

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Octubre-2023



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

INTRODUCCIÓN

Llegó el final del ciclo monetario... o quizás no. El lector habitual de nuestros *Informes Trimestrales* es buen conocedor de hasta qué punto las sucesivas subidas de tipos de interés por parte de los Bancos Centrales occidentales desde la primavera o el verano de 2022, y la posibilidad de hacer compatible domeñar una inflación desatada con el mantenimiento de un cierto crecimiento económico (un "aterrizaje suave"), han marcado la realidad económica desde entonces.

Justo cuando parecía que, más en Estados Unidos que en Europa, iba a ser posible enhebrar esa aguja con moderado éxito, la fortaleza de los mercados laborales occidentales (por lo demás, claro está, más que deseable) y las continuas turbulencias geopolíticas, junto a unas políticas fiscales que siguen sin contribuir a moderar la demanda, mantienen la inflación encaramada a niveles excesivos. El debate sobre si conviene subir más los tipos, o lo que procede es estabilizarlos a los niveles presentes durante varios trimestres es ahora el que domina, mientras los mercados financieros, malacostumbrados a condiciones monetarias de una laxitud extrema, pierden los nervios.

Regresaremos a estas cuestiones en nuestra sección central, *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, en la que también revisaremos la trayectoria reciente del ahorro, que ha sido una variable de referencia en estos *Informes* desde el inicio de los mismos, así como la preocupante evolución reciente del comercio mundial y el imparable crecimiento del endeudamiento global. Análisis más centrados en circunstancias específicas de varias economías emergentes completarán esta sección.

No obstante, antes dedicaremos nuestro *Foco de Atención* a reflexionar sobre cómo la Unión Europea ha entrado en un modo proteccionista, muy acorde a cómo soplan los vientos desde otras latitudes (Estados Unidos, en particular), en un cambio de orientación que, al margen de cuán bien justificada (o no) pueda estar, dará lugar a efectos colaterales significativos, no todos ellos, desde luego, favorables. La apertura por parte de la Comisión Europea de una investigación sobre la entrada de vehículos eléctricos chinos (y en qué medida están públicamente subsidiados) en Europa nos servirá de punto de partida para algunas consideraciones más amplias al respecto.

En la sección de los *Precios Internacionales de Referencia*, observaremos ese movimiento general a dar por (casi) concluido el ascenso de los tipos de interés. Atenderemos también al final de la cierta tranquilidad de los trimestres anteriores en los mercados de materias primas, y desvelaremos las nuevas tensiones en los precios de petróleo y cereales. Finalmente, cerraremos con un vistazo al comportamiento reciente de las principales divisas internacionales, con la debilidad del euro (o, más bien, la fortaleza del dólar) como rasgo más significativo.

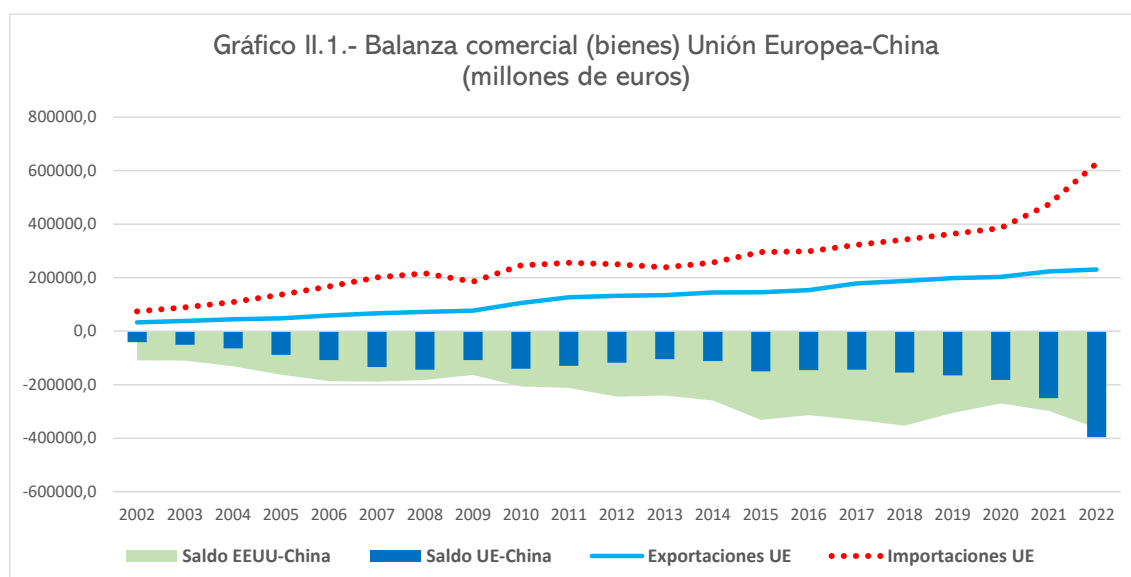
Finalmente, daremos continuidad en la última parte del *Informe, Reflexiones sobre el Comercio Internacional*, al análisis que iniciamos en julio sobre el descenso de la elasticidad del crecimiento del comercio en relación con la producción a nivel global, y las ostensibles diferencias, más allá de esa tendencia general, entre diferentes espacios

económicos. En esta ocasión, descenderemos ya a nivel de las principales economías mundiales.

Ponemos a disposición de los lectores este sexto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, con la constatación de que, de momento, nuestra previsión, ofrecida en la *Introducción* del anterior *Informe*, de una desfavorable evolución de la situación después del verano, está justificada. Si al menos los acontecimientos geopolíticos dieran un respiro, y las políticas económicas siguieran la senda adecuada, aún podríamos, buena noticia sería, equivocarnos.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: las distintas claves de un desequilibrio creciente

Un anuncio y una frase denotan el complejo momento que atraviesan las relaciones económicas entre la Unión Europea y China. Por una parte, la Presidenta de la Comisión Europea, Ursula van der Leyen, comunica el inicio de una investigación europea sobre el sector de producción y exportación chino de vehículos eléctricos, bajo el argumento de estar distorsionando el mercado de la UE, gracias al apoyo proporcionado por los “enormes” subsidios del Gobierno chino recibidos por el referido sector. Pocos días después, el Comisario de Comercio de la UE, Valdis Dombrovskis, define, desde la misma China, el déficit comercial europeo con la potencia asiática como “el mayor en la Historia de la Humanidad”, y reclama medidas para cerrar esa brecha.

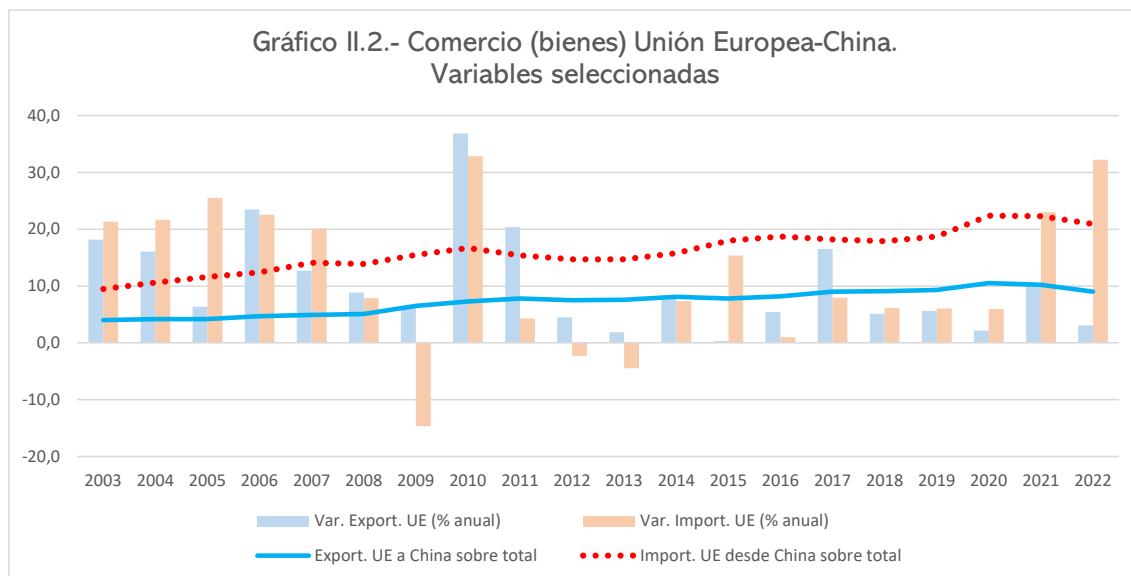


Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; Reserva Federal de St. Louis

Comencemos con el referido desequilibrio. El Gráfico II.1 muestra la evolución de las exportaciones, las importaciones y el saldo comercial (en bienes) entre la Unión Europea y China. A efectos comparativos, se incorpora el saldo equivalente entre China y Estados Unidos. Dos matices primero sobre la grandilocuencia de las palabras del Comisario Dombrovskis. Primero, si incorporamos el superávit en el ámbito de los servicios de los países occidentales, la magnitud del saldo deficitario del comercio total (bienes más servicios) de los mismos, aunque sigue siendo muy elevado, se reduce. Segundo, cualquier buena práctica sugiere que estas cifras deben corregirse por la dimensión de las economías en cuestión. Con relación al PIB, desde luego, este déficit europeo no es el mayor de la Historia de la Humanidad¹.

¹ Una reflexión adicional: el empeñamiento en afirmar que los superávits exteriores son necesariamente positivos y los déficits necesariamente negativos supone una comprensión, como poco, incompleta de las relaciones económicas. El lector interesado puede encontrar aquí (<https://www.valenciaport.com/wp-content/uploads/Coyuntura-2019-Tr4.pdf>) una explicación extensa al respecto.

A partir de estos matices, sí es remarcable la cifra de casi 400000 millones de euros de déficit europeo en 2022, superando, por vez primera en el siglo, el paralelo déficit estadounidense con China, también en máximos (de nuevo, absolutos, no como porcentaje del PIB), al superar los 360000 millones de euros. Aunque tanto las exportaciones como las importaciones europeas con China crecen, el ritmo al que lo hacen las segundas ha sido generalmente superior.



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

Puede observarse con mayor detalle en el Gráfico II.2, en el que también se incorporan las respectivas cuotas que cada una de las dos áreas económicas alcanza en las importaciones de la otra. Aunque ambas cuotas han crecido con el tiempo, parece que mientras la Unión Europea no puede capturar más del 10% de las importaciones chinas, en sentido contrario esa cuota se ha situado en el doble del total de las compras europeas en el exterior.

El conjunto de los datos, siempre referidos al comercio de bienes, apunta a un desequilibrio ostensible y creciente, que además se acentúa desde la pandemia. La comparación con Estados Unidos es tentadora, porque la línea proteccionista acentuada² por la Administración Trump y continuada por la Administración Biden, redujo moderadamente el déficit con China en el tramo final de la pasada década, aunque se ha incrementado con fuerza en el inicio de la actual.

Nótese, en este sentido, que 2021 y 2022 fueron años de intensa recuperación de la demanda en la Unión Europea y Estados Unidos, pero no en China, donde las restricciones a las actividades normales de los ciudadanos se mantuvieron en una respuesta (muy discutible) a la pandemia que solo cambió, de manera abrupta, en diciembre de 2022. Es interesante constatar que, cuando ante la Gran Recesión, la economía china se sostuvo mucho mejor que las europeas, el crecimiento de las exportaciones de la Unión Europea hacia China fue apreciablemente mayor que el de las importaciones, que incluso se redujeron tres años en el quinquenio 2009-2013. Por

² No iniciada. En particular desde la Gran Recesión, Estados Unidos ya había iniciado un claro giro proteccionista antes de Trump, política que no ha afectado solamente a China.

tanto, aunque la tendencia a largo plazo es nítida, el impacto del distinto comportamiento del ciclo en China y en Europa (y, de manera equivalente, en Estados Unidos) es muy importante. El deterioro del saldo en los dos pasados años debe mucho al diferente ritmo de recuperación de la pandemia en China y en Occidente.

Vamos ahora con los fundamentos del continuo crecimiento del déficit europeo con China. ¿Es todo manipulación, marrullerías e ilegalidades chinas? ¿Debe responderse con investigaciones como la anunciada por van der Leyen y, en consecuencia, con sanciones y proteccionismo? Distingamos tres fuentes de esos desequilibrios, y subrayemos que solo la tercer reclama (de hecho, hace tiempo) medidas enérgicas de respuesta.

- Elementos clásicos de ventaja comparativa. Efectivamente, China ha aprovechado sus menores costes laborales o una mayor laxitud en las normas medioambientales (no solo en la producción manufacturera, sino en la extracción de materias primas), por citar dos elementos que indignan a un buen número de occidentales.

Pero cabe asumir que desde la perspectiva, por ejemplo, suiza, también España se benefició injustamente de esos dos factores en el pasado. Y, como en el caso español, los salarios se han incrementado notablemente en China, mientras el Gobierno, consciente de los gravísimos problemas medioambientales que amenazan al país, endurece las regulaciones al respecto e incluso obliga al cierre de plantas singularmente contaminantes. En resumen, lo habitual en la Historia económica. Las ventajas comparativas de los países menos desarrollados se centran en aspectos alejados de los que dominan los desarrollados, pero van avanzando en esas dimensiones, mientras los siguientes en grado de desarrollo van ocupando su lugar. No es ya nada nuevo referirse a deslocalizaciones desde China a otros países asiáticos con menores costes laborales.

Y hay que reconocer que, siguiendo la línea de países asiáticos previamente convertidos de emergentes a avanzados, el esfuerzo chino de ahorro e inversión, tanto en infraestructuras como en instalaciones, maquinaria y demás, ha permitido sacar el máximo provecho a esas ventajas comparativas (con un coste, sin embargo, en términos de menor progreso en el bienestar de los ciudadanos).

No obstante, y en esta primera fuente de ventajas, hay un aspecto que, justificado hace dos décadas, ha dejado de estarlo ahora: la condición de China de país en desarrollo en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC), lo que concede indudables privilegios respecto a quienes están etiquetados como países desarrollados. Con una renta per cápita que excede ya la media mundial, su liderazgo en sectores estratégicos y su propia reclamación como país y economía de referencia mundial (además, cada vez más estridente desde que Xi Jinping es Presidente), esa calificación ya no es aceptable. La Unión Europea debiera dejar de considerar a China una economía en desarrollo.

- La segunda fuente de ventajas deviene de los objetivos que cada una de las partes se fija en sectores clave. Dado que el debate está ahora centrado en los vehículos eléctricos, podemos referirnos a éste como ejemplo manifiesto

de esta segunda dimensión de las ventajas chinas, en las que no se puede detectar culpabilidad alguna. Veámoslo.

Para empezar, China considera esencial la disponibilidad de materias primas (en particular, metales raros) esenciales para, entre otros subsectores de futuro, la fabricación de las baterías de los vehículos eléctricos. Para ello pone en funcionamiento (o mantiene, según los casos) incontables minas para la extracción e instalaciones para el procesamiento de esos materiales. Además, realiza adquisiciones de los mismos en países en desarrollo ricos en tales minerales. La Unión Europea *elige* (no se lo impone China) no explotar su subsuelo, porque considera tal actividad como contaminante. Tampoco se ha garantizado el suministro de terceros, así que depende... de China.

Además, la Unión Europea, muy en su tradición, *opta* (no se lo impone China) por la estabilidad, es decir, por lo ya conocido, que, en este caso, es su primacía (en especial la alemana) en vehículos propulsados por hidrocarburos. China, dentro de su voluntad de posicionarse a la vanguardia de los nuevos sectores (desde la robótica a la inteligencia artificial, la bioingeniería o los nuevos materiales), se vuelca con los vehículos eléctricos. Esa apuesta china contrasta, además, con la neutralidad *elegida* (no impuesta por China) por Europa en relación con las tecnologías que deben impulsar la "economía verde". Para quienes creen que, en efecto, el futuro está, por ejemplo, en la propulsión por hidrógeno, esa neutralidad tecnológica es la opción correcta, pero tiene sus consecuencias.

Finalmente, China, desde luego, dedica "enormes", según van der Leyen, subsidios estatales a desarrollar una industria de futuro, que, a partir de esas ayudas, construye una innegable capacidad de satisfacer no solo el mercado interno sino el mundial con vehículos eléctricos competitivos. Frente a ello, Europa *decide* (no se lo impone China) emplear cuantiosos subsidios públicos para facilitar que los consumidores adquieran vehículos eléctricos, cualquiera que sea su procedencia.

En definitiva, la segunda fuente de alimentación del déficit comercial europeo con China son las distintas decisiones que, ante cuestiones relevantes, adoptan autónomamente uno u otro espacio económico. El relato aquí realizado para los vehículos eléctricos no difiere mucho del que podríamos haber confeccionado hace una década para el sector de los paneles solares.

- Finalmente, y en contraste con lo anterior, sí hay un tercer bloque de actuaciones chinas, la de las prácticas comerciales y de inversión inaceptables, que exigiría una respuesta europea mucho más contundente de la efectuada hasta ahora, siguiendo una línea abierta en los últimos años por Estados Unidos. No hace falta extenderse mucho: violaciones sistemáticas de la propiedad intelectual; transferencia forzada de tecnología exigidas a compañías extranjeras para permitir su acceso al mercado chino; parcelas prohibidas a la inversión exterior; severas limitaciones a las empresas

foráneas para competir en contratos públicos; *dumping* sistemático en sectores como el acero; espionaje tecnológico³...

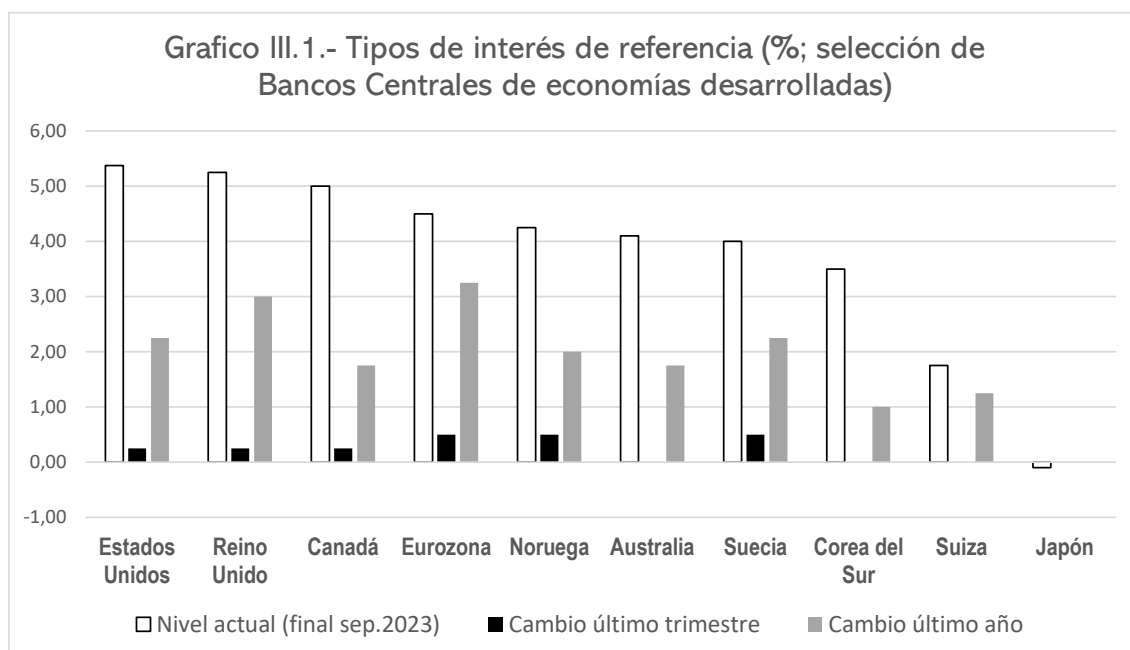
Aunque estos temas debieran poder sustanciarse a través de la Organización Mundial de Comercio, la inoperancia de esta ha llegado a tales extremos que cabe plantearse su utilidad para resolver conflictos de alguna significatividad. Dicho esto, tampoco debe olvidarse que si la Unión Europea no se ha planteado con anterioridad que la “competencia estratégica” con China requería atajar con contundencia tales comportamientos de la potencia asiática no ha sido, como a veces se ha afirmado, por pecar de inocencia (“naive behaviour”). Ha sido porque la maquinaria exportadora alemana (y, en menor medida, la del resto de Europa) ha tenido en el mercado chino una fuente de ventas excepcional, incluyendo los tan queridos para los germanos ámbitos de los automóviles y la maquinaria avanzada. Cuando China empieza requerir menos este tipo de importaciones, por sus propios avances en tales producciones, la cuentas ya no le salen a Alemania, y tampoco a Europa.

Este relato no ha tratado de exculpar a China de esas prácticas irregulares graves que se han mencionado, pero sí de poner el foco de la responsabilidad en el desequilibrio comercial UE-China también en las decisiones, por acción u omisión, europeas.

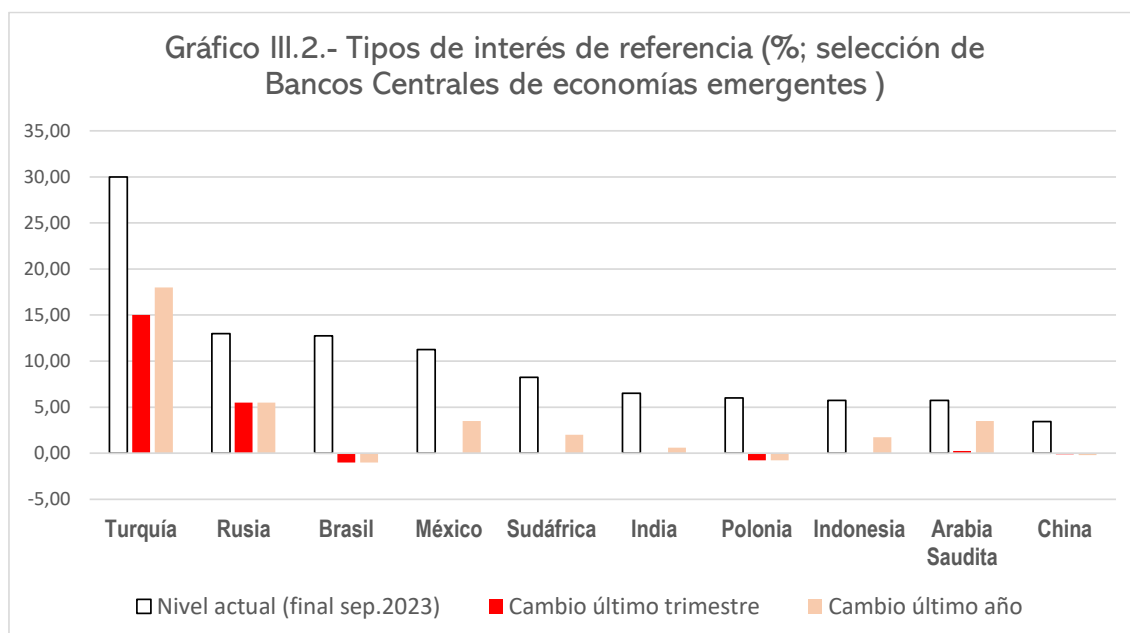
³ Para ser equitativos, en estos dos últimos aspectos no hay, probablemente, ninguna potencia económica actual a la que se podría considerar “limpia” de actuaciones dudosas.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

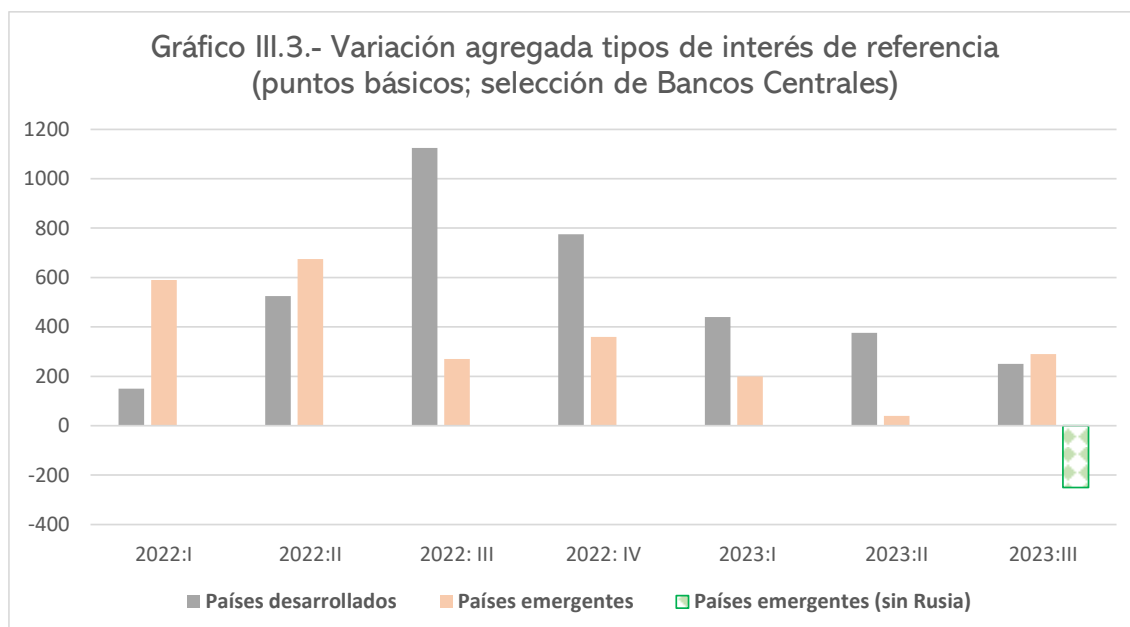


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

El fin del período de endurecimiento monetario ha llegado, con excepciones derivadas de circunstancias muy especiales. Los Gráficos III.1 y III.2 muestran esa realidad, con incrementos ya muy moderados de los tipos de referencia en el pasado trimestre e incluso, en el mundo emergente, con el inicio de tímidos recortes de los mismos (Brasil, Polonia).

Esa conclusión del ciclo monetario no implica que la inflación haya retornado a los objetivos deseados; ni se ha acercado. Es más, que en buena parte de Occidente la

subyacente se encuentre por encima de la general resulta un motivo más de incomodidad para los Bancos Centrales. Tampoco se justifica porque los tipos de interés actuales sean llamativamente altos (volveremos sobre ambas cuestiones en nuestras *Claves del Trimestre*). Pero lo cierto es que, con niveles de crecimiento potenciales bastante limitados, continuos shocks negativos provenientes del ámbito geopolítico, y una necesaria y pronta contención esperada de los déficits fiscales, parece oportuno que las autoridades monetarias occidentales esperen a comprobar los efectos diferidos de las subidas realizadas hasta ahora. Así, como revela nuestro habitual Gráfico III.3, el tensionamiento monetario, que alcanzó sus máximos en la segunda mitad del pasado año, va a dibujar para el bienio 2022-2023 una *U invertida*, y el debate se concentra en cuándo se iniciará la relajación que se da por descontada como siguiente movimiento de los Bancos Centrales en el mundo desarrollado. Quizás, solo quizás, con la excepción japonesa, donde, recordemos, los tipos no se han movido del -0.1% desde 2016, a pesar de todos los acontecimientos vividos desde entonces.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

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

Como apunábamos, para el conjunto de las principales economías emergentes, más prestas y acertadas que las desarrolladas en contener la amenaza inflacionista (Turquía al margen, claro está) con subidas de tipos ya perceptibles desde 2021, la intensificación de la restricción monetaria concluyó ya en el segundo trimestre del presente año. En el tercero, y si excluimos el abrupto y excepcional incremento de tipos articulado por el Banco Central de Rusia⁴, el agregado para nuestra selección de Bancos Centrales muestra ya un leve descenso de los tipos (Gráfico III.3).

Esa tendencia debe continuar, pero lo hará con considerable prudencia. Primero, y salvo el caso de China, que flirtea con el estancamiento de los precios, la inflación se mueve en tasas todavía algo superiores a las recomendables, también para estos países. Segundo, descensos notables de los tipos de interés penalizarían las divisas

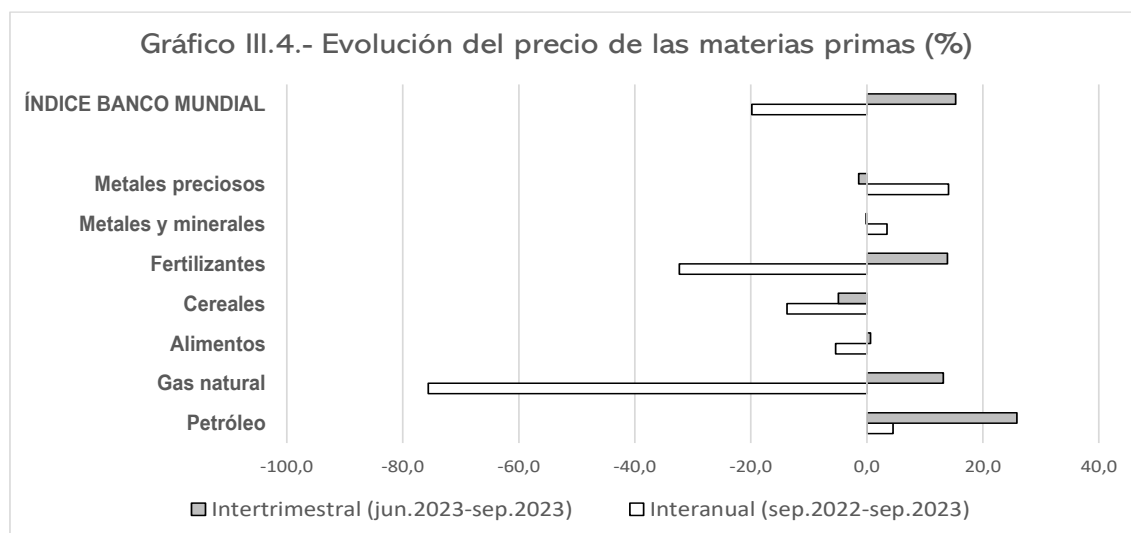
⁴ En respuesta al desplome del rublo, a la vez resultado de los temores provocados por el creciente desequilibrio en el presupuesto estatal, al dispararse el gasto militar.

correspondientes lo que, en un momento de recobrada fortaleza del dólar y de aumentos del precio del petróleo, tendría costes serios en términos de inflación importada y de encarecimiento de la deuda (pública y privada) emitida en la moneda estadounidense por esos países emergentes.

Una reflexión aparte, casi ya una tradición en esta parte de nuestro *Informe*, dedicada al progresivo y arduo trabajo de recuperar la ortodoxia monetaria por parte de Hafize Gaye Erkan, Gobernadora del Banco Central de Turquía. Otros 1500 puntos básicos de subidas en el tipo de interés de referencia en el último trimestre corresponden a ese esfuerzo de normalización y recuperación de los equilibrios macroeconómicos, después del largo período de políticas irracionales derivadas de la "imaginativa" visión de la economía del Presidente Erdogan. A pesar de todo, la inflación sigue moviéndose muy por encima de los tipos, por lo que las subidas de éstos proseguirán. De hecho, el único motivo por el que no han sido aún más agresivas hasta ahora es no provocar el enfado del Presidente. Aunque eso va a comportar costes que podrían evitarse con una actuación más rápida, mejor evitar el riesgo de una marcha atrás en el proceso de normalización de las políticas macroeconómicas. Como tantas veces, lo posible es preferible a lo óptimo.

B.- Precios de las materias primas

Un rotundo cambio de tendencia ha marcado el pasado trimestre en la evolución de los mercados de materias primas. Las apreciables reducciones de precios de los primeros trimestres de 2023 han dado paso a incrementos de los mismos, especialmente en materia de energía y derivados (ver el Gráfico III.4).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Así, el precio del petróleo se elevó un 26% (media del conjunto de crudos de referencia) desde junio a septiembre, impulsado, sobre todo, por el mantenimiento de los recortes pactados por Arabia Saudita (liderando a la OPEP) y Rusia respecto a los máximos de producción anteriores. El poco interés de los productores estadounidenses (en especial aquellos que, mediante el "fracking", se convirtieron en la pasada década en poderosa fuente alternativa de suministro) en elevar la producción, consagrados como están en

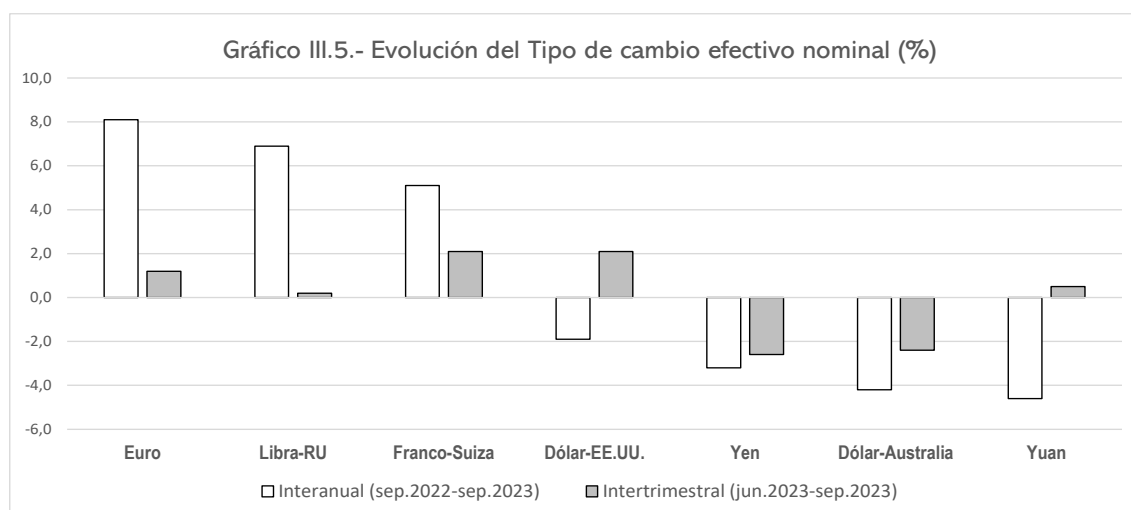
capitalizar los precios actuales para amortizar la deuda e incrementar los dividendos, complica el escenario. El enfrentamiento entre Israel y Hamás, ciertamente, tampoco contribuye a estabilizar el mercado, no tanto por los efectos inmediatos como por la posible implicación de terceros y/o la extensión del conflicto.

Mientras tanto, la demanda en 2023, pese a las dudas sobre la fortaleza de la economía mundial puede situarse, para el conjunto del año, en un máximo histórico de 102 millones de barriles de crudo al día, según las estimaciones de la Agencia Internacional de la Energía. No es precisamente halagüeño que el motivo que podría revertir ese reciente ascenso de precios sea un potencial deterioro del crecimiento en los países occidentales y China, sobre unas perspectivas ya no muy optimistas.

Aunque de momento oscurecido por el precio del petróleo, el del gas natural se ha incrementado un apreciable 13% en los pasados tres meses, y, si el próximo invierno no resulta tan suave como el pasado, podría volver a complicar el escenario a industrias y hogares, particularmente en Europa, en los próximos meses.

En contraste, una buena noticia. Pese al abandono por parte de Rusia el pasado 17 de julio del acuerdo que permitía la salida de la producción de cereal ucraniano por el mar Negro, y pese a que la ruta alternativa por el Danubio, mediante el uso de camiones y barcazas, encarece el coste hasta en dos tercios, el precio en los mercados internacionales apenas se ha movido (si acaso, levemente a la baja) en estos últimos meses. De una forma u otra, el cereal ucraniano está llegando a los mercados, como lo hacen las propias exportaciones rusas. Pero atención a la intensificación de las restricciones a la exportación de otros productores, especialmente India (afectando al arroz).

C.- Principales divisas



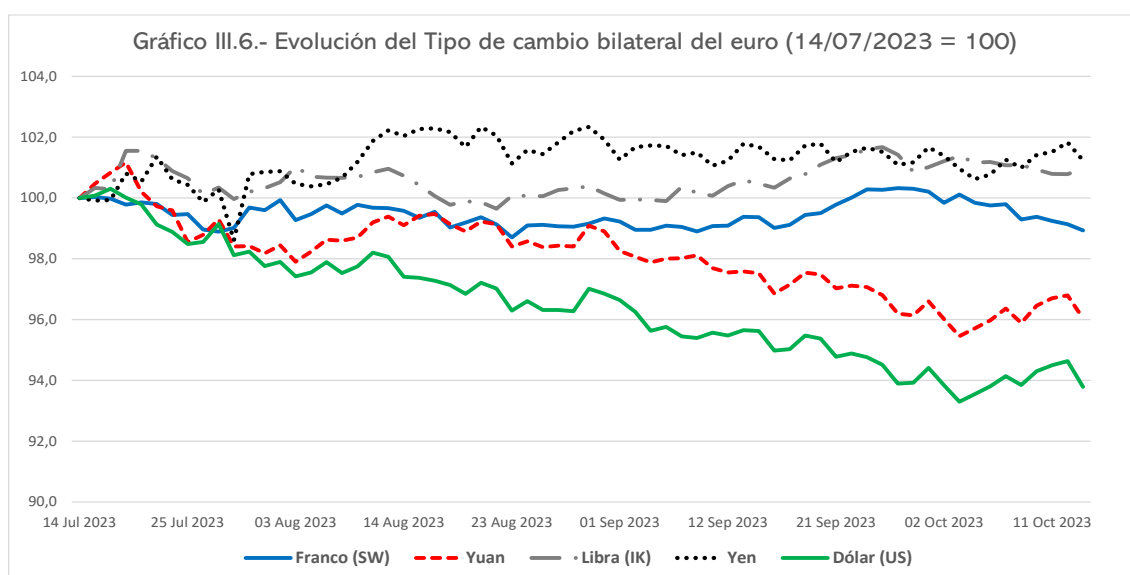
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

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.

Las últimas semanas se ha analizado de manera recurrente la sensible depreciación experimentada por el euro. La rebaja sobre las expectativas de crecimiento europeo,

incluyendo el estancamiento alemán, con el más que previsible final del ciclo de subidas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, impulsan ese debilitamiento de la divisa de la Eurozona. No obstante, con una perspectiva temporal algo más amplia, y considerando el conjunto de socios comerciales, esa trayectoria reciente no compensa la fortaleza de los pasados doce meses, ni siquiera la del último trimestre en su conjunto (véase el Gráfico III.5).

En realidad, el relato de lo acontecido en los mercados de divisas desde mediados de julio tiene mucho más que ver con la fortaleza del dólar que con el euro. En efecto, al margen de una cierta pérdida de valor frente al yuan (más bien una corrección parcial respecto al comportamiento bilateral de ambas monedas en los trimestres anteriores), la divisa común ha mantenido su valor, e incluso lo ha incrementado, frente al resto de las monedas de referencia internacionales en estos últimos meses (véase el Gráfico III.6). Excepto, claro está, una notable depreciación superior al 6% respecto al “billete verde”.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: Movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) del euro.

En el corto plazo, la economía estadounidense sigue sorprendiendo por su fortaleza, en especial en el mercado laboral, mientras la progresiva reducción de la inflación parece estancarse. La posibilidad, por tanto, de subidas adicionales de tipos por parte de la Reserva Federal ha retornado. Pero, más aún, se ha extendido la convicción de que los tipos van a permanecer a niveles similares a los actuales durante un período prolongado de tiempo, factor que, además de provocar una debacle, quizás un tanto excesiva, en el mercado de Treasuries⁵, acentúa la fortaleza del dólar. Y, como activo refugio por excelencia, un deterioro adicional de la convulsa situación geopolítica global ahondará la tendencia. No es el euro, es el dólar.

⁵ Títulos del Tesoro estadounidense. Tipos de interés más elevados a plazos más largos implican menor valor de esos títulos; ventas masivas de los mismos produjeron serias tensiones en el mercado en jornadas anteriores a la redacción de estas líneas.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- “Higher for longer” en sustitución de subidas adicionales durante el último trimestre de 2023. Esta parece ser la convicción generalizada sobre la trayectoria futura de los tipos de interés en Occidente, extendida durante las últimas semanas. La generalización de esta visión ha supuesto, como efecto más inmediato, un serio deterioro en los mercados de deuda pública a medio y largo plazo, particularmente en Estados Unidos, con ventas significativas y, como resultados, elevación de los tipos en esos plazos y ciertas dudas sobre las repercusiones adversas en algunos bancos, en posible reedición de lo vivido en marzo de este mismo año. Estos efectos, por cierto, tienen un sesgo restrictivo en el tenor monetario que debe ser tenido en cuenta por los Bancos Centrales.

Conviene realizar algunas consideraciones sobre esta situación. Primero, la inflación (general y subyacente) sigue muy por encima de lo habitualmente considerado adecuado en la práctica totalidad del mundo desarrollado. Algunos factores (la geopolítica y la fortaleza de los mercados laborales, claramente deseable por lo demás, con la inmediata repercusión sobre el ascenso de los salarios) siguen limitando el descenso de la misma. No obstante, la tendencia a un menor crecimiento de los precios de los últimos meses sí es la adecuada, las tensiones en el entorno internacional no solo afectan al alza a los precios, sino también a la baja al crecimiento y, siempre debe recordarse, los efectos plenos de la política monetaria se dejan notar de manera diferida y, por tanto, es ahora cuando la intensa subida de tipos del pasado año empieza a repercutir en mayor medida. Con todo ello, dar por finalizado el ciclo restrictivo, como ya recogíamos en julio en nuestro *Informe*, es algo previsible, pero también parece pertinente no tener prisa en recortarlos, dado que la estabilidad de precios sigue a trimestres vista.

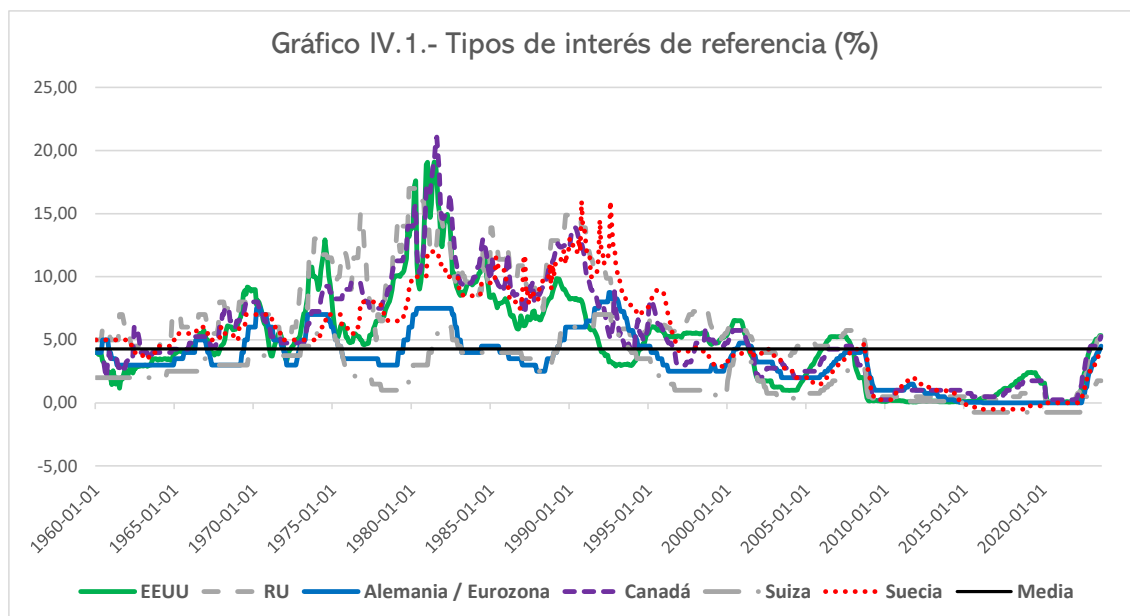
Segundo, lo anterior, por tanto, ya constituía un escenario de alta probabilidad (y el más aconsejable desde nuestra perspectiva), sugerido por un buen número de integrantes de los principales Bancos Centrales occidentales. La reacción de los mercados a la constatación de que, de hecho, los tipos van a seguir en los niveles actuales durante, como poco, gran parte de 2024, resulta desproporcionada y corresponde a un retraso llamativo en la adaptación de sus expectativas.

Tercero, los tipos de interés actuales *no* son altos si se emplea una cierta perspectiva histórica. En el Gráfico IV.1 presentamos los tipos de referencia de los Bancos Centrales occidentales desde 1960. Nótese que los actuales se sitúan alrededor de la media⁶ de esos más de sesenta años; es decir, que el máximo del ciclo actual rondará el promedio del conjunto de los ciclos anteriores (por lo que los niveles más altos en las fases expansivas de esos ciclos eran sensiblemente superiores a los ahora vigentes). La única razón por la que se perciben como elevados es que venimos de una época sin precedentes de laxitud monetaria. De la misma forma que la década de los ochenta del siglo pasado, con tipos elevadísimos para frenar una inflación desmedida y desanclada desde la segunda mitad de los setenta, no debe tomarse como referencia, tampoco debiera entenderse como normal esa expansión monetaria extrema de la segunda década de este siglo. El debate sobre si los factores estructurales conducirán los tipos al

⁶ Aritmética, no ponderada por el tamaño de cada economía.

alza o a la baja en el futuro, que abordaremos en un futuro *Informe*, es apasionante, pero aceptar como normal una situación “a la japonesa” (con el tipo de referencia en el 0.5% o inferior los últimos ¡28 años!) no parece razonable.

Así que uno resumiría la situación con un “no so high for longer”.



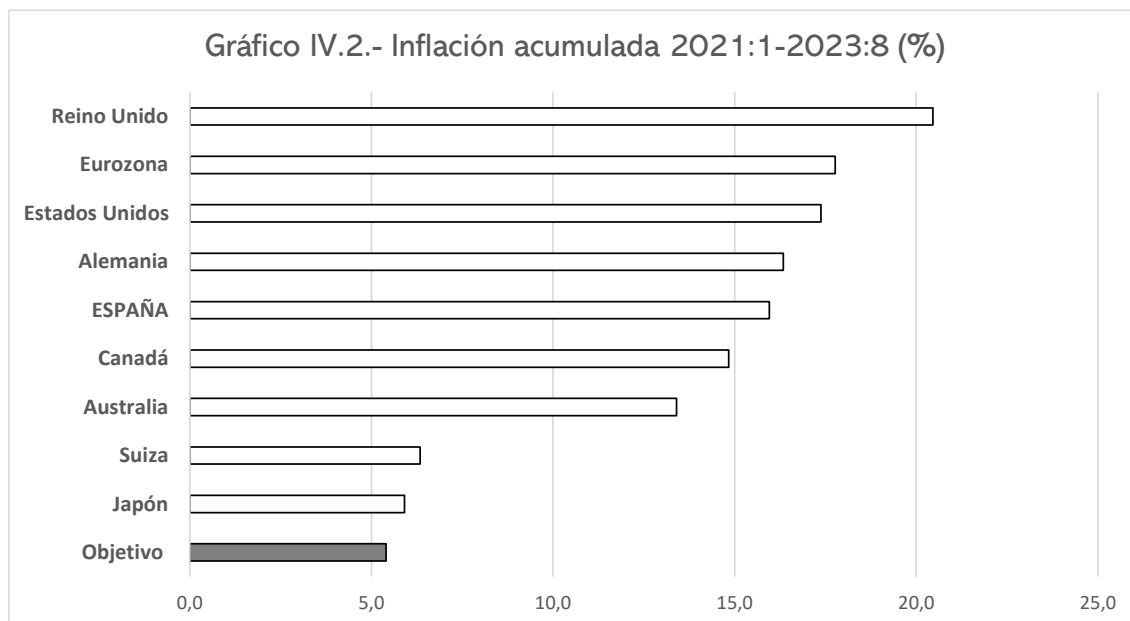
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Cuarto, incluso sin nuevos incrementos de los tipos de interés, no olvidemos que los Bancos Centrales occidentales van a seguir introduciendo (a un ritmo que también genera discrepancias, pero que, ante las posibles repercusiones en los mercados, seguirá siendo bastante pausado) restricción en el entorno monetario a medida que reduzcan el tamaño de sus balances. El volumen de activos públicos (sobre todo) y privado en manos de las autoridades monetarias requiere una cierta normalización, aunque, como herencia de las políticas de la pasada década, parece más que probable que dichos balances sean mayores en el futuro de lo que fueron en el pasado.

Por último, tienen razón quienes afirman que fijar las expectativas de tipos a los niveles actuales durante un período prolongado no necesariamente sustituye el impacto restrictivo adicional de nuevas subidas de tipos. Puede ser una estrategia menos efectiva para hacer retornar la inflación a los niveles deseados. Sin embargo, y en particular en Europa, con la actividad apenas creciendo, es probable que ese “no so high for longer” nos conduzca a la estabilidad de precios (eso sí, no antes de finales de 2024, siendo optimistas) con menos riesgo de convertir un aterrizaje más (Estados Unidos) o menos (Eurozona) suave en un verdadero “accidente” en términos de crecimiento.

2.- A todo esto, no está de más observar cuál es la evolución de esa inflación que, tarde y con prisas, se ha estado intentando combatir y ha provocado el endurecimiento monetario a cuya conclusión nos hemos referido. En el Gráfico IV.2 se muestra la inflación acumulada desde principios de 2021 hasta agosto de 2023; a efectos comparativos, indicamos también cuál sería ese aumento de precios acumulado (5.4%)

si se hubiera alcanzado el objetivo del 2% de inflación anual, al que, más o menos, se suelen remitir los Bancos Centrales occidentales.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

No sorprenderá al lector que, incluso en los países caracterizados más bien por las presiones deflacionistas en las últimas décadas (Japón y Suiza), los precios hayan crecido más de lo habitualmente deseado⁷. En todos los demás espacios económicos occidentales, la desviación es mayúscula, con el Reino Unido a la cabeza, prácticamente cuadruplicando ese nivel objetivo. Los perniciosos efectos en términos de desajustes económicos e impacto diferencial sobre los diferentes agentes (según la respectiva capacidad de indiciar sus rentas) de semejante nivel de inflación son considerables.

Por cierto, como ya tuvimos ocasión de discutir con detalle en un *Informe* anterior, fueron muy numerosos los analistas, expertos e incluso autoridades monetarias que, tras no alcanzarse el 2% de aumento anual de precios en varios años de la pasada década, apostaban por permitir que se superase ese objetivo, en una especie de compensación⁸. Sigue pareciéndome curioso que ninguno de ellos considere ahora necesario equilibrar en el futuro el severo exceso de inflación de estos tres años (y el del año que viene) con un menor crecimiento de precios posterior. ¡Viva la asimetría monetaria!

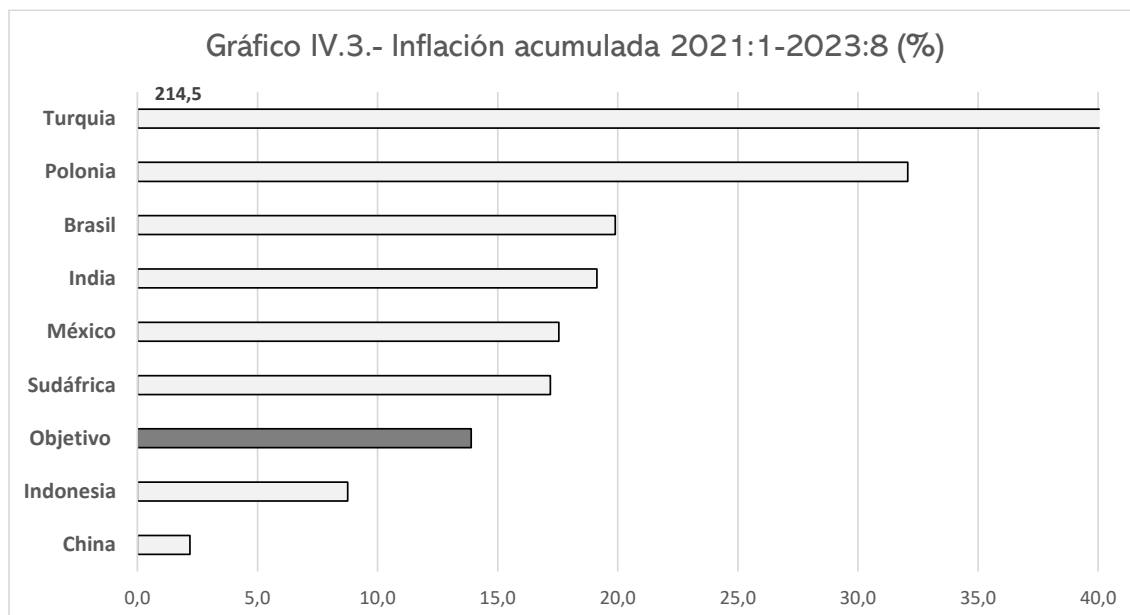
Para facilitar al lector una referencia comparativa, el Gráfico IV.3 realiza el mismo ejercicio para las grandes economías emergentes⁹. Para ello, aunque en este caso resulta forzado hablar de un objetivo igual para todos, hemos fijado como nivel de referencia

⁷ Entendiendo como “habitualmente deseado” el objetivo de las autoridades monetarias. Hay quien estima que lo deseable es que no aumenten en absoluto, aunque tal posición es minoritaria.

⁸ Rompiendo, de tomar esa vía, claro está, el sentido del “flexible inflation targeting” que, de manera más o menos inequívoca, siguen los Bancos Centrales occidentales.

⁹ Excluimos a Rusia, por las circunstancias excepcionales derivadas de la invasión de Ucrania y porque, de hecho, la fiabilidad de los datos macroeconómicos rusos de los últimos dos años, cuando los hay, es muy discutible.

para el crecimiento de los precios el 5% anual (por tanto, un acumulado del 13.9% para todo el período considerado).



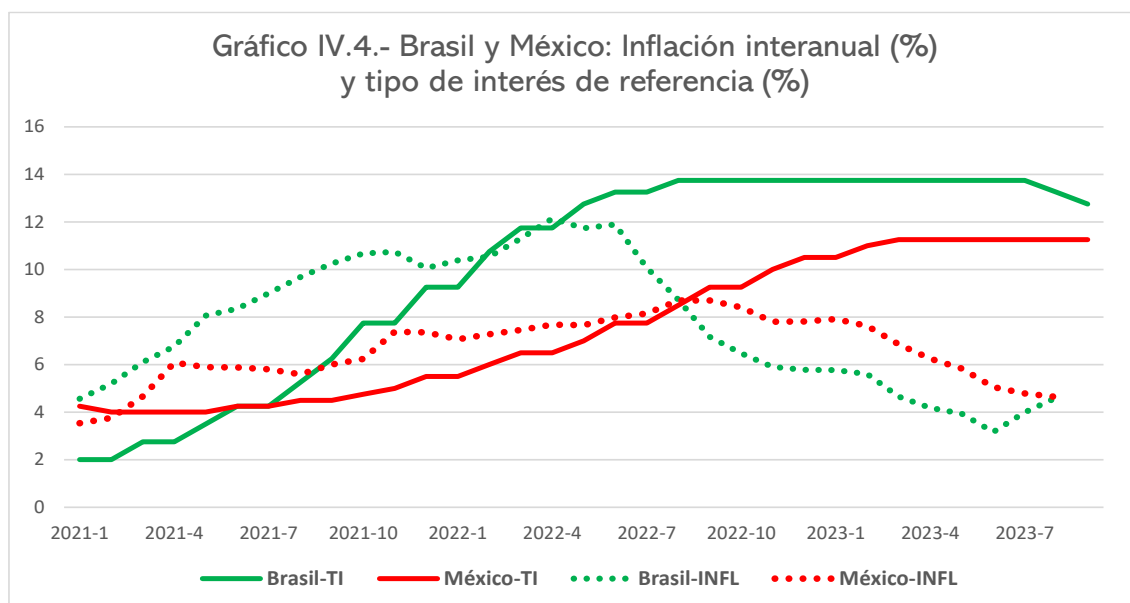
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Claramente, para las economías emergentes hay mayor disparidad en la evolución. La mayor parte de ellas, aunque por encima de ese objetivo hipotético (pero razonable), no ha sufrido un alza desmedida de los precios, y, compárese con el Gráfico IV.3, presentan una inflación muy similar a la occidental. Hay algunas desviaciones negativas en Europa emergente (incluyendo el caso extremo de Turquía¹⁰, pero no solo). Pero en Asia, son varios los casos (el de China incluso preocupando por el lado opuesto), donde los precios han tenido un comportamiento moderado en el trienio. En general, cabe hablar de mejor evolución relativa que en Occidente, fruto de la más rápida respuesta de las autoridades monetarias.

3.- Extendamos un poco la percepción de las bondades de la solidez en la ejecución monetaria tomando como ejemplos a las dos mayores economías latinoamericanas. Como muestra el Gráfico IV.4, los Bancos Centrales de Brasil y México iniciaron las subidas de tipos a principios y mediados de 2021, respectivamente, adelantándose un año a la Reserva Federal y el Banco Central Europeo. Como consecuencia, los tipos de interés reales de ambas economías emergentes eran ya positivos cuando en Occidente las autoridades monetarias seguían contemplando el despegue de la inflación como algo meramente transitorio. Como resultado, ambos países han presentado tasas de

¹⁰ Ya saben nuestros lectores que es debido a la peculiar visión de la economía de su Presidente, R. T. Erdogan, quien ha marcado el paso de políticas fiscales y, sobre todo, monetarias, extremadamente inflacionistas. Como también hemos señalado en el pasado y el presente *Informes*, en la sección de *Precios Internacionales de Referencia*, esas políticas se modificaron en una dirección más ortodoxa tras las últimas elecciones presidenciales turcas.

crecimientos de precios inferiores a las europeas y norteamericanas durante la mayor parte de 2022 y 2023... mientras las expectativas de crecimiento han ido mejorando.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Tabla 1. Variables macroeconómicas seleccionadas y previsiones del FMI.
Promedio 2021-2025

Variable	Brasil		México	
	Abril 2021	Octubre 2023	Abril 2021	Octubre 2023
Crecimiento del PIB	2.5%	2.9%	2.8%	3.3%
Tasa de desempleo	12.5%	9.4%	3.3%	3.4%
Saldo sector público	-7.3%	-4.8%	-2.7%	-4.0%
Saldo sector exterior	-1.1%	-2.2%	0.5%	-1.2%

Fuente: elaboración propia. Datos: FMI, procedentes de las previsiones contenidas en la base de datos del World Economic Outlook en las fechas indicadas.

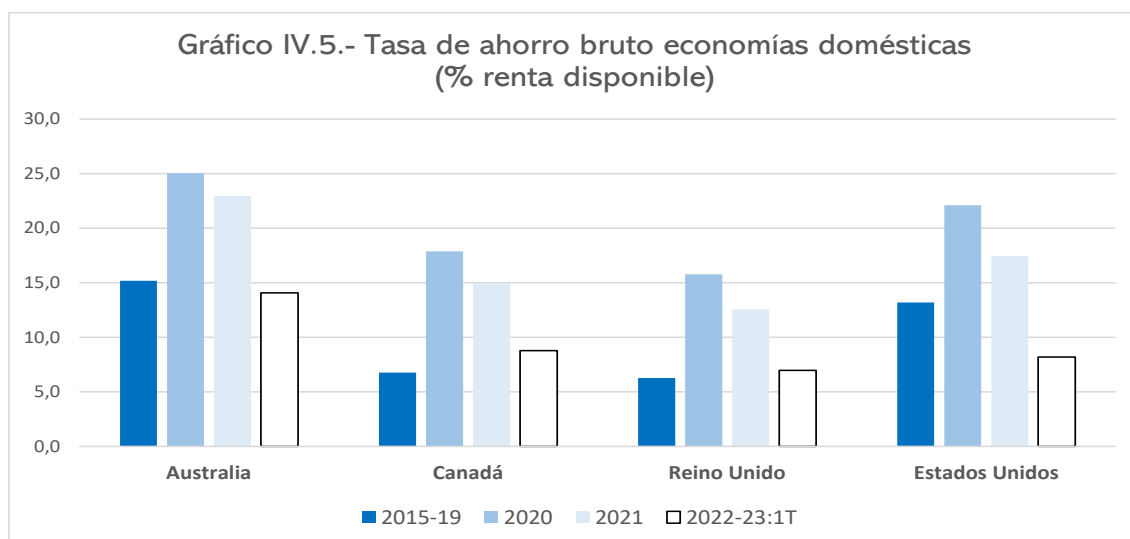
La Tabla 1 muestra la diferencia en las previsiones sobre algunas variables macroeconómicas clave, para el conjunto del período 2021-2025, ofrecidas por el Fondo Monetario Internacional en abril de 2021 y, las más recientes, en octubre de 2023. Nótese que entre las primeras (ya revisadas al alza tras iniciarse la vacunación masiva contra la COVID-19) y las actuales, se sitúa el shock adverso por la invasión rusa de Ucrania, que ha reducido la bonanza de las expectativas para la mayor parte de países. En especial para Brasil, los resultados son exactamente los opuestos: mayor crecimiento, notable reducción del desempleo y apreciable reducción del (todavía elevado) déficit público previsto. Solo el saldo exterior se deteriora, hasta un nivel moderado y coherente con el mayor crecimiento interno. No alegamos aquí que ese cambio a mejor se deba íntegramente a la rápida respuesta de su Banco Central a la inflación excesiva, pero debe considerarse que el país atravesó, en este período, una respuesta más que discutible a la pandemia y un período de enorme convulsión interna, con las elecciones (y contestación posterior) que condujeron de nuevo a la Presidencia a Lula da Silva en

sustitución de Jair Bolsonaro. Con todo ello, y muy elevados tipos de interés, se anticiparía un deterioro de las expectativas. Que haya ocurrido lo contrario no puede ser ajeno a la defensa de la estabilidad por parte del Banco Central de Brasil.

Los datos para México son menos positivos, pero siguen mostrando una revisión al alza apreciable del crecimiento... en el país con el menor impulso fiscal en respuesta a la pandemia, con diferencia, entre todas las grandes economías, tanto emergentes como desarrolladas¹¹, lo que, claro está, condiciona negativamente (en el corto plazo) la actividad.

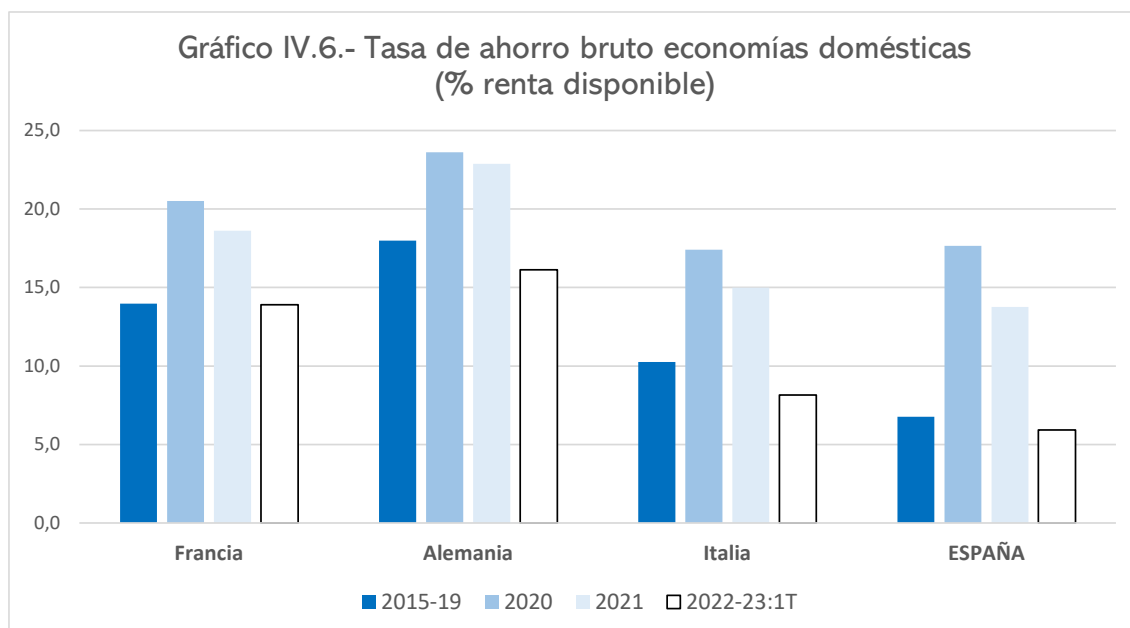
En definitiva, y aunque un análisis más completo de esas mejores expectativas sería necesario (y excede lo pretendido en este punto), dos Bancos Centrales haciendo su trabajo (y siendo criticados por los respectivos Gobiernos por ello) parecen haber prestado un notable servicio a sus países en el complejo inicio de la tercera década del siglo XXI.

4.- Regresamos ahora a Occidente y a uno de nuestros centros de atención desde el inicio de nuestros *Informes Trimestrales*: la tasa de ahorro. Recordemos que el aumento de la misma, por motivos tanto de precaución como de obligación, por las restricciones al gasto durante los primeros meses de la pandemia y la prodigalidad de los Gobiernos en poner dinero en manos de los ciudadanos en respuesta a la misma, terminaron generando un exceso de ahorro (respecto al período prepandemia) estimado entre dos y tres billones de dólares, solo entre Estados Unidos y Europa Occidental. De ahí se ha sostenido el consumo (y el PIB) pese a una inflación desatada y el ciclo monetario restrictivo. Pero nos venimos preguntando en estas páginas, ¿queda mucho de ese ahorro excedentario? Y, esta vez, añadiremos otra cuestión: ¿es posible que el ahorro se haya empleado en reducir la deuda de las familias, y no solamente en un aumento del consumo privado?



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

¹¹ No deja de ser curioso que, pese a ello el déficit público se espere superior ahora que en 2021, lo que, sin duda está ligado a ciertos proyectos, de perfil más estructural y muy discutidos, del Presidente López Obrador.



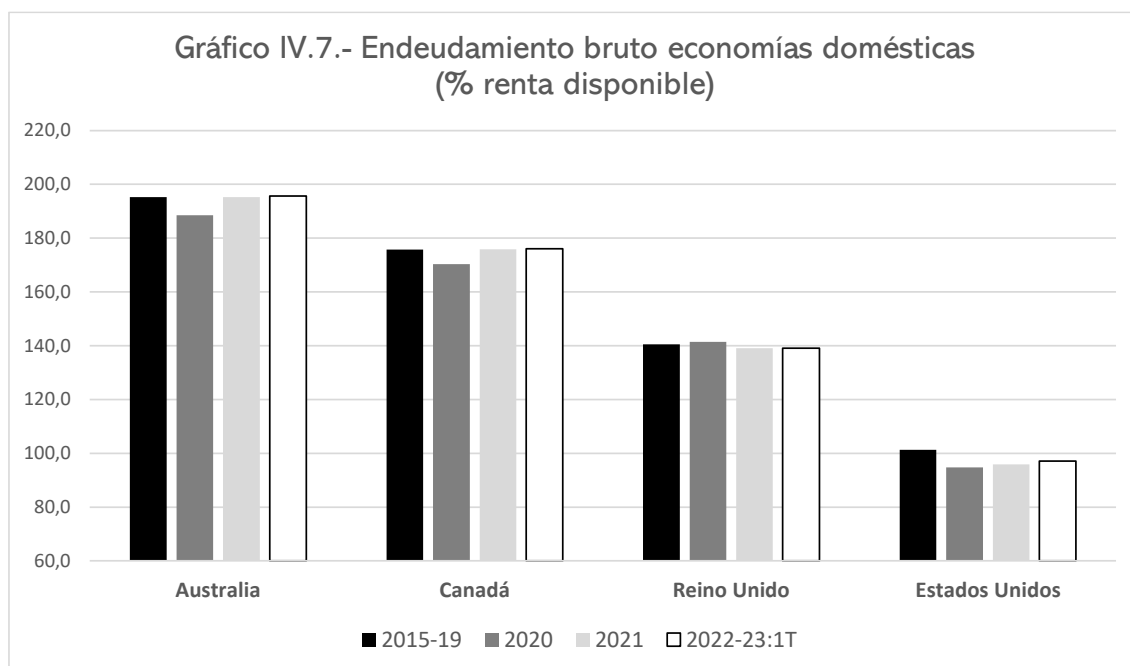
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Los Gráficos IV.5 a IV.8 muestran la evolución de la tasa de ahorro y del endeudamiento de las economías domésticas en las ocho mayores economías occidentales. Aunque hay ciertas pautas comunes, también hay diferencias ostensibles, en particular en la situación actual. Comencemos con la tasa de ahorro. Para todos los países, por lo motivos ya señalados, esa proporción de renta no gastada se elevó drásticamente en 2020 respecto a los promedios prepandemia, para ir, lógicamente, reduciéndose a partir de 2021. Los datos más recientes (primer trimestre de 2023) atestiguan cómo ha seguido contrayéndose la tasa de ahorro en 2022 e inicio del año actual, en la mayor parte de los casos hasta situarse por debajo de lo habitual hasta 2019.

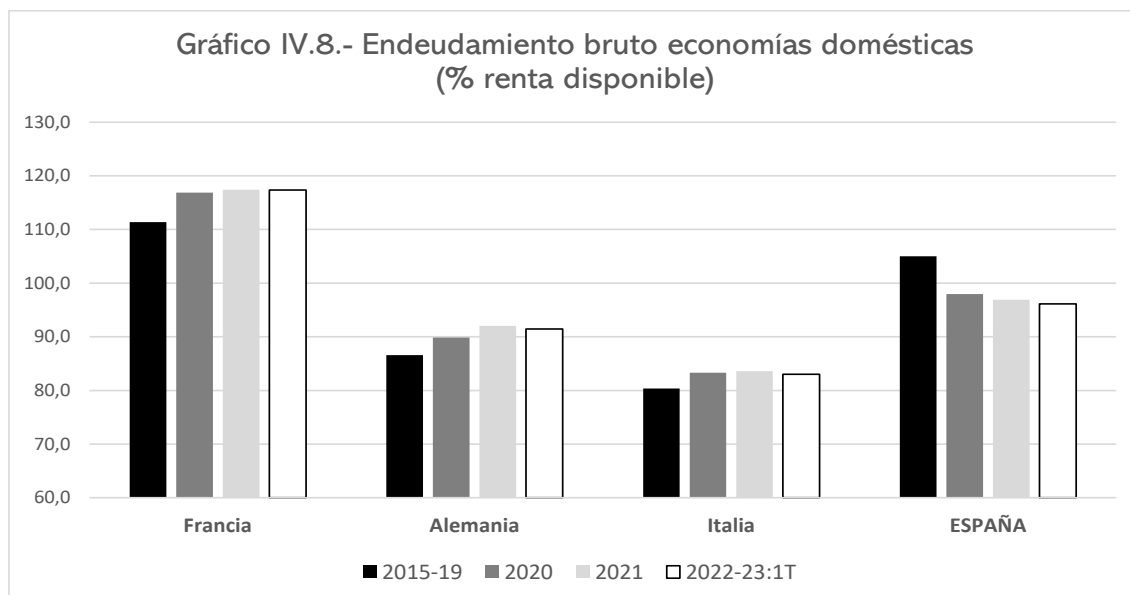
Es decir, en general, lo que fue un rebote en el consumo tras la contención del mismo en la primera fase de la COVID-19 parece haberse extendido más allá, reduciéndose el nivel de ahorro considerado normal para cada país (y que difiere mucho en cada caso). El proceso inflacionista de los últimos dos años debe ser un factor explicativo clave al respecto. Pero no cabe destacar una especie de hedonismo inducido por el sufrimiento generado por la pandemia (si nos esperan más shocks inesperados y letales similares, mejor disfrutar el presente) como factor adicional. Sea como fuere, las tasas de ahorro actuales son reducidas en términos históricos, aunque apreciablemente mayores en Europa continental que en el mundo anglosajón. Pero es interesante denotar que los países con menor ahorro antes de la pandemia (Canadá, Reino Unido) son los que se mantenían, con esos últimos datos, por encima de aquel bajo nivel. Parece que el 5% de la renta disponible funciona como un límite inferior para el ahorro.

España, por su parte, resulta singular. Sus bajas tasas de ahorro se asemejan a las anglosajonas, el incremento en el peor momento de la pandemia fue el más intenso,

pero también es donde la reducción posterior ha resultado más dramática¹², hasta el punto de situarse incluso por debajo de los niveles prepandemia. Pero España destaca también por un elemento más favorable: es la única de estas ocho grandes economías donde el endeudamiento de las familias se ha reducido modesta pero apreciablemente (9 puntos sobre la renta disponible) desde el nivel prepandemia y el más reciente conocido (ver Gráficos IV.7 y IV.8). Es decir, parece que al menos parte del ahorro evaporado se ha destinado a reducir deuda.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

¹² Recuérdese que el último dato es el promedio de cinco trimestres, para evitar incurrir en la elección de un dato concreto que pueda ser extremo, porque existen fluctuaciones trimestrales significativas en las tasas de ahorro de todos los países.

Observando el conjunto de economías seleccionadas, encontramos una cierta estabilidad en el período 2015-2023 en la deuda de las familias en el mundo anglosajón, frente a un leve aumento (menos en España) en las mayores economías europeas, pero con éstas, en general, manteniendo tasas de endeudamiento más bajas¹³.

Nótese el nivel relativamente bajo en Estados Unidos, donde una fuerte reducción de esa deuda familiar se produjo después de la Gran Recesión y antes de la pandemia, y que supone un elemento de respaldo a la fortaleza del consumo¹⁴. Y nunca está de más recordar un dato a veces olvidado cuando se debate sobre el excesivo endeudamiento del sector público de Italia: en claro contraste con éste, la deuda sobre renta disponible de las familias italianas es, de manera continua, la más baja de todas las grandes (y medianas) economías desarrolladas.

5.- Debemos referirnos a continuación, en nuestras siguientes dos *Claves del Trimestre*, a datos preocupantes (aunque la tendencia no es nueva en ninguno de los dos casos) sobre dos variables esenciales de la economía global. Comencemos con la lánguida evolución del comercio mundial. Ya hemos escrito al respecto, con amplia perspectiva temporal, por ejemplo en nuestra sección *Reflexiones sobre el comercio internacional* en el pasado *Informe* (julio 2023). El Gráfico IV.9 exhibe esa trayectoria, irregular por su dependencia del ciclo económico, pero decreciente (ver los promedios).

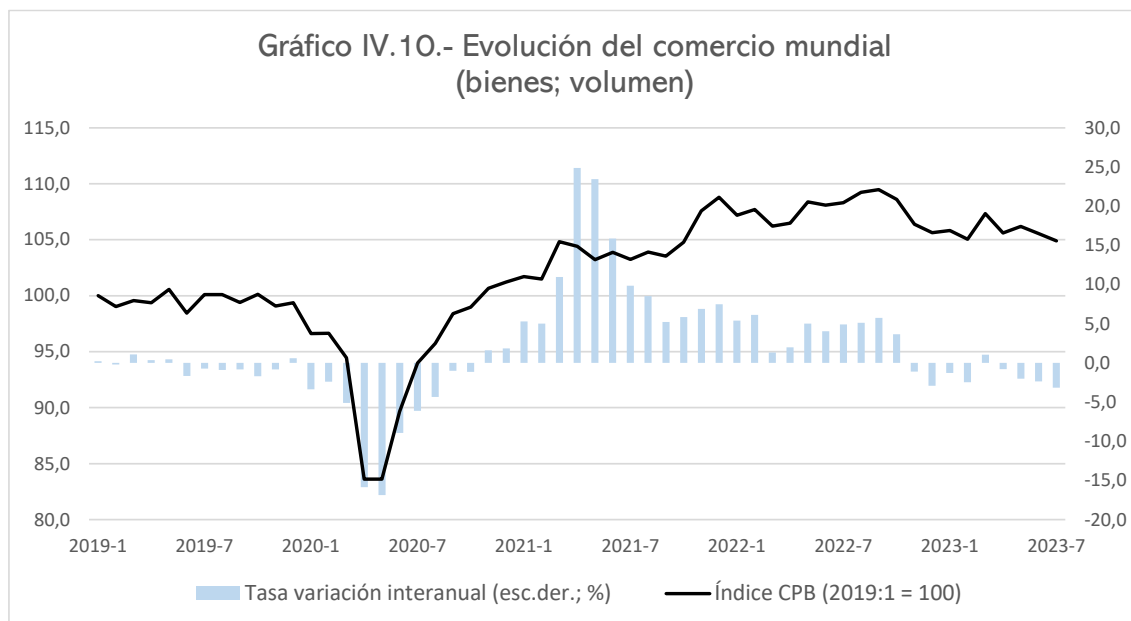


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

¹³ No obstante, si hubiésemos añadido a los gráficos las siguientes economías desarrolladas por su dimensión, observaríamos endeudamientos familiares muy elevados, por ejemplo, en Países Bajos y Suecia.

¹⁴ Pero, recientemente, empieza a constatar un preocupante incremento del consumo a crédito y un deterioro de la ratio de impagados respecto a esa deuda.

Pero las novedades negativas se centran en el corto plazo. El detallado seguimiento mensual ofrecido por el CPB holandés revela caídas en el comercio mundial de bienes en ochos de los últimos nueve meses (ver Gráfico IV.10).



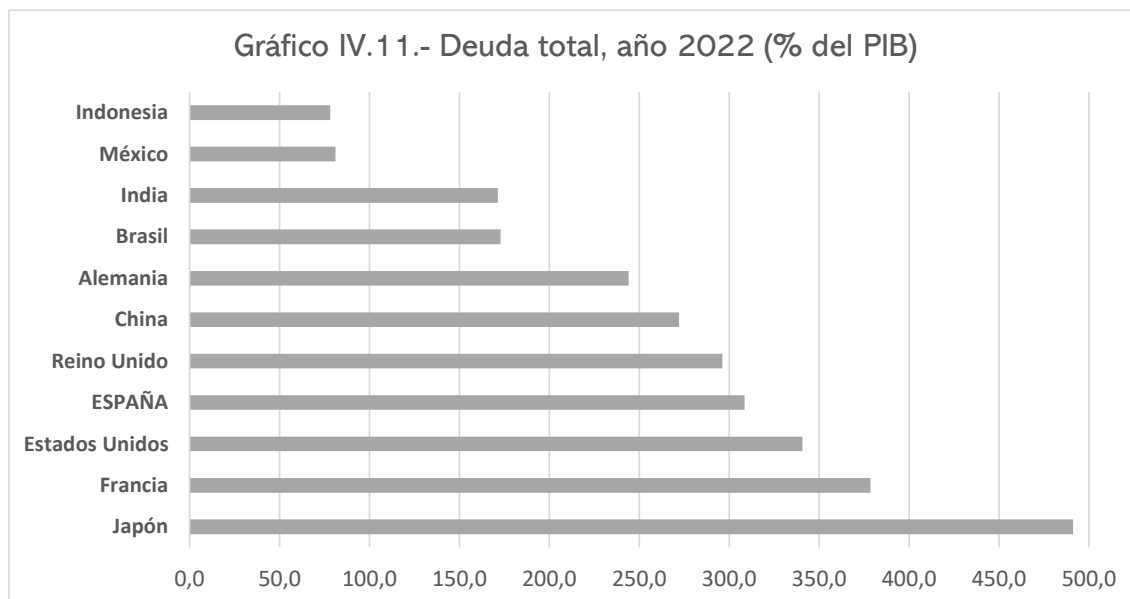
Fuente: elaboración propia. Datos: CPB World Trade Monitor.

En paralelo, tanto la Organización Mundial del Comercio como el Fondo Monetario Internacional han recortado sus previsiones de crecimiento del comercio (que, ya antes, no eran muy optimistas), dejándolas, por ejemplo, en el 0.8% y 0.9%, respectivamente, para 2023. Factores económicos coyunturales, como el impacto sobre la demanda final en Occidente de la elevada inflación y los tipos al alza para contenerla, o los problemas del sector inmobiliario y el exceso de endeudamiento en China, se citan como relevantes en esa pobre evolución del comercio mundial.

Pero, sin duda, y con implicaciones de mayor duración, son las tensiones geopolíticas, calientes y frías, las que más amenazan a ese comercio. Las primeras son conflictos abiertos que obstaculizan las normales relaciones económicas entre países. Las frías apuntalan, a través de medidas restrictivas, tanto a importaciones como a exportaciones, la idea de una progresiva fragmentación de las relaciones económicas internacionales que, aunque es improbable que conlleve una desglobalización, sí se está convirtiendo en un obstáculo cada vez más difícil de superar para recuperar el dinamismo perdido del comercio global. Y ello, como destacaba al presentar su última informe anual la Directora General de la OMC, Ngozi Okonjo-Iweala, tiene repercusiones negativas sobre los estándares de vida a lo largo y ancho del globo.

6.- No menos hemos reflexionado en nuestros *Informes* sobre el grado de endeudamiento acumulado por la economía global. Recientemente, el Institute of International Finance estimaba que en el primer semestre de 2023 se había alcanzado un máximo histórico en ese endeudamiento, elevado hasta los 307 billones de dólares,

más que triplicando el PIB mundial (aunque lejos del máximo de 3.6 veces alcanzado en la primera fase de la pandemia).



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

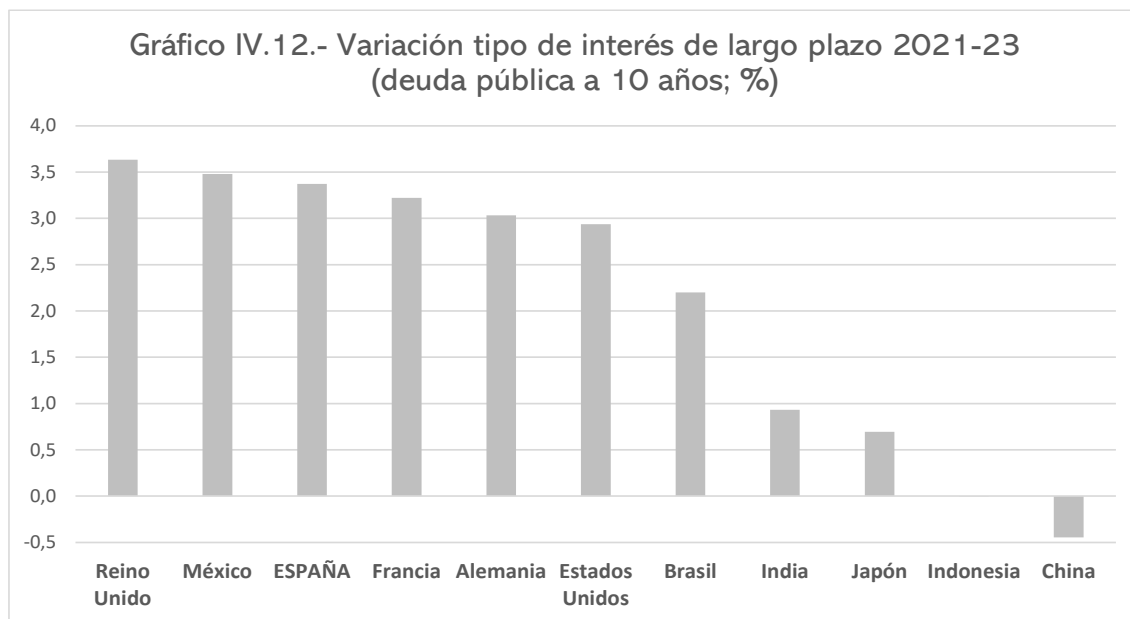
Nota: la deuda privada para los países desarrollados incluye todos los instrumentos de deuda. Para los países emergentes, incluye títulos y préstamos.

El Gráfico IV.11 recoge el nivel de deuda total, pública y privada, de las mayores diez economías del mundo (más España). Resulta obvio que el problema se concentra en los países desarrollados, que disponen del mejor acceso a la financiación en los mercados internacionales de capital, y a los menores tipos de interés. Ciertamente, pero el aumento especialmente intenso del endeudamiento (sobre todo, público) desde la Gran Recesión en Occidente lo ha sido a tipos inusualmente bajos, facilitados por la tan conocida laxitud monetaria extrema de los Bancos Centrales. Y esos tipos ya no existen (ver Gráfico IV.12), y posiblemente no vuelvan, al menos, en el corto y el medio plazos. No va a ser sencillo seguir satisfaciendo los pagos a menos que se recorte en otras partidas de gasto o inversión (todos los sectores) o se eleven los impuestos (privilegio del sector público, pero con evidente desgaste adicional en las rentas del privado).

Y tres consideraciones preocupantes más sobre esa descomunal bolsa de endeudamiento global. Primero, China sobresale entre los países emergentes no solo por el nivel de deuda, concentrada en su sector público sub-soberano y las empresas no financieras, sino por el rápido crecimiento de la misma. Aunque los tipos de interés sean moderados y estables en China, existe una percepción creciente de que buena parte de esa deuda no podrá ser devuelta, a menos que sea mediante la intervención del Gobierno central, que no parece nada propenso a ello.

Segundo, aunque los niveles de endeudamiento absolutos y relativos al PIB, de los países menos desarrollados estén lejos de los de las potencias occidentales, su capacidad de devolución es muy inferior. Sin acceso a los mercados privados de capital, con su recurso a las instituciones internacionales agotado, con su deuda frecuentemente emitida en dólares (en un período de fortaleza del mismo) y en un contexto de crecientes tipos de interés, a menos que se articulen programas especiales de ayuda, los impagos de deuda

de esos países se van a multiplicar, a partir de los ya conocidos de Zambia. Ghana, Ecuador o Sri Lanka.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Tercero, este descomunal volumen de deuda se presenta como un obstáculo considerable para desarrollar las inversiones requeridas para dar al crecimiento económico global la sostenibilidad que requiere. Por una parte, en términos económicos, recuperando la productividad, en lugar de la deuda, como eje del crecimiento. En paralelo, en términos medioambientales, avanzando en la "transformación verde". Y todo ello sin olvidar que existen otros retos estructurales, como el del envejecimiento demográfico, con obvias implicaciones adversas sobre los equilibrios presupuestarios.

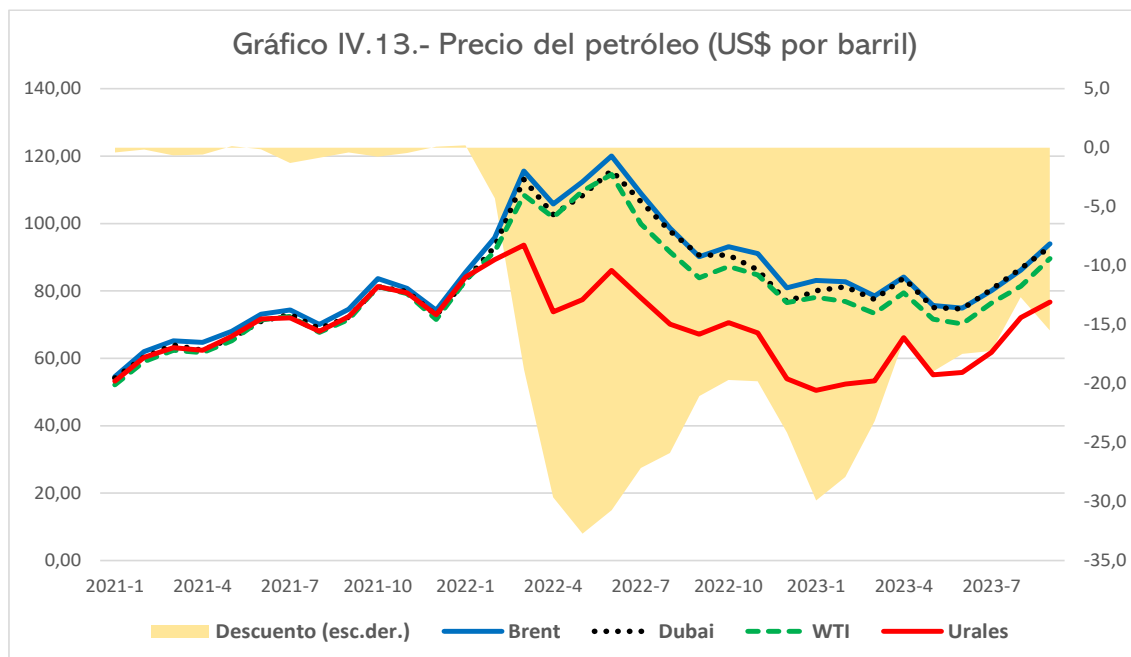
Definitivamente, la excesiva generación de deuda en las últimas tres décadas no va a salir gratis.

7.- En nuestras *Claves del Trimestre* del *Informe* de enero de 2023 mostrábamos nuestro escepticismo, que algún lector nos sugirió era excesivo, sobre las sanciones occidentales a las exportaciones de crudo ruso¹⁵. Recuérdese que se estableció que Rusia no podría vender crudo a ningún otro país a más de 60 dólares por barril; si alguien no respetara este límite, no se proveería de servicios esenciales, incluyendo aseguramiento, a ese transporte de petróleo, servicios suministrados generalmente por compañías occidentales.

Como comentábamos entonces, con los precios del petróleo en descenso y un fuerte descuento al crudo de los Urales (ruso) respecto a los de referencia internacional (ver Gráfico IV.13), gap provocado por la necesidad rusa de sustituir a sus importantes clientes europeos, los referidos 60 dólares no fueron límite durante buena parte de 2023. Rusia consiguió reorientar sus exportaciones a países asiáticos (China, India, Pakistán)

¹⁵ La Unión Europea dejaba de adquirir petróleo ruso transportado por buque, pero no el que llegaba, de forma creciente, por oleoducto; por cierto, justo lo contrario que con las compras europeas de gas natural ruso.

que no parecieron muy preocupados por las sanciones occidentales y que, de hecho, se beneficiaban notablemente del petróleo barato ruso.



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

Ahora bien, los precios del petróleo, como ya hemos analizado anteriormente en este *Informe*, han subido notablemente desde el mes de junio. ¿Han sido ahora efectivas las sanciones? Pues tampoco. Es más, Rusia ha aprovechado la relativa escasez de la oferta de crudo en los mercados para reducir el descuento al que vende su barril (aunque sigue siendo considerable, como también refleja el Gráfico IV.13). Sumemos ambos factores (mayor precio, menor descuento) y Rusia está atesorando miles de millones de dólares adicionales de ingresos por sus ventas de petróleo.

¿Y qué ocurre con la falta de servicios que han dejado de proveer, al menos así debe ser, las compañías occidentales, sobre todo el de aseguramiento, al transporte de petróleo ruso? Pues, previsiblemente, que la mayor parte del crudo ruso se transporta en barcos con bandera rusa (un buen número de ellos, buques viejos pero viables adquiridos por el país), sin aseguramiento occidental. Viajen con seguro estatal o privado ruso o lo hagan simplemente sin seguro es algo que mejor no descubrimos, porque será sinónimo de accidente.

Seguimos pensando que se trata de sanciones poco sancionadoras¹⁶.

¹⁶ En general, existe casi unanimidad en que, si bien las sanciones establecidas por Occidente tras la invasión de Ucrania fueron más intensas, extendidas y rápidas de lo esperado, Rusia está capeando las mismas con mayor holgura de lo previsto (aunque no sin apreciables costes, ciertamente).

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Continuamos en esta sección final de nuestros *Informes Trimestrales* con el análisis iniciado en julio, sobre la apreciable reducción de la elasticidad del comercio mundial en relación con la producción global. Entonces, además de la presentación de las grandes tendencias del crecimiento económico y el comercio en las últimas décadas, observábamos esa reducción de la elasticidad en términos agregados y por grandes áreas geográficas, y verificábamos que, respecto a éstas, la caída en la intensidad del comercio respecto al PIB no era homogénea, dado un cierto incremento de la misma en alguna de las zona. En esta segunda parte del análisis, descendemos a los datos de economías individuales para comprobar si es factible encontrar pautas comunes.

CRECIMIENTO ECONÓMICO Y COMERCIO (II)

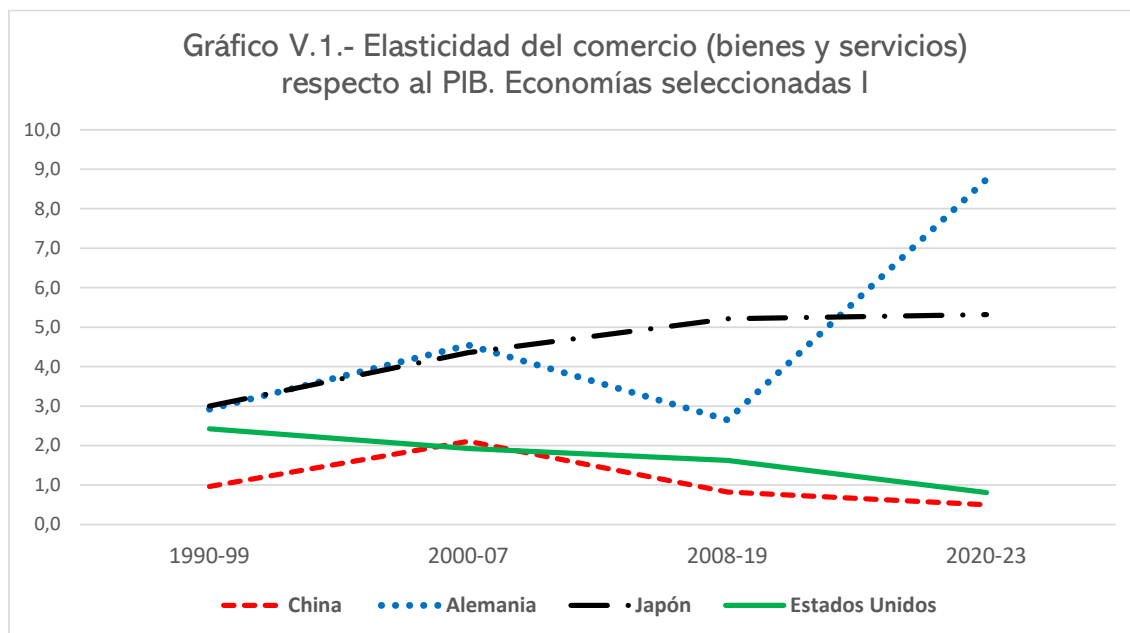
Para ello, hemos definido varios grupos de economías con ciertas similitudes, sea por su tamaño, por su especialización o por su potencial papel en el nuevo contexto internacional, tendente a una cierta fragmentación del comercio. Intentamos constatar si la heterogeneidad identificada en las grandes áreas geográficas se mantiene o no aplicando otros criterios de selección¹⁷. El análisis se extiende a las tres últimas décadas, diferenciando cuatro etapas: los años noventa del pasado siglo (con la aceleración de la globalización); el período 2000-2007 (una momento de “cuadratura del círculo”, con fuerte crecimiento, convergencia económica real, e inflación de bienes y servicios bajo control); el decenio largo entre el estallido de la Gran Recesión y la pandemia; y, por último, el presente cuatrienio, desde el brutal impacto inicial de la COVID-19 a la actualidad (incluyendo las estimaciones del FMI para 2023).

Anticipamos ya una conclusión general de nuestro recorrido por los cinco grupos de economías definido: como ya ocurría con las zonas geoeconómicas, no hay un comportamiento homogéneo en ninguna de las tipologías establecidas. Ciertamente, coincidiendo con el resultado global, son más las economías en las que se reduce la elasticidad comercio-crecimiento en el transcurso de esta largo período, pero las hay con un comportamiento opuesto. Y, aunque el último período elegido es breve y plagado de shocks de gran magnitud, hay un repunte relativamente amplio (en términos del número de economías de nuestra selección) en el grado de elasticidad del comercio respecto a la evolución del PIB. Quizás, eso sí, y dado lo ya comentado en la anterior sección, ello responda más a la debilidad del crecimiento que al dinamismo del comercio.

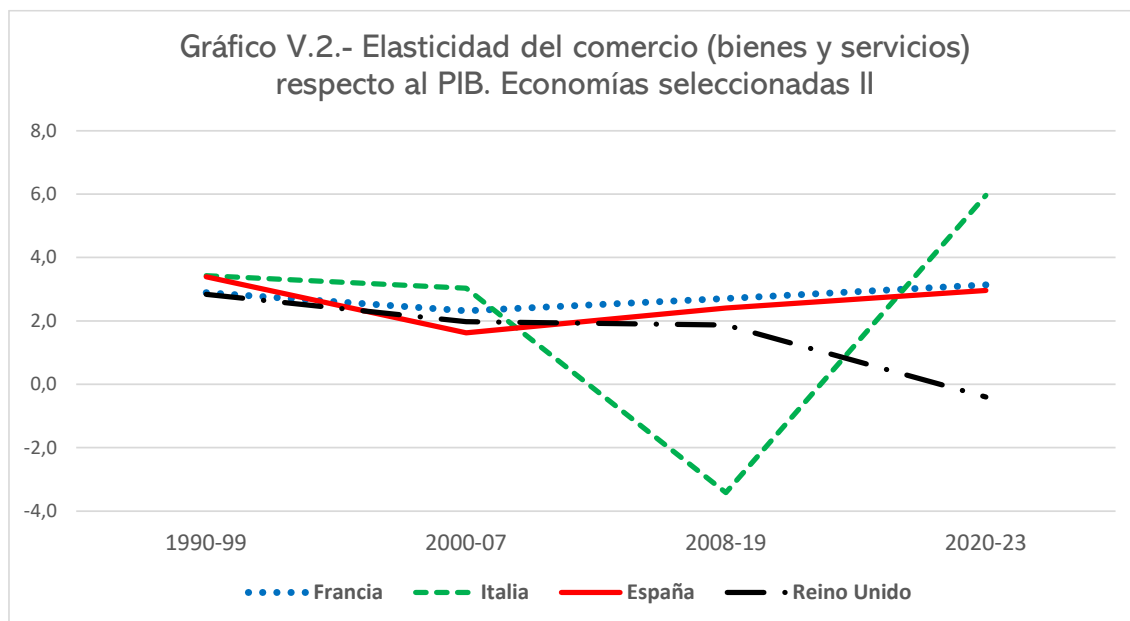
Comenzando por las cuatro mayores potencias comerciales globales (Gráfico V.1), encontramos el caso más relevante de movimiento contracorriente, correspondiente a Japón. La elasticidad comercio-crecimiento económico se ha incrementado con el paso del tiempo, eso sí, a la par que ese avance del PIB iba disminuyendo a lo largo de los subperíodos (lo que implica que, con el mismo crecimiento del comercio, la elasticidad se incrementa). Mientras tanto, Estados Unidos, China y Alemania presentan, de manera

¹⁷ Otros podrían haberse empleado, o elevado el número de economías consideradas, aunque encontramos en nuestra lista la práctica mayoría de las potencias comerciales globales. Parece un número suficiente para la conclusión que se alcanza en el análisis.

más o menos irregular, un descenso de la elasticidad, mientras el rebote de la misma en el caso alemán en el último cuatrienio parece alinearse con un avance limitado del comercio que, sin embargo, destaca frente a un mínimo crecimiento del PIB.



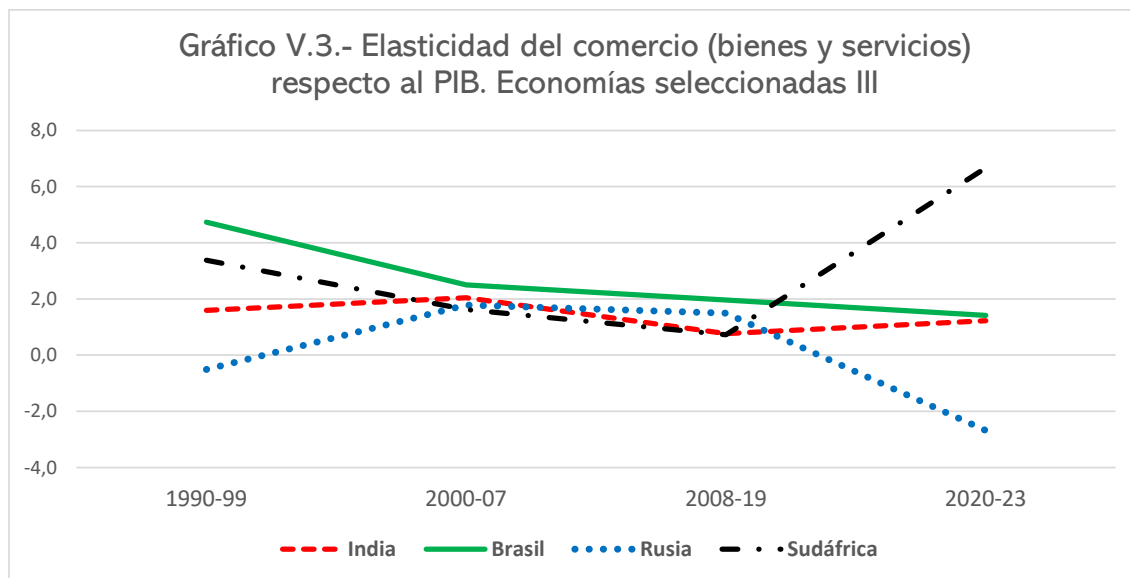
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

El siguiente bloque de economías (Gráfico V.2) está configurado por las principales potencias europeas, al margen de Alemania. En estos casos, observamos una cierta estabilidad de la elasticidad, en especial para Francia y España. Italia experimenta una fuerte atonía de su comercio en la pasada década, que reduce la elasticidad a pesar del escaso crecimiento económico, mientras el rebote del último período parece seguir una explicación similar a la apuntada para Alemania. Pero, probablemente, el rasgo más interesante en este segundo grupo de países es la apreciable caída de la elasticidad en

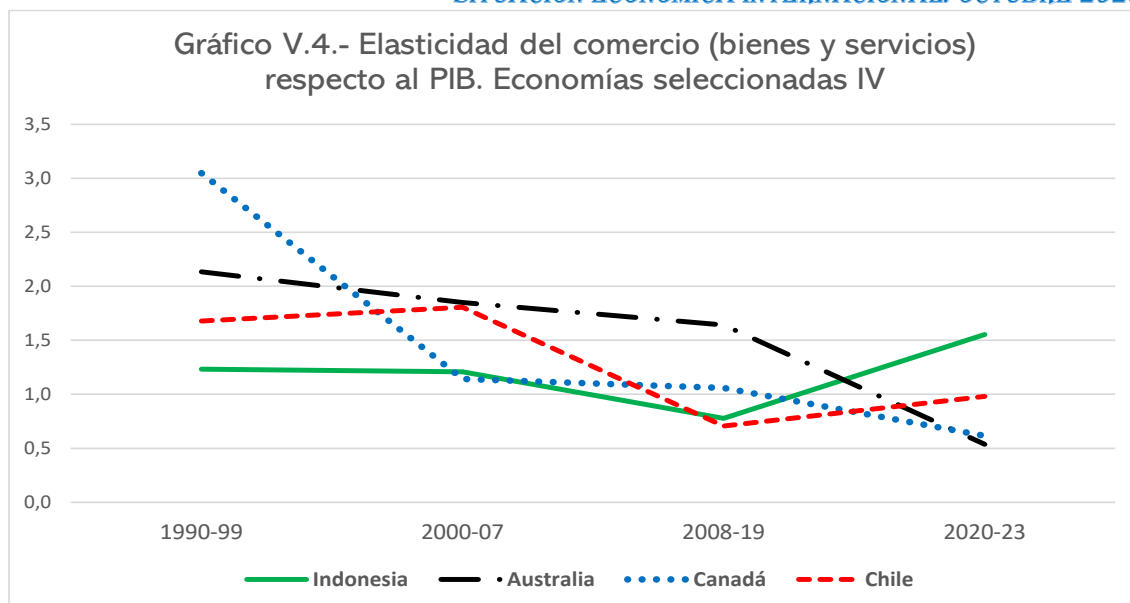
el caso británico, para el que, además de los shocks compartidos con el resto del mundo, afronta las consecuencias del distanciamiento con su principal socio comercial, debido al Brexit. Es llamativo que, pese al pobre crecimiento económico del Reino Unido en este cuatrienio, aún haya sido mucho peor el comportamiento del comercio, que ha descendido en el conjunto del mismo.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

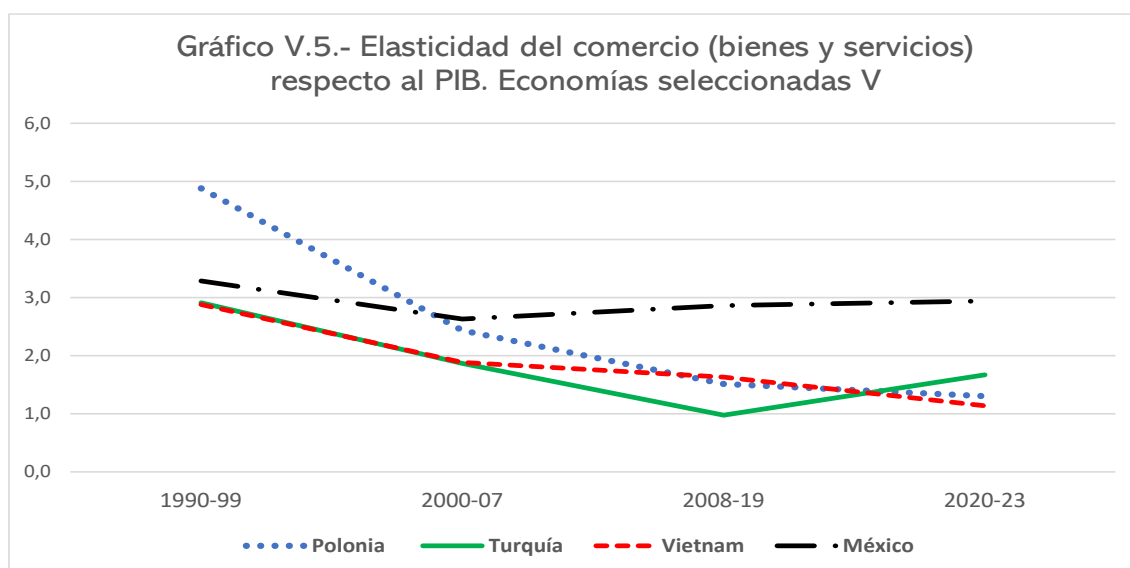
Algunas de las mayores economías emergentes, de perfiles claramente distintos, eso sí, aparecen en nuestro tercer bloque. Se observa en general entre ellas una limitada disminución de la elasticidad comercio-producción, rota en direcciones opuestas en el último subperíodo. Sudáfrica muestra una elevación de esa elasticidad, con un perfil similar al anteriormente detectado para Alemania o Italia; un período poco dinámico para el comercio, pero mucho menos aún para el PIB. Rusia, por otra parte, y al margen de las dudas sobre la solidez de los datos estimados para su economía, ha sufrido peores resultados en el comercio incluso que en la actividad económica a raíz de la invasión de Ucrania y las severas restricciones impuestas por algunos de sus principales socios, no plenamente compensadas con la intensificación del comercio con otros países.

Para nuestro cuarto bloque de economías (Gráfico V.4) hemos seleccionado cuatro exportadores de materias primas (dos desarrollados, dos emergentes) especialmente bien posicionados para ser protagonistas de la "nueva economía verde", al ser fuentes abundantes de varios de los principales metales (cobre, litio, níquel, cobalto) precisados en esa transformación. En este caso sí encontramos una caída homogénea en la elasticidad comercio-crecimiento de las cuatro economías desde los años noventa hasta los últimos años. Sin embargo, para Indonesia y Chile la tendencia se quiebra con posterioridad a la pandemia. Aunque resulta todavía pronto para asumir que la exportación de esas materias primas esenciales para la nueva economía está detrás de ese cambio (o que la dimensión del crecimiento en las exportaciones puede mover una elasticidad que es agregada), parece inequívoco que se trata de cuatro países que tendrán una fuente adicional de ingresos a los ya considerables que devienen de su exportación histórica de materias primas minerales.



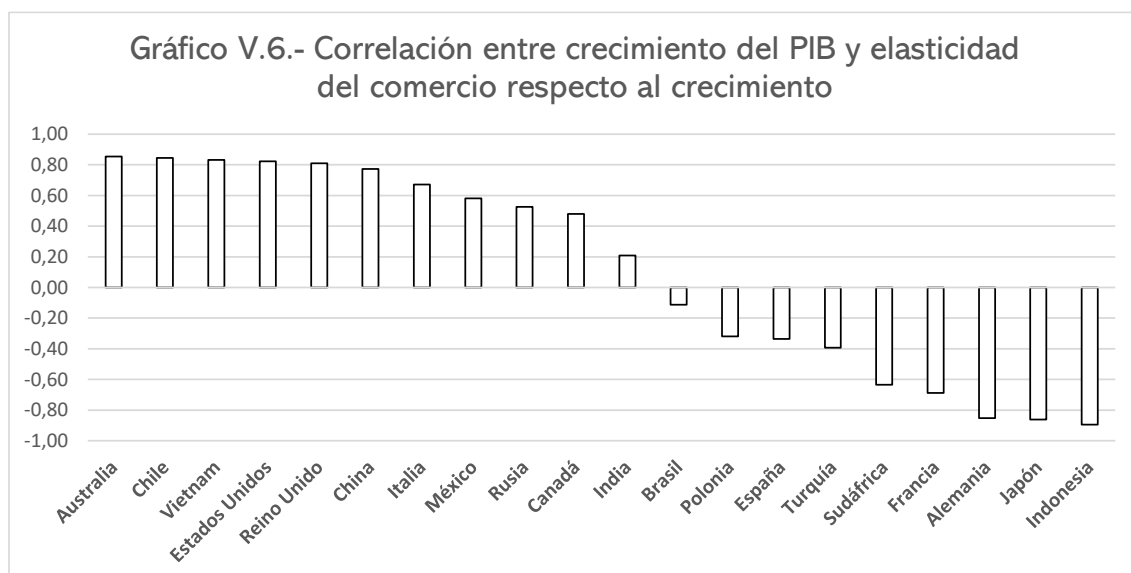
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Finalmente, nos fijamos en cuatro países que se encuentran particularmente bien posicionados para beneficiarse de la relocalización de las cadenas productivas globales tras las enseñanzas derivadas de la pandemia y las consecuencias de las tensiones geopolíticas. De hecho, tanto para México como sobre todo para Vietnam, esa traslación de actividades, sobre todo de producción antes elaborada en China por parte de empresas estadounidenses (pero no solo, incluso compañías chinas están participando en el proceso) ha mostrado ya un efecto positivo significativo en su actividad exportadora. No obstante, también en este grupo de países percibimos un descenso en la elasticidad comercio-crecimiento, aunque en esta ocasión hallamos un escenario en el cual las tasas de avance del comercio son notables, pero inferiores al alto dinamismo de las economías. México en la excepción, con tasas modestas (y relativamente estables) de crecimiento en ambas variables.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Por último, no parece haber correlación alguna que se pueda generalizar (el Gráfico V.6 revela cómo hay situaciones de todo tipo entre las veinte economías seleccionadas) entre el grado de crecimiento económico y la elasticidad el comercio respecto a éste. Ni un alto nivel de actividad parece tirar de manera excepcional de la dinámica comercial, ni ésta crece de forma singular para compensar un crecimiento reducido por, por ejemplo, un déficit de demanda interna. Aunque quizás pueda intuirse uno u otro efecto en economías específicas no hay, como queda indicado, una tendencia generalizada.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.