

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Octubre-2024



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

INTRODUCCIÓN

Resultaba previsible que la atención en el otoño de 2024 estuviera centrada de forma muy acusada en Estados Unidos. Primero, por la celebración de unas elecciones presidenciales (ya saben, el martes después del segundo lunes de noviembre) determinantes para el país y, dada la condición de primera potencia mundial que todavía ostenta, para el resto del planeta, no solo, pero también, en el ámbito de la economía. Segundo, porque la Reserva Federal, cuya influencia global es debatible si se encuentra por encima o por debajo de la del mismo Presidente (o Presidenta) del país, declaraba conseguido su objetivo de domar la inflación que con tan desafortunado desacuerdo en su análisis contribuyó a que se desmadrara hace ya casi tres años, e iniciaba su ciclo de recorte del tipo de interés de referencia con una bajada de 50 puntos básicos, con relevantes implicaciones en los mercados financieros internacionales.

Sin embargo, y por desgracia, la prioridad se localiza en una situación geopolítica internacional que no deja de deteriorarse, con Oriente Medio (de nuevo) en llamas como principal foco (de momento) de preocupación. Y ello pone en juego a otro determinante de la realidad económica internacional, el petróleo, poco después de cumplirse el medio siglo de la primera vez en la que dio un drástico giro (a peor, claro está) a esa realidad, en un escenario solo parcialmente distinto del actual. Desde luego, el mercado del crudo, en el momento de redactar estas líneas, ha mostrado una respuesta muy mesurada (un 10% de incremento del precio del barril es irrelevante, en especial con el rebote a la baja posterior) ante la acentuación del conflicto. Pero una (aún) mayor involucración de Irán en el mismo podría cambiar en breve ese tibio deterioro. No se olvide, además, que un severo aumento del precio del crudo puede ser relevante tanto en el resultado de las elecciones estadounidenses (probablemente, cuanto mayor, mejor para Donald Trump) como en las próximas decisiones de la Reserva Federal (otra vez el dilema de qué hacer con los tipos ante un episodio estanflacionista).

Por tanto, en esta edición de nuestro *Informe Trimestral* (que cumple con ella su primera decena) abordaremos el tema de las elecciones en Estados Unidos, tanto en nuestro *Foco de Atención*, reflexionando sobre la disyuntiva Harris vs. Trump, como en la primera de las *Claves del Trimestre*, dando unas pinceladas comparativas (como ya hicimos en nuestro pasado *Informe*) sobre la realidad estadounidense en la (breve) era Biden. De igual forma, las circunstancias que impulsaron a la Fed a optar por lo que se ha dado en denominar "jumbo cut" en los tipos de interés serán abordadas, entre otras cuestiones, en la sección dedicada a los *Precios Internacionales de Referencia*. Allí encontrará también el lector una explicación a la contención a corto plazo en la respuesta del precio del petróleo a la situación en Oriente Medio, junto a comentarios, como es habitual, sobre la trayectoria reciente de otras materias primas y de los principales tipos de cambio internacionales.

Las *Claves del Trimestre* darán pie también a analizar otros aspectos cruciales de la economía internacional, con un énfasis en esta edición en factores estructurales, desde el triste avance de la productividad en Occidente al regreso a la primera línea de la política industrial (¿proteccionismo disfrazado, necesidad o ambas cosas a la vez?) en todo el mundo, pasando por la trayectoria de la población global. Y, no puede ser de

otra forma, dedicaremos unas líneas al Informe Draghi, profundo análisis de los déficit actuales y las soluciones futuras para la competitividad de la Unión Europea.

Finalmente, en nuestras *Reflexiones sobre el Comercio Internacional*, presentaremos un indicador compuesto que pretende evaluar el entorno en el que se mueve el comercio internacional, incorporando no solo variables de crecimiento y estabilidad económicos, sino otras relativas a la evolución de la incertidumbre, la calidad institucional y las tendencias proteccionistas. En el presente *Informe* introduciremos el sentido general y las variables que configuran este Indicador del Entorno del Comercio Internacional, mientras en futuras ediciones iremos descomponiendo la trayectoria del mismo y la incidencia conjunta de sus variables en la evolución del comercio global.

Esperamos que este *Informe Trimestral*, como siempre realizado en el marco de la Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria, sirva a nuestros lectores para alcanzar un mejor entendimiento de los factores esenciales que están determinando el escenario económico internacional. Si la situación de este otoño de 2024 resulta harto convulsa, no puede descartarse que, sea con la primera Presidenta de la historia de Estados Unidos o con el retorno del más imprevisible de los 46 Presidentes anteriores, en el próximo *Informe* añoremos el nivel actual de agitación.

Valencia, a 13 de octubre de 2024

II.- FOCO DE ATENCIÓN: ¿Harris o Trump?

El autor de estas líneas hace notar, por si cupiera alguna duda, que no tiene ciudadanía estadounidense y que no le consta que tenga lectores en los Estados de Arizona, Carolina del Norte, Georgia, Michigan, Nevada, Pennsylvania o Wisconsin, que, por esas peculiaridades propias del sistema de selección presidencial estadounidense, son los que van a decidir las próximas elecciones. No hay votos en liza en lo que sigue, por tanto. Subrayado lo anterior, es imposible sustraer a nuestro *Foco de Atención*, a menos de un mes de la fecha electoral, el análisis de cuál de los dos candidatos podría constituir una mejor alternativa para la economía global.

Porque ésta es una de las dos condiciones de partida de las reflexiones que siguen: vamos a centrar nuestra atención en la vertiente económica. La segunda es que, para evitar cerrar ya el debate en favor de Kamala Harris, la actual Vicepresidenta y candidata Demócrata, vamos a obviar el lenguaje soez, la propagación de falsedades y el respaldo a teorías de la conspiración particularmente estúpidas. Sería difícil para cualquier persona razonable apoyar al anterior Presidente y candidato Republicano, Donald Trump, si toma en consideración todo eso. Por supuesto, para muchas de esas personas razonables no tener en cuenta lo inaceptable de esas vertientes del comportamiento de Trump es imposible, y esto es comprensible. Pero vamos a hacer el esfuerzo de ir al fondo de las cuestiones de relevancia para la economía global, porque entonces el resultado del análisis está mucho menos claro.

Introduzcamos, antes de centrarnos en la economía, un breve apunte sobre la política internacional (no económica), crucial en términos de generar estabilidad y reducir la incertidumbre, obviamente muy perniciosa para el buen funcionamiento de la economía global. De nuevo, el lenguaje de Trump, además de su confesada querencia por los "hombres fuertes" (más comúnmente conocidos como dictadores y/o autócratas¹) es de por sí un obstáculo para el buen funcionamiento de las relaciones internacionales, si se compara con el empleado por Harris o, para el caso, por Barak Obama o Joe Biden. Pero, y aunque no disponemos de espacio suficiente aquí para glosar con detalle las políticas exteriores de las últimas Administraciones estadounidenses, sí puede concluirse algunas cosas. Primero, los conflictos bélicos se han prodigado más bajo los últimos Presidentes Demócratas que bajo Donald Trump; segundo, el deterioro de las democracias en el ámbito global no ha sido menor, y autocracias y gobiernos "iliberales" han ganado posiciones tanto con Obama como con Biden; tercero, los intereses europeos en particular han sido mucho más dañados en la práctica por los Demócratas que por Trump (nótese particularmente el caos desatado bajo aquéllos en el Norte de África y Oriente Medio, además del deterioro de las relaciones con Rusia); cuarto, ni los derechos humanos ni el derecho internacional han avanzado, pese a la diferencia de discursos, más con unos que con otro; por último, y no siendo exhaustivo, las instituciones multilaterales no han funcionado mejor con los dos últimos Presidentes Demócratas, incluyendo las económicas (véase la Organización Mundial de Comercio). Tal vez la propia imprevisibilidad de Trump suponga un elemento de contención al comportamiento de otros dirigentes globales, en una especie de versión menor de la famosa estrategia

¹ Aunque si la relación de Trump con Xi JinPing o Kim Jong-un le parece al lector un tanto esquizofrénica, compárenla con la de Joe Biden con Mohammed Bin-Salmán, e igual encuentra ciertas similitudes.

MAD (por las siglas en inglés de Destrucción Mutua Asegurada) que garantizó un equilibrio inestable, pero equilibrio al fin y al cabo, durante la Guerra Fría. Si el pasado reciente no respalda a Harris sobre Trump en política internacional, la propia falta de experiencia de la candidata Demócrata en la materia tampoco aporta mucho a su lado de la balanza.

Pasemos ahora a la política económica exterior. Y aquí, de nuevo lenguaje aparte, tenemos exactamente la misma política de Demócratas y de Republicanos: "America first", principio esencial sostenido con mecanismos muy similares, con el proteccionismo por bandera. Veamos. Primero, Donald Trump inició una escalada de medidas arancelarias, sobre competidores y socios por igual, con China como principal objetivo. ¿Y Biden? Ha acentuado los aranceles e incrementado las medidas no arancelarias (en esta vertiente ha sido mucho más proteccionista que Trump), en especial también sobre China. Sí, ha suspendido parte de las medidas arancelarias contra los "países amigos"… a la vez que sugería a las empresas europeas que dejasen el viejo continente y se instalasen en Estados Unidos aprovechando los subsidios de su Administración. Por no detenernos en el veto a la adquisición de US Steel por Nippon Steel, por motivos de "seguridad nacional" (¿esperará que se produzca un nuevo Pearl Harbour?), en una de las decisiones de política económica exterior menos justificadas vistas en mucho tiempo en un país desarrollado, y apoyada, claro está, por Harris (y por Trump). Segundo, tanto Republicanos como Demócratas aceptan que hay un conflicto por la supremacía internacional con China, que requiere limitar la capacidad de competir del coloso asiático coartando su acceso a tecnologías occidentales, por lo que han adoptado medidas, de nuevo proteccionistas, al respecto, incluyendo todo tipo de presiones sobre gobiernos y empresas de países aliados para que se sumen a esa política, mucho más intensas con los Demócratas, por cierto. Tercero, Donald Trump repudió los acuerdos de libre comercio como un atentado contra los trabajadores estadounidenses, aunque firmó una versión revisada del NAFTA, ahora USMCA (ya saben, America, o sea, US, first), presuntamente más favorable a los intereses estadounidenses que la versión original. Biden simplemente ha huido de cualquier acuerdo de liberalización comercial. Y no se puede decir que Harris se muestre favorable a ellos.

Pero nada más proteccionista que el ejercicio sin precedentes de política industrial y tecnológica que constituyen la CHIP and Science Act y la Inflation Reduction Act, mediante las cuales la Administración Biden ha dispuesto billones de dólares de subsidios y rebajas impositivas para recuperar el sector manufacturero estadounidense (ventajas comparativas aparte), con empresas propias o captadas del resto del mundo, y liderar en los sectores más estratégicos para el futuro (de las energías renovables, nuclear incluida, a los microchips, de los vehículos eléctricos a la Inteligencia Artificial, de los metales raros a la computación cuántica). Ni que decir tiene que se puede considerar el objetivo último de liderar esa carrera de la nueva Revolución Industrial/Tecnológica como legítimo, acertado y hasta necesario (en la siguiente sección reflexionaremos sobre el Informe Draghi, por cierto), pero los instrumentos utilizados son abiertamente

proteccionistas. En cuanto a la inmigración, si alguna vez los Demócratas parecieron más flexibles que los Republicanos, ya han dejado de serlo².

Suficientes argumentos en esta vertiente. Es verdad que esta política económica exterior está sustentada por dos objetivos que comparten ambos partidos y uno que no. Los conjuntos son mantener la primacía global de Estados Unidos (en lo económico y más allá), y convencer a los trabajadores manufactureros (o sea, votantes) de que están defendidos por su Gobierno del cruel resto del mundo que pretende despojarles de sus bien ganados empleos³. El pintoresco objetivo adicional de los Republicanos es equilibrar el saldo exterior del país. Como esto es imposible mientras Estados Unidos gasta más de lo que produce, o ahorra menos de lo que invierte, y estos desequilibrios no van a cambiar con las políticas de Trump, este tercer objetivo solo demuestra que el candidato Republicano y sus asesores han estudiado poco los principios básicos de Economía, pero no avalaría, tampoco en esta dimensión, votar a Harris antes que a Trump.

Bueno, antes de que el lector se asuste al encontrarse con una sugerencia de que Donald Trump es la menos mala de las opciones, nos queda la política económica interior. Y aquí las diferencias sí son importantes, y las consecuencias de una u otra elección, sobre todo si es en favor de Trump, abrumadoras. Por no hacer interminable la reflexión, la centraré en cuatro aspectos.

Primero, la política fiscal. Hemos ya realizado anteriores análisis detenidos (véase en particular la sección *Claves del Trimestre* en el *Informe Trimestral de Julio de 2023*) de los motivos del creciente desequilibrio fiscal estadounidense, y de las diferencias entre Republicanos y Demócratas en la generación del mismo. Pero, mirando hacia el futuro, como ya ha hecho constar la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO), y apuntado el Fondo Monetario Internacional, las propuestas fiscales tanto de Harris como de Trump son abiertamente irresponsables, en la medida en que mantendrán el déficit de forma indefinida y seguirán alimentando la deuda pública. Cualquier duda significativa sobre la sostenibilidad de la misma, con los títulos del Tesoro estadounidense como activo de referencia de los mercados financieros internacionales, tendría consecuencias dramáticas. En este ámbito, el aumento del gasto de los Demócratas generaría menos desequilibrios que las reducciones de impuestos de los Republicanos, siempre según la CBO. Además, deben anticiparse efectos más positivos de la visión de Harris en términos de impulso al crecimiento (grandes programas de inversión pública) y estabilidad social (extensión del Estado de Bienestar) que del estímulo a la actividad que pudiera inducir las rebajas a la imposición sobre las empresas y las rentas altas que constituyen el núcleo de la propuesta fiscal de Trump.

Segundo, la estrategia energética. "Drill, baby, drill" resulta pegadizo y sencillo. Muy de Trump. Hidrocarburos cómo y dónde sea. Pero es una pobre visión estratégica. Desde luego, desde la perspectiva de la conservación medioambiental y del cambio climático.

² La propuesta de Trump de expulsar inmigrantes por millones es tan meramente populista e irrealizable (entre otras razones, porque colapsaría la economía de Estados Unidos) que no vale la pena ni considerarla en un análisis serio.

³ Hay ocho trabajadores en el sector servicios por cada uno en el industrial en Estados Unidos, pero aquellos merecen, por lo visto, menos atención, aunque el proteccionismo en represalia por parte del resto del mundo puede perjudicarles seriamente.

Pero también por la marginación de alternativas de producción energética en la que Estados Unidos ha invertido ya billones de dólares y que se encuentran, en algunos casos, al frente de esa vanguardia tecnológica que el país quiere seguir ostentando. La Administración Biden ha sido (por convicción y por interés electoral) muy cuidadosa, y la de Harris lo seguiría siendo, en diversificar las cestas en las que ha puesto los huevos. Sí, ha apostado por solar y eólica, pero también por la recuperación del peso de la energía nuclear y, a la par, no ha abandonado a los productores de hidrocarburos, que han disfrutado, pese a sus protestas, por ejemplo por la prohibición reciente de exportar más gas natural, de una época de bonanza bajo el gobierno Biden. La demanda de energía, con la requerida por la Inteligencia Artificial o los vehículos eléctricos al frente, va a seguir siendo creciente, y una visión que se alimente de todas las fuentes disponibles será siempre superior a una obsesivamente centrada solo en parte de ellas, al menos para una economía de la dimensión de la de Estados Unidos.

Tercer aspecto por considerar, el de la regulación. Complejo y multidimensional. Y, al menos a priori, muy diferente según los sectores. No parece serlo tanto para Donald Trump, y más si realmente va a situar a Elon Musk en posición de determinar lo que debe o no hacer el Gobierno. Su programa es suma de una desregulación generalizada y de recortes drásticos en los presupuestos de las numerosas agencias gubernamentales encargadas de la supervisión y regulación de los diferentes ámbitos de la economía (cuando no desaparición de buena parte de las mismas).

Desde luego, y sobre todo en los sectores en la vanguardia de la tecnología y el conocimiento, desde la Inteligencia Artificial a la biomedicina, los principios de seguridad y privacidad para los ciudadanos, junto al de preservar la competencia, están mejor garantizados por una regulación más estricta. No obstante, ello implica los potenciales costes de cercenar la innovación y de dejar el liderazgo en la determinación de los estándares internacionales en esos sectores de vanguardia a otros países si los parámetros reguladores son demasiado restrictivos. Europa siempre ha inclinado la balanza en la dirección de más garantías (y se discute crecientemente si no lo ha hecho de manera excesiva), y Estados Unidos en la de mayor libertad, tanto en el desarrollo de las actividades como en su financiación y en la creación y la quiebra empresarial. Es un equilibrio complejo, y, por ejemplo, la reciente ley de California sobre Inteligencia Artificial (vetada por el propio gobernador Demócrata del Estado) parecía demasiado restrictiva.

En otras áreas, como la protección del medio ambiente o el sector financiero, la desregulación generalizada que, aparentemente, llegaría con una nueva Administración Trump podría conllevar consecuencias perversas, y con manifiestas ramificaciones globales. Ni la lucha contra el cambio climático ni el progresivo fortalecimiento de la regulación y la supervisión financieras, este último todavía en proceso tras la Gran Recesión y que ya ha revelado agujeros (SVB, Credit Suisse) se pueden permitir que Estados Unidos se descuelgue.

Finalmente, pero no menos importante, la Reserva Federal y el dólar. Bajo un potencial Gobierno de Kamala Harris no debieran esperarse demasiadas modificaciones al "business as usual" en esta dimensión. Independencia de la Fed, con un sesgo entre sus dos objetivos primarios en favor del pleno empleo sobre la estabilidad de precios, que

queda manifiestamente recogido en la nueva estrategia aprobada en 2020⁴, sesgo que posiblemente sea bien visto por esa Administración Harris. Mientras, el dólar seguirá siendo la divisa de referencia, pese a los desequilibrios de la economía estadounidense y la incomodidad (o peor) de cada vez más países con la utilización del mismo para sustentar los esquemas de sanciones económicas cada vez más frecuentes que impone Estados Unidos (y Occidente en general) a Estados que atentan contra el actual orden internacional. El rol especial del dólar y el privilegio ("exorbitante", en términos gaullistas) se mantiene más por ausencia de alternativas que por méritos propios, por tanto, pero no se verían alterados con un Gobierno Harris.

Pero he aquí que Donald Trump desea exportar mucho e importar poco, lo que requiere un dólar débil, además del aluvión de medidas proteccionistas ya consabidas. Además, desea tipos de interés bajos, para impulsar la inversión. Parece estar convencido, igualmente, de que Jay Powell, el Gobernador de la Fed (nominado por el propio Trump), hace todo lo posible para que pierda las elecciones. Por si fuera poco, su equipo de transición ya ha anunciado que todos los nombrados por Trump deberán mostrar fidelidad intachable "a los programas y al hombre". Añadan a lo anterior un déficit presupuestario desatado y esa curiosa y recién nacida pasión que, después de afirmar todo lo contrario, le induce a considerar las criptomonedas privadas como un activo esencial para el futuro en el que Estados Unidos debe liderar el mundo⁵. Traduzcan: interferencia continuada en la Reserva Federal⁶, inflación en escalada libre (encarecimiento de los precios por el proteccionismo, tipos más bajos de lo conveniente y expansión cuantitativa para financiar el déficit), desplome del valor del dólar y dudas sobre la sostenibilidad de la deuda estadounidense. Las repercusiones sobre los mercados financieros internacionales y la estabilidad del sistema monetario internacional (SMI) en particular serían devastadoras. Y, aunque el autor de estas líneas no siente un fervor excesivo por el desequilibrado e injusto actual SMI, no hay alternativa a corto plazo que no sea el caos.

Seguro que algún lector tiene en mente la posibilidad de que lo que Trump y su equipo anticipan en alguna de las dimensiones señaladas, en especial la última, sea mero teatro y no se materializaría. Demasiado riesgo. Por ello, y siempre en función de lo que puede esperarse de la política económica interna (y sus repercusiones globales), la respuesta al título de la sección debe ser Harris. Pero, siempre refiriéndonos al ámbito económico, por menos margen de lo que uno esperaría.

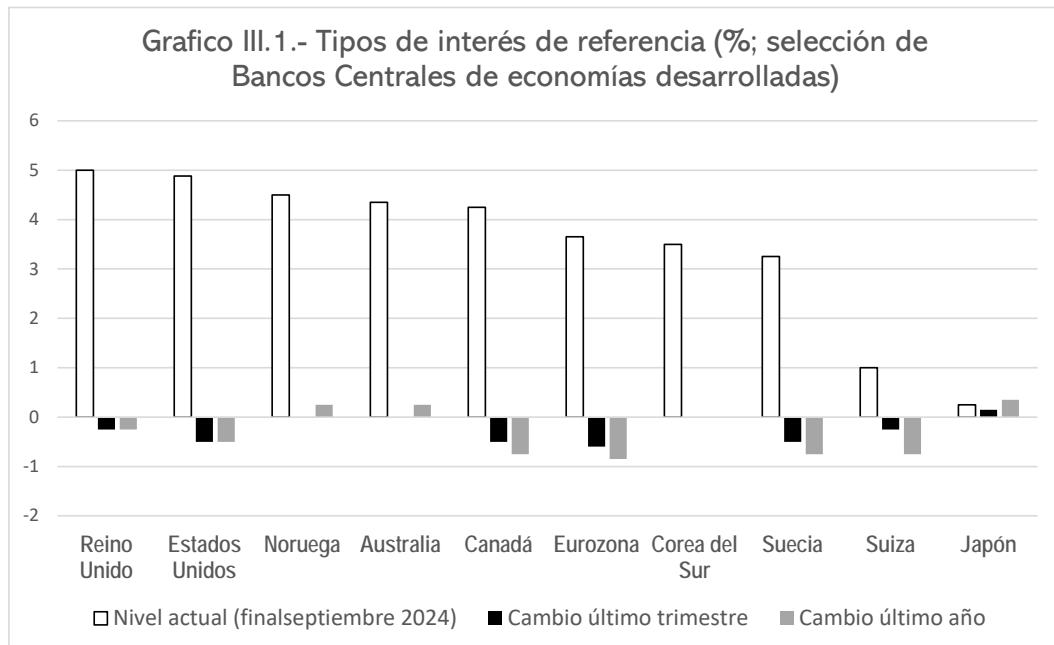
⁴ También es mala suerte que justo antes del peor brote inflacionista en el último medio siglo, lastimosamente mal interpretado por los Bancos Centrales de los países desarrollados, incluyendo la Reserva Federal.

⁵ Esto es el equivalente monetario a creer que los inmigrantes haitianos secuestran y se comen las mascotas de sus conciudadanos en Springfield (Ohio).

⁶ Su nueva elección para Presidente de la Fed podría ser memorable. Atentos a ello si se diese la oportunidad.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

La gran novedad, dentro del ciclo de reducciones de los tipos de interés en Occidente ya iniciado en el semestre precedente, ha sido, sin duda, que la Reserva Federal se ha unido al movimiento con una contundente rebaja de 50 puntos básicos (p.b.) en su reunión de septiembre. Aunque es más que discutible que la situación económica justifique un recorte de tal magnitud, la Fed optó por este "jumbo cut", con un voto en contra (Michelle Bowman) de uno de los miembros de la Junta de Gobernadores⁷ por primera vez en 18 años. Bowman consideró que esos 25 p.b. hubieran sido suficientes, y los recientes datos del mercado laboral parecen apuntar a que tenía razón (como la inmensa mayoría de los economistas académicos, que consideraban – considerábamos – ese menor recorte como lo adecuado). Pudo tratarse de un ejercicio de afirmación frente a las presiones políticas. O quizás de un movimiento para satisfacer a los mercados financieros. O, aún más probable, una demostración más de que la Fed lleva década y media más preocupada por el empleo que por la inflación, pese al monumental error cometido respecto a los fundamentos de ésta en 2021, que la ha mantenido tres largos años claramente por encima del objetivo. En todo caso, ahora el ritmo de descensos debe ralentizarse, a riesgo de tener que revertir el ciclo si la inflación repunta.

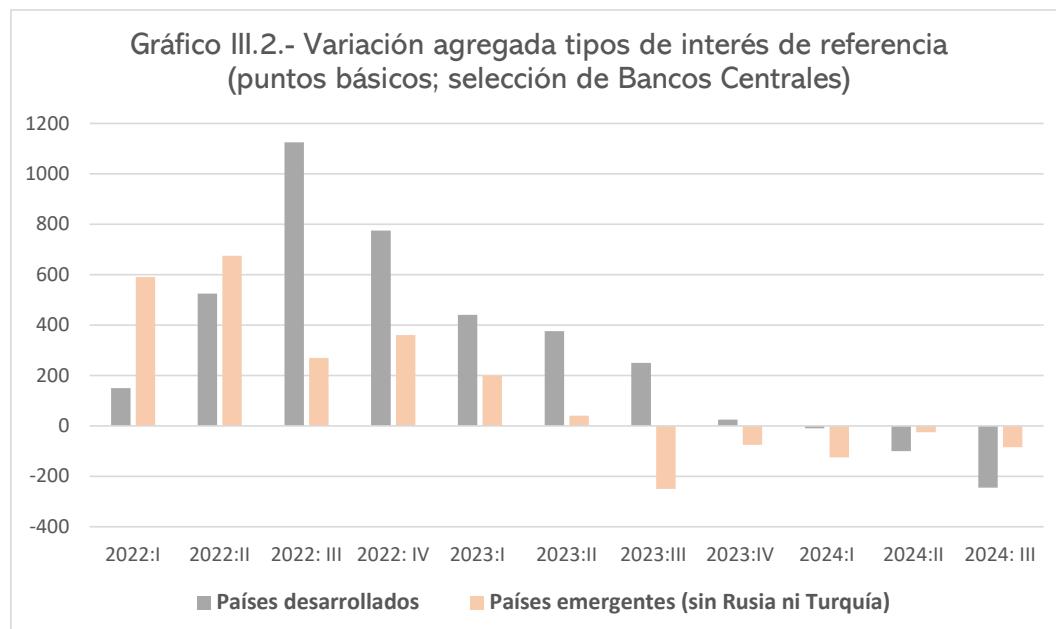
Mientras tanto, el BCE ha continuado, como otros BCs de las economías desarrolladas (ver el gráfico III.1) con sus paulatinos recortes de un cuarto de punto, aunque su decisión de constreñir, desde 50 a 15 p.b., la distancia entre el tipo de referencia de las operaciones principales de financiación (históricamente, la clave del tono monetario del

⁷ Los seis integrantes de la Junta de Gobernadores tienen siempre derecho a voto en el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Fed, junto a seis de los Presidentes de los Bancos Regionales, éstos de forma rotativa.

BCE) y la facilidad de depósito (convertida en referencia básica en los últimos años), formalmente ha supuesto una reducción en el pasado mes de ese tipo principal de 60 p.b.⁸. Por su parte, el Banco de Inglaterra ha mantenido su tipo principal en el 5%, ahora el más elevado de las grandes economías desarrolladas. Después del muy discutido recorte en el inicio del verano, con las tensiones de precios por encima de las de Europa continental o Norteamérica, esa estabilidad era previsible, aunque nuevos recortes se producirán antes de fin de año, siempre que el primer presupuesto del nuevo gobierno laborista, que será desvelado a final de octubre no genere turbulencias (parece muy probable que no las depare, en efecto).

En el otro lado del “momento monetario” se encuentra el Banco Central de Japón, cuya ínfima subida de tipos de junio fue acompañada de un llamativo mensaje de continuidad en el endurecimiento monetario. Como ya apuntábamos hace tres meses, no nos parecía probable que esas palabras se tradujeran en nuevos ascensos mientras se producían recortes en todo Occidente, y así ha sido. Las inoportunas y contradictorias declaraciones del nuevo primer ministro nipón, Shigeru Ishiba, sobre lo que debe o no hacer la política monetaria tampoco parecen colaborar a que el BoJ siga subiendo los tipos de interés.

En conjunto, como revela el gráfico III.2, el ciclo monetario ha cambiado de manera inequívoca en el bloque de las economías desarrolladas y puede esperarse una aceleración de las bajadas de tipos (donde existe margen, por ejemplo ya casi nulo en Suiza, y, desde luego, en Japón) hasta situarlos en niveles neutrales (aunque el debate sobre dónde se encuentran estos es poco menos que un argumento bizantino).

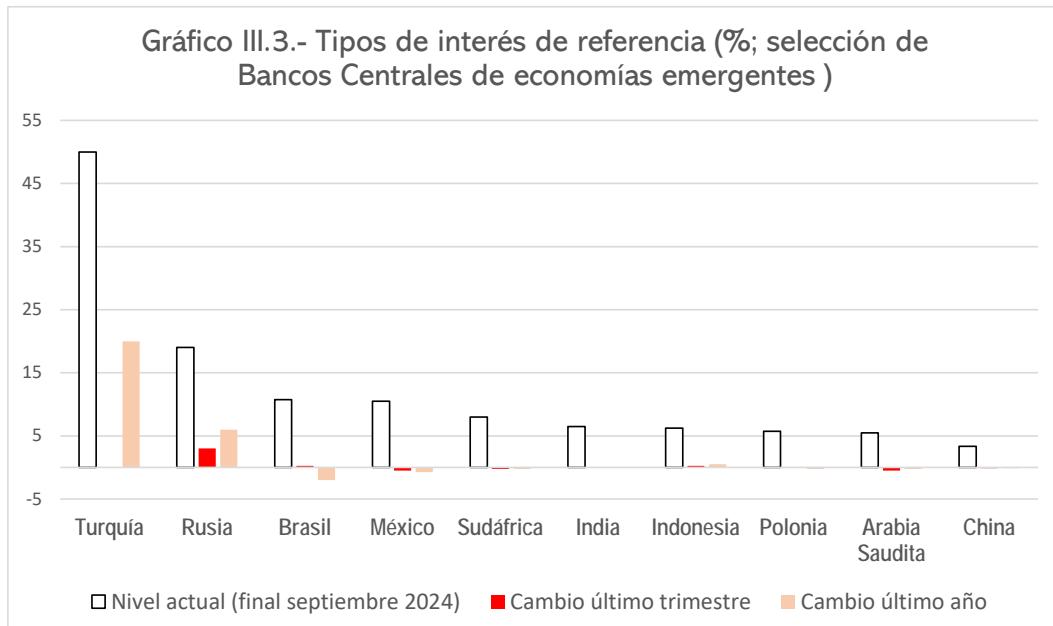


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Respecto a los países emergentes, siguen acumulando descensos muy tímidos, que son el resultado, sin embargo, de tendencias distintas, como muestra el gráfico III.3. Así, encontramos recortes en los pasados meses en México, Sudáfrica o Arabia Saudita,

⁸ El lector puede recordar la diferencia existente entre los tres tipos de interés principales del BCE en <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html#/search/deposit%20main%20rate/1>

mientras se elevaron los tipos en Indonesia o Brasil⁹. En este último caso, este ascenso, hasta el 10.75%, con la inflación por debajo del 5%, parece más una afirmación de su independencia ante las críticas continuas procedentes del Gobierno de Lula (previsiblemente, demanda tipos de interés inferiores), que una necesidad derivada del comportamiento de los precios.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Dos notas de especial interés para concluir con estas reflexiones sobre la política monetaria de los grandes países emergentes en el tercer trimestre de 2024. Primero, las actuaciones del Banco Central de China se van multiplicando ante la creciente posibilidad de incumplir los objetivos oficiales de crecimiento para este año. Aunque el tipo de referencia apenas se ha reducido 10 puntos básicos, otros tipos importantes, controlados por el BC (al contrario que en otros países, donde están fijados por el mercado), se han reducido en mayor medida, al objeto de facilitar la recuperación del crédito. Movimientos para apoyar a los Gobiernos locales (buscando impulsar el sector inmobiliario) e incluso para intensificar la recompra de acciones por parte de las empresas (inyectando así dinero a los ciudadanos que vendan), forman parte del inusual (para otros BCs) arsenal de la autoridad monetaria china, puesto en acción recientemente.

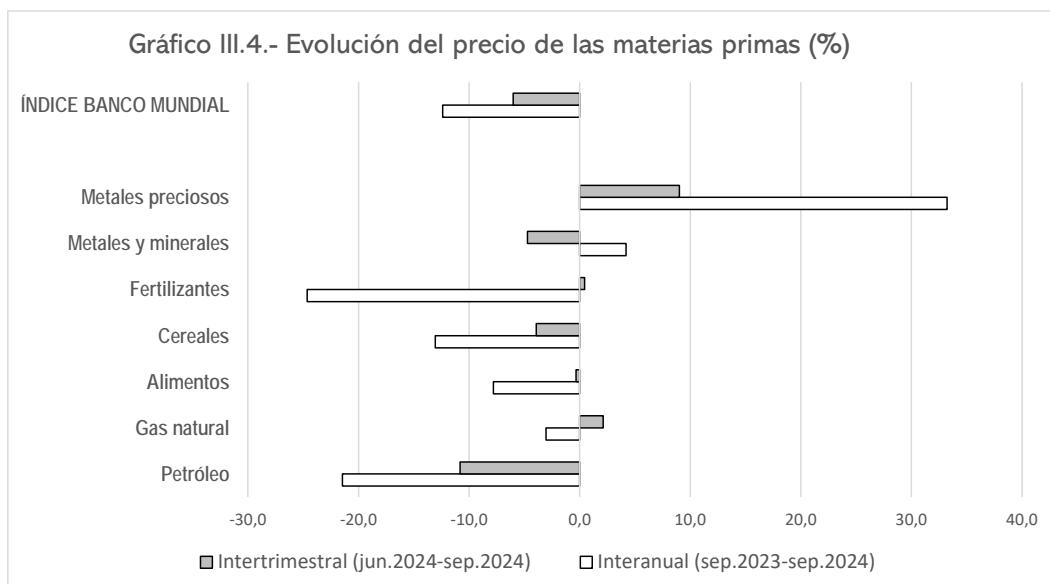
Finalmente, un hito de la normalización en la concepción de la política monetaria en Turquía, tras el abandono, glosado en varios de nuestros *Informes*, de la disparatada perspectiva de la misma mantenida hasta hace poco por el Presidente Erdogan. En septiembre, con la inflación (todavía) en el 49%, el tipo de interés de referencia del BC turco (50%) se encuentra por encima de la misma, algo que no acontecía desde julio de 2021, a pesar de que el crecimiento de los precios llegó a rondar los tres dígitos. Veremos si la continuidad de una política más racional consigue reducir la inflación turca a la

⁹ Y nada menos que 300 puntos básicos en Rusia, donde el escenario bélico ha venido marcando ya durante dos años y medio las decisiones de su Banco Central, al que hay que reconocerle un notable trabajo en la estabilización (dentro de lo posible en esas circunstancias) de economía, precios y moneda.

propia de países de semejante dimensión y grado de desarrollo antes de que Erdogan vuelve a intervenir para impulsar sus intereses electorales.

B.- Precios de las materias primas

En el período en el que se centra este *Informe*, tercer trimestre de 2024, los mercados de materias primas han mostrado, salvo excepciones muy concretas, un comportamiento bajista, que ha contribuido a la moderación adicional de las tasas de inflación (véase el gráfico III.4). Con una demanda escasamente dinámica, tanto en el conjunto de Occidente como en China, y la oferta siendo capaz de encontrar vías de escape de las dificultades generadas en los suministros por acontecimientos geopolíticos y naturales, los precios de energía, alimentos y minerales han tendido a la baja, hasta acumular caídas importantes en términos interanuales. Solo el aumento de la incertidumbre y las compras crecientes de oro (privadas y oficiales) en varios grandes países emergentes han mantenido a los metales preciosos como excepción de esos recortes generalizados de precios.



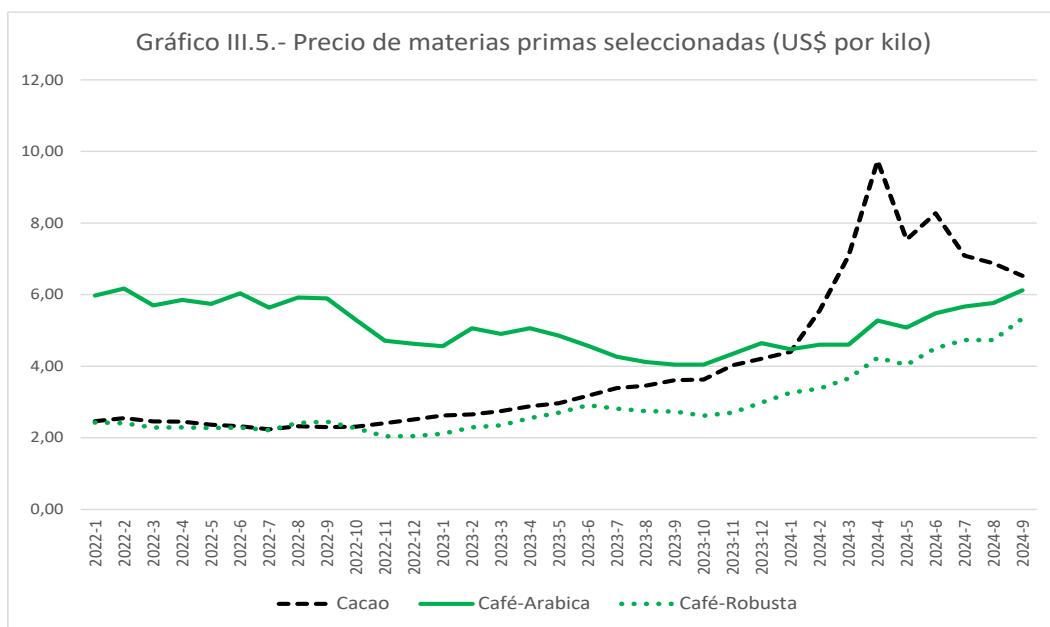
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Pero, claro está, la situación en Oriente Medio, justo a principios de octubre, se está deteriorando de manera acelerada y la respuesta en el mercado del crudo (que tiende a trasladarse pronto a otras materias primas, cuya extracción y movimiento internacional son intensivos en energía) ya se ha producido. Ciertamente, de momento, de manera muy limitada, con un aumento medio de los costes de los principales crudos internacionales de alrededor del 10% en la primera semana de octubre, y una cierta corrección a la baja en jornadas posteriores. Varios factores inciden en esa moderación. Primero, la existencia de una capacidad excedentaria de al menos 5 millones de barriles por día, fruto de la contención productiva de la OPEP+ en los últimos años para sostener el precio del crudo. Segundo, la percepción de que Arabia Saudita, con el mayor margen de respuesta en su producción, ha abandonado el objetivo (no oficial) de mantener el barril en el entorno de los 100\$, nivel que el FMI estima preciso para equilibrar su presupuesto. Tercero, la reanudación de la plena producción en Libia, interrumpida en

buenas medidas por las serias desavenencias de las dos Administraciones que, en la práctica, gobiernan por separado las dos mitades, occidental y oriental, del país.

Mientras pocas consecuencias adversas pueden esperarse de un petróleo a 80 dólares, si la ofensiva israelí afecta directamente a las capacidades de producción y exportación iraníes, y, más aún, si la réplica iraní bloquea el Estrecho de Ormuz, el crudo volaría por encima de los 100 dólares por barril. Este nivel ya tendría repercusiones significativas sobre la economía mundial. Nótese, además que sería un episodio estanflacionista, es decir, penalizaría la actividad y alimentaría la inflación, dificultando de manera apreciable el ya comentado proceso de reducción de tipos de interés hasta sus niveles neutrales por parte de las autoridades monetarias.

Solo los muy cafeteros (y presupuestariamente ajustados) pueden encontrar igual de problemático que esa potencial escalada del precio del petróleo el comportamiento alcista de otra materia prima que ha concitado apreciable atención en los pasados meses: el café. Como muestra el gráfico III.5, las dos principales variedades de esta bebida han experimentado un ascenso de precios espectacular (100% para el robusta, 50% para el arábica) en un año escaso, en este caso por razones más vinculadas a las condiciones naturales y una inversión insuficiente en la producción que a factores geopolíticos.



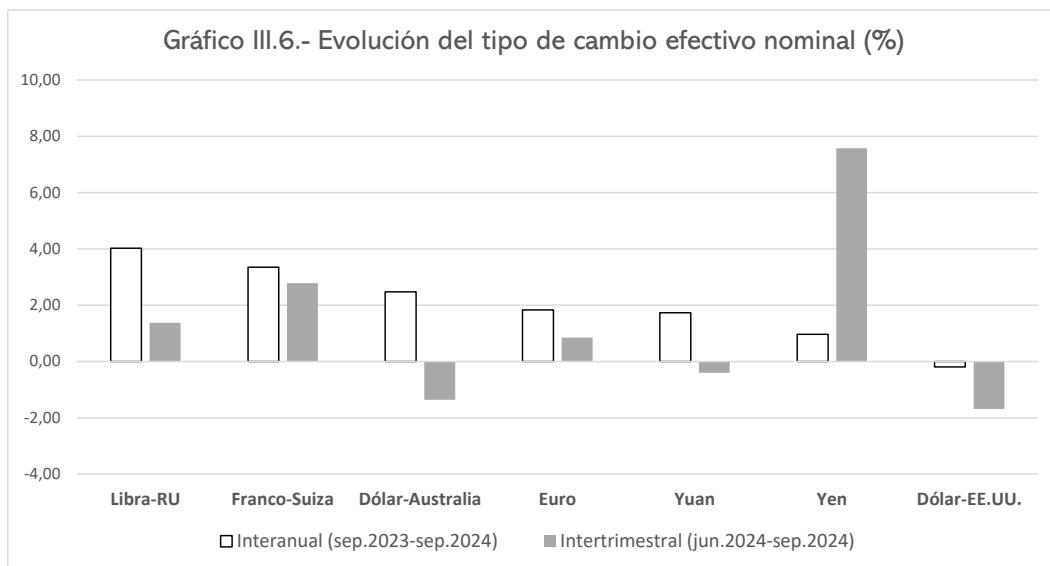
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

También es cierto que, como suele ocurrir con las materias primas agrícolas (volvemos sobre ello en nuestras *Claves del Trimestre*), se suele prestar mucha más atención a los aumentos que a los descensos de sus precios. Por ejemplo (ver igualmente el gráfico superior), el lector habitual de estos *Informes* recordará que analizábamos hace un par de ediciones las razones del despegue del precio del cacao. Pero, la verdad, se ha incidido menos en que, desde los máximos alcanzados, ese precio se ha reducido ya en

un tercio, factor que veremos si se traslada al consumidor final en la medida en la que lo hace ahora la subida previa¹⁰.

C.- Principales divisas

Como es habitual, cerramos nuestro repaso por el comportamiento reciente de los precios internacionales de referencia con la evolución de la cotización de las principales monedas, mostrada en el gráfico III.6.



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.

Los movimientos recientes, y las expectativas sobre los próximos, de los tipos de interés siguen marcando la evolución de esas divisas... a la espera de que la geopolítica pueda modificar esa tendencia. El agravamiento de la situación en Oriente Medio alteraría, como ya se ha apuntado, el ciclo monetario global y, como es habitual, reforzaría, en época de máxima tensión, tanto al US\$ como al franco suizo (que, de hecho, se está mostrando ya más robusto de lo que justificaría un tipo de interés de referencia especialmente bajo). Pero, de momento, el dólar ha estado debilitándose por el "jumbo cut" de la Fed (y las expectativas, recientemente enfriadas, de 75 p.b. de reducciones adicionales este mismo año).

Por su parte, el yuan y el dólar australiano, que respondían al alza a un cierto optimismo sobre la recuperación económica en China, lo perdían en el pasado trimestre cuando ésta seguía sin repuntar. La mayor contundencia de las últimas medidas de estímulo del Gobierno chino, que fue recibida con euforia en los mercados bursátiles, puede volver a

¹⁰ Recordemos que siempre los precios al consumo de estas materias primas reaccionan con meses de retraso, porque lo que se está vendiendo en un momento dado son los stocks adquiridos en períodos anteriores a precios quizás muy distintos.

revertir esa tendencia a la baja de la divisa nacional y de la de su principal proveedor de materias primas.

La libra, mientras tanto, se mantiene fuerte, ante el retraso (justificado por los fundamentos) en la rebaja de tipos del Banco de Inglaterra respecto a los restantes bancos centrales de los países más avanzados.

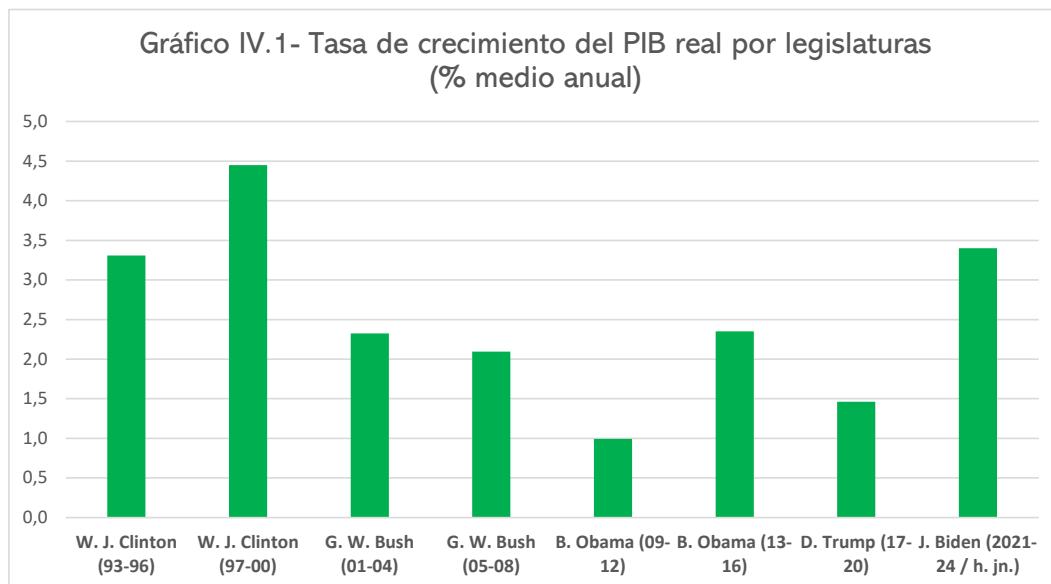
En todo caso, en los mercados de divisas la noticia de los pasados tres meses es el llamativo (véase también el gráfico III.6) del yen, hasta en un 9% respecto al conjunto de monedas de sus socios comerciales. No es usual un movimiento de esta magnitud, y menos cuando (como explicábamos en nuestro anterior *Informe Trimestral*), el yen había tenido que ser defendido por las autoridades japonesas de un desplome mayúsculo que se prolongó desde principios de 2022 hasta mediados de 2024. Explicábamos entonces cómo el volumen de "carry trade" (endeudarse en yenes para invertir en activos nominados en monedas que proporcionan al inversor una rentabilidad superior), estimado en más de medio billón de dólares desde 2021, estaba detrás de esa depreciación. Pues bien, bastó una mínima subida de 20 p.b. en el tipo de interés por parte del Banco Central de Japón, y un mensaje más contundente de lo previsto sobre movimientos futuros, para que se iniciase la reversión de ese "carry trade" estelar de los inversores internacionales. Con los tipos al alza en Japón y a la baja en Estados Unidos, esas posiciones en yenes anticipan potenciales pérdidas sustanciales y todo el mundo corrió a cerrar el "carry trade", para lo que se debieron adquirir yenes. Si, como ya hemos referido, la Fed se mueve con inusual intensidad y el nuevo primer ministro Ishiba parece respaldar nuevas subidas de tipos en Japón, el yen escala adicionalmente.

Sin embargo, no existiendo razones macroeconómicas que justifiquen un yen más fuerte, con la perspectiva de que la Reserva Federal no volverá a moverse en saltos de 50 p.b. en breve, y con Ishiba rectificando y apuntando (quizás porque con elecciones a la vista es un mensaje mejor recibido por el electorado) que Japón no está para tipos de interés más altos, el yen ha venido debilitándose de manera abrupta los últimos días. Seguro que la columna de movimiento intertrimestral en la cotización del yen de nuestro próximo *Informe* va a apuntar en dirección contraria al espectacular aumento que muestra el gráfico III.6.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Reflexionábamos sobre la disyuntiva Harris-Trump en el ámbito económico en nuestro *Foco de Atención*, y ya realizamos el pasado mes de julio una comparación sobre cómo ha funcionado la economía estadounidense durante el mandato de Joe Biden en comparación con el resto de principales economías occidentales. Dedicamos ahora un espacio a valorar esos mismos años de la actual Administración Demócrata con los períodos de los recientes Gobiernos estadounidenses.

Para ello, nos vamos a remontar tres décadas, hasta la primera de las dos Administraciones Clinton, revisando el comportamiento de una serie de variables macroeconómicas relevantes desde entonces. Cuatro matices que recordar en la lectura de los gráficos que sustentan estas líneas: primero, lo que ocurre en los cuatro años bajo cada Presidente no es ajeno a la herencia recibida de los períodos anteriores. Aún más importante, el momento cíclico difiere mucho entre Presidencias, y estos treinta años son testigos de las consecuencia del fin de la Guerra Fría, el deterioro posterior de la situación geopolítica global (11-S incluido), la Gran Recesión, la peor pandemia en un siglo y el estallido inflacionista más importante en cincuenta años. Tercero, otros agentes, y muy especialmente la Reserva Federal, tienen tanto o más que ver que el Gobierno Federal en la contribución pública al mayor o menor dinamismo del sector privado que, ciertamente, en Estados Unidos es la clave de la trayectoria económica del país. Y cuarto, al contrario que en muchos otros Estados, el legislativo no siempre coincide en su color político con el ejecutivo y, en materia económica, sobre todo la Cámara de Representantes tiene bastante que decir en lo que hace o no hace la Administración correspondiente.



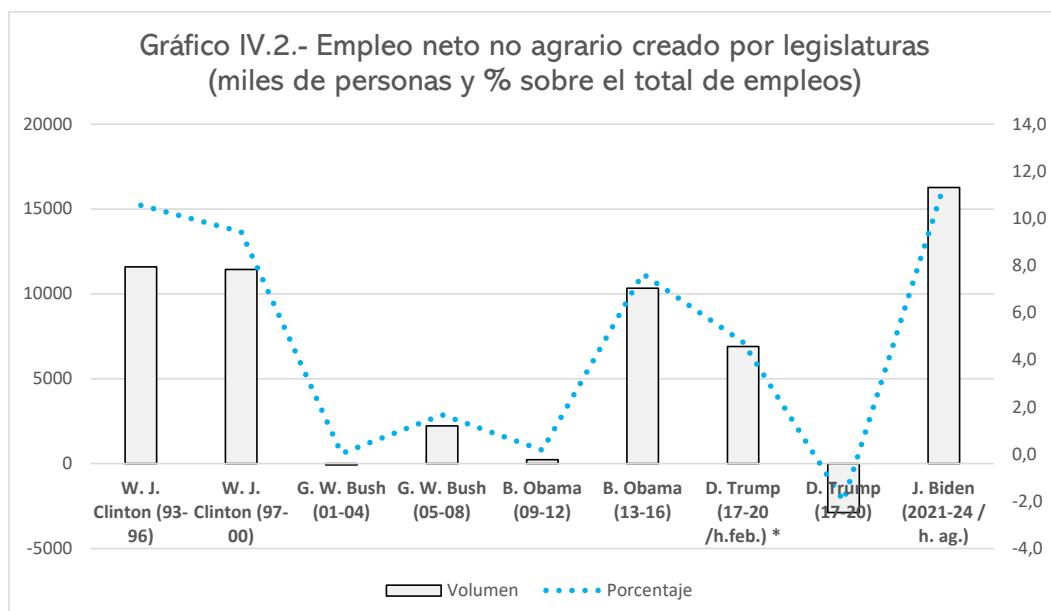
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Nota: para el año 2024 se proyecta el crecimiento del primer semestre para el conjunto al año.

Precisado lo anterior, y siendo convencionales, comenzamos con el crecimiento económico (gráfico IV.1). La comparación resulta bastante favorable para la era Biden, que se sitúa en tasas medias anuales similares a las firmadas en las dos legislaturas de

Bill Clinton, consideradas un período particularmente próspero para la economía estadounidense. No obstante, las cifras se encuentran distorsionadas por el efecto rebote postpandemia. Aunque éste ya se inicia en la segunda mitad de 2020, la incidencia de este shock exógeno penaliza el crecimiento medio durante la Administración Trump e impulsa el cuatrienio posterior, gracias a un crecimiento del 5.8% en 2021, el más elevado en las tres décadas estudiadas.

Este efecto es todavía más apreciable cuando estudiamos la evolución del empleo (gráfico IV.2), de tal forma que hemos realizado un ajuste para establecer mejor esa trayectoria haciendo (en lo posible) abstracción de los efectos de la pandemia.



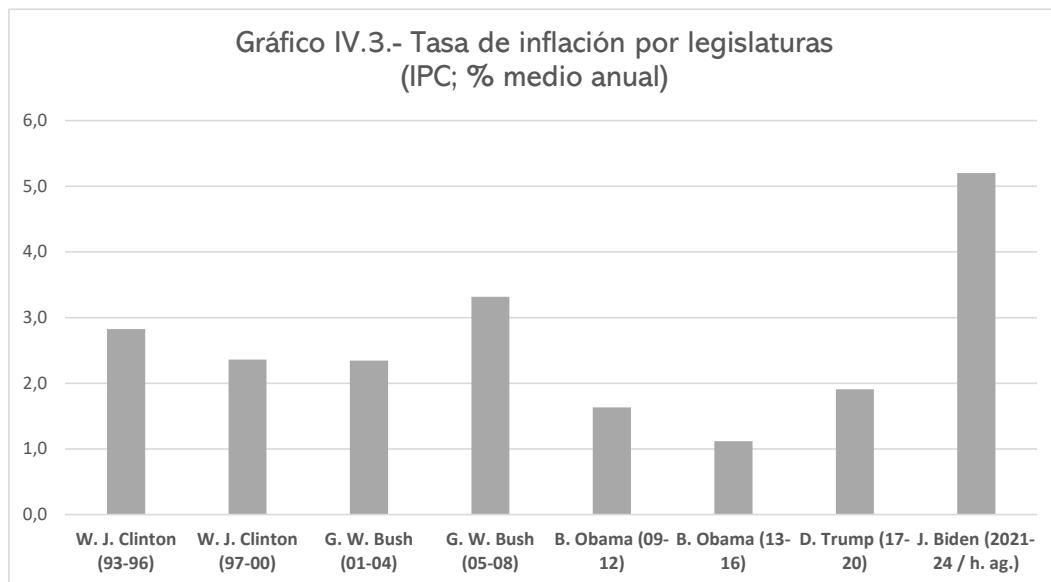
Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Nota: para el año 2024 se proyecta la evolución del empleo de los ocho primeros meses para el conjunto al año. Para el Presidencia de Donald Trump se ofrece el dato hasta febrero (cuando aún no se han empezado a percibir los efectos de la pandemia asociada a la COVID-19) y las del conjunto de la legislatura.

La generación de empleo neto de los cuatro años de Joe Biden desbordaría todas las precedentes, al superar los 16 millones de nuevos empleos (un 11.4% de los existentes en diciembre de 2020). Ni en los muy dinámicos años noventa se alcanzaron cifras similares. Pero, por supuesto, estas cifras están inequívocamente provocadas por la masiva caída del empleo en los meses de primavera y verano de 2020¹¹, que también explican la pérdida neta de empleo durante la Administración Trump, la mayor no solo en este período, sino desde la Gran Depresión. Bajo el supuesto de que la creación de puestos de trabajo en los últimos diez meses de la era Trump hubiera seguido el ritmo previo desde la llegada del Republicano al poder, la cifra total hubiera ascendido a 8.7 millones (la más alta desde las legislaturas de Clinton), y, partiendo de ese punto, el total de empleos netos generados en los últimos cuatro años se situaría en un mucho

¹¹ Recordemos que, al contrario que en el resto de la OCDE, en Estados Unidos no se implementaron esquemas generales de protección del empleo durante los meses más duros de la pandemia, y las ayudas fueron articuladas sobre todo como cheques directos a las familias, con independencia de su estatus laboral.

más modesto nivel, alrededor de los 4,6 millones. Los resultados son favorables para la Administración Biden dada la sucesión de shocks y el ciclo monetario restrictivo de los últimos años, pero no espectaculares.



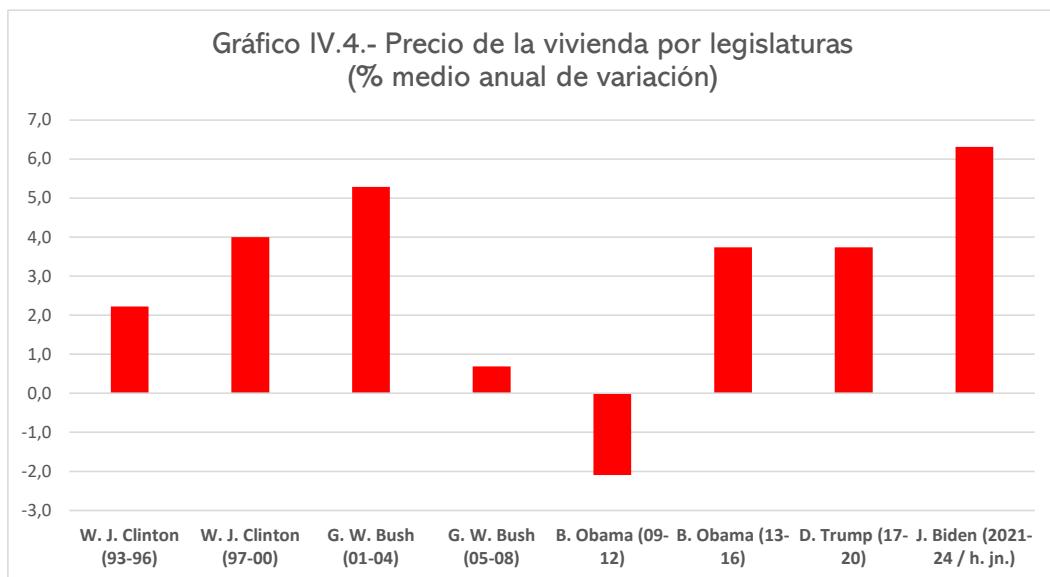
Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Nota: para el año 2024 se proyecta la evolución del empleo de los ocho primeros meses para el conjunto.

El contrapunto, claro está, con un coste electoral todavía por comprobar, pero no reducido según las encuestas, se encuentra en el comportamiento de los precios, y no solo los de bienes y servicios. Primero, el gráfico IV.3 muestra cómo, tras siete legislaturas promediando cifras próximas al simbólico 2% de crecimiento del IPC¹², Joe Biden habrá presidido sobre aumentos de precios superiores al 5% de media anual. Ni las circunstancias externas ni la lenta respuesta de la Reserva Federal a las tensiones inflacionistas son responsabilidad de la Administración, pero la desmesura de la expansión fiscal sí lo es.

Además (gráfico IV.4), el aumento del precio medio de la vivienda también ha sido el más elevado de las tres décadas aquí consideradas, superando incluso a los años de generación de la burbuja inmobiliaria de principios de siglo. Los bajísimos (negativos) tipos de interés reales, la demanda adicional de viviendas, sobre todo en ciertas zonas y cierta tipología en respuesta a la pandemia, la magnitud de las ayudas públicas a los ciudadanos, los límites a la construcción en ciertas áreas... son diversos los factores que confluyen para explicar ese crecimiento de los precios de la vivienda. También es éste un aspecto en el que la Administración Biden tiene un flanco débil por lo que puede entenderse la prioridad que Kamala Harris está confiriendo entre sus propuestas electorales a las ayudas a la adquisición de la primera vivienda.

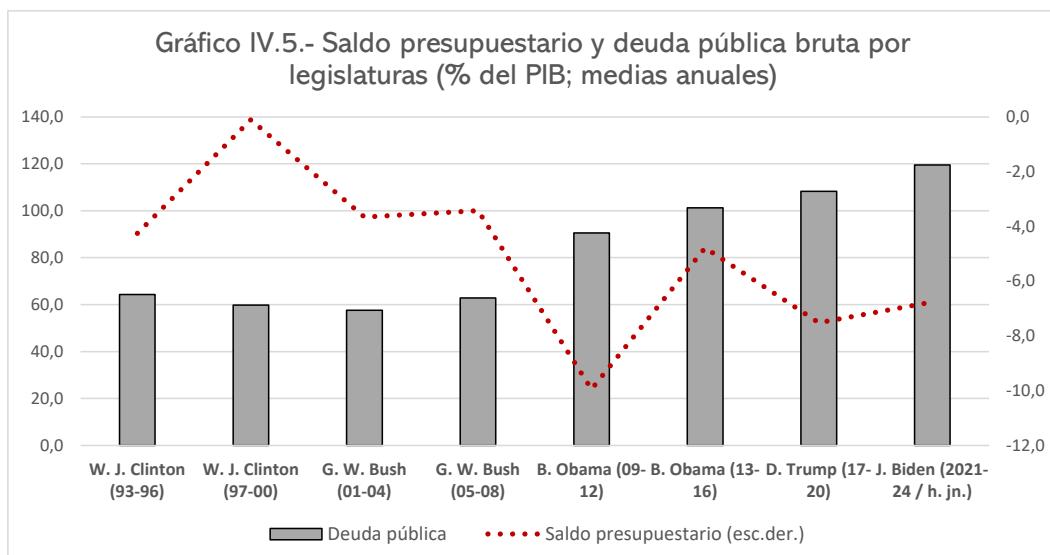
¹² Con la excepción de la segunda de George Bush, en la que repercute el fuerte crecimiento de los precios de las materias primas en esos años. Nótese que, en general, el crecimiento del PCE (Personal Consumption Expenditure) subyacente, que es el indicador de precios que prioriza la Fed, es inferior al del IPC global recogido en el gráfico.



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Nota: para el año 2024 se proyecta el crecimiento del primer semestre para el conjunto al año.

Respecto a los desequilibrios exterior y presupuestario, los años de Gobierno Biden no han hecho sino dar continuidad a la tendencia a resultar excesivos que viene manifestándose durante todo el siglo XXI.



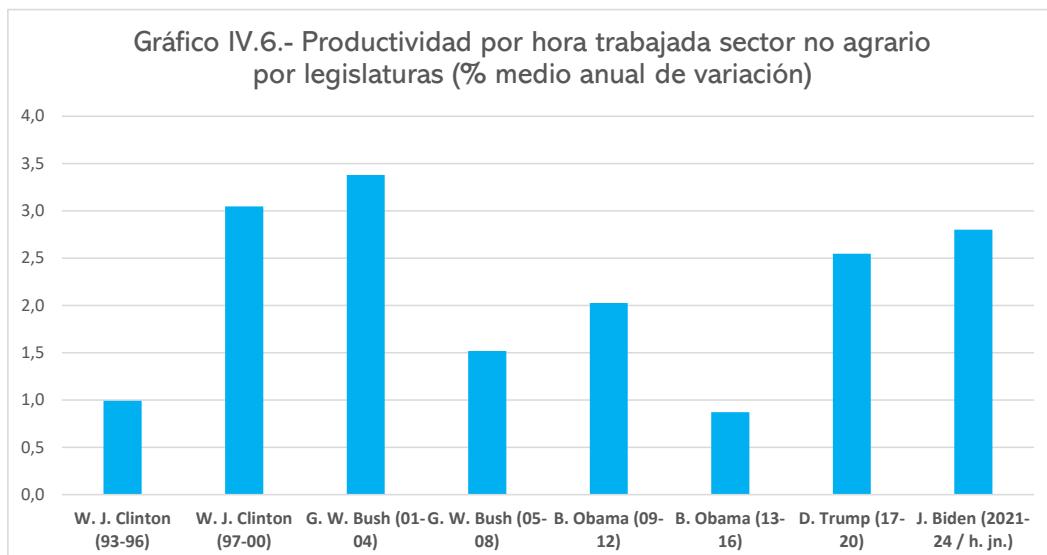
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Nota: para el año 2024 se proyecta el crecimiento del primer semestre para el conjunto al año.

El gráfico IV.5 muestra variables clave para conocer la situación fiscal estadounidense desde 1993¹³. Después de la notable mejoría (incluyendo un par de años con superávit en las cuentas del Gobierno Federal) de la era Clinton, los déficit no solo se han sucedido, sino que parecen hacerse crecientemente acíclicos, sin correcciones en los años de

¹³ Las cifras son las agregadas para el conjunto de Administraciones Públicas. No obstante, los Gobiernos estatales y locales están sujetos a reglas presupuestarias bastante rigurosas, incluyendo, en numerosos casos, cláusulas que exigen el equilibrio presupuestario. Por ello, es infrecuente que su desequilibrio agregado exceda el 1% del PIB, afectando poco a los saldos fiscales generales del país.

bonanza. Aun aceptando que la pasada década y media ha sido particularmente pródiga en poderosos shocks negativos, la evolución de la deuda pública es muy preocupante, y las perspectivas futuras (como ya hemos comentado en el *Foco de Atención*) nada halagüeñas. La Administración Biden simplemente ha dado continuidad a esta tendencia, aunque puede alegar que una parte no desdeñable del exceso de gasto se ha destinado a programas que, en principio, deben impulsar el crecimiento económico estructural de la economía. Sin embargo, las predicciones de la Oficina Presupuestaria del Congreso, incluso incorporando ese efecto positivo sobre el PIB, implican que éste no va a compensar el continuado aumento de la deuda.



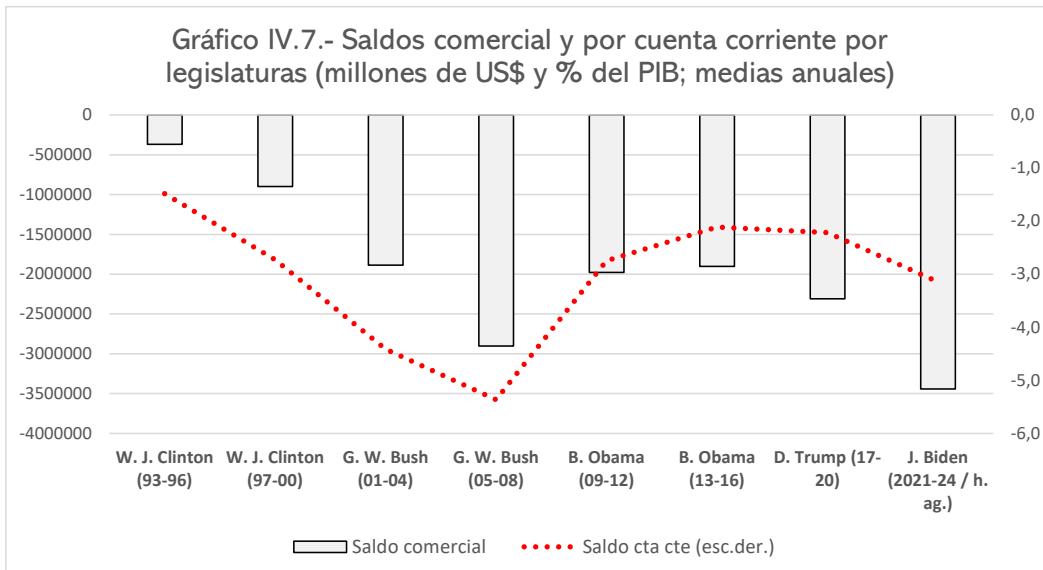
Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Nota: para el año 2024 se proyecta el crecimiento del primer semestre para el conjunto al año.

Pese a ello, la vertiente más positiva en este análisis estriba precisamente en la apuesta por mantener o mejorar en el futuro el notable comportamiento de la productividad (tan lejos de los pobres registros europeos) en los últimos años (gráfico IV.6), con un repunte apreciable respecto al inicio de este siglo, ya percibido durante la Administración Trump (aunque debe prestarse atención a que, en este caso, el efecto de la pandemia es el opuesto al relatado sobre el empleo en 2020, elevando artificialmente el crecimiento medio del cuatrienio). El impulso de los sectores de vanguardia de la economía, quizás la seña de identidad más remarcable de la política económica con Joe Biden, debe reforzar esa trayectoria reciente.

Finalmente, y aunque durante los últimos cuatro años ha desaparecido la obsesión por reequilibrar el saldo exterior de Estados Unidos, un objetivo tan querido (y tan mal entendido) durante la era Trump, no podemos terminar este breve repaso comparativo por las grandes variables macroeconómicas sin echar un vistazo a algunos números del sector exterior, mostrados en el gráfico IV.7. Puede comprobarse que durante el período de Joe Biden como Presidente, Estados Unidos va a registrar el mayor déficit comercial (en términos absolutos) de su historia, mientras la moderación en el déficit por cuenta corriente acaecida durante la década anterior ha dejado paso a un nuevo incremento del mismo. Pero, en realidad, esto es exactamente lo que debemos esperar (sin recurrir a conspiraciones ni manipulaciones de ningún tipo) de una economía, como la

estadounidense, donde el crecimiento ha sido relativamente muy dinámico en estos cuatro últimos años respecto a las otras grandes áreas económicas (aumentando en consonancia la demanda de importaciones) y donde la tasa de ahorro se ha desplomado desde la postpandemia, frente a una evolución mucho más prudente en sus grandes socios comerciales.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Nota: para el año 2024 se proyecta el crecimiento del primer semestre para el conjunto al año.

En resumen, la Administración Biden pasará el relato económico de Estados Unidos como una que ha alcanzado niveles notables de crecimiento y empleo, apoyando los mismos mediante estímulos fiscales considerables, cuyas implicaciones favorables deben percibirse también en el medio y el largo plazo. Por otro lado, también ha presidido los peores datos de inflación en décadas, y su política fiscal ha coadyuvado en ello. En paralelo, los desequilibrios exteriores, y, sobre todo, fiscales, se han mantenido o acentuado en estos cuatro años.

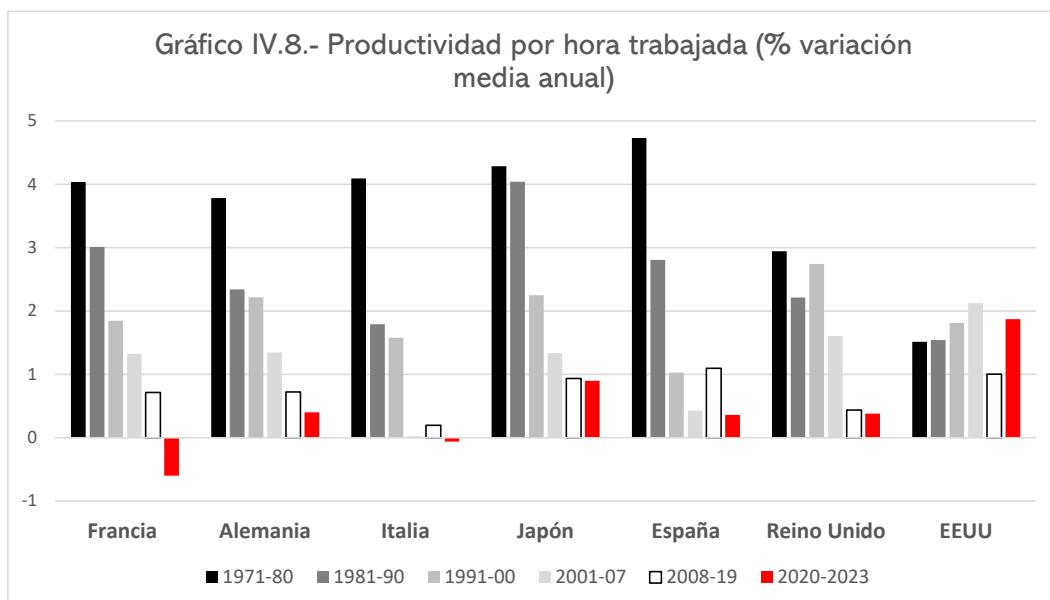
Un balance mixto en el que, recuérdese, han influido más el comportamiento del sector privado y las decisiones de la Reserva Federal, pero cuyos resultados, en lo bueno y en lo malo, han sido acentuados por el Gobierno Federal.

2.- Mencionábamos antes el fuerte contraste entre la recuperación en los niveles de crecimiento de la productividad del trabajo en Estados Unidos y el estancamiento (cuando no descenso) en el que se encuentra sumida en Europa. El gráfico IV.8 pone imagen a ese contraste, mostrando el continuo declive en el dinamismo de la productividad en las grandes economías europeas y esa diferencia desde la Gran Recesión con Estados Unidos. La situación en el Viejo Continente es tan preocupante que hasta la esclerotizada economía japonesa mantiene en los últimos años un mayor (incluso siendo pobre) avance en esa variable crucial en el desempeño económico.

Algunas de las explicaciones que podrían encontrarse tras ese gap creciente parecen revestir poco peso explicativo. Por ejemplo, la insuficiencia de la inversión productiva y

en infraestructuras, así como el manifiesto deterioro institucional han sido rasgos tan (o más) presentes en Estados Unidos que en Europa desde hace ya tiempo, aunque en ambos casos se haya intentado emendar el primero de los problemas con los grandes programas recientes de inversión, siempre buscando la necesaria colaboración público-privada¹⁴.

Respecto al modelo educativo, el debate sigue abierto sobre la ventaja que puede suponer el sistema estadounidense, más sesgado en favor de generar una élite muy cualificada, respecto a los diferentes esquemas que conviven en Europa, en general más preocupados por una más extendida y equilibrada formación, algunos de esos modelos obsesionados con la educación universitaria (como el español), otros más tendentes a diversificar entre formación técnica y educación terciaria (como el alemán). En todo caso, la atracción preferente de talento global por parte de Estados Unidos constituye una diferencia sensible, como, destacan algunos autores, también lo supone una población más joven y, con ello, más capacitada para impulsar y abrazar la innovación y el cambio que suelen estar detrás de los avances de la productividad.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Existen pocas dudas sobre otras de las razones que confieren una manifiesta ventaja a Estados Unidos: para empezar, la existencia de un verdadero Mercado Único, en todas sus dimensiones, algo que no se verifica, proclamas aparte, para la UE. Continuemos con la masiva disponibilidad de capital riesgo, muy orientado hacia los sectores de vanguardia, en el país norteamericano. Ni por volumen ni por enfoque se acerca Europa (incluyendo el Reino Unido) a ese compromiso inversor. Prosigamos con las mayores limitaciones a la creación (y, necesariamente, no puede haber una sin la otra, finalización) de negocios en Europa, pese a que puede aceptarse que se han producido mejoras en este sentido en los últimos años. Entre nacimiento y muerte, adicionalmente,

¹⁴ Eso sí, tema distinto es que los dos programas básicos de la Administración Biden (CHIP and Science Act e IRA) hacen palidecer por el volumen de fondos comprometidos en el Next Generation de la UE.

las regulaciones y cargas burocráticas europeas, más intensas, dificultan el funcionamiento, y más aún, el aumento del tamaño, de las empresas. Las firmas estadounidenses muestran también mayor velocidad en la automatización de sus actividades, en parte por la mayor facilidad para sustituir trabajo por capital, en parte por una mayor querencia por el cambio. Podríamos proseguir, pero baste con subrayar que buena parte de lo que se acaba de mencionar ha sido abordado por el Informe Draghi sobre el reto de la competitividad europea, tema al que volveremos de inmediato.

3.- El impulso a la productividad, el mantenimiento de la capacidad competitiva de las economías, el sostenimiento de empleos en el sector manufacturero, el reequilibrio del terreno de juego inclinado por China a su favor en el último cuarto de siglo, garantizar la seguridad nacional, liderar la lucha contra el cambio climático... estos y otros argumentos se han ido apilando en los últimos años para impulsar el regreso, con fuerza inusitada de la política industrial como eje de las actuaciones de los Gobiernos occidentales (y otros muchos, destacando el de Narendra Modi en India).

Un proyecto lanzado este mismo año por el Fondo Monetario Internacional, en colaboración con Global Trade Alert, el New Industrial Policy Observatory¹⁵, ofrece algunas pistas de interés al respecto, incluyendo la identificación de la competitividad estratégica como la razón fundamental de ese renacimiento de la política industrial, así como la elevada frecuencia con la que las medidas en este ámbito aparecen como respuesta a las adoptadas por países competidores en los mismos sectores. Es decir, la política industrial (indisolublemente ligada en los momentos actuales a la tecnológica) tiene un elevado componente protecciónista, hecho que en nada sorprende. Eso sí, las actuaciones directas sobre el comercio, con medidas arancelarias o no, como instrumentos de esa política industrial, son más propias de los países emergentes y en desarrollo, mientras los subsidios son preferidos por las economías desarrolladas. Son éstas, una minoría en el escenario global, las que acaparan la mayor parte de las medidas implementadas desde 2009, en una proporción de 2.5-1 respecto al resto del mundo. Resulta evidente que Occidente ya no se encuentra cómodo en el esquema económico dominante que él mismo generó en las pasadas décadas, y está dispuesto a modificar sus principios esenciales de funcionamiento.

4.- En este debate sobre la competitividad estratégica y las nuevas políticas precisas para no perder el paso en el presente y el futuro se inscribe la aparición del Informe "The future of European Competitiveness"¹⁶, o Informe Draghi, realizado a solicitud de Úrsula von der Leyen, Presidenta de la Comisión Europea.

En el mismo, el Presidente del Banco Central Europeo durante la mayor crisis vivida por la Eurozona y su equipo han establecido, a lo largo de 400 páginas, cuáles son los retos que afronta la Unión Europea si pretende no seguir perdiendo terreno en la escena

¹⁵ Véase el documento de trabajo que presenta este proyecto en Evenett, S., Jakubik, A., Martín, F. and Ruta, M. (2024); "The Return of Industrial Policy in Data", WP 2024/1.

¹⁶ Ver en https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en

internacional respecto a Estados Unidos y China, e incluso respecto a otros actores. Una serie de propuestas y una estimación de la cantidad de dinero necesaria (entre 750000 y 800000 millones de euros *anuales* de inversión adicional a la actual, entre pública y privada) acompañan al análisis.

La “nueva estrategia industrial” propuesta en el Informe apunta en las mismas direcciones que el programa Next Generation (transición verde, digitalización de las PYMEs, inversión en sectores de alta tecnología y/o relevancia estratégica...), pero las cifras sugeridas cuadriplican las que comporta la inversión total comprometida en el mismo, y elevarían la tasa de inversión en Europa hasta un porcentaje del PIB no visto en el pasado medio siglo. Más incisivo todavía es el hecho de que Draghi apunta a la necesidad de fondos captados de manera común que se dirijan a lo que, con buen criterio, califica de “activos comunes”, como los programas de defensa o la infraestructura energética. Es evidente que, actualmente, la descoordinación de las diferentes aproximaciones nacionales en estos ámbitos, que debieran contemplarse a una inequívoca escala europea, dan lugar a redundancias, ineficiencias y fragmentaciones que aumentan los costes y reducen drásticamente la calidad de los resultados.

Un segundo aspecto fundamental del Informe, sobre el que debiera coincidirse de manera unánime, es la necesidad de completar el Mercado Único. Si se puede aceptar (con alguna precaución) que la UE ha completado ese mercado común para los bienes, desde luego no es cierto para los servicios ni para los capitales (incluyendo el subsector bancario y los principales mercados financieros), y parece estar segmentándose para las personas. Sin el Mercado Común, se dificulta el aprovechamiento de las economías de escala, se obstaculiza la localización eficiente de la inversión y se limita la creación, difusión y desarrollo de ideas y proyectos empresariales.

En terreno igualmente seguro (en cuanto a los potenciales efectos positivos en caso de seguir sus recomendaciones) se mueve el trabajo liderado por Mario Draghi cuando reclama la reducción de la aparatoso burocracia europea, y el aligeramiento de su enmarañada legislación, en especial cuando se solapa con las normativas nacionales, regionales (bien sabemos en España, por ejemplo, que el país no es tampoco un Mercado Único en numerosos sectores) y hasta locales. Sin renunciar a valores como la seguridad de los consumidores, el respeto a los derechos sociales o laborales o la protección medioambiental, reducir el conjunto de procesos, normas e instancias administrativas para el desarrollo de los negocios es, sin duda, factible en la UE y sus países miembros.

Para limitar el espacio de esta reflexión, cerraremos comentando uno de los aspectos más discutidos del Informe, el de cómo la política de competencia debe modificarse para mejorar la capacidad competitiva europea. Esta política de competencia, siempre sometida a un intenso debate, se encuentra entre las más poderosas y efectivas de las de las articuladas a escala comunitaria en las últimas décadas. Aunque muchas veces la atención se concentra en su permanente tira y afloja con las grandes empresas tecnológicas estadounidenses, su impacto principal estriba en cómo ha limitado la concentración en los diferentes ámbitos sectoriales europeos. Su preocupación prioritaria ha sido la protección del consumidor, procurando impedir posiciones dominantes que acaben repercutiendo en los precios y servicios establecidos, con actuaciones previas a

los procesos (de cierta envergadura, los menores dependen de las autoridades nacionales) de fusión y adquisición de empresas.

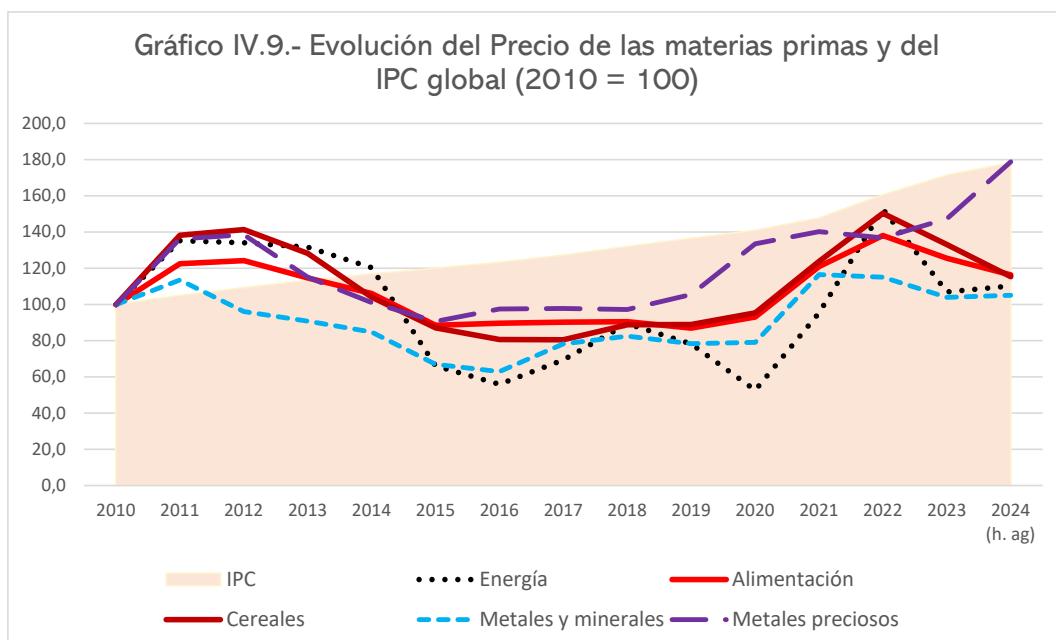
Sin embargo, el mundo ha cambiado, y el Informe Draghi propone algunos cambios en la Política de Competencia que deben contribuir, junto a la implementación de las propuestas resumidas en los párrafos anteriores, a que Europa no pierda (aún más) terreno respecto a Estados Unidos o China. Primero, además de la protección al consumidor, el impulso a la innovación debe configurarse como un criterio clave de esa nueva política de la competencia; e innovar para competir de manera global, frecuentemente requiere aliarse y crecer. Segundo, además de preservar la competencia en los mercados europeos, la Comisión debe considerar en sus decisiones la importancia para Europa de crear empresas de dimensión suficiente para competir con los colosos chinos y estadounidenses. En el fondo, incluso el gran mercado de la UE va decreciendo con relación al mercado global. Y tercero, las revisiones a priori de los procesos de fusiones y adquisiciones pueden ralentizar actuaciones empresariales que, en el mundo actual, requieren celeridad. Plantearse revisar a posteriori ciertos acuerdos podría ser una mejor alternativa.

El autor de estas líneas valora como muy acertado tanto el análisis como las líneas de respuesta que ofrece el Informe Draghi sobre el deficiente estado de la competitividad europea en la actualidad. Y coincido también en que se trata de cambiar en las direcciones apuntadas por el Informe o sufrir una lenta agonía que se acabará traduciendo en la pérdida no solo de la competitividad económica, sino también del modelo social europeo. Sin embargo, no puedo ser optimista sobre el grado de implementación que le auguro a las principales propuestas contenidas en el Informe Draghi. Mientras la Comisión Europea sin duda aceptará de buen grado los dos primeros grandes temas aquí glosados (inversión, con fondos comunes como elemento de continuidad con el Next Generation, y completar el Mercado Único), es probable que sea mucho menos aquiescente con los otros dos (reducción de burocracia y reglamentación y cambio de la Política de Competencia). Mientras tanto, espérense obstáculos de los Gobiernos nacionales en las tres primeras dimensiones, si no en las cuatro.

Eso sí, nadie dirá que no existe un documento en el que se desmenuzan los actuales problemas de Europa, se sugieren soluciones, todas ellas factibles, aunque no necesariamente sencillas, y se pone negro sobre blanco los costes de ignorarlas. Veremos si el Informe Draghi abre un camino de transformación para Europa o pasa a engrosar la lista de los que quedan, bellamente encuadrados, en alguna que otra estantería.

5.- Abandonemos de momento el complejo mundo de la competitividad y las políticas para impulsarla y bajemos a un problema que el ciudadano común percibe como mucho más tangible (lo es), importante (no lo es, al menos a medio y largo plazo) y diferencialmente grave respecto a otros ámbitos en los últimos años (debe matizarse mucho): los precios de los alimentos. Existe la convicción de que la inflación en los mismos ha sido superior a la general a raíz de los últimos shocks adversos (Gran Recesión, pandemia, guerra en Ucrania) sufridos por la economía global. Es cierto que, en el inicio de las dos últimas décadas, los precios de las materias primas (gráfico IV.9)

se aceleraron sensiblemente en relación con el resto de precios pagados por los consumidores. Pero también lo es que, fuera de los bienios 2011-2012 y 2021-2022, todos los grupos de materias primas, incluyendo las alimenticias (y también las energéticas), han experimentado menores tasas de inflación que el conjunto del IPC. De hecho, para la etapa 2010-2024, únicamente los metales preciosos se han revalorizado al mismo ritmo que los precios de la economía mundial.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Existen múltiples explicaciones de la divergencia entre esta realidad mostrada por los número y la percepción generalizada de los ciudadanos. Algunas son más sólidas que otras. Por supuesto, productos de primera (o segunda) necesidad, con compras casi diarias, y sobre cuyos precios "insostenibles" los medios de comunicación y ciertos colectivos insisten de forma cotidiana, son susceptibles de arrastrar durante mucho tiempo en la mente de los ciudadanos las escaladas en sus precios que empezaron a revertirse meses, cuando no trimestres, atrás¹⁷. No debe olvidarse tampoco que, aunque la tasa de inflación se ralentice tras un período de aceleración, lo que los compradores tienen frecuentemente en su pensamiento es el valor absoluto del producto, que sigue creciendo, aunque sea a un ritmo mucho menor.

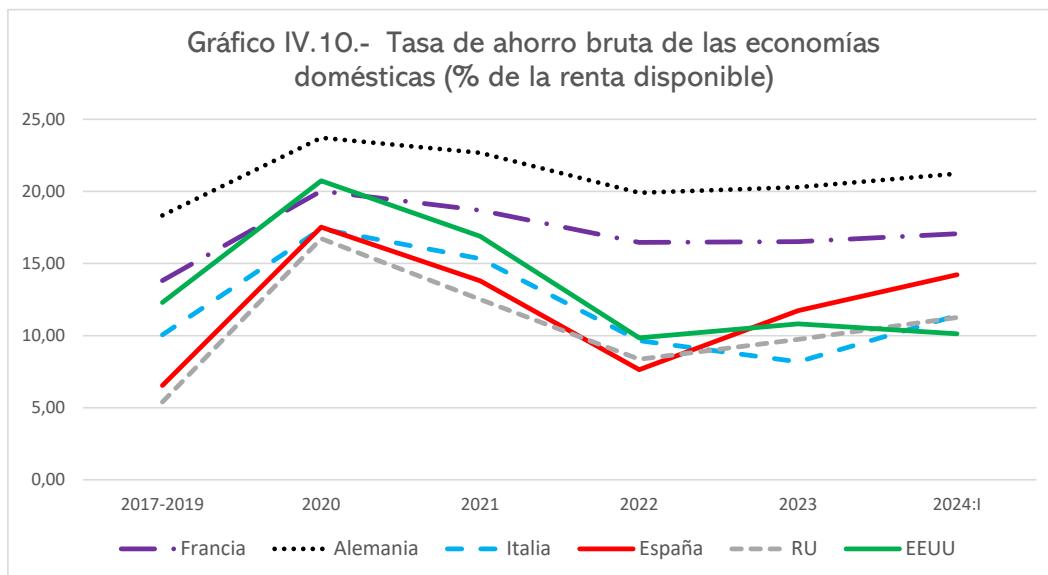
Más relevante, la proporción de renta que se destina a los alimentos es inversamente proporcional al nivel de la misma, para personas y para países. Incluso episodios breves pero concentrados de fuerte crecimiento en el precio de esos bienes pueden generar situaciones insostenibles, que tienen repercusiones a medio plazo, para las familias y los países (importadores) más pobres. El lector avezado entenderá, además, que los datos reflejados en el gráfico superior corresponden a los precios en los mercados

¹⁷ ¿Se acuerdan ustedes de cuántos años se adujo que el euro era inflacionista (solemne tontería, en especial para un país con una moneda débil y propensa a ser devaluada, como España) porque el café en los bares había pasado de costar 100 pesetas a costar un euro?

internacionales y al Índice de Precios al Consumo mundial, por lo que las diferencias nacionales pueden modificar los precios percibidos, por ejemplo, en países con peor acceso a esos mercados globales, por cuestiones logísticas o, simplemente, por su menor capacidad de pago. En sentido contrario, nótese que ningún país dependiente de la exportación de materias primas agrícolas puede avanzar estadios en el desarrollo, y ello está mostrando que los términos de intercambio le son habitualmente desfavorables. Es decir, que los precios de los alimentos que exporta, cuando puede, dado el proteccionismo habitual en el sector primario, crecen menos que los (manufacturados) que importa.

Quizás lo más interesante estriba en la posibilidad de que la traslación de los precios de esos mercados internacionales hasta el consumidor final se caracterice por unos mayores márgenes en los alimentos que en el resto de las materias primas y de los bienes en general (por su parte, los precios de los servicios han aumentado más que los de los bienes en los últimos años). Claro, aún más relevante sería conocer en qué productos, sectores y países ese (potencial) mayor diferencial se debe a que realmente los costes de los procesos de transformación y traslado al consumidor final son mayores, o solamente a superiores márgenes de los intermediarios (y, en este segundo caso, cuál es la distorsión de mercado que lo permite). Existen trabajos en esta dirección, pero no los suficientes como para responder a estas cuestiones de manera inequívoca.

6.- Volvemos a continuación a un tema objeto de atención en anteriores *Informes Trimestrales*, y también en muchos otros foros, entre otras razones porque es una de las claves del mayor crecimiento económico estadounidense tras la pandemia: la evolución de la tasa de ahorro. El gráfico IV.10 compara la trayectoria de la misma en Estados Unidos y en las cinco mayores economías europeas¹⁸.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

¹⁸ Buscando la mayor homogeneidad posible, empleamos datos de la OCDE, cuya letra pequeña sugiere que se trata de valores que se acercan a ese criterio. Las tasas de ahorro que frecuentemente se muestran para la economía estadounidense, procedentes de fuentes oficiales del país, rondan el 5% de la renta disponible, acentuando drásticamente la diferencia que ya se percibe en este gráfico.

Resulta bien conocido que la tasa de ahorro en todo Occidente se disparó de manera inédita durante la fase inicial de la pandemia, por motivos de obligación (imposibilidad de gastar en ciertos bienes y, sobre todo, servicios), y de precaución (temor a que la parálisis de la actividad se prolongara y, por tanto, la enorme magnitud de las ayudas públicas no pudiera sostenerse). El movimiento en sentido opuesto durante 2021 y 2022 resultó también generalizado, aunque mucho más acusado en el sur de Europa y las economías anglosajonas que en el centro y el norte de la UE. Con la pandemia bajo control, el remanente de subvenciones públicas todavía sustancial y el fin a las limitaciones de actividad, los consumidores se lanzaron a recuperar el tiempo perdido, aunque la prudencia fue mucho mayor (con un impacto adverso en el crecimiento relativo) en Alemania o Francia que en Estados Unidos o España.

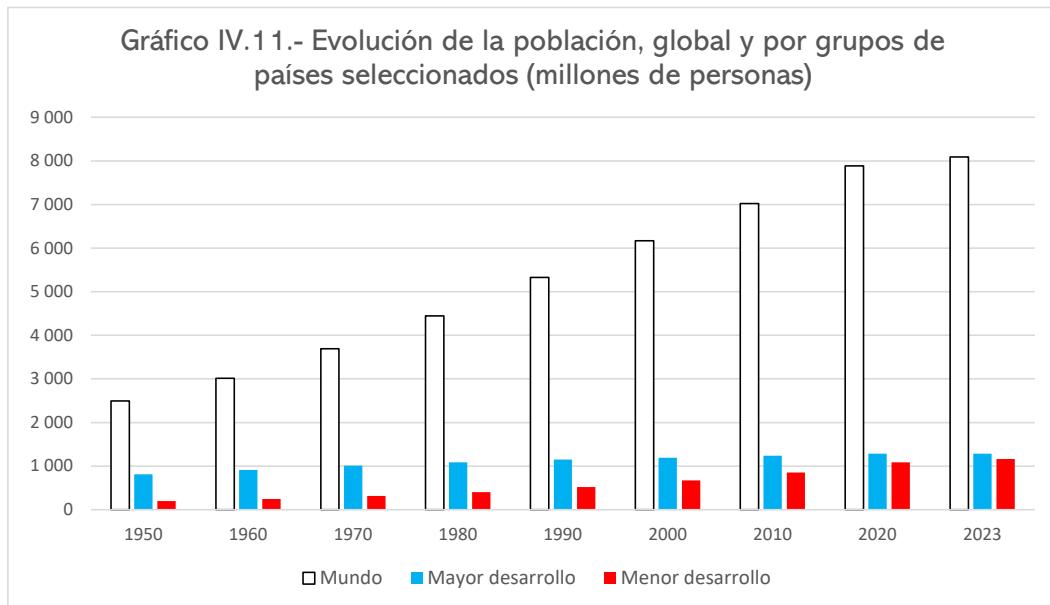
La diferencia en el comportamiento de los ciudadanos, por el contrario, resulta muy notable desde finales de 2022. En Europa, la tasa de ahorro flexiona al alza, hasta niveles superiores a los vigentes antes de la pandemia, siendo esta tendencia excepcionalmente acusada en España. Sin embargo, el nivel de ahorro familiar ha seguido descendiendo en Estados Unidos, única gran economía occidental en la que se encuentra apreciablemente por debajo a la tasa pre-COVID19.

Más allá de las consideraciones sobre la mentalidad de los ciudadanos de uno y otro lado del Atlántico, encontramos al menos tres razones que justifican esa disparidad. Primero, la magnitud de las ayudas públicas otorgadas a las familias estadounidenses en el período 2020-2022 excedió con nitidez las equivalentes en Europa. Segundo, los ciudadanos europeos debieron afrontar el severo incremento en los costes de la energía derivado del conflicto en Ucrania y las sanciones impuestas sobre las importaciones de hidrocarburos rusos. Tercero, con los tipos de interés al alza desde mediados de 2022, la diferencia entre hipotecas mayoritariamente establecidas a tipo fijo en el largo período de tipos mínimos previos a esa año (Estados Unidos) y el significativo (aunque en descenso) porcentaje de hipotecas firmadas a tipo variable (Europa) obliga a los ciudadanos europeos a mantener mayores tasas de ahorro. En todo caso, con los dos primeros argumentos mencionados ya agotados, parece existir una reserva de consumo potencial mayor entre las familias europeas que entre las estadounidenses. Veremos si ello se traduce en un futuro próximo en un mayor impulso al crecimiento a este lado del Atlántico.

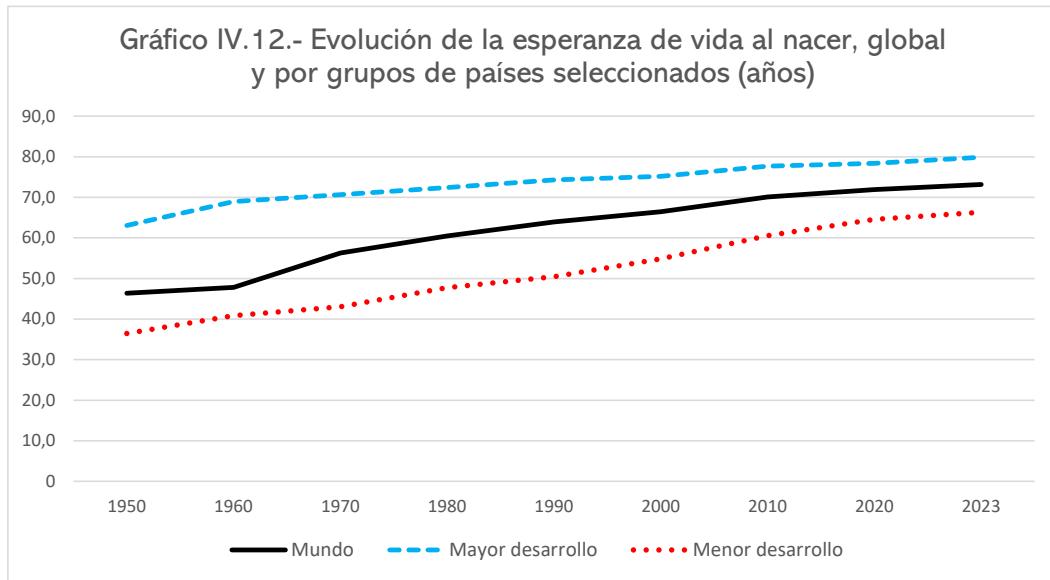
7.- Nuestra última *Clave del Trimestre* vamos a dedicarla en esta ocasión a una variable tan determinante en el funcionamiento de las economías, pero muchas veces un tanto relegada en los análisis, como la demografía. En concreto, vamos a reflexionar brevemente sobre algunos de los datos ofrecidos por el último informe de Naciones Unidas sobre las perspectivas relativas a la población mundial¹⁹. En todos los gráficos que se presentan, además de las cifras globales, destacamos aquellas que corresponden al mundo desarrollado y a los países, en la definición de las propias Naciones Unidas, menos desarrollados. Cada uno de los dos bloques representa, hoy en día, aproximadamente la séptima parte de la población mundial y ofrecen, previsiblemente, tendencias altamente divergentes. El recuento de los habitantes de la Tierra desde mediados del siglo XX se muestra en el gráfico IV.11. Se puede observar tanto el

¹⁹ Pueden consultarse el documento y los datos completos en <https://population.un.org/wpp/>.

crecimiento vertiginoso de la población mundial durante todo el período (y, todavía muy levemente, la ralentización que se está produciendo en ese aumento), como que las cifras ya se han estabilizado (pese a la inmigración) en las economías más avanzadas y siguen aumentando a considerable ritmo (pese a la emigración).



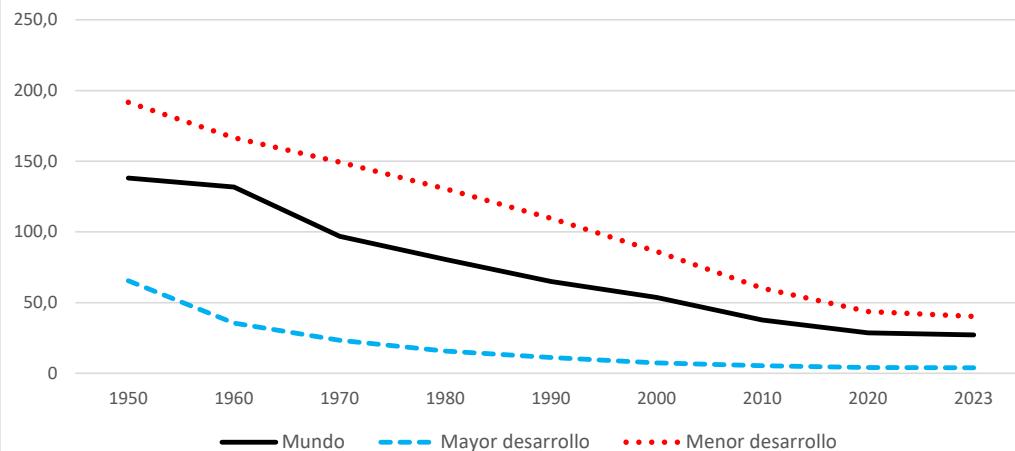
Fuente: elaboración propia. Datos: Naciones Unidas.



Fuente: elaboración propia. Datos: Naciones Unidas.

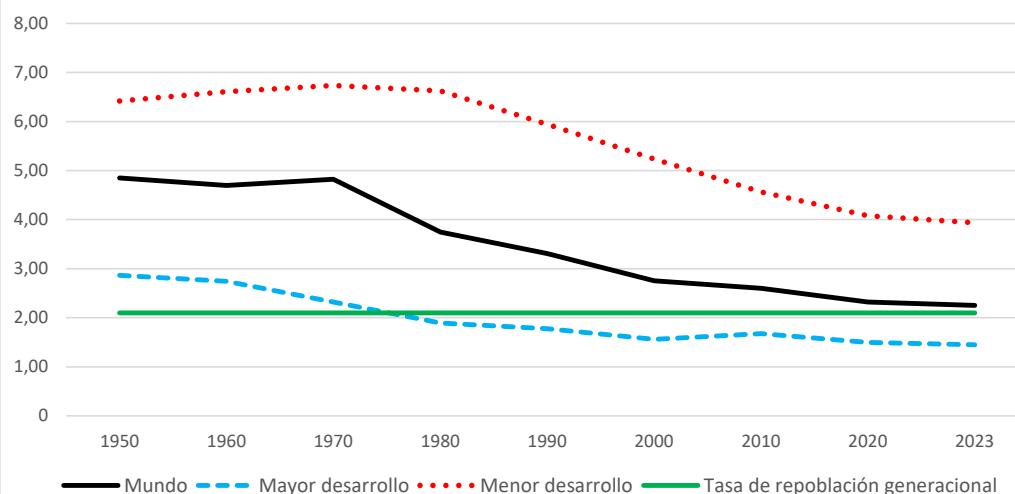
Ese crecimiento demográfico ha venido apoyado, como es bien conocido, en excelente progresos en ambos extremos del espectro de edades: las reducciones de la mortalidad han sido singularmente notables en lo que se refiere a la infantil, mientras la esperanza de vida ha aumentado de forma ininterrumpida. Además, la brecha se ha reducido progresivamente entre los países situados a ambos lados del rango de desarrollo, aunque, como revelan los gráficos IV.12 y IV.13, sigue existiendo un gap considerable.

Gráfico IV.13.- Evolución de la tasa de mortalidad infantil, global y por grupos de países seleccionados (fallecidos antes de un año de edad por cada 1000 nacidos vivos)



Fuente: elaboración propia. Datos: Naciones Unidas.

Gráfico IV.14.- Evolución de la tasa de fertilidad global y por grupos de países seleccionados (hijos por mujer)

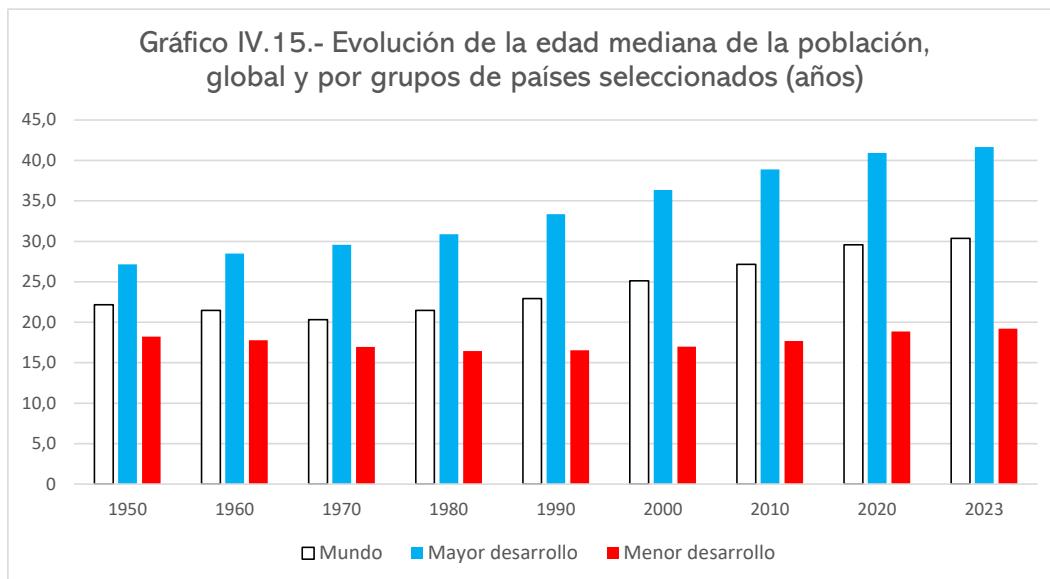


Fuente: elaboración propia. Datos: Naciones Unidas.

Esa convergencia es menor (aunque también se produce) entre los países menos y más desarrollados cuando fijamos la atención en dos variables que son determinantes para anticipar cuándo dejará de aumentar el número de habitantes del planeta. Ciertamente, una de ellas es la tasa de fertilidad (gráfico IV.14), o número de hijos por mujer. Nótese que la tasa de repoblación generacional, que permitiría estabilizar la población mundial, se sitúa en 2.1 hijos por mujer²⁰. Mientras en los países desarrollados hace ya cuatro décadas que no se alcanza esa cifra (la población en estos se incrementa, donde lo hace,

²⁰ Hay más hombres que mujeres en el planeta, y de ahí proviene el hecho de que esta cifra de repoblación generacional sea superior a 2.

por los flujos migratorios) en los países más pobres se mantiene una tasa que duplica la necesaria para mantener la población constante. Es más, como muestra el gráfico IV.15, la edad mediana de los ciudadanos de esos países con menor nivel de desarrollo sigue estando por debajo de los veinte años (frente a más de cuarenta en Occidente); es decir, más de la mitad de la población tiene menos de esa edad, augurando elevadas tasas de crecimiento demográfico, salvo que cambien las circunstancias económicas, sociales y culturales en muchos de esos países.



Fuente: elaboración propia. Datos: Naciones Unidas.

Es poco probable que esta muy sintética extracción de datos de ese último informe sobre la población de las Naciones Unidas haya sorprendido al lector. La cuestión relevante no se centra sobre las tendencias demográficas, que son conocidas, sino sobre la sostenibilidad de las mismas. Pese al empecinamiento de algunos en glosar las bondades del aumento de la población, lo cierto es que la Tierra no está en condiciones de soportar la demanda de 10 u 11 millardos de personas, cifras de las que se suele hablar antes de que, con suerte, empiecen a reducirse. A menos que entendamos que quienes están sumidos en el subdesarrollo deben seguir en el mismo en beneficio del resto.

En realidad, Robert Malthus erró el tiro en dos dimensiones. Exageró el crecimiento de las necesidades y las concentró únicamente en los alimentos, algo quizás comprensible en aquel final del siglo XVIII en el que publicó su "Ensayo sobre el principio de la población". La producción de alimentos global resultaría holgadamente capaz de cubrir todas las necesidades de la actual y la futura población mundial si decisiones negligentes, contraproducentes o directamente criminales de los humanos no la distribuyeran de forma groseramente dispar. Pero a los alimentos hay que sumar la energía, y, a ambas cosas, todas las demás necesidades que los seres humanos hemos ido generando.

Siendo sinceros, no hay forma de que reproducir el nivel de vida occidental para la totalidad de habitantes del planeta, cuando la cifra se aproxima a 9000 millones de personas. No parece ético asumir que una parte sustancial de los mismos debe seguir disponiendo de muchos menos recursos per cápita... y tampoco es probable que estén

dispuestos a tolerarlo, lo que acentuará cada vez más los conflictivos movimientos migratorios actuales. La idea del decrecimiento sigue enfrentándose a la realidad de que los seres humanos quieren, como poco, mantener su nivel de bienestar. Y uno debe esperar que no sean las guerras o las pandemias las que regulen la dimensión de la población mundial. Así que, la verdad, el crecimiento demográfico se ha convertido en la carga demográfica y convendría trabajar en la reducción de la natalidad global, con un nuevo enfoque del desarrollo, económico y en otros ámbitos, en aquellos países en los que dicha tasa sigue siendo abiertamente insostenible. En el mundo desarrollado, por más ayudas, razonables o no tanto, que se implementen, difícil será que el famoso 2.1 vuelva a alcanzarse. Pero no olviden que Occidente supone menos del 14% de la población mundial, y hasta con el estancamiento (pronto descenso) en la población china, los 10000 millones de habitantes en la Tierra están a la vuelta de la esquina.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

En esta sección del *Informe Trimestral* dedicada a cuestiones vinculadas al comercio internacional vamos a presentar un indicador ideado para evaluar el escenario en el que esa actividad comercial global en cada período. A continuación, presentamos a los lectores las características de este Indicador de Entorno del Comercio Internacional (en adelante, IECI²¹), mientras en sucesivos *Informes* mostraremos los resultados derivados del mismo para la pasada década y media, e iremos avanzando en la actualización de aquéllos a medida que transcurra el tiempo.

La idea general del IECI y su periodicidad.

El IECI recoge cinco dimensiones que, desde nuestra perspectiva, son esenciales para determinar la trayectoria del comercio internacional²². El objetivo sería no tanto un predictor específico de cifras de crecimiento del comercio (el ajuste no es suficientemente fino para ello), sino captar la tendencia esperada de ese comercio que se deriva de la confluencia de esas cinco dimensiones. Para contar con la disponibilidad completa de todas las variables incorporadas a los subíndicadores del IECI iniciaremos nuestro ejercicio en el año 2008, momento crítico en la economía internacional, con el estallido de la Gran Recesión, cuyo carácter esencialmente financiero y occidental no puede hacer olvidar que las consecuencias afectaron a todos los ámbitos de la economía global (incluyendo, desde luego, el comercio) y, en mayor o menor medida, a todos los países. Será, por tanto, un año de partida interesante. A partir del mismo, los resultados, por el propio carácter de algunas de las variables, tienen carácter anual, pero los cambios en algunas de las dimensiones, construidas con indicadores de más alta frecuencia, podrán evaluarse con la periodicidad trimestral propia de nuestros *Informes*.

Las cinco dimensiones del IECI y el ajuste específico realizado para las variables nacionales.

I.- Crecimiento económico.

Evidentemente, la actividad económica debe ser una de las dimensiones consideradas en este análisis, dado que el comercio es una vía de satisfacción de la demanda y de provisión de los recursos necesarios para la producción requerida por aquélla, y por ello es la única variable que integra por sí sola una de las dimensiones.

Sin embargo, como repetiremos para otras variables computadas a escala nacional, no emplearemos los agregadores habituales (precios de mercado o paridad de poder adquisitivo), sino que ponderaremos el crecimiento económico real de cada país por su peso en el comercio internacional (de bienes) del año correspondiente. Se incorporan al indicador las 66 economías que, en el promedio del período 2008-2023, suponen al

²¹ Una búsqueda de estas siglas nos muestra que solo coinciden con el denominado *Inventario del Estrés Cotidiano Infantil*, así que no parece que haya margen alguno para la confusión.

²² Hacemos referencia con ello a las cifras globales de comercio, no a las específicas de un país o de las transacciones bilaterales, cuyos determinantes han sido y siguen siendo convenientemente analizados a través de enfoques cuantitativos consolidados, especialmente los estudios de gravedad, ahora de gravedad estructural.

menos un 0.15% del comercio mundial²³. Los datos sobre el PIB proceden del Fondo Monetario Internacional²⁴ y los de comercio de la Organización Mundial del Comercio²⁵.

II.- Estabilidad de precios.

La normal dinámica del comercio internacional se ve alterada por fluctuaciones significativas en los precios, que dificultan la toma ordenada de decisiones a medio plazo e incluso obligan a modificar las fuentes de suministro o los mercados de venta. Dentro del conjunto de bienes comerciados, las materias primas suponen un elemento crítico en toda cadena de suministro y en la trayectoria último de los precios. Por ello, en esta dimensión se incorporan dos variables; primero, a nivel nacional, las tasas de inflación²⁶, repitiendo la ponderación por el peso en el comercio internacional de cada país. Segundo, una variable ya global, la evolución del Índice Total del Precio de las Materias Primas del Banco Mundial²⁷.

III.- Incertidumbre.

El comercio, como la propia actividad económica en su conjunto, pero en mayor medida que la misma, por cuanto implica mayores riesgos en escenarios convulsos (como el actual, por ejemplo) se ve alterado por el grado de incertidumbre que afecta a la situación internacional. Para recoger esta dimensión, se incorporan al IECL tres variables calculadas, con enfoques diferentes, por otras tantas instituciones. Por un lado, centrando la atención en el conjunto de las cadenas de producción y transporte internacionales, el Índice de Presión sobre la Cadena Global de Suministro calculado por la Reserva Federal de Nueva York²⁸. De forma más amplia, afectando al conjunto de las economías, empleamos el Índice Global de Incertidumbre de las Política Económica, elaborado por tres profesores estadounidenses bajo la denominación Economic Policy Uncertainty²⁹. Finalmente, consideramos también el Índice de Incertidumbre Mundial de la institución homónima³⁰, recogiendo una visión más general, superando lo económico, del grado de inestabilidad existente.

IV.- Proteccionismo.

Aunque frecuentemente las medidas que obstaculizan el comercio no tienen un efecto inmediato sobre los flujos exportadores e importadores, porque las empresas ajustan sus márgenes y/o porque la sustitución, más allá de lo marginal, de esos flujos no es sencilla, resulta indudable que movimientos generalizados al alza (o a la baja) en los niveles de protección terminan afectando en negativo (o en positivo) al comercio internacional. Para evaluar esta cuarta dimensión del IECL tomamos como indicadores

²³ Abarcando aproximadamente el 96% de ese comercio.

²⁴ Ver en <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/April>. Considérese que la base de referencia se modifica cada seis meses, con la aparición de cada informe World Economic Outlook.

²⁵ Ver en <https://stats.wto.org/>.

²⁶ En la misma base de datos del FMI, tomando la media anual de crecimiento de los Índices de Precios al Consumo nacionales.

²⁷ Ver en <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>.

²⁸ Ver en <https://www.newyorkfed.org/research/policy/gscpi#/overview>.

²⁹ Ver en <https://www.policyuncertainty.com/>.

³⁰ Ver en <https://worlduncertaintyindex.com/>.

parciales el nivel medio de los aranceles frente al resto del mundo de cada una de las 66 economías consideradas³¹, así como el volumen medio de medidas proteccionistas netas (detrayendo las liberalizadoras), de carácter no arancelario, implementado en cada año por esos mismos países, datos procedentes de Global Trade Alert³². Como en casos anteriores, estas dos variables se presentan ponderadas por el peso de las economías en el comercio internacional.

V.- Calidad institucional.

Aunque es mucho menos probable que esta última dimensión altere el ritmo del comercio mundial en el corto plazo, en especial porque es infrecuente que una amplia mayoría de países se mueva en el mismo sentido, la posibilidad, aun limitada, de un deterioro global significativo de la calidad de la gobernanza de los países (o, en sentido opuesto, una marcada mejoría de la misma) sí podría tener un efecto relevante que, desde nuestra perspectiva, vale la pena valorar en este último subíndicador del IECL. Para ello, incorporamos tres índices bien conocidos en la literatura sobre la vertiente institucional de las sociedades. Primero, el Índice de Efectividad Gubernamental del Banco Mundial, uno de los seis Indicadores de Gobernanza calculados por la institución supranacional³³. Segundo, el Índice de Percepción de la Corrupción de Transparencia Internacional³⁴. Tercero, el Índice de Prosperidad del Instituto Legatum³⁵. De nuevo, los resultados de cada país se ponderan por el peso de los mismos en el comercio internacional para obtener el valor año tras año de cada una de las tres variables.

Las elaboración final de las cinco dimensiones del IECL.

Según lo antes referido, una de las cinco dimensiones (la de crecimiento) está configurada por una única variable, el resto por dos o tres indicadores individuales. Para homogeneizar esos cinco subíndicadores del IECL, se realiza la normalización de las once variables que, en su conjunto, empleamos en el análisis. A continuación, para las dimensiones que recogen más de una variable, se equiponderan las dos o tres empleadas en ese componente de nuestro indicador de entorno del comercio.

Finalmente, dispondremos de cinco valores (cuya media para el conjunto de los años será cero, por construcción), correspondientes a cada una de las cinco dimensiones del IECL, que presentaremos en dos formas distintas. Por un lado, con un gráfico radial, con un pentágono en el que se perciba la evolución temporal, año tras año, de cada dimensión en cada radio de ese pentágono. Por otro, elaboraremos un semáforo, donde los colores denotarán el grado de desviación (positiva o negativa) de cada dimensión respecto a la media del período considerado. Lógicamente, vincularemos la trayectoria del comercio internacional con los diferentes subíndicadores del IECL, así como con este indicador de entorno en su conjunto.

³¹ Tomando, de la misma sección de estadísticas de la Organización Mundial del Comercio, mencionada en la nota 5, esa tasa media para el conjunto de bienes y correspondiente a la cláusula de Nación Más Favorecida.

³² Ver en <https://www.globaltradealert.org/>.

³³ Ver en <https://www.worldbank.org/en/publication/worldwide-governance-indicators>.

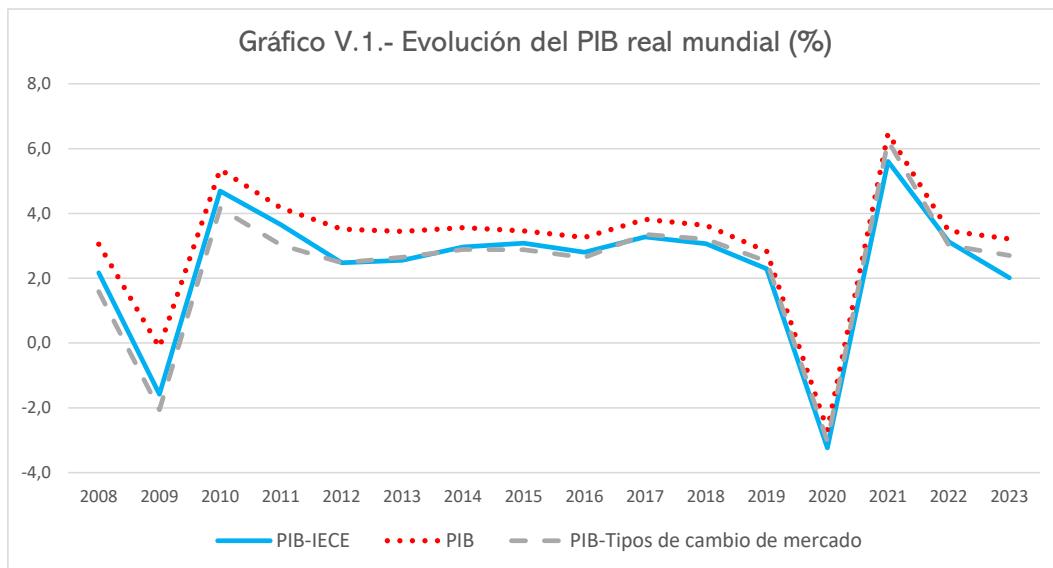
³⁴ Ver en <https://www.transparency.org/en>.

³⁵ Ver en <https://www.prosperity.com/>.

Al objeto de mantener la longitud de esta sección y del conjunto del *Informe Trimestral* en los parámetros habituales, como ya se ha indicado, iniciaremos la presentación de resultados el próximo trimestre, y especificaremos con más detalle cómo se muestran los mismos.

La evolución de las variables individuales del IECl.

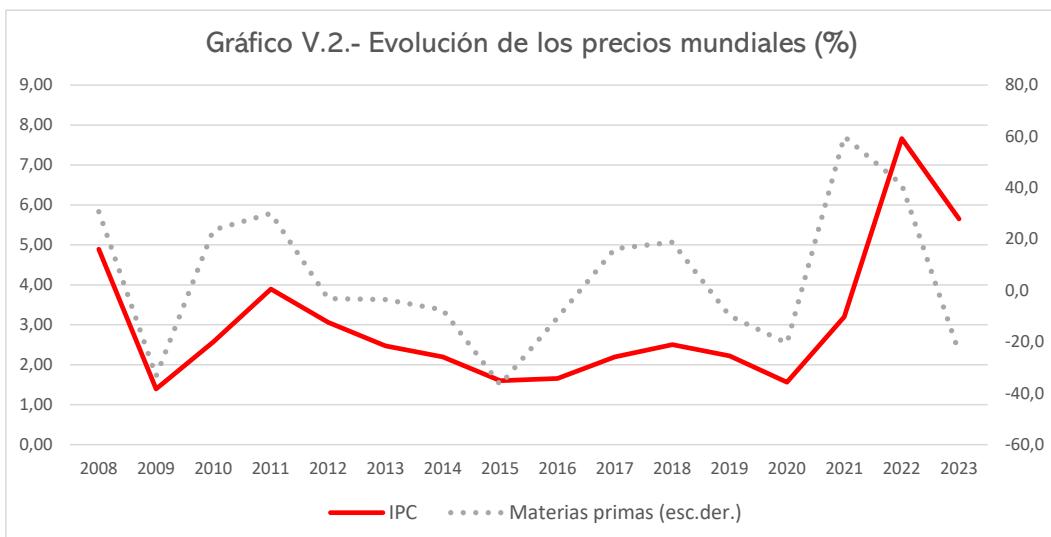
No obstante, antes de cerrar esta presentación general del Indicador de Entorno del Comercio Internacional, mostraremos al lector la trayectoria, en el período 2008-2023, de las once variables individuales empleadas en el mismo.



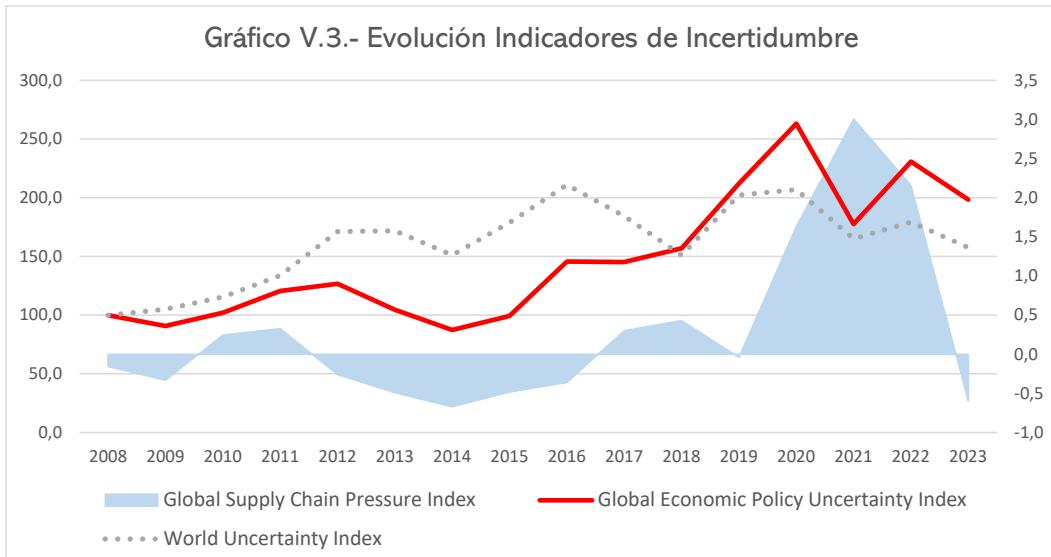
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; OMC.

Así, el gráfico V.1 muestra la trayectoria del Producto Interior Bruto Mundial real, la variable que empleamos en la dimensión *Crecimiento Económico* del IECl. Nótese que nuestra ponderación del crecimiento según el peso de los países en el comercio mundial se desvía (aunque siguiendo tendencias siempre muy similares) levemente de las medidas ofrecidas por el Fondo Monetario Internacional. La diferencia más acusada (este dato está sometido todavía a revisión), y a la baja, corresponde precisamente a 2023, lo que revelaría un año menos dinámico para las economías más importantes en los flujos internacionales de bienes que para las de menor protagonismo en los mismos.

La dimensión *Estabilidad de precios* conlleva la consideración de las dos variables ya comentadas (inflación general y evolución del precios de las materias primas) que se recogen en el Gráfico V.2. De manera previsible, la representación muestra una trayectoria similar de ambas variables individuales, con una correlación elevada cuando se considera el mismo año (0.49) y, especialmente, cuando se relaciona el comportamiento del precio de las materias primas en un ejercicio con el de la inflación general en el siguiente (0.66). No obstante, la diferencia en algunos años es suficientemente relevante como para mantener ambas variables en este subíndicador.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; BM.

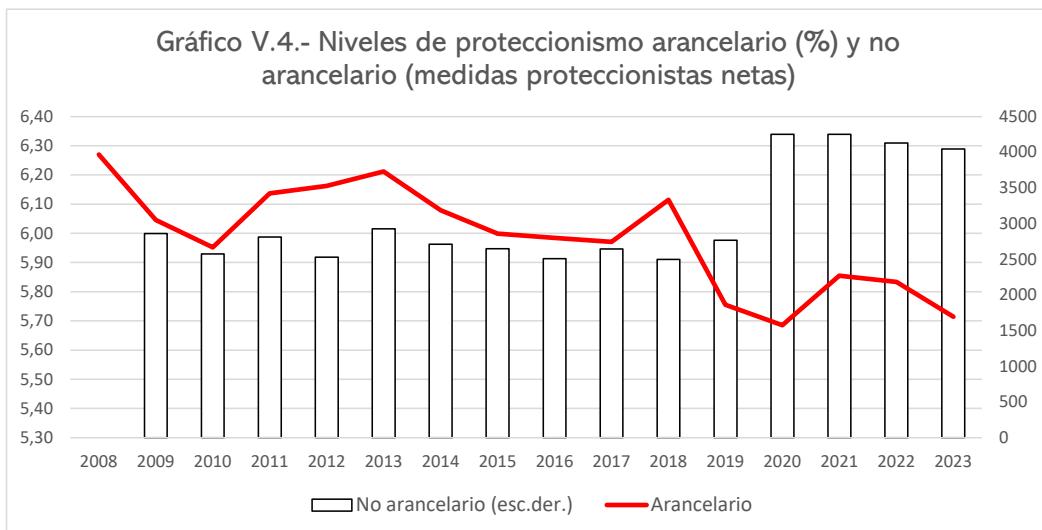


Fuente: elaboración propia. Datos: FRoNY; WUI; EPU.

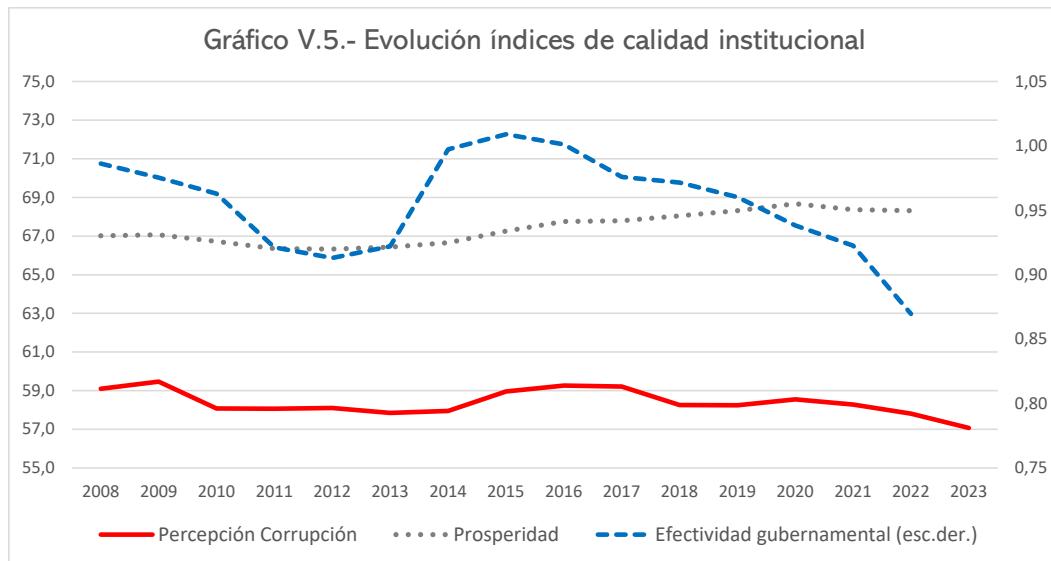
Las variables integrantes de la tercera dimensión del IEI, la de *Incertidumbre*, aparecen de manera individualizada en el gráfico V.3. En este caso, la correlación entre las tres medidas (que, ciertamente, utilizan procedimientos dispares y se refieren a ámbitos diferentes) difiere sensiblemente entre pares (desde 0.19 a 0.61), y, especialmente, divergen con nitidez en los momentos en los que detectan los mayores niveles de incertidumbre en las diferentes facetas de la realidad internacional en las que se concentran. Ofrecen, en nuestra opinión, una buena combinación de indicadores para el sentido de esta dimensión del IEI.

En cambio, la vertiente *Proteccionismo* de nuestro indicador de entorno revela una cierta sustitución entre las dos vertientes recogidas en la misma. En efecto, como muestra el gráfico V.4., mientras la medición del proteccionismo arancelario muestra una tendencia a la reducción del mismo, aunque se trate de una suave y limitada, la intensificación del

grado de protección introducido mediante mecanismos distintos a los aranceles ha ido creciendo desde la Gran Recesión a la actualidad, y ello pese resultó intenso ya desde esa gran crisis. Interesa, por tanto, combinar ambos factores en esta dimensión³⁶.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC; GTA.



Fuente: elaboración propia. Datos: BM; Transparencia Internacional; Instituto Legatum.

Finalmente, la evolución de los tres índices que integran la dimensión *Calidad Institucional* del IEI aparece en el gráfico V.5. Conviene tomar en consideración dos aspectos de estos indicadores que los hacen, a priori, menos susceptibles de identificar las tendencias en el comercio internacional. Por una parte, son indicadores de perfil estructural, su evolución es muy pausada, y aunque, como hemos comentado al presentar esta dimensión, cabe esperar que un fuerte deterioro institucional, por ejemplo, castigue el comercio de una economía con el resto del mundo (además de sus variables macroeconómicas en general), cambios drásticos en estos indicadores año a

³⁶ Por la no disponibilidad de datos sobre el protecciónismo no arancelario en el año 2008, este subíndicador se construirá a partir del año 2009.

año son muy infrecuentes. Segundo, los mejores resultados en todos ellos corresponden a los países desarrollados, en general menos capaces, precisamente en ese alto grado de desarrollo, de mostrar ya altas tasas de crecimiento del comercio. Pero, siendo los que más pesan todavía hoy en el comercio mundial, es complicado que los tres indicadores (ponderados siempre por el peso de las 66 economías en el comercio mundial) puedan modificarse lo suficiente como para detectar cambios ostensibles en ese comercio. Con todo, estimamos conveniente mantener, al menos en la presentación inicial, esta dimensión de nuestro indicador compuesto.

Esperamos reencontrar de nuevo al lector de esta sección en el *Informe Trimestral de enero de 2025* para empezar a mostrarle los resultados del IECI.