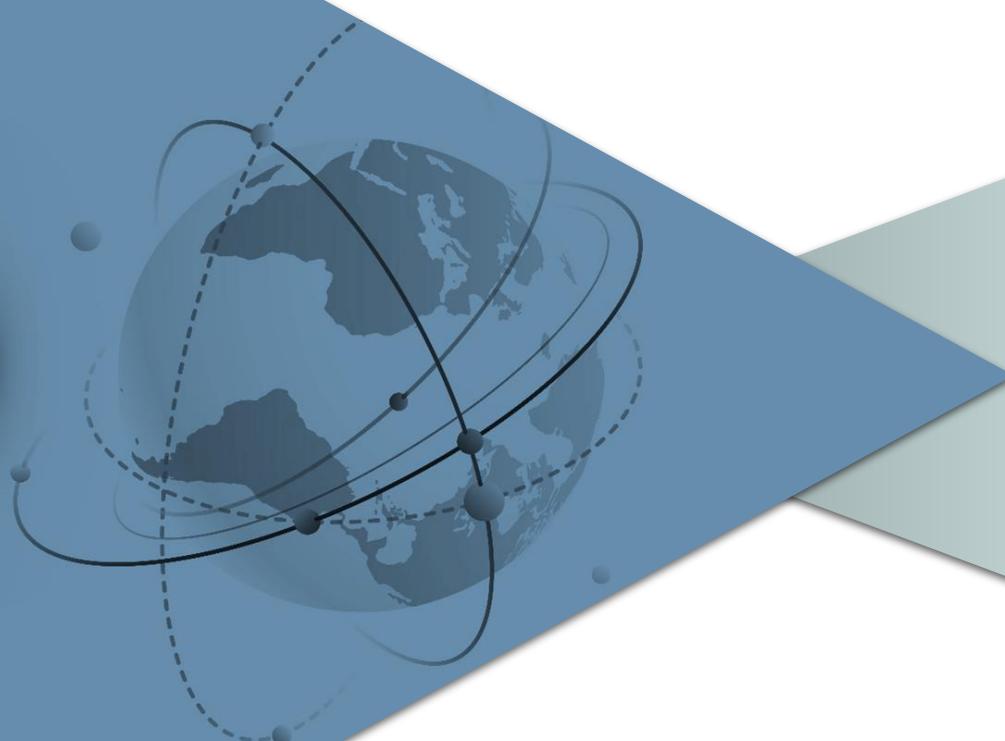


INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Julio-2023



Dr. VICENTE J. PALLARDO LOPEZ
Director de la Cátedra Valenciaport de
Economía Portuaria

INTRODUCCIÓN

Un año atrás comenzábamos estos *Informes Trimestrales* sobre la situación económica internacional, y no puede afirmarse que los problemas entonces referidos puedan darse por resueltos al redactar este quinto *Informe*. Como apuntamos desde el principio de nuestras reflexiones, el monumental error de considerar la espiral inflacionista en el mundo desarrollado como un problema meramente de corto plazo y exclusivamente de oferta, y el consiguiente retraso en actuar frente a esa amenaza, siguen condicionando la situación económica en Occidente.

Es cierto que las tasas generales de inflación (salvo que viva usted en el Reino Unido) se han moderado ostensiblemente en los últimos meses, gracias a la fuerte corrección (que hemos ido siguiendo en nuestros *Informes*) en los precios de las materias primas, pero la inflación subyacente se ha enquistado, y el endurecimiento monetario parece incapaz de revertirla. Con cierta urgencia, y en apenas unas semanas, el FMI, la OCDE y el BIS han recordado que la política fiscal debe cumplir también un papel en la moderación de los precios. Sin duda. Pero otros factores deberán contribuir, en especial si se desea que la desinflación no conlleve una recesión.

Precisamente, dedicaremos nuestro *Foco de Atención* a revelar cómo las políticas macroeconómicas se han convertido en este siglo, en su intento por estabilizar el ciclo económico y responder a varias crisis de indudable gran magnitud, en fuente de serios desequilibrios en sí mismas (o, con la sutileza que emplea el BIS, han testado los límites de "la región de estabilidad"). La mayoría de los Gobiernos occidentales deberán replantearse unas políticas de carácter abiertamente asimétrico y su olvido de las reformas estructurales precisas para un crecimiento más equilibrado y sostenible.

En la sección de los *Precios Internacionales de Referencia*, como es habitual, revisaremos la trayectoria de los tipos de interés, con incrementos adicionales de los mismos respecto a lo previsto hace apenas un trimestre (y con el regreso de Turquía al club de los países que intentan implementar políticas económicas "racionales"). Igualmente, mostraremos el comportamiento de los grandes grupos de materias primas, que juegan el papel inverso al de un año atrás respecto a su impacto sobre la inflación, así como de las principales divisas internacionales, con alguna sorpresa en el comportamiento reciente de alguna de ellas.

En *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, comenzaremos presentando el resultado en términos de crecimiento para el último cuatrienio para las principales economías desarrolladas, emergentes y en desarrollo, revelando que no a todo el mundo le ha ido igual en este turbulento período. Además, y entre otros análisis, trataremos de entender esa aparente incapacidad de la política monetaria para reducir la inflación subyacente y, aunque la tensión ya ha quedado atrás (hasta el próximo episodio) con el acuerdo alcanzado por los legisladores y la Administración Biden, haremos una incursión en el entretenido tema de la deuda pública estadounidense y quién y cuándo se genera.

Finalmente, incorporamos una novedad en el presente *Informe*. Después de haber revisado el comportamiento de variables macroeconómicas clave de las principales economías mundiales en los trimestres anteriores (en la sección *El mundo en Dos*

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

Variables), en adelante el cierre de nuestros *Informes trimestrales* se centrará en analizar tendencias o factores determinantes en el comercio internacional, esenciales para entender los retos que deberán afrontar, desde la vertiente de la demanda que de ellos se requiere, el transporte marítimo y los puertos. Casi necesariamente, iniciaremos esta sección mostrando la caída de la elasticidad del crecimiento en relación con la producción a nivel global, y algunas interesantes diferencias entre regiones en ese ámbito.

Junto a este quinto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, enviamos nuestros mejores deseos para el período veraniego a nuestros lectores. Disfruten, porque los próximos trimestres no parece que nos vayan a reportar motivos para el optimismo.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: bordeando los límites... o más bien sobrepasándolos

En su más reciente Informe Anual¹, el Banco de Pagos de Basilea señala que, en las pasadas décadas, las políticas fiscales y monetarias (en los países desarrollados) se han movido hacia los límites de “la región de estabilidad”, al convertirse, de hecho, en los motores del crecimiento económico en ese período (mediocre crecimiento, y este es un añadido personal). Y subraya que, en particular en los últimos años, el apoyo monetario y fiscal ha sido demasiado grande, excesivamente generalizado e inadecuadamente prolongado. El resultado no solo son las tensiones dentro y entre ambas políticas, sino también la inestabilidad en los mercados financieros y una manifiesta asimetría en el comportamiento de esas políticas macroeconómicas, muy comprometidas en sostener el crecimiento pero poco en garantizar la estabilidad. También resalta el BIS la trascendencia de que las autoridades públicas sean conscientes de los límites de sus políticas, así como de que no pueden resolver todos los problemas de la sociedad inyectando dinero y más dinero. Las políticas macroeconómicas pueden ser de extrema utilidad cuando se aplican convenientemente, pero también muy dañinas cuando se abusa de ellas.

Un diagnóstico impecable, en opinión del autor de este *Informe*.

Lo que no hace el BIS es precisar cuáles son los parámetros que definen esa “región de estabilidad”. Desde este *Informe*, no pretendemos subsanar esa indefinición, pero sí ofrecer algunas pistas de los excesos cometidos por las políticas macroeconómicas desde principios de siglo, y hacia dónde debería avanzarse. Para ello, mostraremos a continuación un par de ejemplos del tenor asimétrico exhibido por las políticas monetarias y fiscales en Occidente, y proseguiremos con una pincelada sobre la triste tendencia de la variable esencial para un crecimiento económico sólido, la productividad por hora trabajada.

Para ajustarnos al período al que hace referencia el BIS, recogemos información desde el año 2001 hasta la actualidad, haciendo una diferenciación a partir de la Gran Recesión. Recordemos que en estos primeros 22 años del siglo XXI han confluído ciertamente, dos períodos muy adversos, a raíz de esa crisis (no solo) financiera de 2008 y de los shocks de oferta (pandemia, invasión de Ucrania) de 2020 y 2022. Pero también existen etapas relativamente prolongadas de expansión económica antes y entre las fases recesivas.

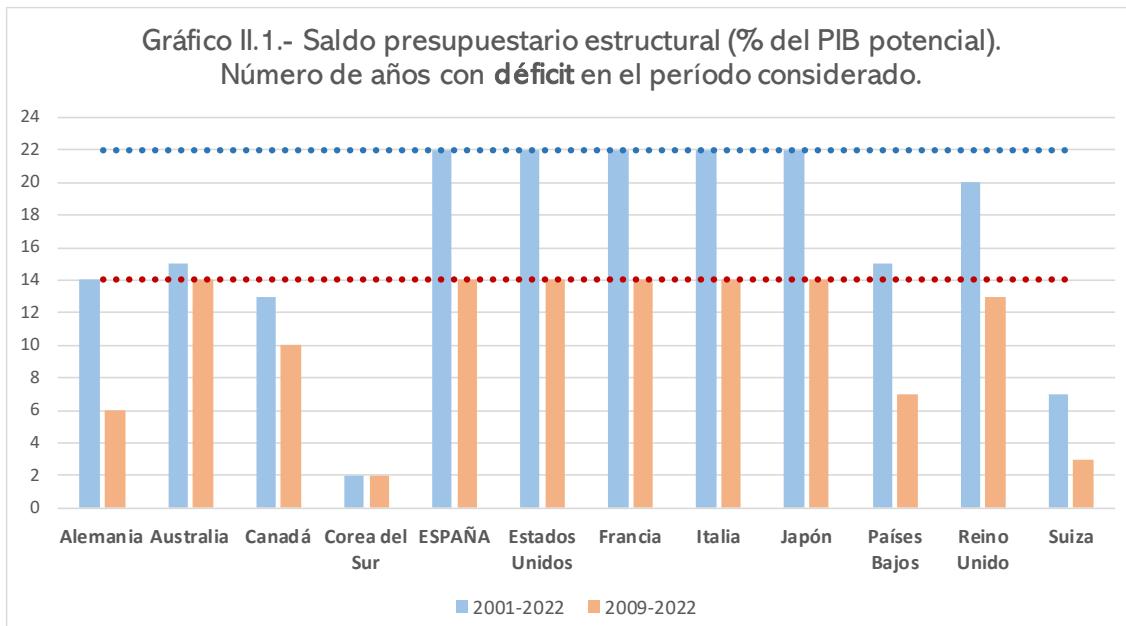
El Gráfico II.1 muestra la acusada propensión de los Gobiernos occidentales a presentar posiciones fiscales deficitarias. Se recoge en el mismo el número de años que, desde principios de siglo y desde la Gran Recesión, se ha cerrado con *déficit estructural*². Salvo honrosas excepciones (Corea del Sur o Suiza, en menor medida Canadá), los países

¹ En opinión del autor, el más interesante de los que publican regularmente las grandes instituciones internacionales, aunque sea uno de los menos conocidos. Puede consultarse en <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.htm>

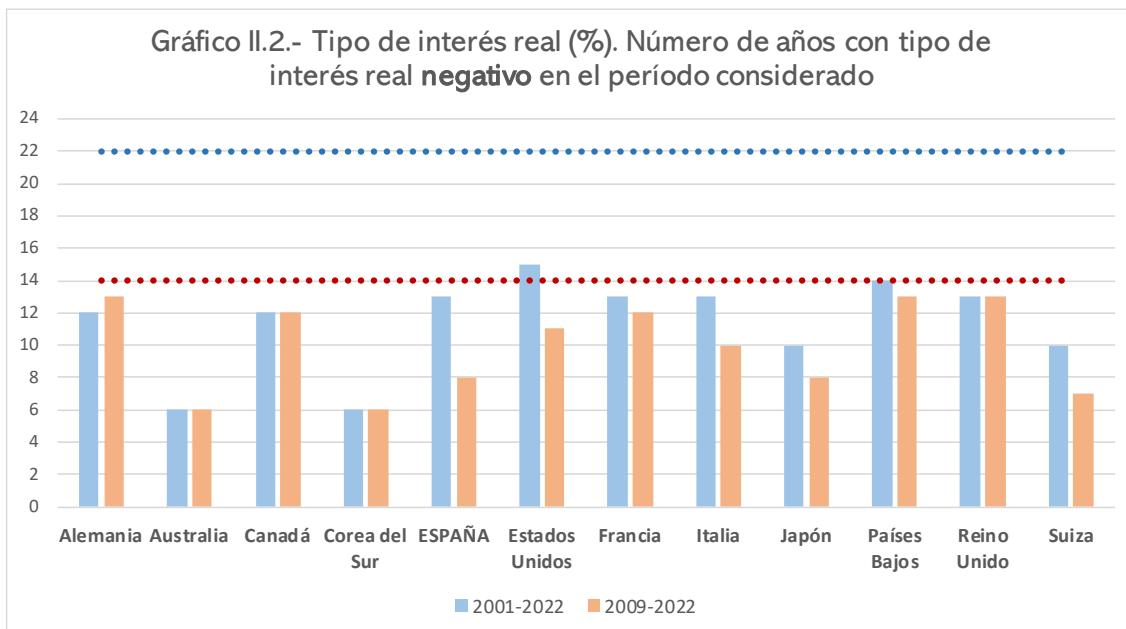
² Es ésta una variable, calculada sobre el PIB potencial que, aunque discutida sobre su precisión, nos permite establecer hasta qué medida el déficit (o superávit) se produce más allá del efecto del ciclo económico.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

Occidentales han presentado ese déficit estructural durante al menos dos tercios de los años del siglo XXI (pese a que los años de expansión han sido claramente más abundantes que los de recesión en estas dos décadas). Nótese que varios de ellos, incluyendo a Estados Unidos, Japón o España, muestran ese déficit ilos 22 años considerados!



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI



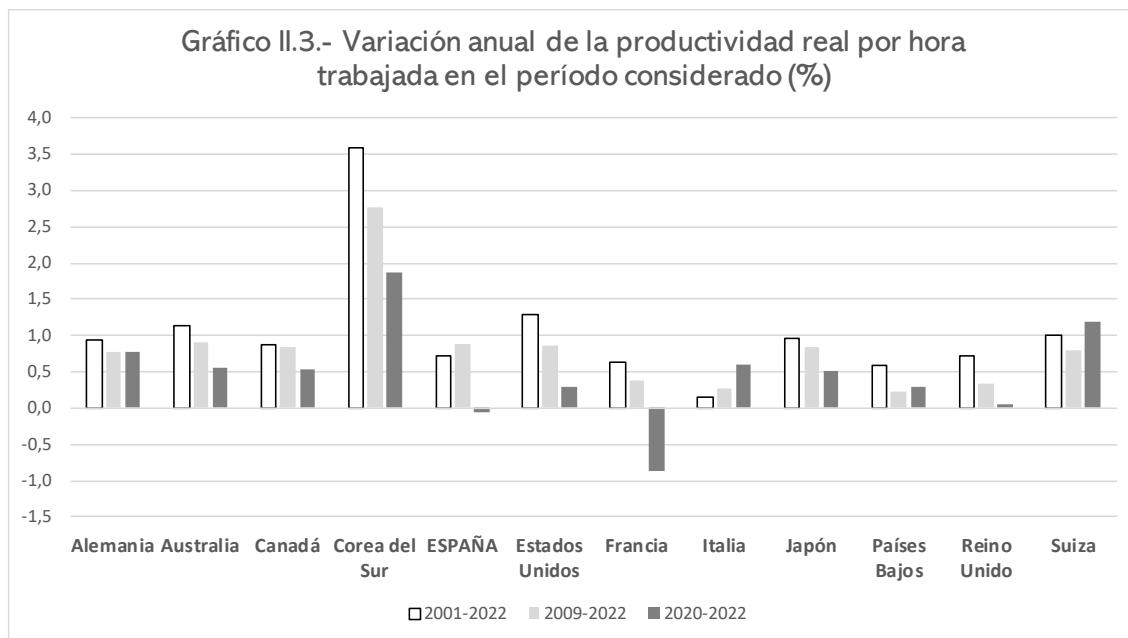
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; Bancos Centrales Nacionales

Si la falta de equilibrio fiscal ha sido la norma en lo que llevamos de siglo XXI, cabría esperar que las autoridades monetarias, con su proclamada independencia del poder político, hubieran mostrado algo más de contención. El Gráfico II.2 nos aproxima un poco a la respuesta, al mostrar el número de años con tipos de interés reales medios

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

negativos en este siglo XXI. Cualquier lógica económica³ nos indica que, con carácter general, los tipos de interés reales (nominales menos la inflación, efectiva o esperada, según el objeto y el momento del cálculo) deben ser positivos. La situación en la que el dinero es gratis y el ahorro penalizado, que parece haberse generalizado en los años previos a 2022, es, cuanto menos, pintoresca. Pero, como revela el Gráfico, ha sido lo habitual desde la Gran Recesión. En general, y salvo en Estados Unidos y en el sur de Europa (porque la política monetaria responde a los intereses de la Eurozona en su conjunto, y el ciclo económico de la periferia era muy distinto al del centro de la zona euro), los tipos reales se mantuvieron en terreno positivo (por poco) en los primeros años del siglo. Pero, desde 2008, la gran mayoría de los años transcurridos han sido testigos de esos tipos negativos. Incluso en los países menos laxos, (Australia, Corea del Sur) así ha sido en seis de los trece años posteriores a 2008. En el mundo anglosajón o Centroeuropa, ha ocurrido en al menos el 75% de esos años.

Por tanto, laxitud monetaria y fiscal simultánea, continuada y abundante, testando esos "límites de la zona de estabilidad" que menciona el BIS. Pero lo peor no es que ese comportamiento tenga como legados continuas tensiones, burbujas e implosiones de las mismas en los mercados financieros, redistribuciones de rentas entre agentes no necesariamente deseadas o unos niveles de deuda pública sin precedentes en tiempos de paz, entre otros efectos negativos. Lo peor es que no ha servido para nada, al menos en términos de dotar de solidez al crecimiento económico en Occidente. Porque, para ello, como demuestra la Historia, es preciso elevar y sostener la productividad del trabajo. Y el Gráfico II.3 parece mostrar exactamente lo contrario.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE

El avance de la productividad por hora trabajada resulta paupérrimo para el conjunto del siglo XXI y para casi todo Occidente, con tasas de crecimiento anuales que rara vez alcanzan el 1%. Los valores son aún inferiores después de la Gran Recesión, y la

³ Si se desea una reflexión elocuente y completa, histórica y contemporánea, al respecto, le sugerimos la lectura de Chancellor, E. (2022); The Price of Time; the Real Story of Interest; Ed. Black Cat.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

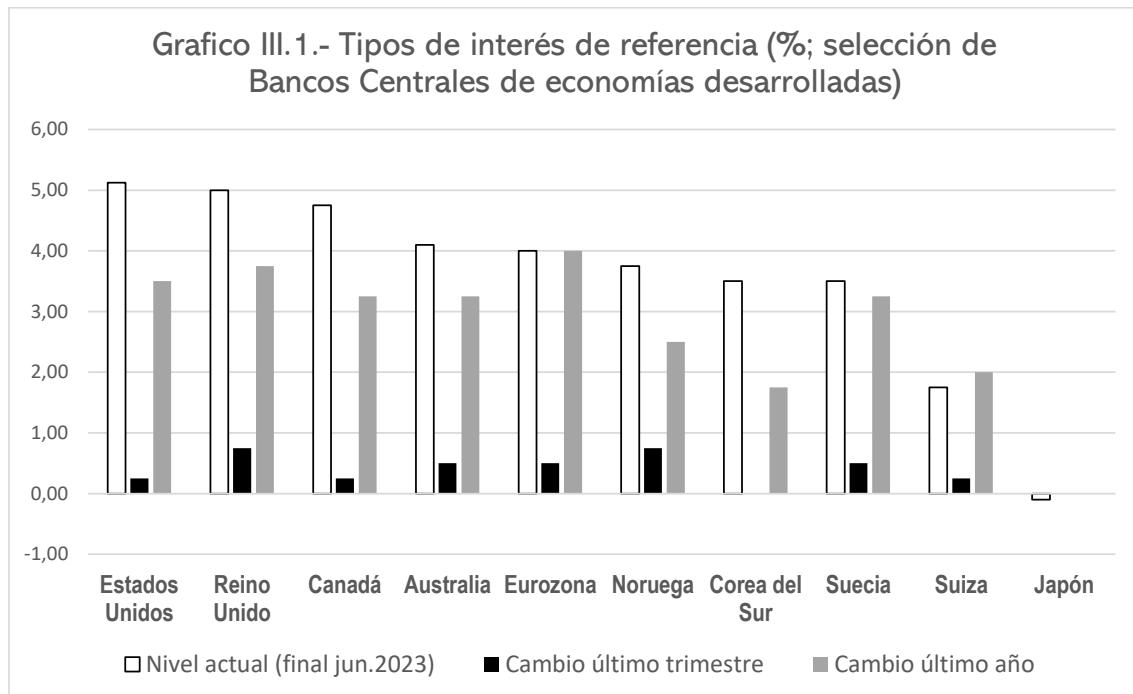
postpandemia no apunte, más bien lo contrario, a una recuperación. ¿Será casualidad que el único país entre las mayores economías occidentales con fuerte crecimiento de la productividad (aunque también a la baja), Corea del Sur, sea el que menos excesos fiscales y monetarios ha cometido? Probablemente, no⁴.

En definitiva, como señala el BIS, no se pueden resolver todos los problemas de la sociedad (ni siquiera los de la economía, debe añadirse) mediante un ejercicio continuo de inyecciones fiscales y monetarios. Hay que replantearse radicalmente el modelo de crecimiento y, aunque también es esencial pensar en ello, no solo para hacerlo más medioambientalmente sostenible, sino para hacerlo económicamente más eficiente y equilibrado. Más reformas estructurales y productividad, menos endeudamiento y estímulos macroeconómicos. El siglo XXI, hasta el momento, ha sido testigo justo de lo contrario.

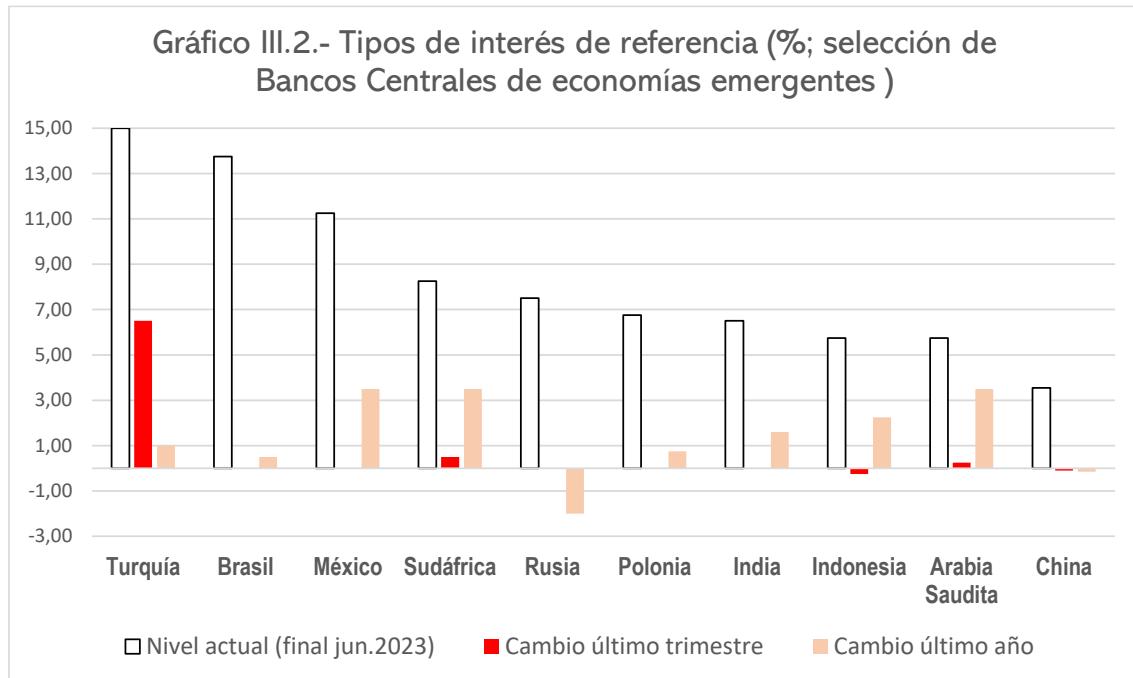
⁴ Por supuesto, otros factores significativos pueden haber incidido en ese resultado diferencial coreano. Incluso algunos podrían alegar que la causalidad es la opuesta, que como Corea del Sur presenta un robusto avance de la productividad, precisa menos estímulos de las políticas macroeconómicas. Puede ser, pero eso nos lleva de vuelta al mismo punto. La estrategia de crecimiento occidental del último cuarto de siglo no funciona.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



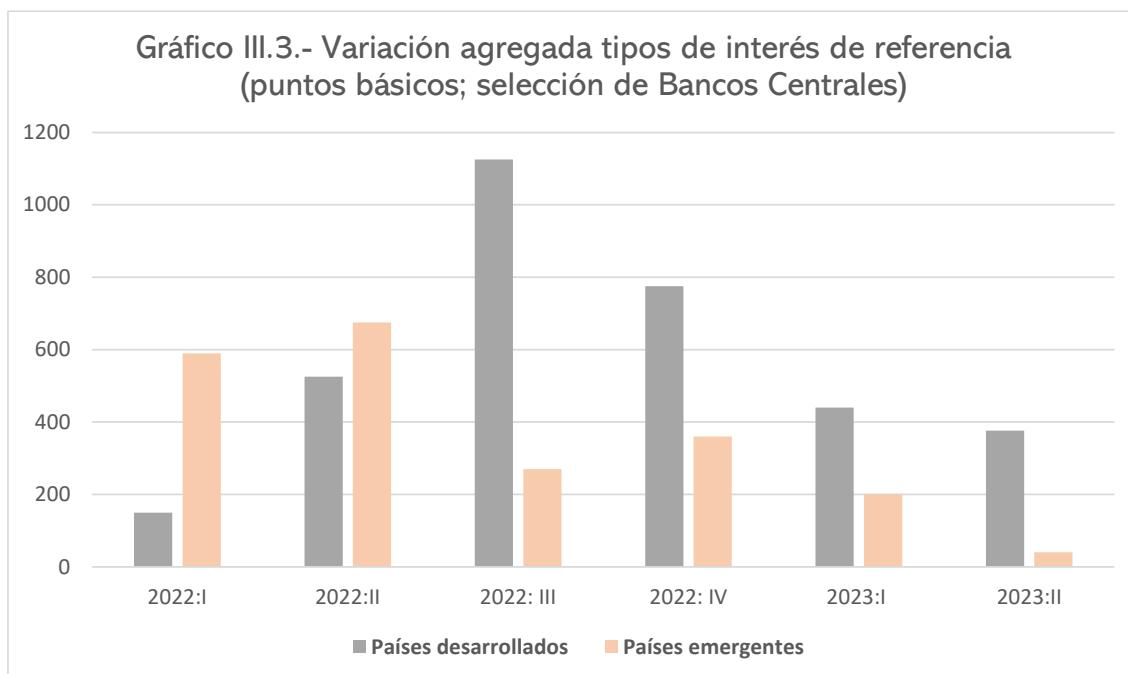
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Los Bancos Centrales han continuado con los incrementos de los tipos de interés de referencia, pero esta afirmación ya solo es aplicable a las economías occidentales, como revelan los Gráficos III.1 y III.2. El enquistamiento de la inflación subyacente y la percepción de una cierta incapacidad de la política monetaria para reducirla (aspectos ambos que abordaremos en las *Claves del Trimestre*) han conducido a continuar con ese

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

endurecimiento monetario y, más aún, a que se espere una extensión del mismo más allá del tercer trimestre de este 2023, que no hace tanto tiempo se veía como punto de cierre del ciclo de subidas.

Con todo, como muestra el Gráfico III.3, sigue minorando la dimensión de la subida agregada de los principales BCs (aunque muy levemente respecto al trimestre anterior), porque, sobre todo en Europa, el riesgo de una recesión sugiere que sería razonable mantener los tipos en los niveles actuales y calibrar las consecuencias. En sentido opuesto, aún más sensato sería desechar los cantos de sirena que ya asoman proclamando la necesidad de reducir los tipos en los próximos trimestres.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Nota: Los movimientos de tipos de Turquía no aparecen en el agregado de los Países Emergentes.

Por cierto, el evidente descontento con la desafortunada labor de los BCs occidentales en los últimos dos años en el cumplimiento de su objetivo prioritario, la estabilidad de precios, parece haberse cobrado su primera víctima. Por vez primera en tres décadas, el Gobierno australiano ha rechazado la extensión del mandato del gobernador de la Reserva Federal de Australia, en este caso Philip Lowe⁵. La actual vicegobernadora, Michele Bullock, elegida para sustituir a Lowe, deberá implementar una serie de reformas apuntadas por una comisión de expertos para corregir los problemas detectados en la institución.

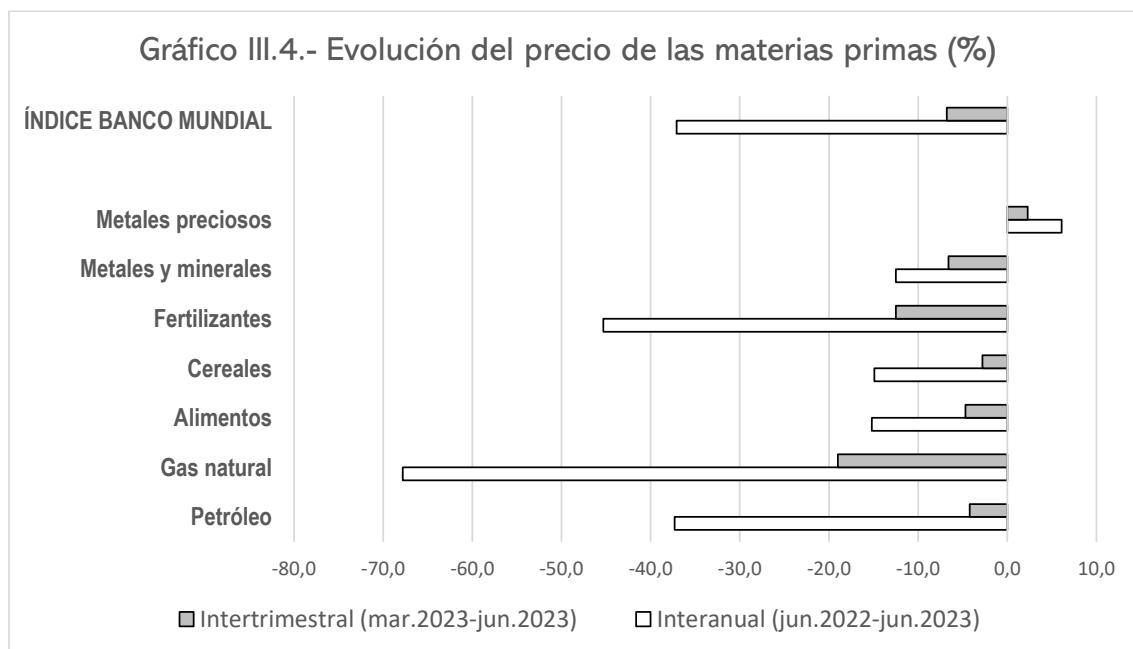
Por su parte, las grandes economías emergentes ya han llegado a la finalización del ciclo de subidas de tipos y, como revela el Gráfico III.2., estos se han mantenido inalterados en el pasado trimestre en la mayor parte de los casos, incluso con algún recorte (Indonesia).

⁵ Sus pronósticos en 2021 sobre los futuros movimientos de tipos de interés fueron particularmente desafortunados, e incluso hizo acto público de contrición por la incapacidad del BC australiano para anticipar la evolución de la inflación.

Por supuesto, hay una gran excepción, fácilmente perceptible en el citado Gráfico. Como cabía esperar, una vez el Presidente Erdogan consiguió asegurar su reelección, su visión “paralela” de cómo funciona una economía, que ha conducido a Turquía a desequilibrios extremos (inflación, saldo exterior, depreciación de la lira), deja paso a la “racionalidad”, en palabras del nuevo ministro de Finanzas, Mehmet Symsek. La subida de 650 puntos básicos en el tipo de interés de referencia (más bien tímida para lo que se esperaba, por lo que seguirán más) por parte de la nueva Gobernadora del BC, Hafize Gaye Erkan, es solo una pieza de esa “racionalidad”.

B.- Precios de las materias primas

Escasas novedades en el último trimestre en el comportamiento del precio de las materias primas. Los descensos en los precios, una vez minimizados los estrangulamientos por el lado de la oferta y reducida seriamente la presión de la demanda ante las mediocres perspectivas de crecimiento de la economía mundial, han continuado en el último trimestre, extendiendo lo acontecido en los tres anteriores.



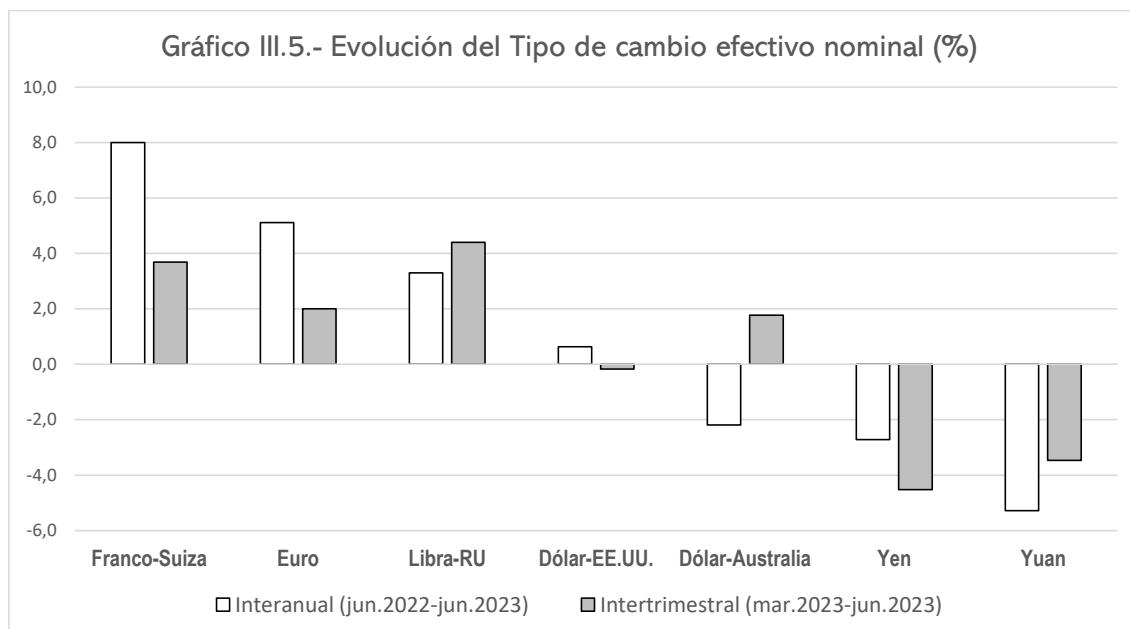
Como muestra el Gráfico III.IV, esa trayectoria a la baja es común a los grandes grupos de materias primas (excepción hecha de los Metales Preciosos), y lo ha sido con especial intensidad en el ámbito de la energía, en particular el gas natural, reequilibrando (todavía en parte) el ascenso vertiginoso de sus precios en 2021 y la primera mitad de 2022.

Hemos incorporado al Gráfico superior la evolución del Índice global del precio de las materias primas que elabora el Banco Mundial, que revela un descenso interanual del 37% y uno trimestral del 7%. Estas cifras por una parte explican la reducción de los índices generales de inflación, cuando esa evolución de los mercados mundiales se filtra a consumidores intermedios y finales de esas materias primas; por otra, sugieren que ese efecto benigno se irá reduciendo a medida que se alcance un suelo en los precios

de esas materias primas... a menos que la economía mundial experimente un (imprevisto) deterioro significativo.

Por el contrario, la recién producida (al escribir estas líneas) retirada de Rusia del acuerdo para permitir la salida del trigo ucraniano desde el mar Negro hacia el resto del mundo, de mantenerse, generaría un abrupto incremento en los precios de los cereales, con las implicaciones ya conocidas, sobre todo en parte del mundo en desarrollo.

C.- Principales divisas



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

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

Como siempre en esta subsección, el Gráfico III.5 muestra el comportamiento de las principales divisas internacionales en los últimos tres y doce meses.

Después de la intensa apreciación del dólar que marcó el período en el que se iniciaban estos *Informes*, hace un año, podemos observar cómo, por el contrario, la divisa estadounidense apenas ha movido su cotización respecto al conjunto de socios comerciales del país en los pasados doce meses. En sentido opuesto, la sensación de que el problema inflacionista va a exigir mayor endurecimiento monetario en Europa que en otras latitudes se encuentra detrás de la apreciación, particularmente marcada en el último trimestre, del euro y la libra (la alternativa de que el fortalecimiento de estas monedas se deba a unas favorables perspectivas económicas es impensable).

No obstante, la atención de los mercados y los analistas se ha centrado recientemente en el comportamiento bajista de las dos principales divisas asiáticas. El yen se ha depreciado un 4.5% en los últimos tres meses, a pesar de las repetidas declaraciones de los responsables económicos nipones mostrando su malestar por esa evolución, y estando todavía en la memoria las intervenciones a finales de 2022 (por un valor total

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

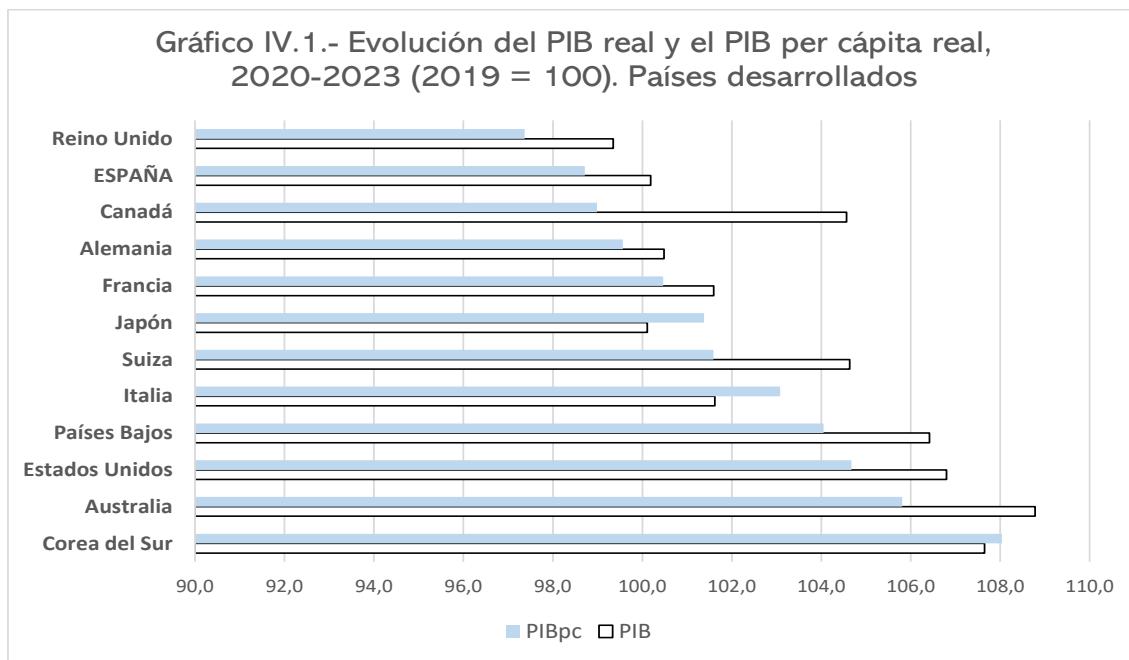
de 64000 millones de dólares) orientadas a apreciar el yen, y cuya efectividad ha desaparecido con relativa prontitud. Debe recordarse que, con buena parte de la producción desplazada a otros países, especialmente asiáticos, ya no está claro que una depreciación de su moneda sea un plus para los grandes exportadores japoneses.

La caída del yuan (3.5% trimestral, 5.3% anual) debe ligarse, qué duda cabe, a las dudas sobre la fortaleza de la recuperación china tras el fin de las restricciones ligadas a la COVID-19. Alternativamente, y al menos de momento, los estímulos monetarios implementados no parecen suficientes para justificar ese descenso de la divisa. En todo caso, y con las tensiones entre China y Estados Unidos manteniéndose en máximos, una potencial continuidad en esa depreciación del renminbi (cuyo tipo de cambio, debe recordarse, está parcialmente intervenido por las autoridades chinas) podría convertirse en otro foco de tensión entre ambos países. Nótese que en el primer año de la Administración Trump (2017), el déficit en el comercio de bienes de Estados Unidos con China fue de 375 millardos de dólares. Pese a todo lo llovido desde entonces, en 2022 ese déficit fue de...381 millardos de dólares.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Iniciamos la sección en esta ocasión haciéndonos eco de un debate mantenido en varios países, incluyendo desde luego a España, con una panorámica general de cómo les ha ido a las grandes economías desarrolladas y emergentes en los últimos años. Todas estas economías han debido afrontar una sucesión de shocks adversos (COVID-19, Guerra de Ucrania) y favorables (expansión macroeconómica sin precedentes, en especial en Occidente), con múltiples y variadas repercusiones, desde el inicio de 2020.

Los gráficos IV.1 y IV.2 muestran la evolución acumulada del PIB real (total y per cápita) de una amplia selección de economías en el período 2020-2023. Las diferencias son significativas dentro de ambos grupos de países. Ciertamente, las razones de esas divergencias pueden ser muy diversas y deben estudiarse de manera individualizada⁶; aquí nos quedaremos en la tangible realidad de las cifras.



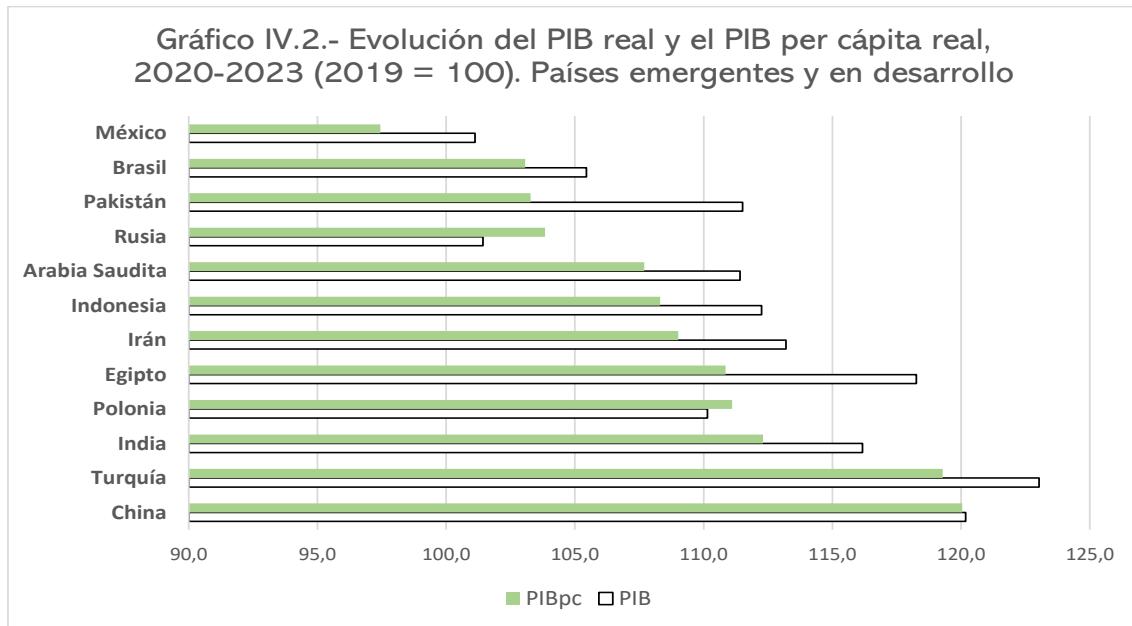
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI, con la información cerrada (salvo ulteriores revisiones) entre 2020 y 2022, y las previsiones del World Economic Outlook (abril) para 2023.

Comenzando por las economías avanzadas, son varias las que incluso al final del presente año no habrán recuperado el nivel de renta per cápita previo a la crisis (Reino Unido, España, Canadá o Alemania), aunque en el caso canadiense se debe a un elevado (para los estándares de los países desarrollados) incremento de población. Australia y Estados Unidos encabezan el crecimiento absoluto, aunque la caída de la población en Corea del Sur (sumada a una trayectoria económica favorable) conduce a un mejor

⁶ Por ejemplo, el autor considera que algunos de los peores resultados, por ejemplo los de España, Reino Unido o Brasil, se fundamentan, sin excluir otros factores, en el evidente deterioro institucional sufrido por estos tres países en los últimos años, elemento siempre penalizador del crecimiento económico. México, por otro lado, realizó el menor esfuerzo de expansión macroeconómica de todas las principales economías desarrolladas y emergentes, lo cual no puede ser ajeno a su mediocre crecimiento de los últimos años

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

resultado en términos per cápita. Solo la economía británica permanecerá por debajo del nivel de PIB de 2019 a finales de 2023, aunque las cifras de España, Alemania o Japón nos hablan también de un periodo que, en su conjunto, es de estancamiento económico.

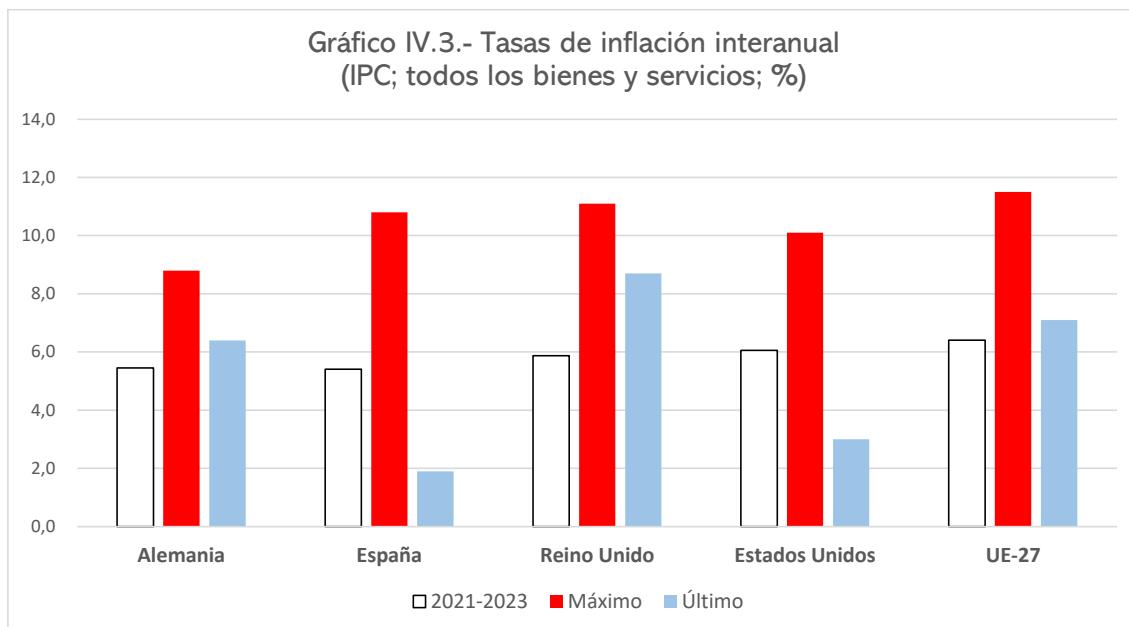


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI, con la información cerrada (salvo ulteriores revisiones) entre 2020 y 2022, y las previsiones del World Economic Outlook (abril) para 2023.

Respecto a las grandes economías emergentes, todas ellas han recuperado el nivel de PIB prepandemia, en algunos casos por amplios márgenes, y únicamente México (véase la nota 6) no lo ha hecho en términos per cápita. Dos matizaciones, sin embargo; primero, se trata de economías con tasas de crecimiento naturalmente más altas que las de los países desarrollados, por lo que la pérdida de producción a consecuencia de las perturbaciones vividas desde 2020 es incluso mayor que para estos últimos. Esta realidad no debe sorprender, porque el esfuerzo fiscal y monetario de respuesta a tales perturbaciones ha sido sensiblemente menor (porque inferior era su margen de actuación) al de Occidente. Segundo, algunas de las economías que ofrecen mayor avance del PIB en estos años lo han hecho asumiendo severos desequilibrios macroeconómicos, que ya están condicionando de manera negativa su crecimiento actual y lo seguirán haciendo en el futuro. Turquía, Egipto y China son ejemplos de esta circunstancia.

2.- Necesariamente, tenemos que seguir reflexionando en estas *Claves* sobre la inflación. El Gráfico IV.3. revela cómo se han dejado atrás los máximos vividos recientemente, pero también que las actuales tasas interanuales distan, en casi todos los casos, de aproximarse siquiera a lo que entendemos por estabilidad de precios, el objetivo de los Bancos Centrales. Solo el dato de España se sitúa por debajo del 2%, coincidiendo con el mayor recorte reciente en los precios de la energía, que constituyen el elemento que aleja los niveles generales de inflación de los máximos referidos, como revela la Tabla 1. En ella, también se observa cómo la inflación subyacente (sin energía y alimentos) no

solo no se reduce, sino que se mantiene a niveles superiores a los alcanzados en el promedio de los pasados dos años. Aunque el énfasis se fija crecientemente en los servicios⁷, los datos revelan que no hay demasiada diferencia entre la inflación concentrada en estos y la de bienes.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Tabla 1

	Tasas de inflación interanuales de las categorías referidas (%)					
	Energía		Servicios		Subyacente	
	Pr.2021-23	Último	Pr.2021-23	Último	Pr.2021-23	Último
Alemania	18,5	-3,8	2,4	6,1	3,6	5,6
España	16,9	-24,9	2,4	4,3	2,7	4,3
RU	30,0	-8,1	3,6	6,3	4,0	6,5
EE.UU.	17,8	-16,7	5,0	5,7	5,0	4,8
UE-27	22,8	-0,3	3,1	5,9	n.d.	6,1

Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

¿Qué está generando este enquistamiento de la inflación subyacente? En buena medida, los efectos diferidos de haber permitido en un principio (desde la segunda mitad de 2021) que los precios crecieran sin control, al interpretar erróneamente el despegue inicial de los mismos como un mero problema transitorio de oferta. A ello, claro está, se suma luego el impacto de la invasión de Ucrania. Aunque en los últimos meses se observa ya una corrección a la baja de las mismas, las expectativas de inflación se desanclaron y elevaron, y ahora se traducen en crecimientos de salarios y de márgenes empresariales que constituyen el principal efecto diferido al que nos referimos. Y, por muchas advertencias que lancen los Bancos Centrales, lo cierto es que el cálculo que

⁷ Por el giro en favor de éstos de la demanda occidental en relación con los bienes de consumo duraderos desde 2022.

hacen trabajadores y empresarios es que, incluso con esas subidas “excesivas”, no han terminado de compensar su pérdida de poder adquisitivo de los dos últimos años⁸.

Cuando a lo anterior se suman factores idiosincráticos, la situación es incluso peor, como en el caso británico (ver Gráfico y Tabla superiores). Si a los shocks de oferta y el exceso en la provisión de estímulos macroeconómicos se agregan el BREXIT (con su impacto adverso sobre comercio e inmigración), la volatilidad en las actuaciones gubernamentales, el estancamiento secular de la productividad y las tensiones de un mercado de trabajo muy afectado por un número extrañamente alto de enfermos de largo plazo por la COVID, el resultado inflacionista resulta ser, claro está, el peor de Occidente.

Algunos analistas, preocupados por la persistencia de la inflación, han empezado a plantear si la política monetaria ha perdido su efectividad. ¿Será ese el problema?

3.- Quien suscribe no iría tan lejos, y apuntaré de inmediato algunas razones por las que *parece* que la política monetaria ya no puede hacer su trabajo, pero sí es cierto que existen algunos cambios en el mercado de la vivienda que disminuyen la efectividad de la transmisión monetaria. En efecto, desde episodios anteriores de endurecimiento monetario, el porcentaje de vivienda en propiedad en la mayoría de los países occidentales se ha incrementado y, en paralelo, ha aumentado el número de hipotecas a tipo fijo en detrimento de las establecidas a tipo variable. De hecho, por ejemplo y para el conjunto de la Eurozona, los 400 puntos básicos de subidas del tipo de referencia del BCE se han traducido en un incremento de solo⁹ 180 p.b. en la hipoteca media. Si estos factores reducen significativamente la capacidad de la política monetaria restrictiva de reducir el gasto de las familias porque ahora deben preocuparse menos que antaño (en promedio) de la subida de cuotas hipotecarias, ello conlleva, en efecto, una pérdida de efectividad.

Pero apuntemos algunos elementos que pueden tener más relevancia en la tardanza en contener la inflación.

Primero, como hemos insistido hasta la saciedad en estas páginas (véase, solo como un ejemplo, ya el *Foco de Atención* de nuestro primer *Informe*, en julio de 2022), la política monetaria requiere de varios trimestres para ser plenamente efectiva. Por eso algunos insistimos en la necesidad de elevar los tipos ya en el otoño de 2021, no esperar hasta la primavera e incluso el verano del año siguiente para abandonar la extrema laxitud monetaria anterior. Ni las perturbaciones eran solo de oferta ni eran transitorias¹⁰. Una respuesta tan tardía de los Bancos Centrales, que arrastra los efectos diferidos que señalábamos en la *Clave* anterior, implica que el control de la inflación también se va a retrasar en el tiempo.

⁸ Esta es una reflexión realizada para el conjunto de agentes. Algunos colectivos y sobre todo ciertas empresas han más que compensado ya esa pérdida de poder adquisitivo.

⁹ Con mis disculpas para quien considere que este “solo” debería ser una “nada menos que”.

¹⁰ Un estudio de la Reserva Federal reconoce que idos tercios! de la inflación excesiva en Estados Unidos se deben a factores de demanda (y la mitad de éstos al excesivo estímulo fiscal en respuesta a la COVID-19), aunque el porcentaje es menor (si bien significativo) para otras economías desarrolladas.

Segundo, mientras las subidas de tipos de interés han sido rápidas y enérgicas cuando por fin se iniciaron, no debe olvidarse que el tamaño del balance de los Bancos Centrales se ha reducido desde aún más tarde, de manera muy pausada e incluso con momentos de expansión ante episodios de crisis (el Banco de Inglaterra con el caos provocado por el visto y no visto Gobierno Truss; o la Reserva Federal con la crisis centrada en la caída del Silicon Valley Bank). Si la cantidad de dinero en circulación se hubiera reducido de manera drástica, la inflación sería sin duda menor... aunque las turbulencias en los mercados financieros hubieran sido, siendo optimistas, serias.

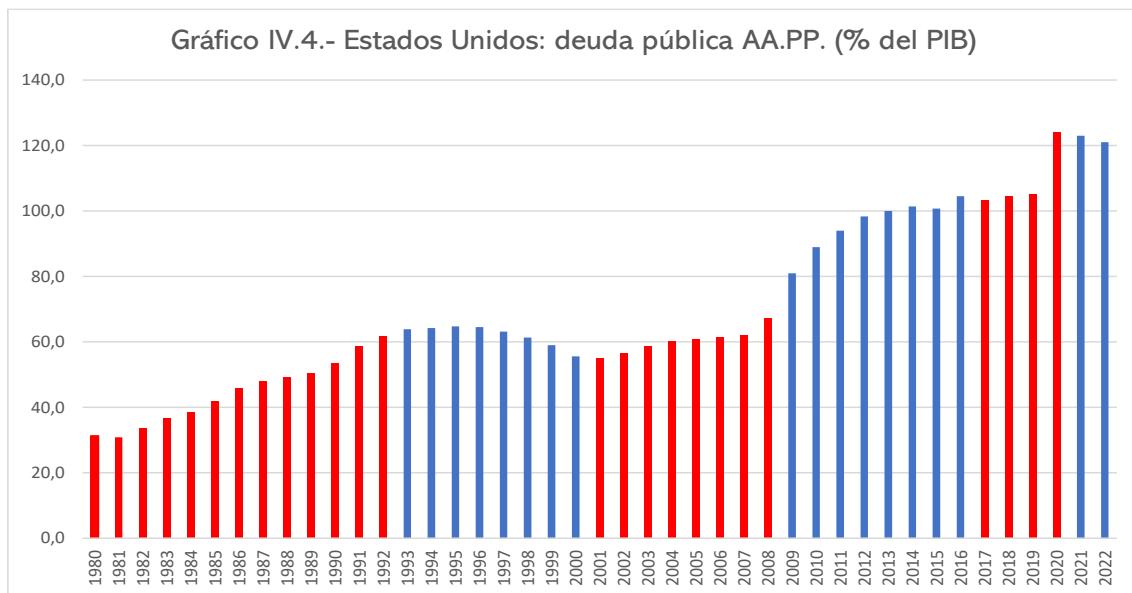
Tercero, como señalaba recientemente Christine Lagarde al referirse a los problemas para contener la inflación, el PIB crece tímidamente (o no lo hace) pero el desempleo en Estados Unidos y Europa sigue en mínimos, lo que implica dos cosas: tensiones salariales y una penosa evolución de la productividad. ¿A qué se debe esta situación? Algunas alternativas, que, al menos en este *Informe*, solamente apuntaremos: las empresas, temerosas de no encontrar a los trabajadores que puedan requerir en el futuro, en especial los cualificados o muy especializados, prefieren mantenerlos aunque la demanda no requiera de todos ellos (*labor hoarding*). O, aunque hay más trabajadores a tiempo completo, a raíz de la pandemia se ha reducido (voluntariamente) el número de horas trabajadas de esos trabajadores. O el aumento del empleo se ha producido en empleo público (menos horas de trabajo en promedio) y servicios no avanzados (menos productividad en promedio).

4.- Vayamos a continuación con un debate que, de no haberse resuelto, seguro que hubiera ocupado nuestro *Foco de Atención* del presente *Informe*: el techo de la deuda pública en Estados Unidos. En una época de enfrentamiento constante entre Demócratas y Republicanos, resultan llamativos tanto el margen de aprobación de la elevación del techo de la deuda (314-117 en la Cámara de Representantes; 63-36 en el Senado, con apoyo bipartidista) como la sensatez del acuerdo. Así, se extiende dos años ese límite (tema distinto es que la idea del mismo tenga o no sentido, como comentaremos en breve), con la fijación de un límite al aumento del gasto discrecional, salvo partidas que se estiman intocables (como la del gasto de defensa). Se imponen restricciones al acceso a ayudas sociales, pero no a los colectivos más vulnerables (ni a los veteranos de guerra). Se recorta mucho menos de lo que los Republicanos pretendían el presupuesto del Internal Revenue Service (o sea, Hacienda en su parte recaudatoria) y nada la emblemática Inflation Reduction Act de la Administración Biden. Se financian un par de oleoductos y todos contentos. Todo bastante civilizado, para alivio de mercados, empresas, expertos y ciudadanos informados.

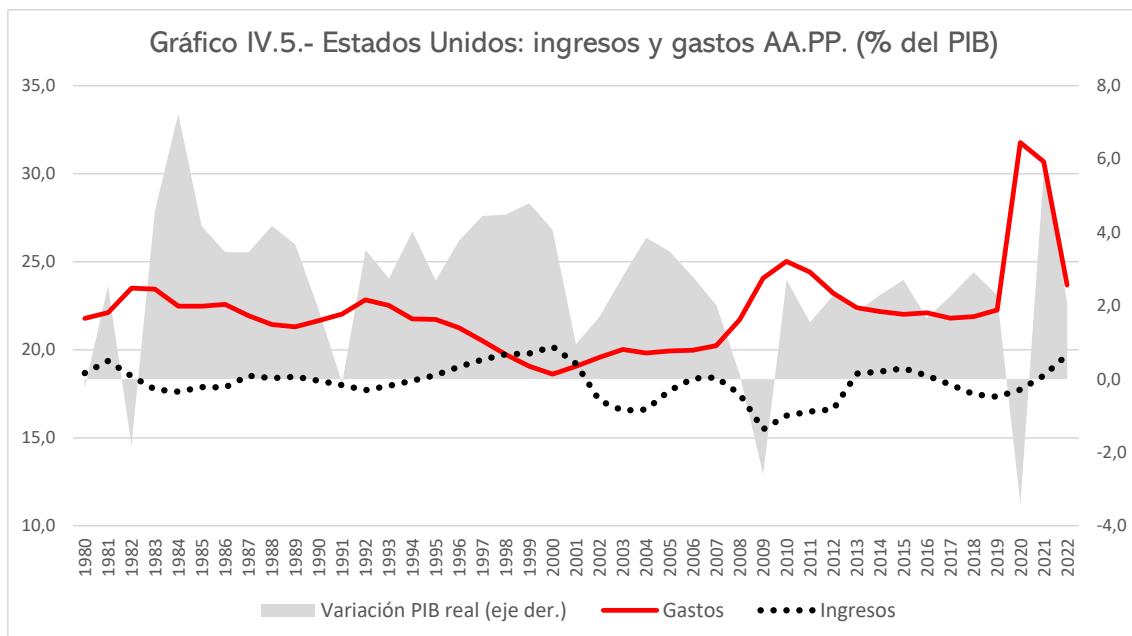
Dado ese resultado, que nos evita hablar de consecuencias tenebrosas, reflexionemos más tranquilamente sobre quién ha estado generando el desmedido crecimiento de la deuda pública en Estados Unidos en las pasadas cuatro décadas. Recordemos que la deuda no es más que el resultado acumulado del desfase entre ingresos y gastos de cada ejercicio presupuestario, incrementado por el coste de los intereses que supone financiar ese saldo negativo, tan habitual en la mayor parte de países occidentales en las pasadas décadas. De hecho, Estados Unidos ha presentado déficit público nada menos que en 41 de los 43 últimos años.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

El Gráfico IV.4 muestra la trayectoria desde 1980 de la deuda pública estadounidense. En rojo (azul), años bajo Presidentes republicanos (demócratas). Aunque los problemas con el techo de la deuda siempre se producen bajo una Casa Blanca demócrata y una Cámara de Representantes (que tiene la responsabilidad de aprobar los presupuestos) de mayoría republicana, lo cierto es que la deuda ha crecido de manera continuada en este largo período, con la excepción del apreciable descenso en el segundo mandato de Bill Clinton (1997-2000).



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



Fuente: elaboración propia. Datos: Bureau of Economic Analysis.

Pero, para entender mejor esta evolución, requerimos la ayuda también del Gráfico IV.5, que muestra de dónde proviene el aumento de la deuda, es decir, el desequilibrio entre

ingresos y gastos públicos a lo largo del tiempo¹¹. Como resulta obvio que el ciclo económico debe influir crucialmente en los presupuestos públicos, se incorpora también al gráfico la trayectoria del PIB real. Nótese, en primer lugar, cómo los ingresos están (casi) siempre por debajo de los gastos. Estos últimos se mantienen, con independencia de quién gobierne, entre el 31 y el 35% del PIB, salvo en el final de los años noventa (los conocidos "dividendos de la paz", cuando el final de la Guerra Fría condujo a la reducción del gasto de defensa). En sentido opuesto, el gasto público se eleva drásticamente en respuesta a las dos grandes crisis del período, la Gran Recesión y, en mucha mayor medida (excesiva, según lo que ya es casi un consenso), la pandemia asociada a la COVID-19.

En materia de ingresos, sí es posible detectar, al margen de los efectos del ciclo, una cierta propensión a la reducción de los mismos (por bajadas de impuestos) durante las últimas Administraciones republicanas. Debe recordarse en este sentido que, en el segundo mandato de Ronald Reagan, ante el aumento del déficit en los años previos, se aprobaron normas que obligaban a compensar cualquier aumento de gasto con una reducción equivalente en otra partida, o una subida de impuestos que equilibrase tal aumento. Esa obligación, mantenida durante los mandatos de G.H.W. Bush y Bill Clinton, fue eliminada al inicio de la Administración de G.W. Bush. Desde ese momento, el partido Republicano ha sido poco cuidadoso, al menos mientras ha ostentado la Presidencia, con el mantenimiento del equilibrio presupuestario.

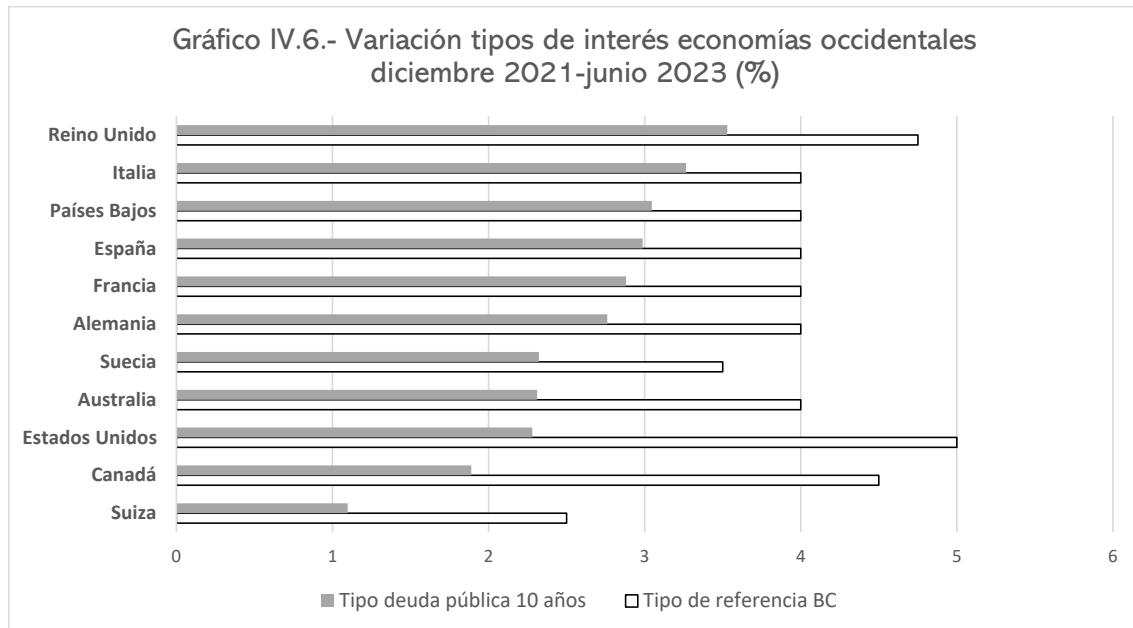
En definitiva, las sucesivas Administraciones estadounidenses, de ambos partidos, han sido, en general, incapaces de alcanzar un saldo equilibrado en las cuentas públicas. Han sido pragmáticas y contundentes en las respuestas a las crisis graves, pero han carecido de la voluntad de actuar sobre gastos y/o impuestos para reequilibrar el presupuesto en épocas de bonanza. Se trata de un pecado compartido por ambos partidos, si acaso algo más acusado bajo mandato republicano (partido propenso a las reducciones de ingresos no financiadas), lo que hace difícil de entender, salvo por puro oportunismo político, que cada Presidente demócrata se enfrente, cuando coincide con una Cámara de Representantes con mayoría republicana, a la amenaza de no elevar el techo de la deuda y tener que suspender (parte de) los pagos del Gobierno federal. Aunque resulta poco probable que la amenaza finalmente se materialice, y menos aún que se eligiese el *default* de las obligaciones con los tenedores de la deuda pública (antes se suspenderían otros pagos), la mera existencia del techo de deuda es una figura absurda, en la medida en que los desequilibrios que la generan son aprobados, año tras año, por los congresistas.

5.- Y ya que reflexionamos sobre la deuda pública, un apunte sobre la evolución reciente de su coste. El Gráfico IV.6 recoge el notable incremento del mismo (para el clásico *benchmark*, la deuda a diez años) para una selección de países desarrollados, con el Reino Unido exhibiendo la evolución más desfavorable¹² y Suiza la más cómoda. Nada

¹¹ Dado que los Estados federados tienen obligación de mantener un presupuesto al menos equilibrado, lo que cumplen en la mayor parte de los casos y la mayor parte de los años, centramos todo este análisis en los datos del Gobierno Federal, o sea, la Administración Central.

¹² Es ésta una constante en el presente Informe, pero no es sino la plasmación de la muy adversa evolución de la economía (y la política, cabría añadir) británica en los últimos años.

demasiado sorprendente. Pero conviene fijar la atención en la diferencia entre ese aumento del coste del endeudamiento a largo plazo y el sistemáticamente mayor incremento de los tipos de referencia de los Bancos Centrales. Esa divergencia es considerable, en especial en Estados Unidos.



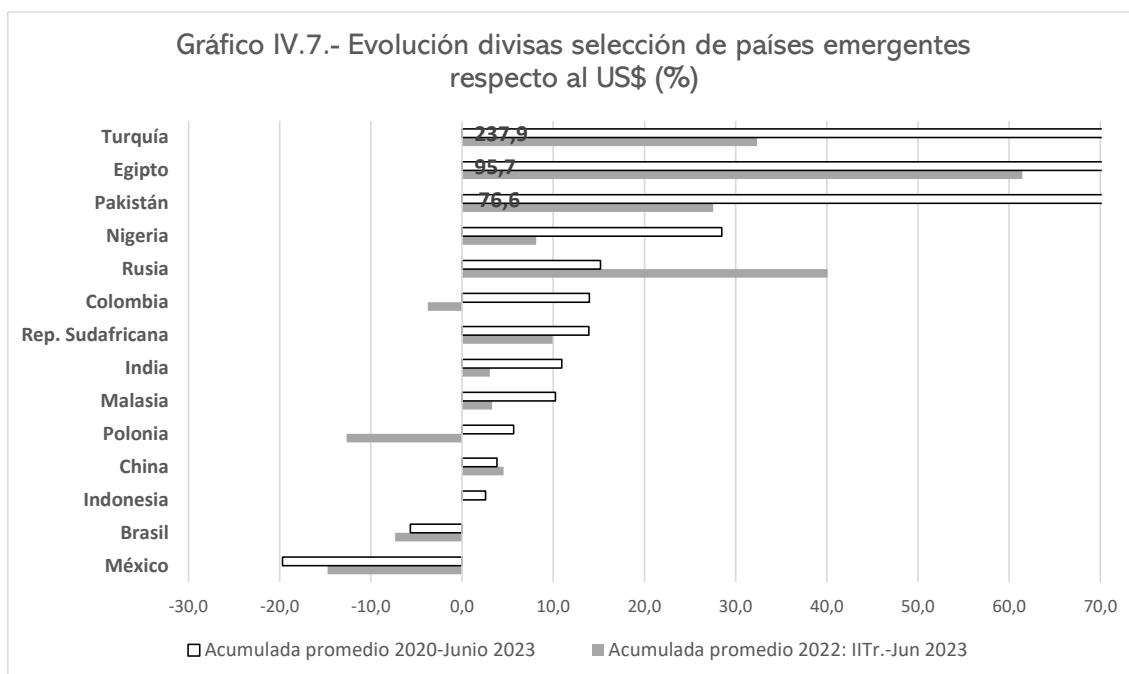
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales; OCDE.

¿Cómo interpretamos lo que técnicamente, es un aplanamiento de la curva temporal de tipos de interés, con los de corto subiendo claramente más que los de largo?

Debe recordarse, para empezar, que se mantiene la influencia sobre el coste de la deuda pública de los enormes volúmenes de la misma que permanecen en los balances de los Bancos Centrales. Si estos apresurasen su retirada, el precio de la deuda caería con fuerza, lo que equivaldría a tipos de interés mayores. Precisamente por ello, es improbable que se produzca una reducción más rápida del balance de los BCs (o sea, una liquidación acelerada de su excedente de deuda pública).

Al margen de lo anterior, parece que los inversores están descontando dos tendencias futuras, una favorable, y otra todo lo contrario. Por un lado, los moderados tipos a largo implican que los mercados no esperan una continuidad de las tasas de inflación actuales en el medio y largo plazo, sino el regreso a la estabilidad de precios, expectativa que mantiene bajo control el componente de esos tipos a largo plazo que se explica por la inflación esperada y su variabilidad. Pero el componente real de esos tipos de interés está vinculado a factores como el crecimiento de la productividad y el esfuerzo inversor con relación al ahorro. Cuanto mayor es el avance de la economía y su dinamismo, más alto es el tipo de interés de equilibrio de la misma. Y no parece que los inversores, por tanto, estén descontando una recuperación de los muy pobres niveles de productividad e inversión productiva que venimos arrastrando en Occidente desde hace ya, al menos, un cuarto de siglo.

6.- Mientras las tribulaciones de las economías desarrolladas acaparan el protagonismo, y las dificultades para financiarse de no pocos de los países más pobres resultan dramáticas, en el mundo emergente se encuentran algunos elementos que invitan a un optimismo, aunque mesurado. Por ejemplo, la respuesta de las autoridades monetarias a las presiones inflacionistas fue muy anterior a la de los países desarrollados, lo que permitió contener, con excepciones, esas tensiones. Ello ha permitido, como reflejamos en la *sección III* de este *Informe*, finalizar antes el ciclo de subidas de tipos. La recuperación de los flujos de capital hacia la mayor parte del mundo emergente, tras las abruptas caídas en los momentos iniciales de la pandemia, ha sido notable, y es remarcable que, de nuevo con excepciones, se sostenga incluso en una época de rápido endurecimiento monetario en Occidente. En paralelo a lo anterior, el comportamiento de la mayor parte de las principales divisas emergentes, pese a la fortaleza del dólar desde la pandemia, ha sido robusto, y, con un "billete verde" menos pujante en el último año, no pocas de esas divisas se han apreciado, en especial las latinoamericanas (Gráfico IV.7)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: valores positivos (negativos) implican la depreciación (apreciación) de la divisa del país respecto al dólar estadounidense.

Ciertamente, como revela el propio Gráfico, hay excepciones, algunas extremas. Entre ellas, Turquía, consecuencia de la visión heterodoxa (siendo cortés) de su Presidente sobre cómo funciona una economía, abandonada tras las últimas elecciones, como ya se ha comentado en este *Informe*. O Pakistán, en permanente riesgo de *default*, que va salvando *in extremis* con apoyos alternativos obtenidos de China y el FMI. O Egipto, muy afectado por los problemas en el suministro de grano a raíz de la guerra de Ucrania y, más aún, por la ausencia de las reformas estructurales siempre prometidas y nunca realizadas en sus sucesivos acuerdos con el FMI.

Economías deficientemente gestionadas, y más en épocas de turbulencias, llevan a depreciaciones brutales de las respectivas divisas. Ello aumenta el riesgo de impago de

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

las deudas emitidas en dólares (o euros), dado que resulta más difícil satisfacer los intereses debidos cuando se recauda en una moneda nacional depreciada frente a la divisa fuerte en la que se pagan esos intereses. Es el conocido “pecado original” derivado del endeudamiento en moneda extranjera... y de la irresponsable gestión macroeconómica.

Pero, en un período nada sencillo, estos casos de trayectorias preocupantes constituyen una minoría¹³. Para ellas, pero también para el resto (que, como mostrábamos en la primera de las *Claves del Trimestre*, también han sufrido una ralentización del crecimiento desde 2020), no podemos sino introducir una nota de precaución sobre lo que algunos anticipan será pronto el inicio de un ciclo de reducción de tipos de interés. Hay varios motivos para esa cautela. Primero, la inflación subyacente no está tampoco bajo control en muchos de estos países, y los precios de las materias primas no van a reducirse más. Segundo, la geopolítica puede dificultar todavía más el mantenimiento de los precios bajo control. Tercero, hay algunos problemas específicos por áreas, desde el alto grado de indiciación de los salarios (eso sí, en la parte formal de la economía, que en no pocos casos es minoritaria) en Latinoamérica a las tensiones en los mercados laborales de Europa oriental.

Ciertamente, China constituye un grupo en sí misma, por cuanto no solo no se perciben tensiones inflacionistas, sino que, quizás en un tono un tanto alarmista, se habla incluso de riesgos de deflación. Pero éste, en su caso, será una *Clave* de un próximo *Informe*.

7.- Finalicemos la sección con un breve apunte sobre la ruptura acaecida en los últimos meses entre el precio de un clásico activo-refugio y el grado de incertidumbre existente a nivel global (tal y como lo mide el reputado World Uncertainty Index).

Como muestra el Gráfico IV.8, desde la pandemia – de hecho, con anterioridad – la trayectoria del precio del oro y del WUI eran relativamente similares¹⁴. Aunque la correlación es modesta, se mantenía en valores positivos y significativos hasta la segunda mitad de 2022, si bien el oro había mantenido una fortaleza apreciable en la fase de relativa relajación de la incertidumbre vivida en 2021. En general, esa correlación corresponde a lo que se espera de un activo-refugio, con independencia de que, al menos el autor de estas líneas, tenga serias dudas de la lógica de considerar como tal un activo no rentable, con altos costes de almacenamiento, y de escasa utilidad industrial, al contrario que ocurre con otros metales preciosos. Pero las expectativas son las expectativas.

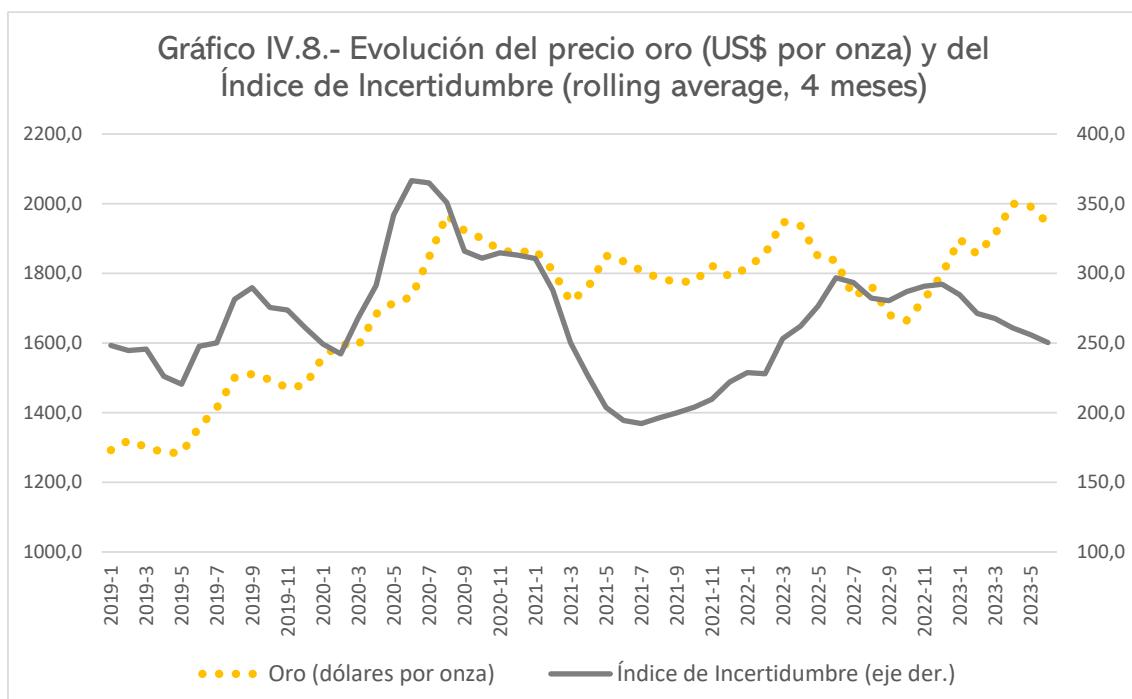
¿Qué ha cambiado en los últimos meses? El WUI desciende, pero el precio del oro aumenta. La respuesta se encuentra en el comportamiento de algunos de los principales Bancos Centrales del mundo emergente (Rusia, China, Turquía, entre otros), que han realizado masivas compras de oro, hasta el punto de haberse alcanzado el pasado 2022 un récord histórico en las adquisiciones realizadas por autoridades públicas, en una

¹³ Insistiendo en que no estamos incluyendo en esta reflexión a los países más pobres, muchos de los cuales atraviesan muy graves dificultades.

¹⁴ Como en el Gráfico aquí presentado, conviene introducir alguna forma de media móvil para suavizar los valores del WUI, que, en su versión original, fluctúan de manera bastante acusada entre meses consecutivos.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

tendencia que ha proseguido en los pasados meses. Evidentemente, detrás de esta política se encuentra la congelación de los activos de la Federación Rusa, nominados en dólares (la inmensa mayoría) y euros, situados en Occidente, en una sanción que responde a la invasión de Ucrania y afecta al equivalente a unos 300000 millones de dólares. El temor entre los países geopolíticamente alejados de las posiciones occidentales (más bien estadounidenses) a la repetición de un movimiento de este tipo, y la ausencia de cualquier alternativa creíble en la que preservar las reservas de un país (pese al empeño de algunos, el renminbi no lo es), explican este giro hacia el oro. Un tanto arcaico para encontrarnos bien entrado ya el siglo XXI, pero si la alternativa “moderna” son las criptomonedas...



Fuente: elaboración propia. Datos: Economic Policy Uncertainty; Banco Mundial.

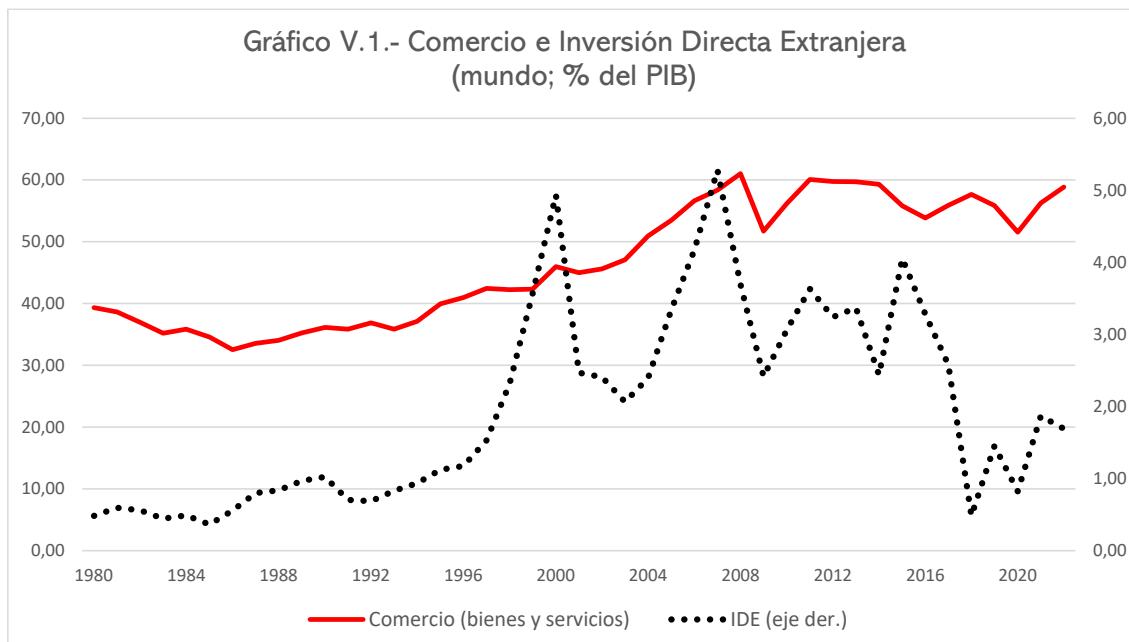
V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Como ya apuntábamos en la *Introducción*, la sección final de estos *Informes Trimestrales* va a concentrar su atención en adelante en desentrañar características y tendencias esenciales del comercio internacional. Nuestro primer objetivo, que distribuiremos entre el presente y el próximo *Informe*, será analizar la que parece ser muy cambiante relación entre la producción global y el comercio internacional.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y COMERCIO GLOBAL (I)

Existe una coincidencia generalizada en que la globalización, tanto comercial como financiera ha entrado en una nueva fase, que en buena medida debe fecharse a raíz de la Gran Recesión del año 2008. Los acontecimientos vividos a partir de la COVID-19 y la invasión Rusia de Ucrania le han dado un significado distinto, más geopolítico, a esa nueva fase.

Aunque referirse a un proceso de “desglobalización” resulta altamente exagerado, las tendencias recogidas en el Gráfico V.1, bien conocidas, sobre la Inversión Directa Extranjera y el comercio de bienes y servicios¹⁵, sí permiten referirse a una clara ralentización e incluso a un estancamiento del proceso globalizador.



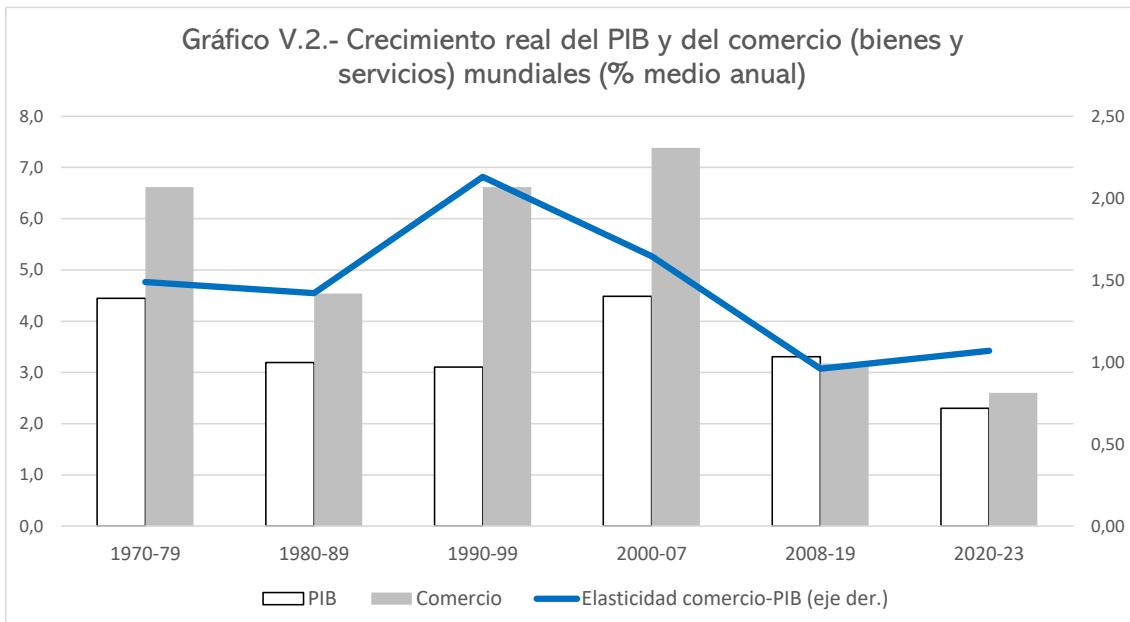
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Centrando nuestra atención específicamente en el comercio mundial, es igualmente bien conocido que, en contraposición con su comportamiento de las décadas anteriores,

¹⁵ Los movimientos de la inversión de cartera a escala global, aunque tampoco han mantenido el intenso dinamismo creciente del período previo a la Gran Recesión, y ha retrocedido con nitidez en ámbitos como el de los créditos bancarios internacionales, muestra trayectorias más diversas según el tipo de mercados y productos financieros analizados.

SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. JULIO 2023

cuando crecía con mayor intensidad que la producción global (véase el Gráfico V.2), durante los últimos quince años esa tendencia se ha invertido (si se prefiere, se ha reducido claramente la elasticidad del comercio respecto al PIB).



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Las razones para esa ralentización del avance del comercio son variadas y de diferente índole. Una primera tiene un carácter técnico, el agotamiento de la extensión de las cadenas globales de valor (CGV), en parte porque existe un límite a cuánto puede fragmentarse el proceso de producción y montaje de los bienes ganando en eficiencia (reduciendo costes). Adicionalmente, algunas de las ventajas, particularmente salariales, que dieron lugar a esa extensión de las CGV se han ido diluyendo por el aumento de los mismos en los países más beneficiados por la globalización comercial (con China en cabeza, obviamente), no siendo siempre factible reproducir esas cadenas en otros países que puedan seguir ofreciendo tales salarios, pero no, por ejemplo, las infraestructuras o la estabilidad política y económica necesarias. Incluso han surgido en algunos países desarrollados factores compensadores de las ventajas de la deslocalización de la producción, el más notable de los cuales es la favorable evolución relativa desde principios de la pasada década del coste de la energía en Estados Unidos.

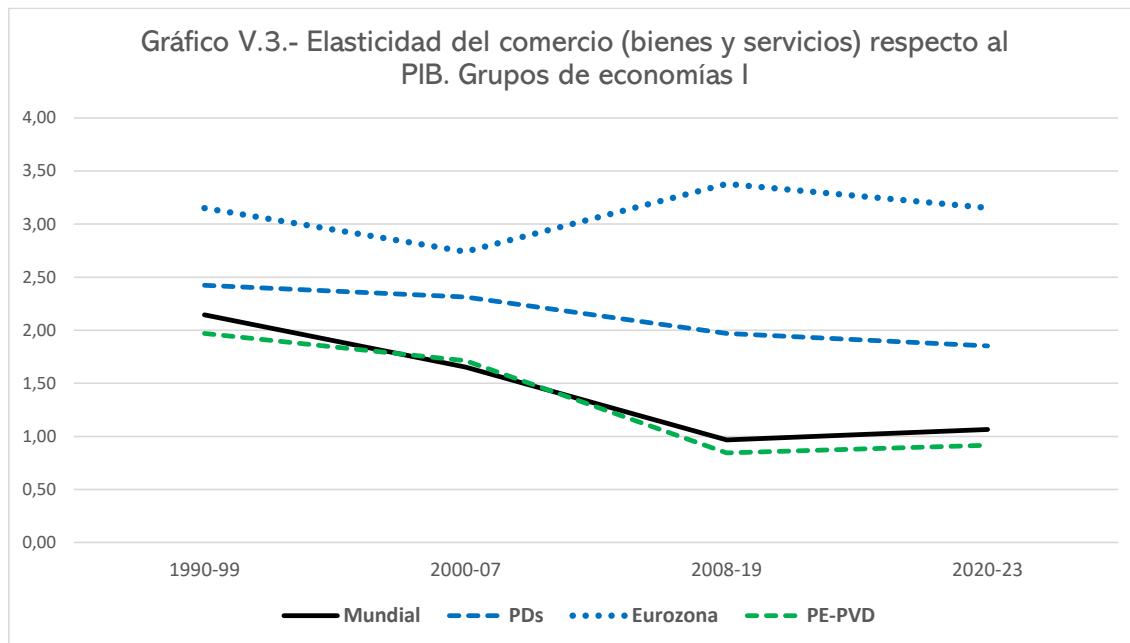
El pobre comportamiento de la inversión, en especial en Occidente, influye también en el menor crecimiento del comercio en los últimos años, por cuanto la inversión es muy intensiva en flujos comerciales. Las razones de la baja tasa de inversión son, a su vez, diversas y ampliamente debatidas, desde altos niveles de incertidumbre hasta el cortoplacismo de los mercados, desde el envejecimiento demográfico al escaso crecimiento económico (generando un círculo vicioso entre baja inversión y mediocre crecimiento) o la menor intensidad de capital físico de muchas de las nuevas actividades económicas, basadas en el capital humano y el conocimiento.

Por supuesto, la fuerte oleada proteccionista, en particular pero no solo, de tipo no arancelario, después de la Gran Recesión, ha jugado también en contra del comercio internacional. Aunque el regreso del uso creciente del arancel como arma comercial hubo de esperar a la Administración Trump (revirtiendo en parte la rebaja arancelaria de las

décadas finales del siglo XX), son mayoría los países que, aunque con mayor disimulo que tras la Gran Depresión posterior a 1929, recurrieron al proteccionismo no arancelario (mientras declaraban lo contrario) como respuesta, poco inteligente, a las dificultades nacidas con la Gran Recesión. En paralelo, la firma de nuevos acuerdos de libre comercio, aunque sigue produciéndose a cuentagotas, se ha convertido en tóxica para la mayoría de los gobiernos occidentales.

Por último, y más recientemente, los shocks generados por la pandemia y la situación en Ucrania han conducido a un debate de doble vía marcado por términos como regionalización, “friendshoring”, desacoplamiento o reducción de riesgos. La primera vertiente de esta visión, eminentemente occidental, se basa en la necesidad de una nueva globalización, centrada en garantizar los suministros de materias primas y bienes estratégicos. La segunda, estrechamente ligada a la anterior, subraya la conveniencia de separar, en mayor o menor medida, los flujos comerciales de las democracias de los de países con otros regímenes políticos. Más allá de que estos procesos, que no puede negarse han comenzado, alteren en mayor o menor medida la distribución geográfica de los flujos comerciales, en general lo que no resultan es favorables a la recuperación en el dinamismo del comercio internacional.

Si todo lo anterior nos acerca a entender no solo la pobre evolución mundial en los pasados quince años y la caída de la elasticidad del mismo respecto al crecimiento económico global, es menos comentada la considerable disparidad en cómo ha cambiado esa elasticidad en los diferentes tipos de economías. Nótense esas diferencias en los Gráficos V.3 y V.4.

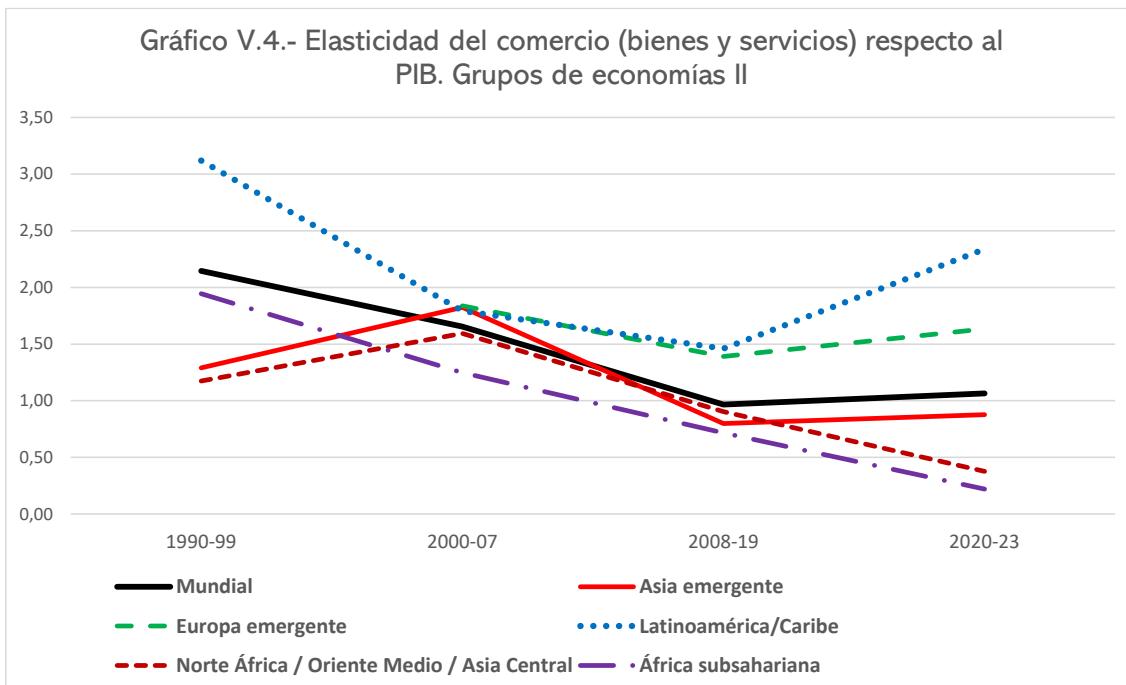


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

El primero de ellos revela que esa caída global en la elasticidad se debe exclusivamente al mundo emergente y en desarrollo, que ya mostraba niveles inferiores a los occidentales de tal elasticidad del comercio respecto al PIB en los períodos de alto dinamismo de finales del siglo XX y principios del XXI, y exhibe, además, una mayor

caída de la misma en la pasada década y media. Por el contrario, la Eurozona muestra un patrón exactamente opuesto, con una elevación de la elasticidad.

Cuando ponemos en juego el Gráfico V.4, observamos también las ostensibles diferencias en la evolución de esa elasticidad para las diferentes regiones emergentes y en desarrollo, siendo remarcables, por ejemplo, al recuperación de la misma en Latinoamérica y el descenso en Asia emergente.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

¿Podríamos deducir de lo anterior que, pese al modesto dinamismo del comercio internacional, aquellas economías que han crecido menos internamente (Occidente, Eurozona en particular, Latinoamérica) han encontrado en los flujos internacionales un cierto sustento, mientras las economías más dinámicas (Emergentes, Asia en desarrollo en especial) se han apoyado más en su relativamente boyante demanda interna y menos en el comercio? Quizás sea el caso. África en su conjunto, por otro lado, no facilita una respuesta afirmativa, por cuanto su crecimiento económico de los pasados quince años ha sido decepcionante y, pese a ello, la elasticidad del comercio respecto al PIB no deja de disminuir, lo que habla muy mal incluso ahora de la integración global del continente.

En cualquier caso, en nuestro próximo *Informe Trimestral* bajaremos al detalle de las grandes economías de las diferentes áreas geográficas para precisar más nuestras reflexiones al respecto.