tanto, solo se adquiere esa deuda para venderla en el mercado secundario a quienes esperan tipos todavía más bajos, es decir, precios aún más altos<sup>2</sup>. Y estos la compran para volver a vender a los siguientes en la cadena. Es decir, se negocia no por el valor intrínseco del activo, sino por la posibilidad de reventa temprana a mayor precio. O sea, la definición exacta de burbuja. Una de las distorsiones más importantes generada por la política

<sup>1</sup> Hasta 18 billones de dólares de títulos de deuda pública con tipos de interés menores a cero en su máximo, a finales de 2020.

<sup>2</sup> Los movimientos opuestos de tipos de interés y precios de los bonos son una de las claves del funcionamiento de los mercados financieros.

monetaria extremadamente laxa de los últimos quince años (más al respecto en nuestras *Claves del Trimestre*) ha sido nada menos que una monumental burbuja en los mercados de deuda pública occidental.

Ciertamente, no solo la política monetaria influyó en ese colapso de los tipos de interés de la deuda pública, con sus tipos de referencia a cero y sus masivas adquisiciones de tal deuda. Factores como la elevada incertidumbre del período, o el secular envejecimiento demográfico tienden a generar más ahorro y más demanda de activos seguros, como, en principio, la deuda de los gobiernos occidentales. Y, claro está, la nueva regulación bancaria, surgida a raíz de la Gran Recesión, incidió en la necesidad de aumentar el capital y la liquidez de la banca, lo que, no podía ser de otra forma, ha supuesto una década de acumulación de deuda pública por parte de las entidades a ello obligadas. Lástima que la regulación cotidiana no hiciera su parte del trabajo, con la reducción del perímetro regulador (en Estados Unidos<sup>3</sup>) y la no consideración de escenarios adversos respecto a los movimientos de tipos de interés en los famosos (y no parece que muy estresantes) test de esfuerzo.

Y entonces llegó la inevitable subida de tipos. Tardía, como se ha insistido múltiples veces desde estos *Informes*, donde también se ha reflexionado sobre el ascenso no transitorio de la inflación. Una subida de tipos muy rápida, como consecuencia. Las pérdidas en papel de toda esa deuda adquirida a tipos mínimos eran potencialmente enormes. Las reales, de aguantar los bonos hasta el vencimiento, menores, aunque, con todo, costarán muchos miles de millones de dólares, por ejemplo, a los Bancos Centrales (ver nuestras *Claves del Trimestre del Informe de enero* de este año al respecto).

Pero, si te ves obligado a vender, por una retirada masiva de depósitos no cubiertos por el Estado y afectados por el pánico, y no tienes otros activos, las pérdidas en papel se materializan, en especial si has sido lo bastante incompetente para no haber estructurado ninguna cobertura ante esa eventualidad (la subida de tipos, que, por cierto, llevaba ya un año en marcha cuando estalla la crisis). He aquí el Silicon Valley Bank (SVB) como ejemplo máximo de la debacle, con algún otro banco caído, muchos afectados y otros más esperando a no tener que materializar los 700 millardos en pérdidas potenciales en títulos del Tesoro que se calculan, solo en Estados Unidos, por el endurecimiento monetario. Y mejor no comentar las implicaciones similares de las caídas en el mercado inmobiliario no residencial, por ejemplo.

Existe el convencimiento de que, con la mejora de la regulación, estos casos, o el muy diferente de Credit Suisse, son episodios aislados y no habrá un contagio generalizado que amenace al conjunto de la economía occidental. De momento, parece ser así. Lo mismo que pareció tras los primeros problemas bancarios en 2007 y primavera de 2008. El hundimiento del sistema solo llegó en septiembre de ese 2008. Esperemos que la historia no se repita, pero no parece que la regulación, al menos en Estados Unidos, sea garantía de ello.

---

<sup>3</sup> Resulta cuanto menos sorprendente que, en el momento de producirse la reciente crisis, 2200 bancos europeos estuvieran sometidos a las regulaciones de Basilea III, mientras solo ¡14! estadounidenses lo estaban, bajo el poco inocente argumento del excesivo coste de cumplimiento de la regulación para los bancos locales, estatales y sectoriales, que redujo ese perímetro regulador a partir de 2018.

Una nota final. El rescate. “Demasiado grande”, “demasiado interconectado” ..., siempre hay un adjetivo para justificar el rescate a un banco. Ahora esta salvadora intervención pública se debe a que SVB es “demasiado estratégico”. Si dejamos caer al sector tecnológico de Silicon Valley (la mitad de las start-ups tecnológicas californianas eran clientes del SVB, y sus depósitos se habrían perdido sin la garantía federal) solo ganará China, reza el argumento de los defensores de la intervención pública.

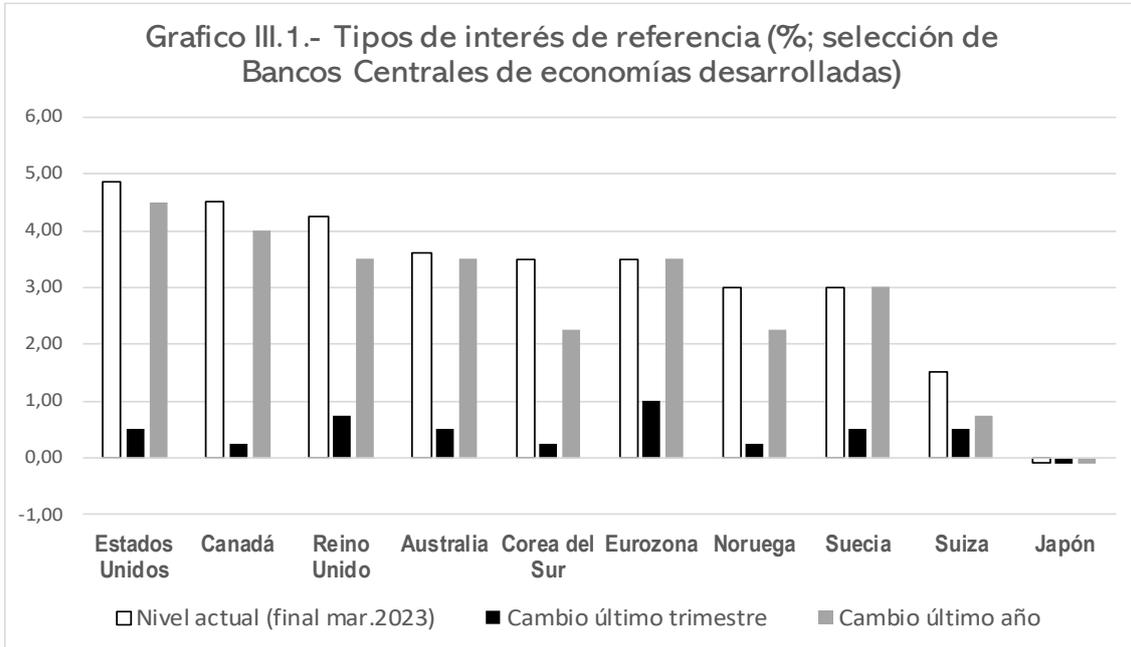
Es irónico (e hipócrita) que quienes han demandado ese rescate a voz en grito sean nada menos que (casi todos) los adalides del mundo tecnológico y los capitalistas que los financian, exactamente los que siempre reclaman la disminución del papel del Estado en la economía estadounidense. ¡Viva el riesgo moral! ¿Quién va a ser prudente, si está tímidamente regulado y será rescatado ante cualquier problema fruto de sus actuaciones?

Aunque claro, hay otra perspectiva. Si una política monetaria extrema genera distorsiones masivas en los mercados, entre ellos el de deuda pública, si los reguladores obligan a los bancos a comprar esa deuda como garantía de estabilidad, y si esas mismas autoridades relajan los criterios de regulación por motivos muy discutibles, ¿no es lógico que sean quienes han ejecutado esas políticas los que acudan al rescate?

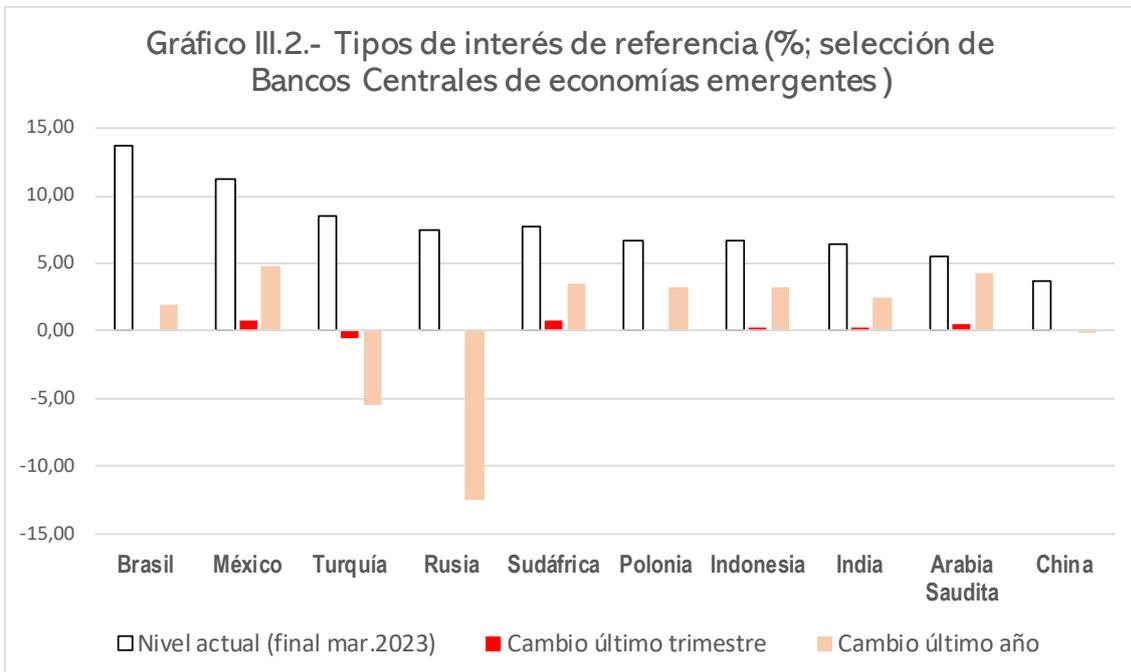
Mejor aún, ¿qué tal si evitamos nuevos ejercicios monetarios extremos, volvemos a ampliar el perímetro regulador, ajustamos micro y macro supervisión a las circunstancias cambiantes, siempre pecando de prudencia, y dejamos claro que no habrá más “demasiado [+ adjetivo]”? Quizás sea mucho pedir.

### III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

#### A.- Tipos de interés de referencia



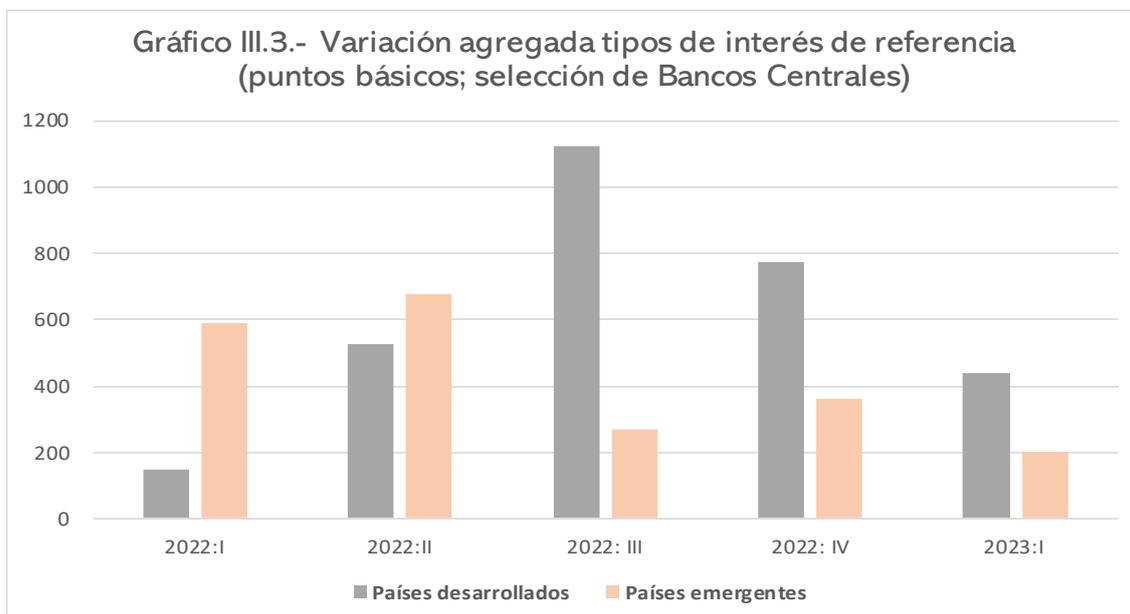
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Los Gráficos superiores, en línea con lo habitual en esta sección de nuestro *Informe*, revelan las modificaciones en la política monetaria de los grandes países desarrollados y emergentes, tanto en el último trimestre como en el pasado año, precisamente el momento en el que las autoridades monetarias de Occidente, por fin, decidieron cambiar el tenor de sus políticas (nótese que el nivel actual de tipos en los países desarrollados es el derivado de los incrementos en este último año). Al margen de Japón (volveremos

sobre la situación nipona en nuestras *Claves del Semestre*), Turquía (sometido a la realidad paralela marcada por su Presidente) y Rusia (con las decisiones monetarias, como el resto, condicionadas por la guerra en Ucrania), se muestra en los Gráficos tanto la intensidad del endurecimiento monetario como la progresiva suavización del mismo.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Observemos con mayor nitidez este doble proceso en el Gráfico III.3. En el mismo se recoge la agregación del conjunto de cambios monetarios realizados por los veinte Bancos Centrales habituales en esta sección, los que aparecen en los dos Gráficos previos, durante los últimos cinco trimestres<sup>4</sup>. Tres aspectos sobresalen: primero, las autoridades del mundo emergente reaccionaron con mayor presteza a las tensiones inflacionistas que sus homólogas occidentales. De hecho, en varios casos ya habían introducido subidas de tipos en el año 2021, ausentes en Occidente. En consecuencia, han ralentizado también antes el endurecimiento monetario. Segundo, la intensidad acumulada de los incrementos en Occidente no se había visto en más de cuatro décadas (3000 puntos básicos en cinco trimestres entre solo nueve Bancos Centrales, dado el inmovilismo estoico del Banco Central de Japón). Tercero, la marcada forma de U invertida es una prueba más del agudo retraso en cambiar el ciclo monetario, al obligar a una dureza y una velocidad inusitadas en las decisiones monetarias de la segunda mitad de 2022.

Con el intenso debate señalado en la *Introducción* de este *Informe*, con factores que siguen sugiriendo la necesidad de seguir aumentando los tipos de interés y otros que justificarían un cese inmediato de las subidas, podemos esperar que el segundo semestre de 2023 suponga el final del ciclo restrictivo en Occidente e incluso el inicio de una cierta relajación, muy limitada, en algunas economías emergentes.

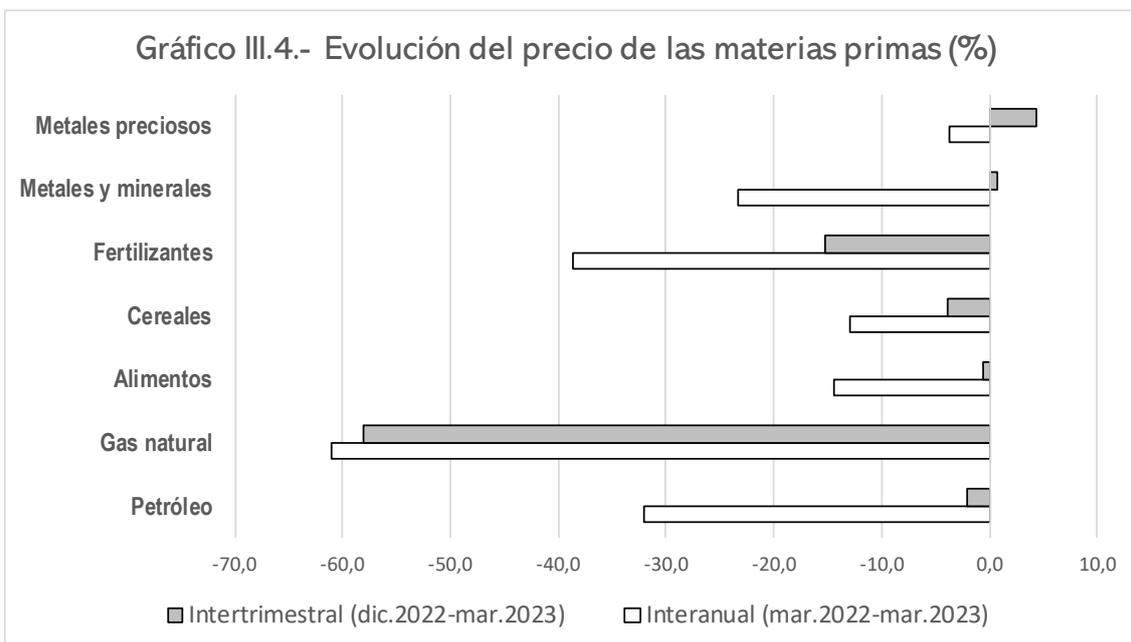
<sup>4</sup> Las subidas, primero, y descensos, después, de más de mil puntos básicos implementados por el Banco Central de Rusia a raíz de la invasión de Ucrania, se han excluido de los cálculos por no tener relación alguna con lo que se habría producido en una situación normal.

Sobre lo que nos espera en un futuro más a medio plazo, realizaremos algunas reflexiones en las *Claves del Trimestre*.

**B.- Precios de las materias primas**

Prosigue el proceso de fuerte corrección de los vertiginosos incrementos de los precios de las materias primas del año 2021 y el primer semestre de 2022. Como revela el Gráfico III.IV, esa caída de precios es generalizada para todos los grandes grupos de materias primas, y se sitúa en la mayor parte de los casos entre el 15 y el 30% en el último año, aunque el descenso en el precio del gas natural se concentra en el pasado trimestre.

La progresiva resolución de las dificultades en el funcionamiento de las cadenas de suministro y la menor presión de la demanda explican ese descenso generalizado de precios, aunque el regreso a la normalidad en China ya está elevando esa demanda en algunas categorías, con los precios de Metales y Minerales mostrando ya algunos signos en ese sentido. Como ya señalábamos en nuestro anterior *Informe*, el traslado de estos movimientos a la baja en los mercados internacionales al consumidor final requiere de un cierto lapso. Tal traslado ya se percibe con nitidez en materia energética, y debe empezar a constatarse en el segundo trimestre de 2023 por lo que se refiere a los alimentos. Sin duda un alivio en un entorno económico general complicado.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

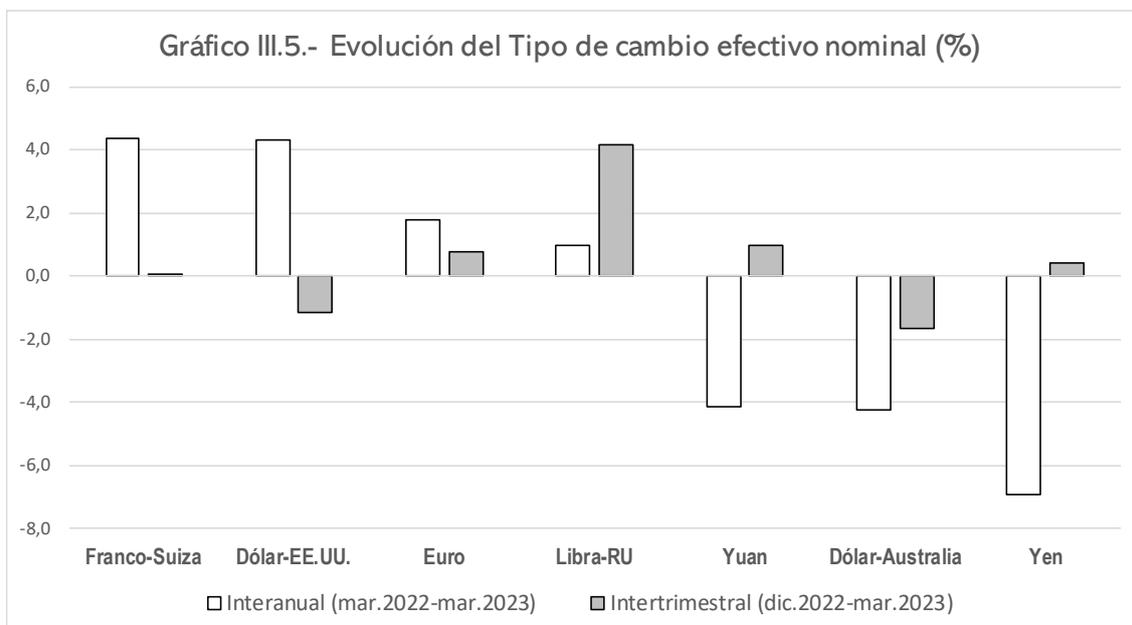
La situación del gas natural y el petróleo requiere algunos comentarios específicos. Respecto al gas, el tramo final de las restricciones sanitarias en China y un invierno singularmente suave en Occidente (y, al menos en algunos países, remarcables esfuerzos para reducir el consumo) han concluido a no solo eliminar el temor a cortes de suministro a empresas y familias sino a forzar una mayúscula caída de los precios. Dicho esto, el precio medio del gas natural en Europa (y Japón) en marzo de 2023 ha seguido estando un 125% por encima del existente justo dos años antes. Factor de

ventaja competitiva (y de menor presión inflacionista) para Estados Unidos, donde el precio ha estado ya un 10% por debajo del vigente veinticuatro meses antes.

Respecto al petróleo, el descenso de los últimos meses de 2022 se ha frenado en los inicios del presente año. Una perspectiva (algo) menos desfavorable sobre la situación económica, al menos antes de las recientes turbulencias financieras, explica esa estabilización de los precios. Pero, sin duda, la decisión de la OPEP+, liderada por Arabia Saudita, de acentuar los recortes de producción establecidos durante 2022, puede tener mayor efecto sobre el mercado. Más allá de las connotaciones estratégicas (es difícil no deducir que el principal productor mundial está más interesado en coludir con Rusia que en sostener el crecimiento occidental), resulta obvio que un precio del petróleo moviéndose hacia los 100 dólares por barril, circunstancia nada improbable, revivirá las presiones inflacionistas, complicando más la gestión monetaria y alcanzar un crecimiento positivo. Los productores de petróleo tendrán que hilar fino entre maximizar sus beneficios y no provocar una ralentización tal del crecimiento global que acaben sufriendo el resultado opuesto.

### C.- Principales divisas

El movimiento más significativo entre las grandes divisas internacionales en el primer trimestre de 2023 ha sido, como revela el Gráfico III.5, la notable apreciación de la libra. Superado el caos generado por Elizabeth Truss y Kwasi Kwarteng (ver nuestro *Informe de Octubre de 2022* al respecto), con un Banco de Inglaterra constante en sus subidas de tipos y expectativas económicas relativamente menos pesimistas, la moneda británica ha compensado la totalidad del valor perdido durante el pasado año.



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.

Por lo demás, no se han producido cambios ostensibles en estos meses, a pesar de coincidir con los problemas financieros en Estados Unidos y Suiza. La leve depreciación del dólar en el primer trimestre es previa a esas dificultades, y el franco simplemente ha dejado de apreciarse. Es probable que, al menos en el corto plazo, las monedas de otros espacios económicos hubieran sufrido mucho más la desconfianza provocada por este tipo de turbulencias, pero las divisas-refugio son resistentes a tales episodios.

Es más, algunos autores han recuperado en sus comentarios recientes al respecto la famosa "sonrisa del dólar"<sup>5</sup>: el billete verde se aprecia, como es típico para cualquier divisa, cuando la economía experimenta un período de auge, pero también en tiempos de crisis, incluso si esta se genera en Estados Unidos, siempre que por su tipología y/o gravedad sea susceptible de transmitirse al resto de economías. En este segundo caso, ante el riesgo de problemas generalizados, los inversores acudirán a su refugio por excelencia, el dólar.

---

<sup>5</sup> La expresión "la sonrisa del dólar" y el desarrollo de la idea tras ella se atribuyen a Stephen Li Jen, actual CEO de Eurizon SLJ Capital, cuando hace dos décadas era analista de Morgan Stanley.

## IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- No vamos a detenernos (más allá de los apuntes realizados en nuestro *Foco de Atención*) en las vicisitudes atravesadas por diversas entidades bancarias, especialmente el Silicon Valley Bank en Estados Unidos y el Credit Suisse en Europa, en pasadas semanas. Múltiples han sido las informaciones y los análisis vertidos al respecto.

Aquí deseamos incidir en que los desequilibrios y la fragilidad financiera constituyen solo uno más de los subproductos negativos de la ilimitada expansión monetaria que nos acompaña desde la Gran Recesión (en realidad, desde antes). Por ello, el “too low for too long”, convertido casi en un “zero forever” por algunos banqueros centrales, economistas y comentaristas, no debe volver. Esa debería ser la mayor enseñanza derivada de este largo período de excepcionalidad monetaria.

Porque el empecinamiento de una parte significativa de quienes han diseñado, ejecutado y apoyado esa política monetaria en que no ha revestido consecuencias negativas es tan insostenible que resulta hasta ofensivo. Aceptemos que, con carácter general, la alternativa de una política monetaria en permanente expansión entre 2008 y 2022 ha sido mejor que cualquier otra opción. Que ese es el motivo por el que los Bancos Centrales occidentales la han implementado, y que los numerosos estudios que han efectuado al respecto han reafirmado esa hipótesis. Nada de lo anterior es indiscutible, como un buen número (aunque minoritario) de autores e instituciones han señalado, pero aceptemos que, en efecto, no se podía optar por algo mejor.

Pero eso no implica que se pueda negar, que esa política ha conducido a consecuencias indeseables como, por ejemplo:

- Que la inflación NO ha estado bajo control durante todo este período. La fijación con la evolución de los precios de bienes y servicios ha permitido a los partidarios de estas políticas omitir que los precios de los activos han sido sistemáticamente inflados por la expansión monetaria. Y los activos también existen. De hecho, elevar su precios ha sido un *objetivo explícito* de esa laxitud monetaria, como no pocas veces han señalado los propios banqueros centrales, por cuanto esa mayor riqueza debía estimular el consumo y, con ello, el crecimiento, el empleo y esas tasas de inflación (de bienes y servicios) que, al parecer, les resultaban demasiado reducidas.  
Pues bien, han tenido éxito en generar esas subidas de precios: tecnológicas, vivienda, criptomonedas, commodities, construcción no residencial y, la mayor de todas, la deuda pública occidental, en las pasadas dos décadas. Pero claro, todo lo que sube más allá de los fundamentales de oferta y demanda que afectan a ese mercado termina cayendo y, la verdad, no lo suele hacer de forma ordenada. Llevamos veinte años comprobándolo, por más que alguno quiera ignorarlo. Si la política monetaria deja de impulsar burbujas no solo ayudará a la estabilidad, sino que facilitará la tarea a la política macroprudencial y menores turbulencias financieras como las recientemente experimentadas.
- Que se ha generado un volumen notable de compañías zombies que suponen un serio rémora para la economía. Mantener vivas empresas sin viabilidad futura, solamente por la disponibilidad de crédito masivo y barato, no solo constituye

una amenaza para el futuro, en el que las quiebras se acumularán en cuanto cambie el escenario de tipos de interés (como en el momento actual). Es que esas empresas absorben recursos que debieran orientarse hacia otras, y frecuentemente hacia diferentes sectores, con más futuro. Además, constituyen una pétreo barrera de entrada para nuevos proyectos, bloqueando ideas innovadoras y limitando el avance de la productividad y el crecimiento económico. En definitiva, la continuada ultraexpansión monetaria eviscera la “destrucción creativa” básica para el funcionamiento del sistema capitalista.

- Que la política monetaria ha sido un factor indiscutible de incremento en la desigualdad en la distribución de la *riqueza* en las dos pasadas décadas. Volvamos a aceptar que el impacto sobre la distribución de la renta de la expansión monetaria permanente ha sido igualitario, al reducir el desempleo, al menos a corto plazo, respecto a otras vías alternativas. Pero, con un objetivo explícito de elevar el precio de los activos y dada la muy desequilibrada distribución entre la población de la propiedad de éstos, la desigualdad en términos de riqueza ha sido impulsada seriamente por esta política. Y no, no vale afirmar que el dinero barato hace subir el precio de la vivienda, y éste es justamente el activo cuya propiedad está más extendida entre la población occidental. Dado que la mayoría de esa ciudadanía solo dispone de una vivienda, ese aumento de riqueza es meramente potencial. Sí, aumenta la capacidad de gasto... a crédito. Más deuda que hay que devolver. Algo sabemos en España al respecto.
- Que el ahorro prudente ha sido penalizado con saña por la ultraexpansión monetaria. Ya sabemos que el objetivo era estimular el consumo, pero, con el envejecimiento amenazando la sostenibilidad de los sistemas de pensiones, ¿era bueno castigar la rentabilidad del ahorro incluso en los plazos más largos? Es más: con menor renta procedente de cada unidad de ahorro, ¿de verdad se estimula el consumo, o se ahorra adicionalmente para mantener la renta para el futuro que se espera del volumen total de ahorro? O sea, ¿puede que tipos tan bajos de manera continuada supongan haber alcanzado el “reverse rate”, cuando las consecuencias de las reducciones de tipos de interés son las contrarias de las esperadas a priori?

Podríamos seguir, pero el argumento queda, entendemos, claro. En algún momento, las bondades de la política monetaria ultraexpansiva, incluso siendo muy optimista sobre las mismas, quedan sobrepasadas por los costes de la misma. Algunos consideran (consideramos) que ese momento se alcanzó mucho antes del cambio de ciclo monetario en la primavera de 2022.

Dejemos ya enterrado en el pasado el exceso de laxitud monetaria del último cuarto de siglo, en particular desde 2010. Porque, además, que la política monetaria se convierta en “the only game in town”<sup>6</sup> facilita que la política fiscal abandone su perfil anticíclico y su asunción de las responsabilidades que le son propias. Y permite a los Gobiernos postponer *sine die* las necesarias reformas estructurales. Demasiado coste para el beneficio obtenido.

<sup>6</sup> En la conocida expresión de Mohamed El-Erian.

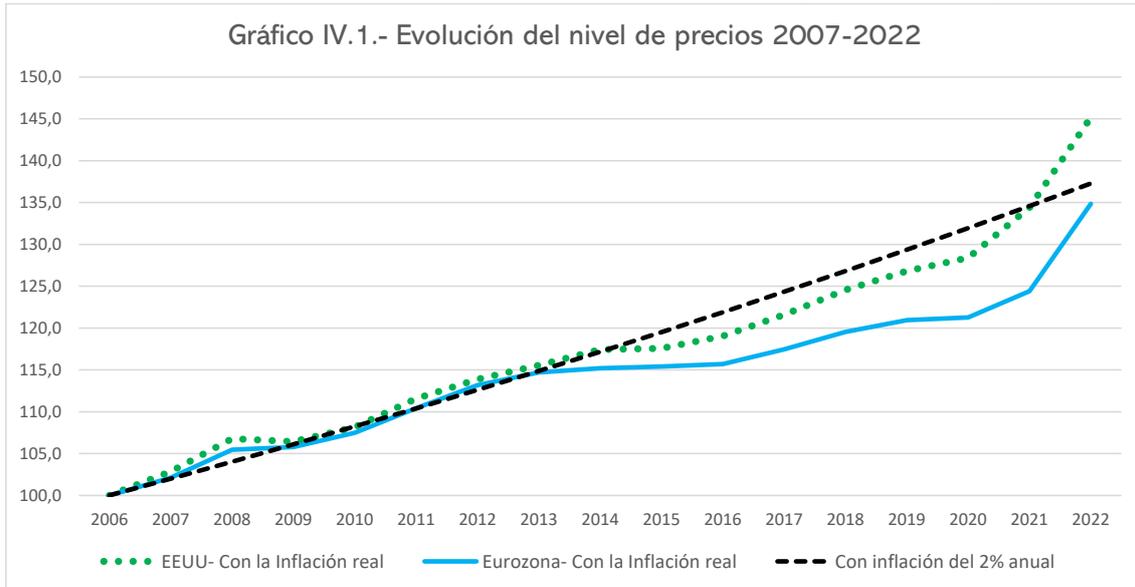
2.- Lo curioso es que las medidas ya adoptadas o propuestas de cambio sobre el actual diseño y ejecución de la política monetaria en Occidente se orientan en sentido contrario. ¿Cómo puede justificarse aún más laxitud en el futuro? El lector interesado puede consultar las nuevas estrategias de política monetaria de la Reserva Federal<sup>7</sup> y del Banco Central Europeo (cierto que ambas previas a los dos últimos años de inflación desatada) que, sobre todo en el caso estadounidense, apuntan a mayor asimetría (todavía más) entre combatir (poco y lentamente) episodios de excesos en el crecimiento de los precios (en especial, si uno entiende que los activos existen), y luchar (con premura y fiereza) contra tasas de inflación “demasiado bajas”.

También tenemos un buen número de propuestas (lideradas por el profesor de Harvard y antiguo economista jefe del FMI Olivier Blanchard) sugiriendo elevar la tasa de inflación objetivo, para “aumentar el margen de actuación de la política monetaria en caso de crisis”. La propuesta suele oscilar entre el 3 y el 4% para el nuevo objetivo de inflación anual. Claro, que, una vez desancladas las expectativas de inflación, en un quinquenio podemos subir otro par de puntos. Si se trata de crear margen... O más recientemente, Andrew Haldane (antiguo responsable de políticas macroeconómicas y de regulación en el Banco de Inglaterra) se oponía a lo anterior pero sugería que, dado que la idea de estabilidad de precios a medio plazo (que es la que está detrás de los objetivos de los Bancos Centrales occidentales) nunca ha precisado mucho qué significa “medio plazo”, mejor retardar en el tiempo la vuelta de la inflación a tasas alrededor del 2%, para evitar un excesivo endurecimiento monetario. Posiblemente es una alternativa sensible, dado que, de todas formas, ya llevamos dos años de inflación (muy) excesiva (y lo que queda), pero es otra sugerencia en la línea de mayor laxitud.

Por cierto, durante todo el período en el que la inflación (insistiremos, la de bienes y servicios, omitiendo la de activos) fue inferior al mítico 2%, fue habitual defender que, en lugar de un objetivo de inflación debía implementarse un objetivo de nivel de precios. En el primer caso, si la inflación es inferior al objetivo definido un año, simplemente se ignora y se procura alcanzar en el siguiente (o en el “medio plazo”). Con un objetivo de nivel de precios, las desviaciones anuales deberían compensarse en períodos siguientes. Así que, defendía esa propuesta, después de años de “insuficiente crecimiento de los precios”, debía buscarse una inflación superior al 2% en el futuro para compensar esa insuficiencia. Algo parecido recoge, de hecho, aunque sin cambiar explícitamente de objetivo (porque ese cambio sería más difícil de transmitir a los ciudadanos que el objetivo actual de inflación anual), la nueva estrategia de la Reserva Federal.

En el Gráfico IV.1 hemos comparado la inflación efectiva en Estados Unidos y la Eurozona con la trayectoria teórica de un objetivo de crecimiento anual del nivel de precios del 2% entre 2007 y 2022. Lo que observamos es que, al cierre de 2022, el aumento acumulado efectivo de los precios en ese período ya era *superior* a esa trayectoria teórica en Estados Unidos, y en la Eurozona lo será al final de 2023. Siendo coherentes, y con una visión simétrica de la política monetaria, eso implicaría que debería buscarse una inflación *inferior* al 2% a partir de 2024.

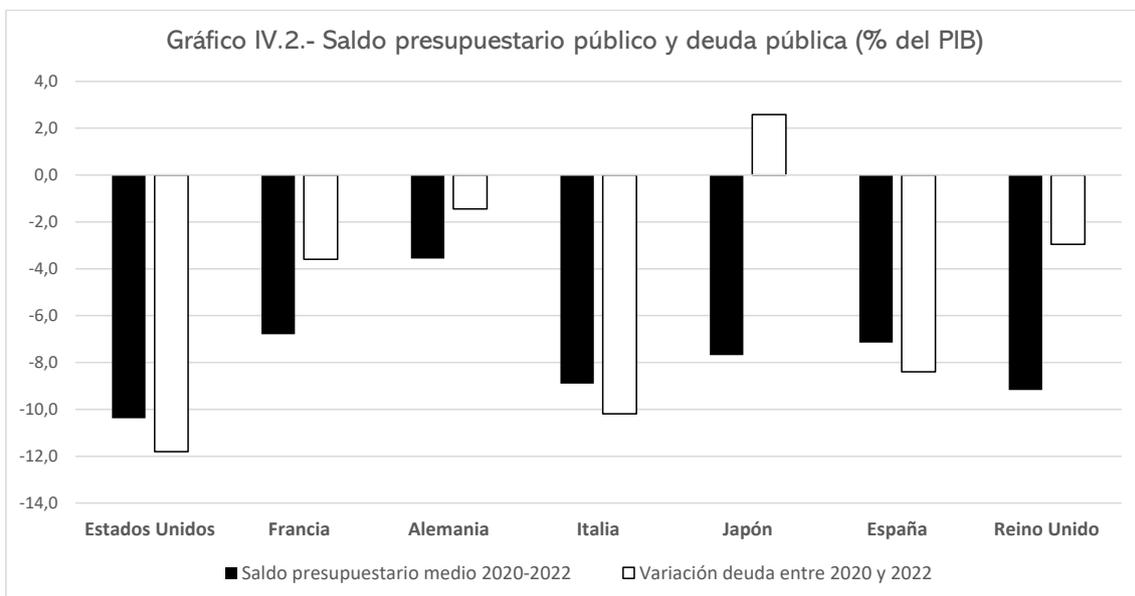
<sup>7</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20200827a.pdf>  
<https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.en.html>



Fuente: Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo; Reserva Federal de St. Louis.

Así que, con esa implicación, no es raro que últimamente se proponga mucho menos el cambio a definir el objetivo de política monetaria en términos de nivel de precios.

3.- Solo una maldad sobre beneficiados de la inflación excesiva de los dos últimos años. Como el Fondo Monetario Internacional (ver el Fiscal Monitor de abril de 2023) ha incidido en esta cuestión, la maldad es pequeña. El gráfico IV.2 nos ayuda a entenderlo.



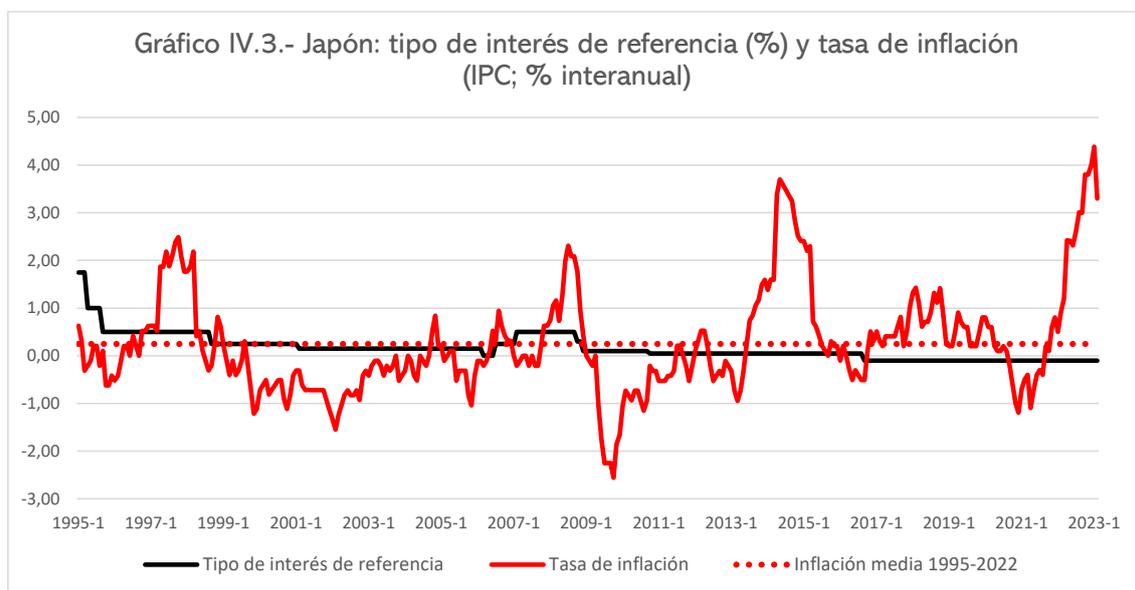
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Nótese cómo el saldo presupuestario de las siete mayores economías desarrolladas ha sido fuertemente deficitario durante los últimos tres años. Normal, con la respuesta a la pandemia. De acuerdo. Pero, con un crecimiento acumulado escaso (o ninguno, como en el caso español) en ese trienio, y un elevado déficit, ¿cómo puede haberse reducido

unos cuantos puntos – salvo en Japón – el volumen total de deuda? He aquí un beneficio de la inflación no esperada... para los gobiernos. Mientras el coste nominal de la deuda incorpora solo la inflación *prevista* como compensación a los ahorradores, el crecimiento nominal (no necesariamente real) de la actividad por la mayor inflación *efectiva* reduce el coste real de la deuda, y su porcentaje respecto al PIB (véase el mismo Fiscal Monitor para más detalle). Precisamente porque en Japón la inflación acumulada en 2021 y 2022 ha sido mucho menor que en las otras seis economías, no se percibe ese recorte en el nivel de deuda.

El incremento de las rentas y el gasto de ciudadanos y empresas (recuerden, nominal, no necesariamente real), por lo demás, aumenta los ingresos gubernamentales. Pero, por supuesto, estos efectos favorables se evaporan pronto con el tiempo<sup>8</sup>. La nueva deuda emitida requiere mayores tipos de interés si quiere resultar atractiva para los inversores, así que el beneficio de hoy se transforma en mayor coste para mañana.

4.- Si hay un lugar donde la política monetaria ha sido expansiva durante tiempo interminable es Japón. Como revela el Gráfico IV.3, el tipo de interés de referencia de su Banco Central no ha superado el 0.5% desde septiembre de 1995! También muestra el Gráfico cómo, pese a lo anterior (y al resto de medidas de expansión monetaria), la tasa de inflación en el país ha promediado apenas un 0.25% durante estos 27 años. La variación interanual de precios ha estado frecuentemente en territorio negativo y ha despegado solo durante breves períodos, en general asociados a fuertes aumentos de los precios de las materias primas, de cuya importación Japón es totalmente dependiente, o de algún aumento de impuestos indirectos sobre el consumo.

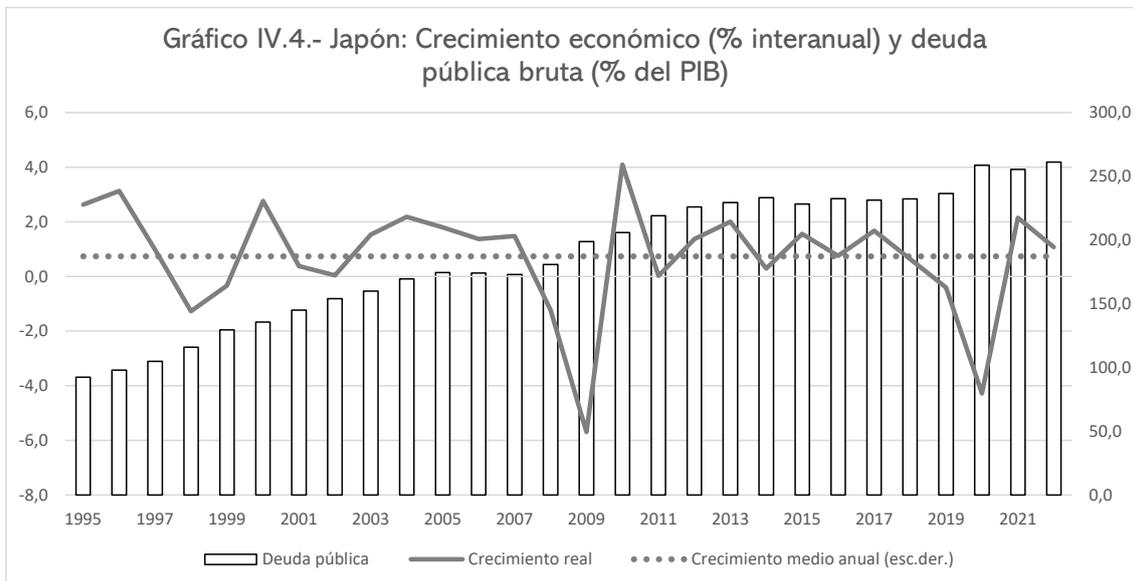


Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Además, el crecimiento económico del país ha alcanzado en esta etapa un escuálido 0.7% anual, a pesar de que los estímulos monetarios se han acompañado de incontables

<sup>8</sup> De inmediato si se trata de deuda a tipo variable, ajustándose éste en base a la inflación efectiva, aunque el porcentaje de deuda pública occidental con esta característica es reducido.

programas de impulso fiscal, en especial por la vía del gasto (frecuentemente poco productivo) que han multiplicado por vez y media la deuda pública respecto al PIB en este cuarto de siglo, conduciéndola al máximo de cualquier economía significativa en el mundo. Véase el Gráfico IV.4 al respecto.



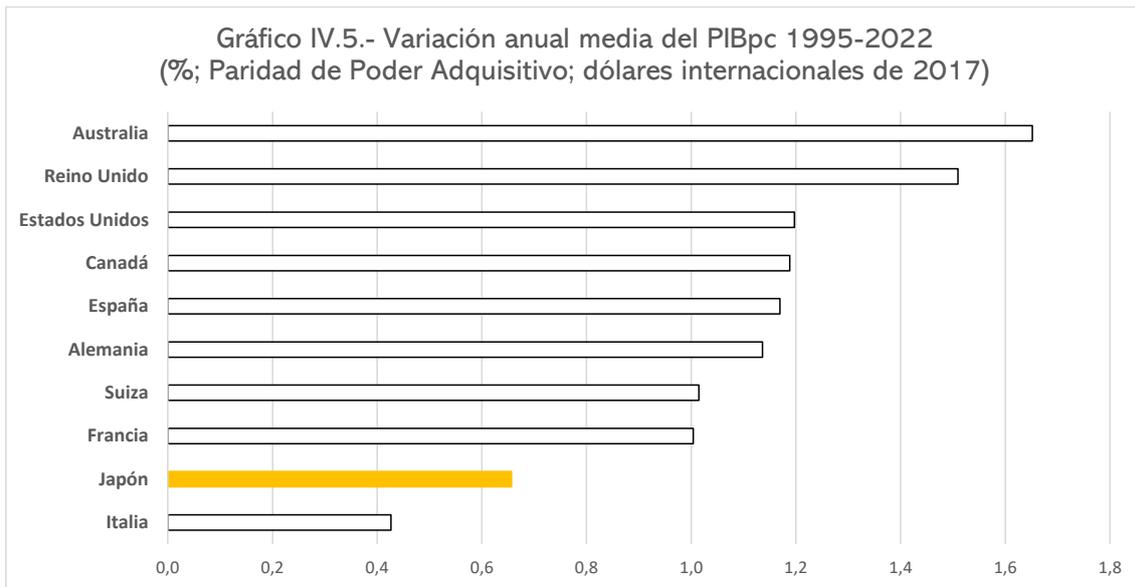
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Se atribuye a Einstein la definición de locura como “repetir una y otra vez la misma actuación y esperar distintos resultados”. Resulta obvio señalar que, si las autoridades japonesas han buscado una inflación más sostenida, acorde con la definición habitual de “estabilidad de precios”, y un crecimiento más dinámico, su estrategia ha sido, simplemente, según esa definición, una locura.

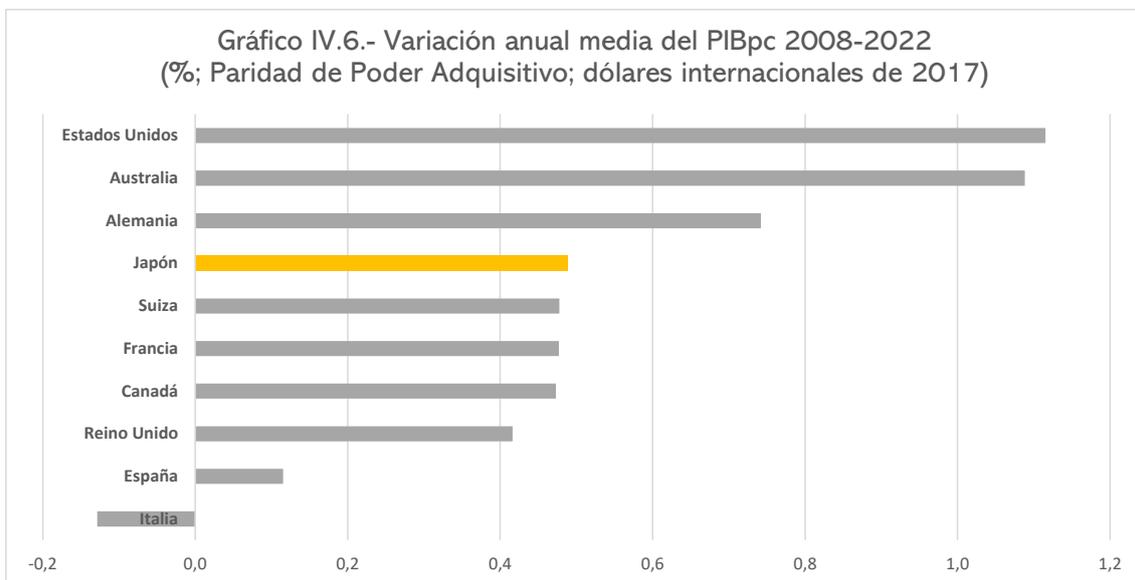
Pero no parece que esa sea la lectura interna. Un par de semanas antes de la aparición de este *Informe*, se ha producido el relevo al frente del Banco Central de Japón (BoJ). Haruhito Kuroda, que ha llevado la expansión monetaria a un cenit irrepetible, ha finalizado su mandato sin haber mejorado un ápice los resultados de períodos anteriores. Pese a mantener el tipo de referencia a cero (o por debajo) durante todo ese mandato. Pese a haber adquirido deuda pública hasta absorber más de la mitad de la deuda viva soberana del país. Pese a limitar cuánto pueden moverse al alza los tipos hasta diez años con compras sistemáticas de más deuda. Pese a convertir al BoJ en financiador habitual y generalizado, también, del sector privado japonés, siendo el mayor inversor en la Bolsa de Tokio. Imposible expandir más...y conseguir menos.

Cuando el ya fallecido Shinzo Abe lanzó en 2011 su famosa “Abenomics”, se habló de “tres flechas” en el carcaj de las políticas que iban a transformar Japón. La monetaria, más laxa aún que la precedente; Kuroda ha cumplido sobradamente en ello. La fiscal, también expansiva, pero más eficiente. Ciertamente lo primero, no lo segundo. ¿Y la tercera flecha, la de las reformas estructurales? Esa ni ha salido del carcaj. Ni en política migratoria, ni en reducción de burocracia, ni en materia impositiva, abordando sobre todo la acumulación de beneficios – y el exceso de ahorro – de las empresas, ni en la protección excesiva de ciertos sectores, ni en el mercado laboral... ha habido cambios de calado en estos años. Y, en consecuencia, volvemos a la definición de Einstein.

Quando el actual primer ministro, Fumio Kishida, nominó a alguien de fuera de las estructuras del Banco Central, el experimentado economista Kakuo Ueda, como nuevo Gobernador, los mercados reaccionaron entendiendo que quizás, solo quizás, podía haber un cambio pronto. Primero en las adquisiciones de deuda y el control sobre los tipos de interés a largo plazo, y, después, en los tipos de referencia. Nada de eso. El nuevo Gobernador no tardó en señalar que, incluso con el fuerte brote inflacionista actual, la política monetaria le parece la adecuada.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

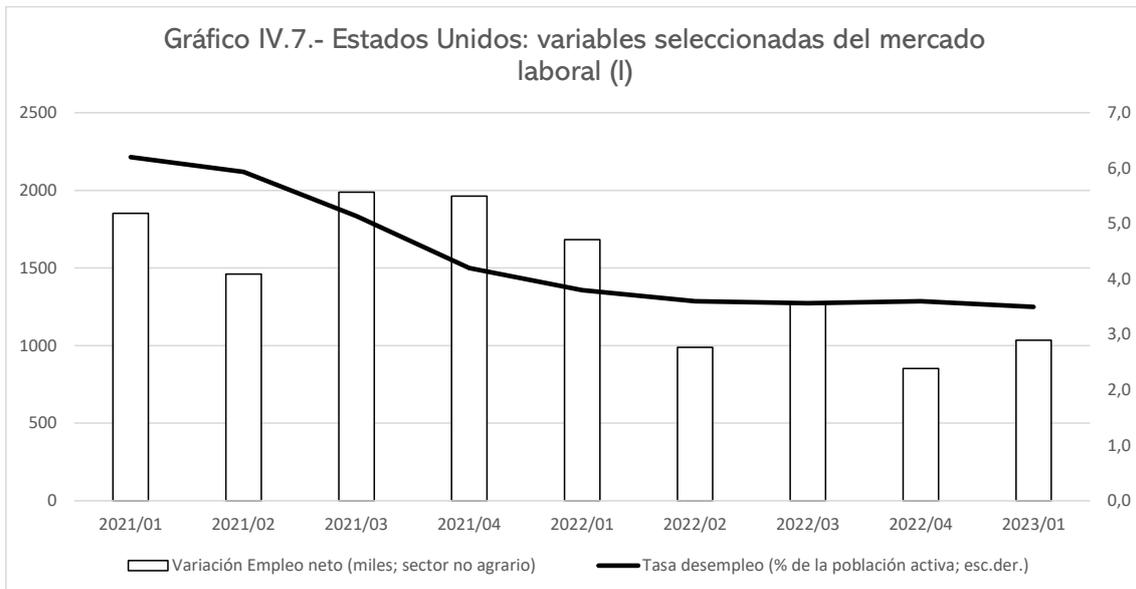


Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Pues nada, tal vez con una población no solo envejecida sino menguante, y con ninguna presión de la ciudadanía para hacer reformas estructurales en los campos antes indicados, a Japón le va bien creciendo poco y con inflación básicamente nula. En el fondo, como muestran los Gráficos IV.5 y IV.6, en términos del crecimiento per cápita

(el tamaño de la tarta por persona es lo que importa), a Japón no le ha ido mucho peor que a Europa continental desde mediados de los noventa... e incluso ha evolucionado mejor que la mayoría de Occidente desde la Gran Recesión.

V.- Regresamos ahora, actualizando lo analizado en alguno de nuestros *Informes* previos, al mayor centro de atención para la determinación de la inmediata política monetaria de la Reserva Federal (junto a los propios datos de inflación, sobre todo la subyacente): el mercado laboral estadounidense. Sigue robusto, cierto, pero se atisban ya señales de cambio, las que espera la Fed para cerrar su ciclo de subidas de tipos de interés



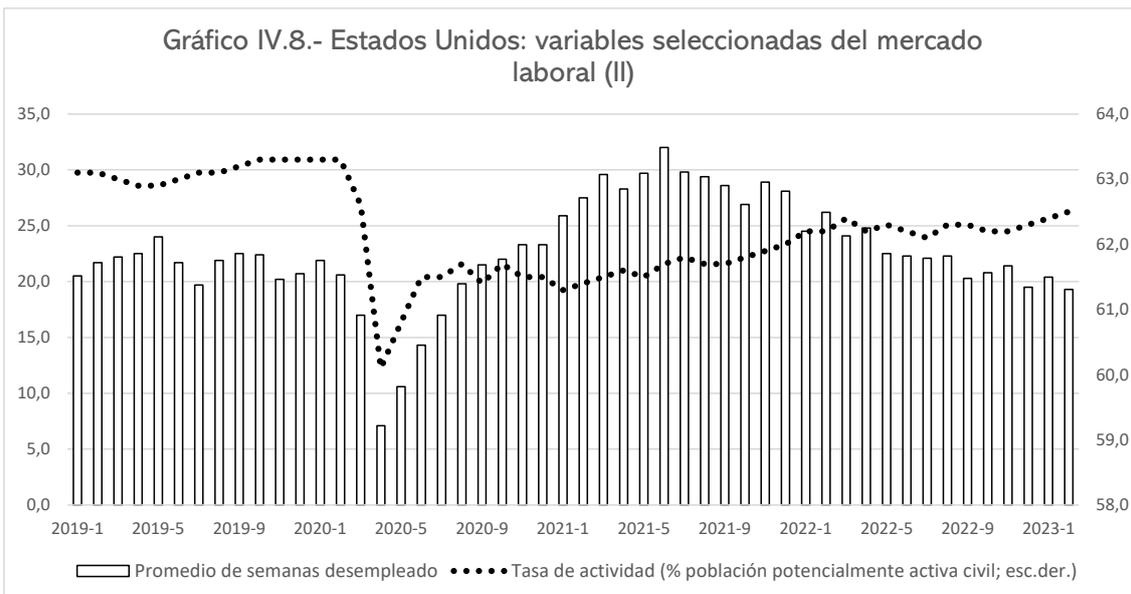
Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis.

El Gráfico IV.7 muestra cómo se sigue creando empleo al envidiable ritmo aproximado de un millón de puestos netos por trimestre y cómo la tasa de desempleo se mantiene en un nivel próximo a lo que puede definirse como pleno empleo (alrededor del 3.5%). Además, el número de semanas que permanece desocupado el parado medio ha vuelto a las cifras pre-pandemia y la tasa de actividad, aunque todavía sin alcanzar el nivel de 2019, se ha aproximado al mismo progresivamente (Gráfico IV.8). En este último aspecto, la recuperación del flujo habitual de inmigración, tras las restricciones establecidas por la Administración Trump y la salida neta de migrantes provocada por la pandemia, ha sido relevante. En todo caso, los ritmos más intensos de mejoría en esas variables ya han quedado atrás, lo que contribuye a explicar el comportamiento de dos indicadores muy significativos, los recogidos en el Gráfico IV.9: los salarios por hora y las vacantes por desempleado.

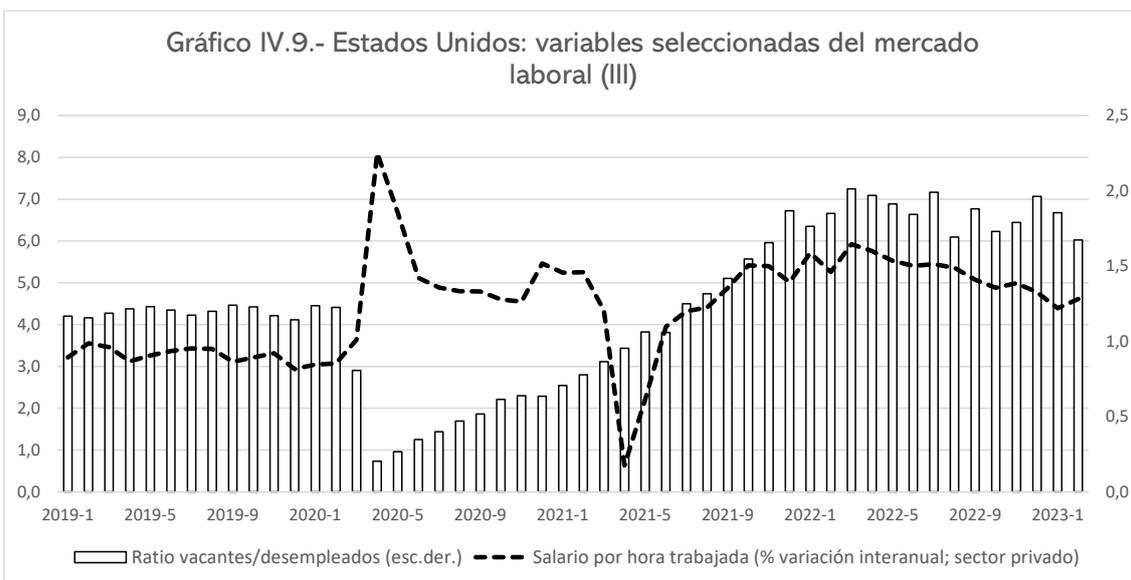
En efecto, también estos nos hablan todavía de la fortaleza de ese mercado laboral, pero lo hacen igualmente de un cierto cambio de tendencia. El salario por hora trabajada ha crecido en el último año a un ritmo del 4.5%, intenso, pero apreciablemente inferior tanto a la inflación como a su mismo comportamiento hace algunos trimestres, cuando se movía en el 6% interanual. Mientras tanto, la existencia de 1.7 vacantes de empleo

por desempleado nos habla de un mercado laboral donde el problema es más de oferta de trabajadores que de demanda de los mismos, pero la holgura también se ha reducido en los últimos meses.

Concluyendo, ese cambio solo progresivo respecto a un mercado laboral muy robusto ayuda a la Fed a reafirmarse en que es posible el "aterrizaje suave" que ha perseguido desde el inicio del ciclo de subidas de tipos de interés. Pero también apunta a que le resta algo de trabajo por hacer en forma de un nuevo empujón de 25 puntos básicos y una señal clara de que los tipos no descenderán durante varios trimestres.



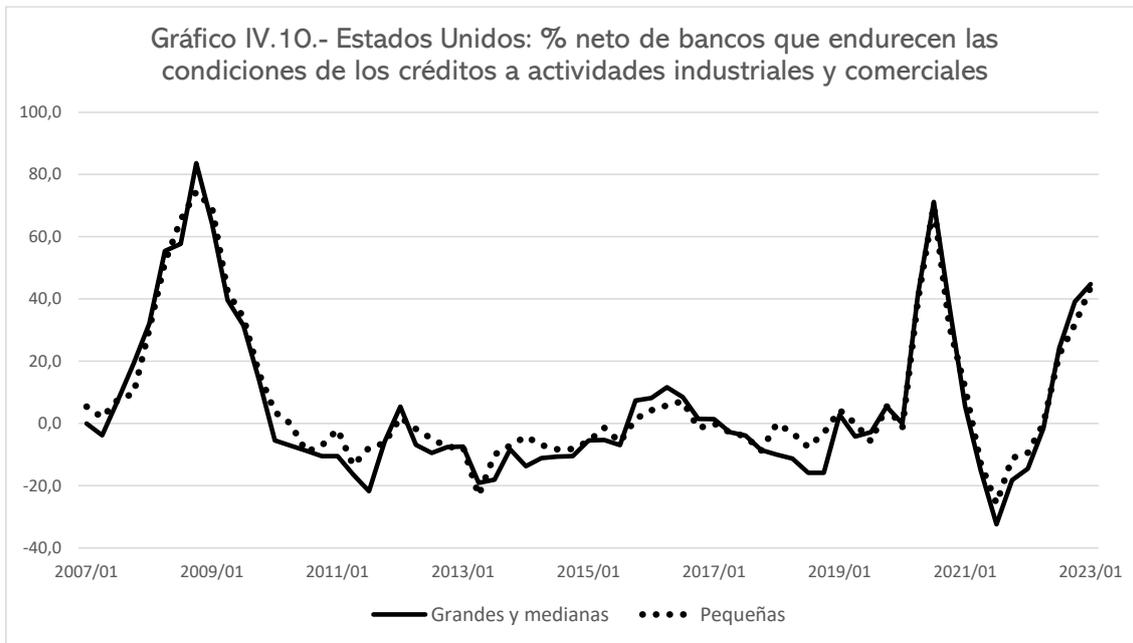
Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis.



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

Dicho lo anterior, cuidado con el crédito. El Gobernador de la Fed, Jay Powell, afirmaba que el impacto de las turbulencias financieras podría ser equivalente (vía restricciones al crédito bancario a empresas y particulares para proteger el balance de los bancos) a "una o más subidas de tipos de interés". Durante las semanas posteriores a la caída de

SVB y demás problemas asociados, de acuerdo a los diferentes miembros de la Fed que han hablado al respecto, no se ha constatado ese endurecimiento del crédito. Pero, como muestra el Gráfico IV.10, los bancos estadounidenses han estado estableciendo condiciones más restrictivas para el crédito con anterioridad a estas turbulencias financieras. Aún se está lejos de los niveles de la pandemia y, más aún, de la época de la Gran Recesión, pero la evolución bien merece prestar mucha atención.

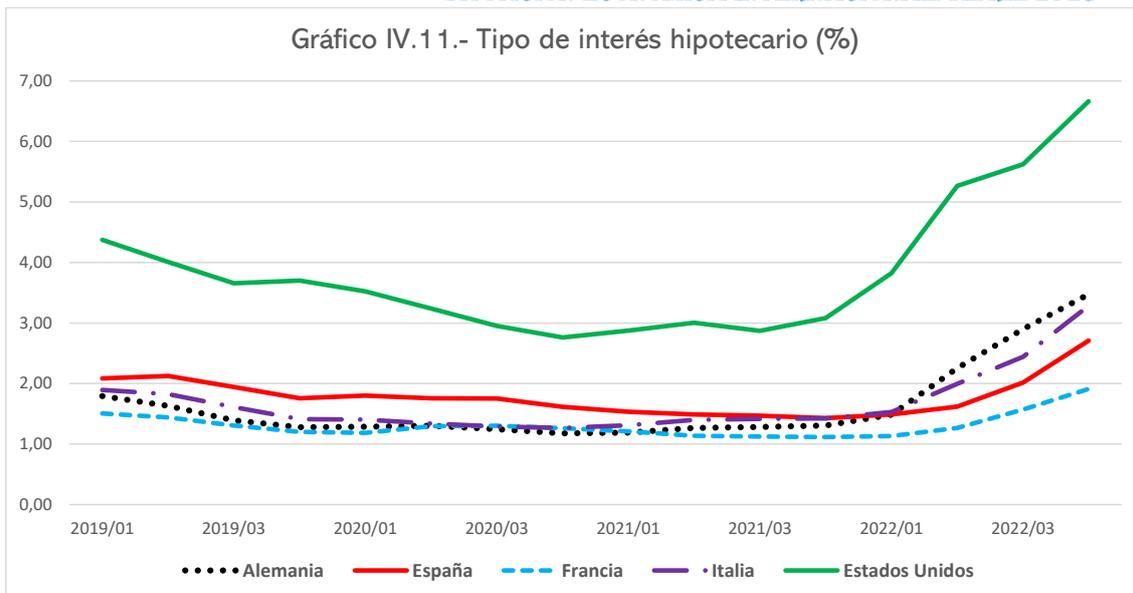


Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis.

## VI.-

Y si nos referimos al crédito, y al endurecimiento del mismo, nada más perceptible por la ciudadanía que su impacto sobre las hipotecas. De momento, a uno y otro lado del Atlántico, el problema se encuentra más en el encarecimiento de los préstamos hipotecarios (Gráfico IV.11) que en las limitaciones para acceder al mismo. De hecho, un fuerte ascenso en el tipo de interés, como el actual, puede acabar afectando tanto a la demanda de crédito hipotecario que incluso actúe más como freno que la propia oferta.

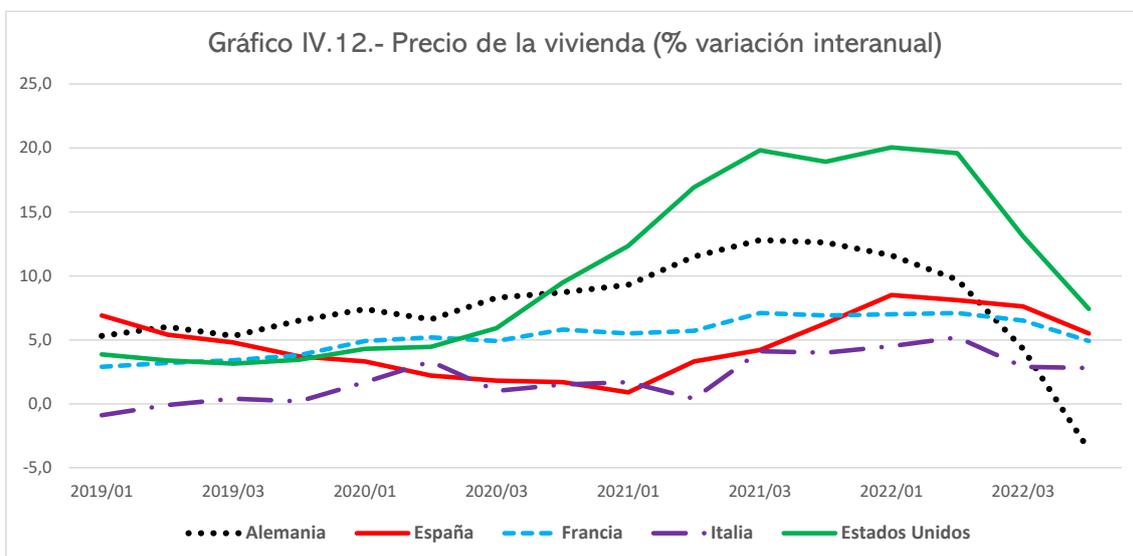
A la par que encarece la adquisición de nueva vivienda, cuando las hipotecas ya existentes lo son a tipo variable (algo mucho más frecuente en Europa que en Estados Unidos), los ascensos de tipos merman la capacidad de gasto de las familias en otras partidas. Y, desde luego, también reducen el deseo de adquirir viviendas de superior estándar. Así, los precios de la vivienda empiezan a recoger el impacto del ciclo de endurecimiento monetario (Gráfico IV.12), con especial virulencia en el caso alemán. No está mal que se corrijan ciertos excesos acumulados en años anteriores (en la propia Alemania, por ejemplo) o donde empezaban a percibirse (como en España), pero recuérdese que, además de esa sustracción al consumo del mayor coste de las hipotecas, hay que sumar el efecto riqueza negativo. Y, claro está, menores adquisiciones pueden suponer una mayor presión sobre el mercado de alquiler, notablemente tenso al menos en algunas zonas de diferentes países.



Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis; BCE0

Nota: El tipo de Estados Unidos corresponde al más habitual, el fijo a treinta años. Los valores para los países de la Eurozona corresponden a la estimación, ponderada por los volúmenes concedidos de cada modalidad, tal y como los calcula el Banco Central Europeo.

El mercado de la vivienda y su evolución, qué duda cabe, también requiere de nuestra observación cuidadosa en los próximos trimestres.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; Eurostat.

VII.- Una breve reflexión final en estas *Claves del Trimestre*, para solicitar sentido común a las autoridades de los países emergentes: los temas de moneda son delicados, y poco adecuados para las actuaciones no meditadas.

En noviembre de 2016 el Gobierno indio decidió invalidar de la noche a la mañana todos los billetes de media y alta denominación. Los objetivos, claros y loables: eliminar de la circulación los numerosos billetes falsos que se habían acumulado con el tiempo y, más

importante aún, hacer aflorar ingentes cantidades de dinero negro, que solo podría regularizarse con el consiguiente reconocimiento (y sanciones) ante la autoridad fiscal<sup>9</sup>. Pero en una economía donde el efectivo seguía siendo dominante, y absolutamente insustituible para los grupos de renta menos favorecidos y los pequeños negocios, y la distribución de los billetes sustitutivos no había sido bien planificada, los resultados fueron, al menos en el corto plazo, caos, descontento, problemas en el funcionamiento cotidiano para muchos ciudadanos y negocios y un impacto negativo sobre el crecimiento económico.

Ahora, seis años después, Nigeria ha decidido realizar el mismo movimiento, por similares motivos y con idéntica carencia de la adecuada planificación. Para añadir un componente más al despropósito, el radical cambio monetario se estableció para el período de una muy reñida y polémica campaña electoral. El nuevo Presidente, Bola Tinubu, debe tomar posesión a final de mayo (no precisamente con la aceptación de sus dos rivales, que han apuntado a todo tipo de irregularidades en los comicios). Veremos si, para entonces, el funcionamiento del efectivo en el país ha recuperado la normalidad.

Mientras lo anterior podría subsanarse con más una precisa planificación, otra idea surgida en los últimos meses requeriría un buen número de años antes de ni siquiera poder plantearse: la creación de una moneda común entre Brasil y Argentina (el "sur"). Bastante conocemos los europeos los costes de adoptar una moneda común, pese a contar con bastantes años de planificación, haber fijado exigencias macroeconómicas para el acceso, disponer una sólida institución (el Banco Central Europeo) tras ella y gozar de todos los tangibles (e intangibles) que aportan una docena de economías desarrolladas a un proceso así. Sin una alta movilidad de factores (sobre todo el trabajo), ni una autoridad fiscal central de dimensión suficiente, ni fuertes mecanismos de compensación entre países, los shocks asimétricos pueden poner al borde del colapso cualquier Unión Monetaria. Lo vivimos entre 2010 y 2012 en la Eurozona.

Que dos economías absolutamente dispares, carentes de la solidez institucional necesaria, al menos una de ellas en permanente estado de inestabilidad, con tipos de cambio sumamente volátiles, y con serios retos internos (económicos y no económicos), se planteen crear una moneda común es, simplemente, absurdo. Resuelvan primero todos los problemas ya existentes y acuciantes para sus ciudadanos, planifiquen de forma ordenada las etapas a ir cubriendo a medio y largo plazo, avancen con pasos intermedios más modestos y, luego, posiblemente con otros socios que hayan hecho lo mismo, piensen en una moneda única. Seguro que les va mejor.

---

<sup>9</sup> Aunque no es probable que los mayores defraudadores mantuviesen su riqueza dentro del país y en efectivo.

## V.- EL MUNDO EN DOS VARIABLES

Como en los *Informes trimestrales* previos, concluiremos éste 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 desarrollo<sup>10</sup>. Como es habitual, 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 de rebote inicial de la misma (2021).

En este *Informe* revelaremos la magnitud del excepcionalmente elevado endeudamiento acumulado en la economía mundial, así como la creciente trayectoria del mismo durante el presente siglo (continuando una tendencia ya existente, aunque entonces centrada solo en Occidente). Para ello, presentaremos los datos de deuda pública, y, a continuación, la agregada de economías domésticas y empresas no financieras.

### V.1.- EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA

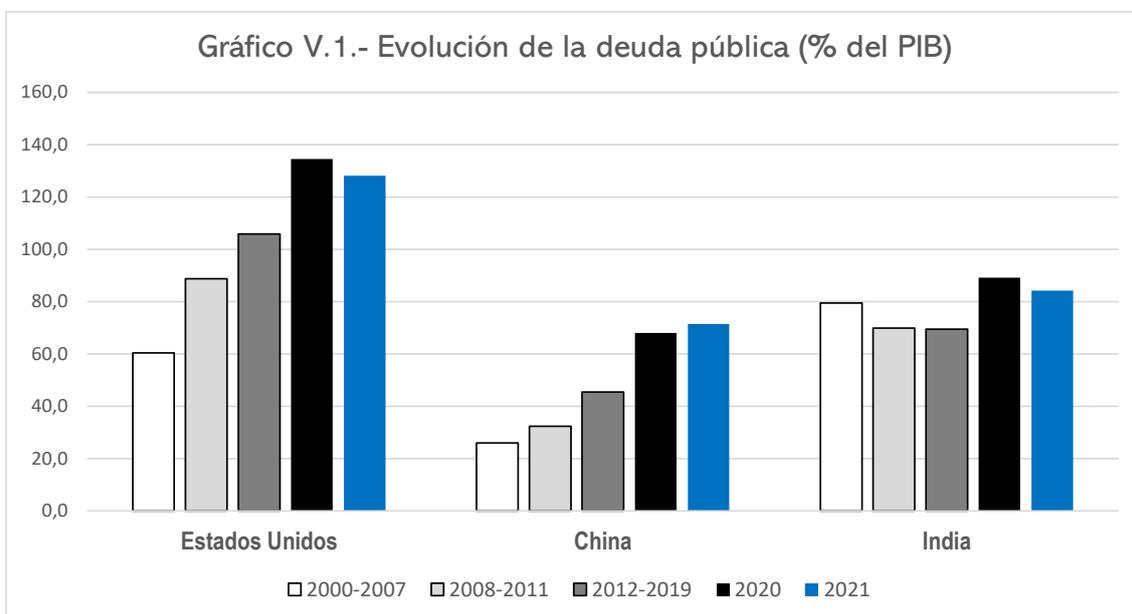
Los Gráficos V.1 y V.2 reproducen el comportamiento de este indicador con la agrupación de países elegida y en los subperíodos explicados.

Respecto a las economías desarrolladas, y antes del efecto de la inflación no esperada ya analizado en nuestras *Claves del Trimestre*, solo es necesario un término para referirnos a la evolución del stock de deuda pública (total y, más relevante, como porcentaje del PIB) en las pasadas dos décadas: creciente. Siempre creciente, si quiere darse énfasis a esta realidad. Con independencia de que se tratase de períodos de crisis

---

<sup>10</sup> 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.

o de expansión, los Gobiernos occidentales siempre han encontrado motivos para elevar su endeudamiento y retrasar los programas de ajuste fiscal a un indefinido futuro. Pese al debate, frecuentemente ruidoso, sobre el tema, el crecimiento de la deuda ha sido mayor en Estados Unidos que en el resto del mundo desarrollado, como puede constatarse en los Gráficos. La extensión de la idea de que los Estados debían respaldar una creciente variedad de actividades, tanto de inversión como de gasto corriente (quizás como forma de compensar el descontento de parte de la clase media occidental con la evolución de su situación a raíz de los procesos de globalización y automatización de la producción) está detrás de este aumento acíclico de la deuda pública occidental. La adquisición masiva de la misma por parte de los Bancos Centrales (y la inducida por la nueva regulación financiera por parte de la banca privada) está detrás del coste relativamente limitado de ese aumento. Pero, sin duda, el incremento de los tipos de interés, que ha llegado probablemente para quedarse, convierten en causa clara de preocupación este endeudamiento.

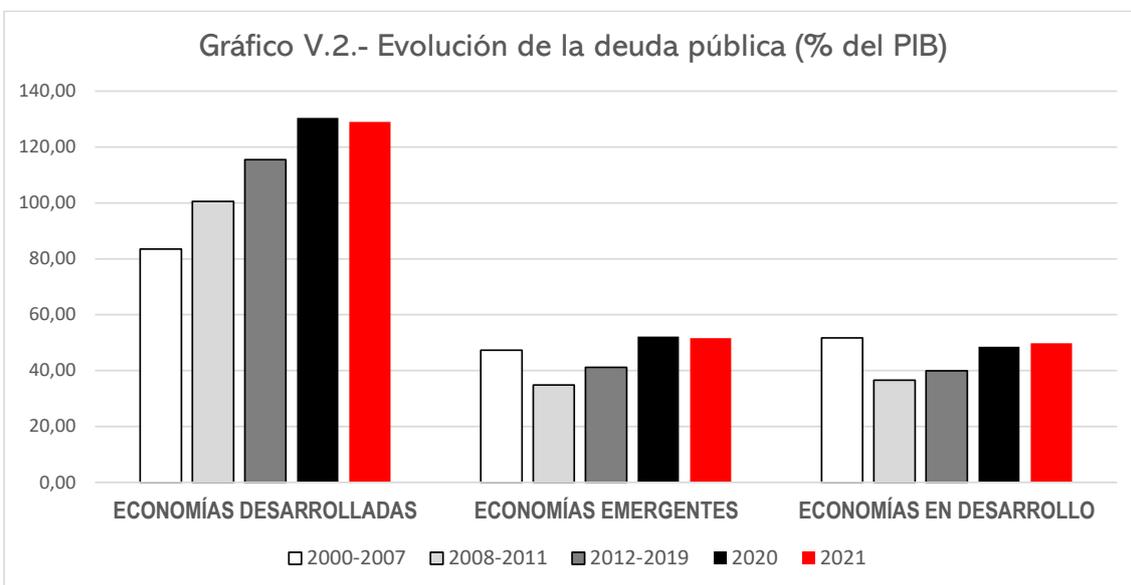


Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

El escenario, al menos para el conjunto de las dos décadas, resulta algo más alentador para el mundo no desarrollado. En general, antes de la COVID-19, sí se aprovecharon los períodos de auge para reducir los stocks de deuda pública de inicio de siglo, aunque la pandemia ha eliminado (más que sobradamente) toda esa mejora, devolviendo el nivel de deuda a más del 50% del PIB. Aunque para buena parte del mundo emergente ese porcentaje es manejable (no tanto para países que lo superan con holgura, como Sudáfrica o Brasil), esa misma cifra es muy preocupante cuando la referimos a los países en desarrollo, varios de las cuales ya están incumpliendo sus obligaciones para con los acreedores (Zambia, Sri Lanka, Ghana). No serán los últimos.

Un último apunte, centrado en la evolución del endeudamiento público en China. Su comportamiento se asemeja mucho más al occidental (siempre al alza) que al del resto del bloque emergentes. No es un gran alivio que esa deuda sea en escasa medida del Gobierno central, y corresponda sobre todo a Gobiernos locales y regionales que han aumentado su gasto corriente y su inversión (frecuentemente poco productiva) en

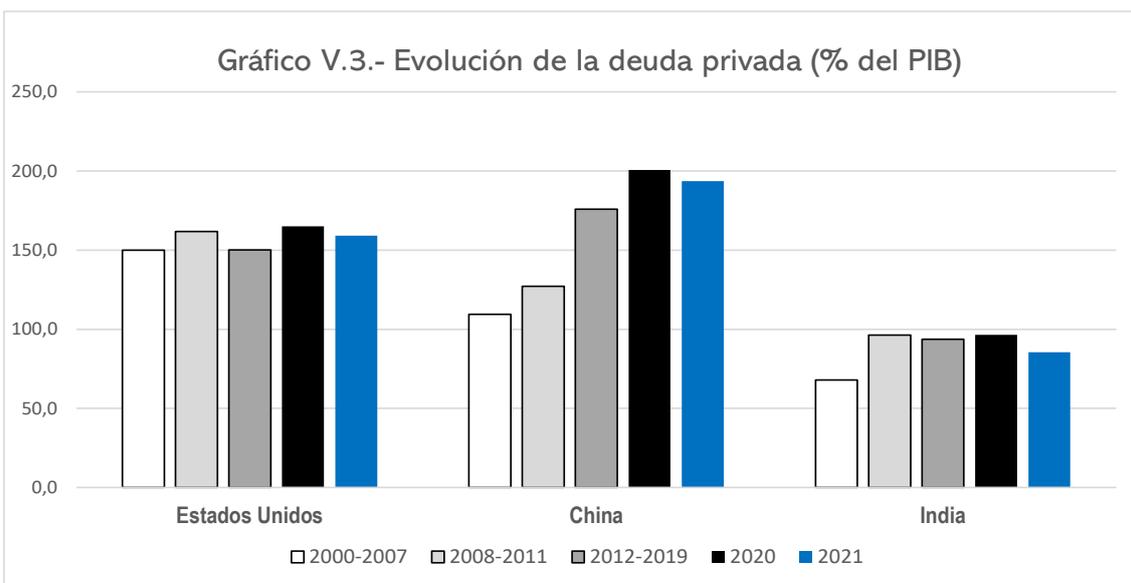
exceso durante la época de boom inmobiliario y los consiguientes ingresos derivados de éste. Los costes de la pandemia, en términos de aumento de gasto y de caída de ingresos, han acentuado este desequilibrio. Sin duda, la Administración Xi debería considerar la corrección de esta situación como una prioridad de su política económica.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

### V.2.- EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PRIVADA

Para completar el panorama sobre el endeudamiento global, nos centramos ahora en la evolución (preocupante) de la deuda privada. Presentamos esa trayectoria, con la habitual distribución por tipos de economías, en los Gráficos V.3 y V.4.

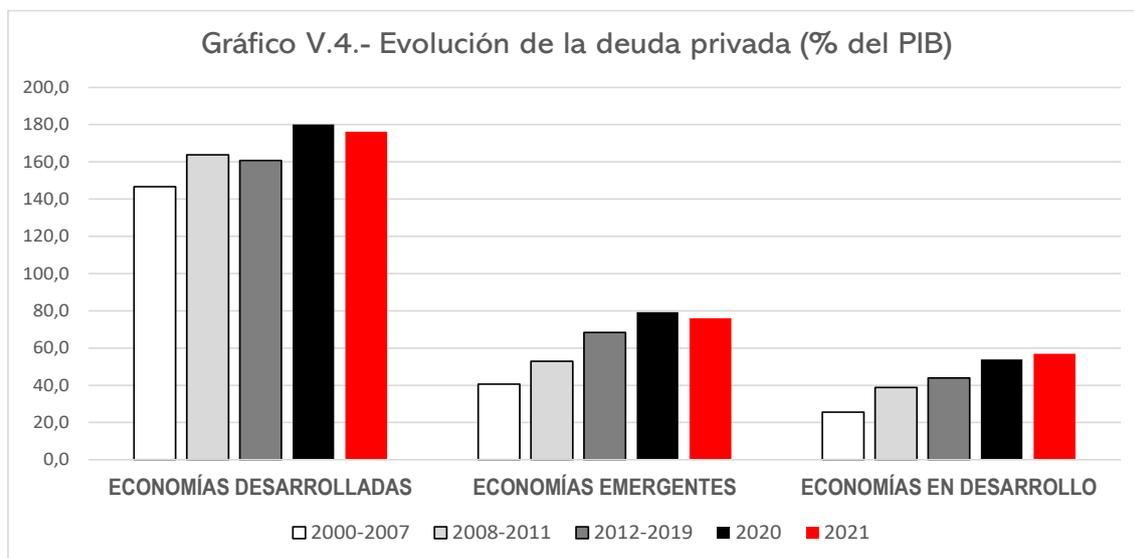


Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Es cierto que el stock acumulado de deuda privada occidental es, como ocurría con la pública, muy superior a la del resto del mundo. Nada que sorprenda, en la medida en

que su financiación es, en promedio, más barata, y los activos de las empresas y ciudadanos occidentales son también mayores que los del resto del mundo. Lo cual no resta inquietud al hecho de que esos niveles de deuda rondan ya el 180% del PIB. No obstante, en este caso sí observamos que, antes de la pandemia, el endeudamiento privado se había estancado, e incluso reducido, en los últimos años, sobre todo en los países más afectados por la Gran Recesión (como España, Reino Unido o Estados Unidos). Veremos si, con tipos de interés sensiblemente mayores, esa senda de mejora se verifica tras superar la COVID-19.

De momento, y antes de ésta, parece que al menos parcialmente, una época de amplias ayudas públicas a empresas y familias han convertido parte de la deuda privada occidental en pública.



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

Pero el escenario es radicalmente distinto en el resto del mundo. Obsérvese en el Gráfico V.4 el ininterrumpido crecimiento del endeudamiento privado desde principios de siglo, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. Incluso niveles todavía sensiblemente inferiores a los propios de los países desarrollados implican dificultades relevantes para amplios colectivos de población, por la menor facilidad y el mayor coste para acceder y renovar la financiación.

Todavía más que en el caso de la deuda pública, China merece una reflexión aparte al referirnos a la vertiente privada del endeudamiento. Éste se ha duplicado en apenas década y media, y ronda el 200% del PIB, un porcentaje que excede incluso al de la mayor parte (no a todas) las economías occidentales. La mayor parte de esa deuda, tanto de las familias como de las empresas, está ligada al sector de construcción residencial, con numerosas compañías en quiebra o al borde del colapso (obligando al Gobierno chino a establecer regulaciones específicas para frenar tales excesos), y muchas economías domésticas en serias dificultades para afrontar los precios excesivos resultantes de un largo boom inmobiliario en muchas de las grandes ciudades del país. En realidad, también la deuda de las administraciones locales y regionales está en buena medida vinculada a los excesos constructivos, por lo cual los esfuerzos por frenarlos constituyen la política más pertinente. Pero, no se olvide, durante la década previa a la pandemia, un tercio del crecimiento total de China se generó desde el sector de la

construcción, cifra muy superior a la que constituía incluso en los momentos más exuberantes del mismo, por ejemplo, en España. Y no es fácil sustituir ese crecimiento.