

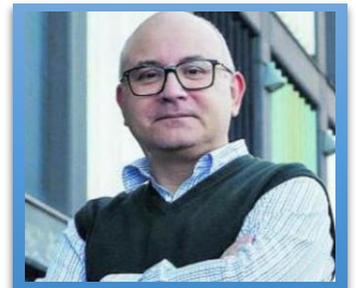
Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



VNIVERSITAT
E VALÈNCIA

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Julio-2024



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

Informe completado el 15 de julio de 2024

INTRODUCCIÓN

El año 2024 se está caracterizando por la confluencia de procesos electorales en buena parte de las principales economías, tanto desarrolladas como emergentes. Por supuesto, la serie de convocatorias culminará con las elecciones presidenciales en Estados Unidos, “el primer martes después del primer lunes de noviembre”, como reza la tradición (5 de noviembre, en este caso). Tanto en este *Informe Trimestral* como en el próximo, en nuestra sección *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, ofreceremos algunas reflexiones, números en mano, sobre la trayectoria reciente de la economía estadounidense, en relación con su propio pasado y con la evolución reciente de las grandes economías del G7. Además, en nuestro *Foco de Atención* entraremos en mayor detalle en el desequilibrio de las finanzas públicas del país, que ha suscitado un coro de alarmas internas y externas en las últimas semanas.

Pero, en esta reflexión inicial del *Informe de julio*, queremos destacar a nuestros lectores que existe una única línea que comparten las propuestas económicas de *todos* los nuevos gobiernos (o candidatos) de los países que han convocado o van a convocar a sus ciudadanos a votar. Tanto si las elecciones han sido una farsa (Rusia), han reafirmado con contundencia al gobierno ya vigente (México) o a la oposición anterior (Reino Unido), han obligado a formar nuevas coaliciones tras largos períodos de dominio de un único partido (India, Sudáfrica) o han deparado un panorama de gobernanza casi imposible (Francia), siempre encontramos una prioridad en las políticas económicas anunciadas: una intensa política industrial (que se adorna, según los casos, como estratégica, transformadora, defensora del interés nacional...) que, también en todos los casos, desprende un inequívoco aroma proteccionista. Por supuesto, Estados Unidos está (y estará, gane quien gane las elecciones) al frente de esta tendencia. Es de temer que deberemos retornar con frecuencia en el futuro sobre el peligro potencial que de la simultaneidad de tales actuaciones se deriva, en términos de fragmentación de la globalización y freno al crecimiento y el comercio globales, justo cuando un (moderado) optimismo se ha transmitido desde diferentes organismos internacionales sobre las perspectivas futuras para el comercio internacional, aspecto al que dedicaremos una de nuestras *Claves del Trimestre*.

Entre éstas y junto a las ya citadas, también abordaremos algunas de las dificultades que se han creado (y alguna otra que puede surgir) algunos de los principales Bancos Centrales occidentales con los instrumentos que han incorporado a su arsenal en la pasada década; comprobaremos, con el paradigmático caso turco, cuán difícil es domeñar la inflación cuando se permite que se desanque; veremos si la trayectoria económica británica reciente ha sido diferencialmente tan adversa como habitualmente se subraya; o listaremos a los grandes damnificados de las turbulencias de los últimos años, los (no pocos) países, con alguna sorpresa, que han visto disminuir su PIB per cápita desde 2019 a 2024.

Antes, procederemos a la habitual actualización de los *Precios Internacionales de Referencia*, comenzando con el inicio, justificadamente tímido, de la relajación monetaria en Occidente (mientras apenas prosigue en el mundo emergente). Revisaremos igualmente el comportamiento de los mercados de materias primas (y, en este ámbito, los esfuerzos de la OPEP por evitar el retroceso de los precios del crudo, pese a que la

combinación de oferta de otros productores y demanda con escaso dinamismo debiera producir ese descenso), así como la trayectoria de las principales divisas internacionales. Aun encontraremos espacio en las *Claves del Trimestre* para ligar (o no) la evolución de otras monedas emergentes con las decisiones de modificación de los tipos de interés de sus autoridades monetarias, siempre pendientes de los costes de alejarse del comportamiento de la Reserva Federal en términos de la inflación inducida por rebajas de tipos que debiliten sus respectivas divisas respecto al dólar.

Finalmente, en nuestras *Reflexiones sobre el Comercio Internacional*, proseguiremos con el ejercicio iniciado el pasado *Informe de enero*, analizando el comportamiento de las exportaciones españolas durante las dos últimas décadas, incidiendo en características relevantes de los mercados de destino, para detectar cambios en los patrones exportadores españoles más allá de las economías individuales. En este caso, emplearemos como variable crítica el grado de intensificación del proteccionismo (cuestión, como ya hemos indicado, de plena actualidad) de nuestros socios comerciales, y cómo se han venido distribuyendo las exportaciones españolas en función de esa evolución.

Alcanzamos con el presente los dos años (noveno informe) de nuestros *Informes Trimestrales*, realizados en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, y, como siempre, esperamos con ellos contribuir a la mejor comprensión por parte de nuestros lectores de los factores esenciales que marcan, en el ámbito económico, este tan electoral y geopolíticamente convulso año 2024.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: ¿sin control ni freno?

Cuando el Fondo Monetario Internacional alerta sobre la urgencia de resolver el desequilibrio fiscal de uno de sus miembros, y afirma que las propuestas de los candidatos a presidir ese país en los próximos años son abiertamente perniciosas para recuperar la senda de la sostenibilidad fiscal, la preocupación de analistas, mercados, y ciudadanos suele ser apreciable. Cuando el principal órgano de evaluación independiente del propio país plantea una visión incluso más negativa, se debiera esperar una respuesta inmediata de los responsables de la política económica. No es muy probable que la veamos ni a corto ni, muy posiblemente, a medio plazo. Bienvenidos a Estados Unidos, 2024.

En efecto, el FMI, apelando a su condición de “voz de la razón”¹, hace notar en su revisión anual de la situación del país (Article IV²) que los déficit crónicos en las cuentas públicas del país amenazan con incrementar la deuda acumulada hasta niveles que pueden convertir la financiación de la misma en un serio problema, con implicaciones adversas no solo para Estados Unidos, sino para el conjunto de la economía global, dado el papel del dólar como moneda de reserva. El FMI se atreve incluso a sugerir a los dos candidatos presidenciales que se planteen cuidadosamente la necesidad de incrementar los impuestos, sano consejo que, muy probablemente, será ignorado.

Estas reflexiones se solapan prácticamente en el tiempo con el último informe de la independiente Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO)³, mostrando un deterioro de la posición fiscal del país tanto en el corto como en el medio plazo, y ello asumiendo que expiran los recortes fiscales establecidos por la Administración Trump en 2017, que se prolongarían en caso de una victoria del candidato Republicano en noviembre, con un coste adicional (por menor recaudación) de entre 4 y 5 billones de dólares. Incluso sin este factor, el crecimiento de la deuda pública implica que el gasto en intereses de la misma excede ya el total dedicado a defensa nacional (esa partida tan sagrada para los dos grandes partidos estadounidenses) en 2024, y lo superaría en un 50% en una década, cuando ese pago de intereses sería, según el CBO, equivalente a todo el gasto en Medicare, el mayor programa público de gasto sanitario del país, centrado en las personas de 65 años o más (y menores de esa edad con discapacidades).

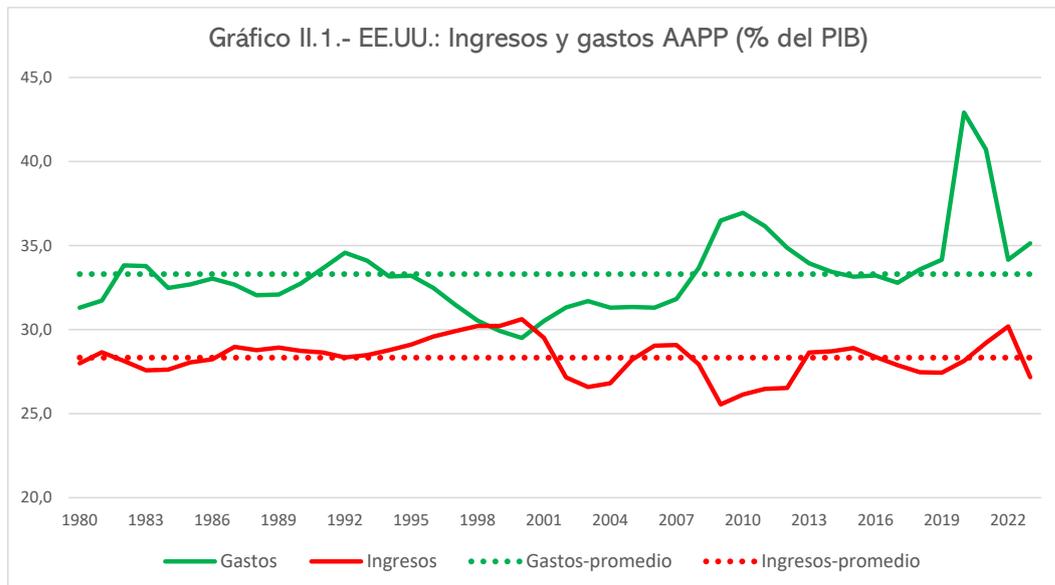
En lo que sigue, realizamos algunas reflexiones propias al respecto, y, en especial, nos plantearemos por qué el problema parece generar escaso interés entre políticos y mercados, pese a la inquietud que suscita entre los expertos. Comencemos con una visión de largo plazo sobre los ingresos y gastos para el conjunto de las Administraciones Públicas (gráfico II.1). Tres rasgos destacan especialmente: primero, la diferencia media de ingresos y gastos asciende a nada menos que cinco puntos sobre el PIB (durante más de cuatro décadas!), por lo que, pese a las más o menos estridentes y ocasionales proclamaciones en sentido contrario (sobre todo, cuando gobierna el otro partido), ni

¹ En palabras de su Directora Gerente, Kristalina Goegeva.

² Ver en: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/06/14/United-States-2023-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-534755>

³ Puede consultarse en: <https://www.cbo.gov/publication/60039#:~:text=The%20Budget%20Outlook,-Deficits&text=In%20CBO's%20projections%2C%20the%20federal,to%20%242.8%20trillion%20by%202034.>

Republicanos ni Demócratas han mostrado mayor interés real por equilibrar las cuentas públicas⁴. Segundo, no se observa el nítido carácter contracíclico que debiera presidir la política fiscal. Es cierto que la brecha entre ingresos y gastos se amplía en los momentos de grave crisis (Gran Recesión, Pandemia). También lo es que en el período de mayor dinamismo económico reciente del país, en los años centrales de la década de los noventa, esa brecha se reduce, e incluso se invierte al final de la era Clinton (1999-2000). Pero, en realidad, más allá de un modesto incremento de ingresos, es el denominado "dividendo de la paz", fruto del final de la Guerra Fría y, con él, la reducción a menos de la mitad del gasto de defensa como porcentaje del PIB, el que explica ese, muy limitado en el tiempo, período de equilibrio fiscal. Tercero, nótese cómo, mientras los ingresos fluctúan de manera limitada sobre la media de largo plazo, los gastos revelan una tendencia alcista, al menos en el pasado cuarto de siglo. Las previsiones de la CBO apuntan a la continuidad de ambas tendencias, con la segunda de ellas explicada por el incremento del pago de intereses de la deuda y los costes derivados del envejecimiento de la población.



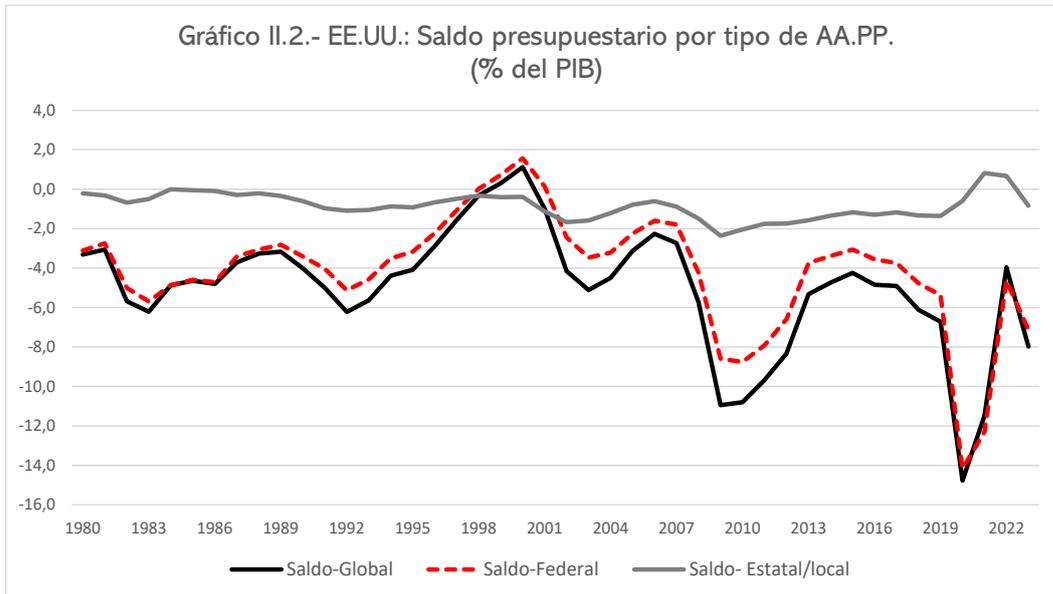
Fuente: elaboración propia. Datos: Bureau of Economic Analysis.

Al contrario de lo que ocurre en otros países con alto grado de descentralización, en Estados Unidos el desequilibrio presupuestario se deriva en su casi totalidad del procedente del Gobierno Federal (gráfico II.2). Por supuesto, no se pueden separar de manera drástica las cuentas de la AA.PP. central de las de los Estados Federados y los Gobiernos Locales⁵, pero estos últimos cuentan con varios mecanismos, diferentes según los casos, que garantizan menores desviaciones en sus cuentas. Así, son generalizadas las provisiones que impiden cualquier tipo de déficit (o lo limitan mucho) en los

⁴ No obstante, no se puede afirmar que el comportamiento de ambos partidos sea el mismo. Remitimos al lector al detallado análisis al respecto que presentamos en nuestro *Informe de julio de 2023* (pp. 16-18).

⁵ Por ejemplo, los superávits de esos Gobiernos Estatales y Locales en 2021 y 2022 provienen de las enormes transferencias de fondos del Gobierno Federal, fruto de los planes de recuperación tras la pandemia y de los nuevos programas estructurales puestos en marcha por la Administración Biden, en parte articulados con fondos federales pero con gestión de los gobiernos de rango inferior.

prepuestos de esos gobiernos subfederales. Además, abundan los denominados “rainy day funds” o reservas presupuestarias acumuladas y prestas a ser empleadas en períodos de recesión y/o turbulencias económicas.

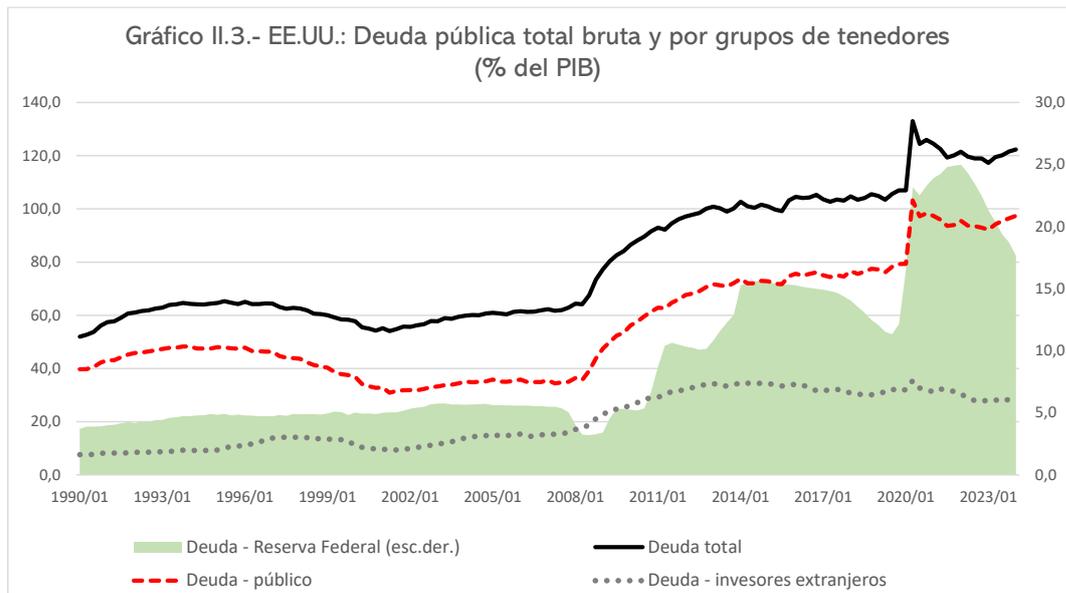


Fuente: elaboración propia. Datos: Bureau of Economic Analysis.

Con independencia de su procedencia concreta, el casi perenne déficit acumulado por las AA.PP. de Estados Unidos tiene la previsible traducción en la trayectoria de la deuda pública. El gráfico II.3 muestra la evolución de la misma desde 1990, así como la del porcentaje correspondiente a determinados grupos de tenedores. Puede comprobarse que la duplicación desde un nivel de deuda más o menos estable alrededor del 50% del PIB se inicia con la Gran Recesión y da un segundo y muy abrupto salto con la respuesta a la COVID-19. Junto a una mínima flexión a la baja a finales del pasado siglo, resultado del ya referido superávit en el tramo final de la era Clinton, solo se ha producido un descenso en 2021 y 2022, completamente espurio, en la medida en que se deriva de una inflación desatada y no esperada, no de una mejora del crecimiento o de las cuentas públicas⁶.

La mayor parte de la deuda está sistemáticamente en manos de los inversores privados, siendo esta la cifra que a veces se proporciona en ciertos análisis y que introduce cierta confusión en los datos. A su vez, el peso de los tenedores foráneos (en parte públicos, en parte privados, por lo que no son categorías directamente agregables) se multiplicó por cuatro desde inicios de los noventa hasta los años posteriores a la Gran Recesión, para estabilizarse desde entonces. Este proceso, que no ha requerido remuneraciones especialmente elevadas, denota que la demanda global de deuda pública estadounidense, el activo que ejerce de piedra angular de los mercados internacionales de capital, es amplia y constante.

⁶ Recuérdese que, en el tipo de interés de la deuda hay una fracción que corresponde a la compensación por la inflación esperada. Una sorpresa inflacionista como la del inicio de esta década permite reducir el volumen de deuda, generando un claro perjuicio a los tenedores de la misma, “engañados” por ese crecimiento no previsto, y no incorporado al tipo de interés que reciben, de los precios.



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

Pero es el área sombreada del gráfico II.3 la que esconde la explicación de la facilidad con la que Estados Unidos ha financiado la más que cuadruplicación de su deuda pública entre 2004 y 2023 (duplicación en relación al PIB): el excepcional aumento de la posición en el balance de la Reserva Federal de esa deuda. A principios de los años noventa, apenas superaba los 200 millardos de dólares, menos del 4% del PIB, porcentaje que se mantenía a comienzos de 2009 (aunque, por el propio crecimiento de la economía, el volumen se situaba en el medio billón de dólares). Desde entonces, y a través de los diferentes programas (de siglas infinitas) de expansión cuantitativa, la Fed llegó a acumular 6.25 billones de dólares de deuda pública (un 25% del PIB)⁷. Esto no solo supone sacar del mercado una parte muy considerable del incremento del endeudamiento público, sino abaratar el resto del mismo, al existir un “demandante de último recurso”, garantía para el resto de los inversores.

Que esto constituya o no un ejemplo de “primacía fiscal”, un escenario en el que la política monetaria responde más a la conveniencia de la autoridad fiscal que la de la economía, ha sido objeto de amplio debate, pero su efecto práctico es inequívoco. Como también lo es que esto ha restado trascendencia a una escalada del nivel de deuda a priori alarmante.

Por supuesto, existe un segundo elemento que ayuda a la financiación estadounidense, la abarata y convierte en poco controvertido ese aumento de la deuda: ¿cuál es la alternativa, segura y estable, para esos billones de dólares invertidos en el Tesoro estadounidense? Si el euro se postuló como tal en algún momento, la crisis de la deuda de la periferia de la Eurozona y la falta de integración, todavía hoy, de los mercados europeos de capital, eliminaron esa posibilidad. La libra y el yen corresponden a dos economías cada vez menos relevantes a escala global; el franco suizo, como los dólares australiano o canadiense, nunca han tenido detrás el respaldo de economías y mercados de tamaño suficiente. Y, desde luego, nadie concibe seriamente el renminbi como

⁷ Sumando otros activos, el balance de la Fed alcanzó el cénit en cerca de los 9 billones de dólares.

alternativa mientras los mercados y los movimientos de capital chinos, como la propia divisa, estén sometidos a cortapisas, restricciones y decisiones potencialmente arbitrarias de las autoridades.

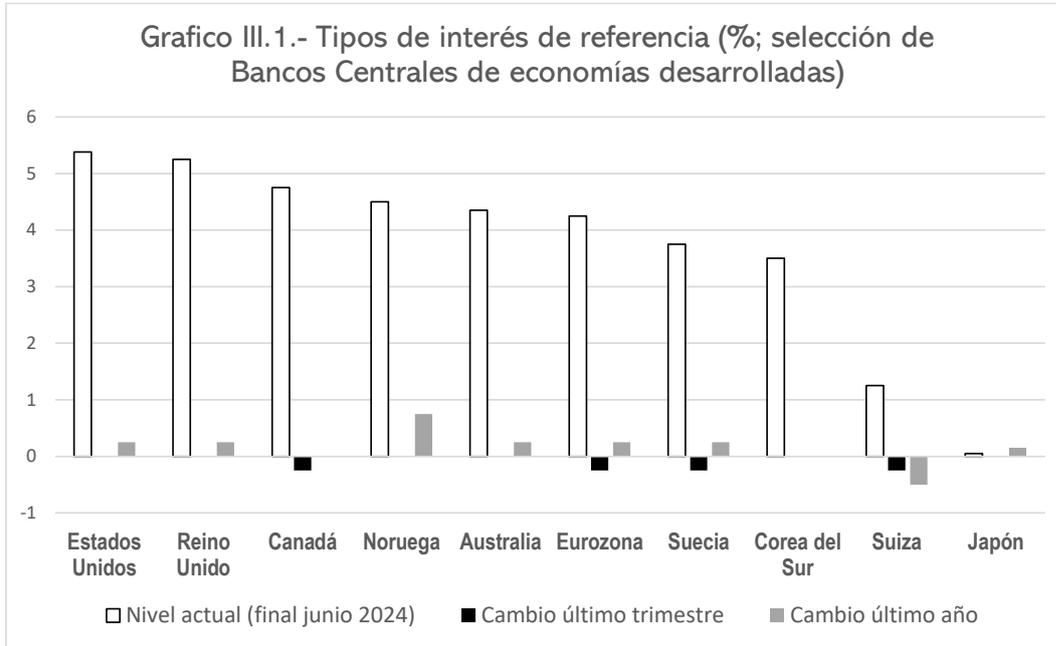
Así que solo queda el dólar. ¿Para siempre? Eso es mucho decir. La Reserva Federal está normalizando el tamaño del balance⁸, y ello implica que la deuda pierde ese “comprador de último recurso”, y, sumando este factor a la normalización de los tipos de interés, el coste de la misma en los próximos años, como bien alerta la CBO, va a ser sustancialmente superior (no solo por el volumen total de deuda, sino por unidad de deuda) al de los pasados. Además, los retos estructurales que van a definir el futuro, estadounidense y global, es decir, el cambio climático, el envejecimiento demográfico, las tensiones geopolíticas y consiguiente incremento del gasto de defensa, entre otros, conllevan inversiones/gastos de excepcional magnitud, que harán muy complicado reducir el peso del gasto público sobre el PIB. Incorporemos al escenario, en particular en caso de victoria electoral del partido Republicado en noviembre, sensibles reducciones de impuestos y una política internacional, no solo económica, que redundará en tensiones con un número creciente de países, a los que les resultará cada vez más difícil (o imposible, si las sanciones los excluyen del sistema monetario internacional) confiar en el billete verde como divisa de referencia.

En definitiva, el dólar permanece más por defectos ajenos que por méritos propios como eje de la economía global. El masivo y creciente desequilibrio presupuestario estadounidense constituye una amenaza (no la única) al mantenimiento de esa primacía monetaria. No va a resultar sencillo que, como ocurrió en su momento cuando la libra esterlina dejó paso al dólar en ese rol de moneda de reserva, éste, a su vez, sea desplazado por otra divisa. Pero es menos improbable que, como también amenaza con ocurrir en materia de comercio e inversión, se pudiera producir una fragmentación también del marco monetario global.

⁸ Hasta ahora, su tenencia de deuda pública ha disminuido en billón y cuarto de dólares, sin alteraciones relevantes en los mercados, pese a las dudas suscitadas el inicio de esta denominada “restricción cuantitativa”.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



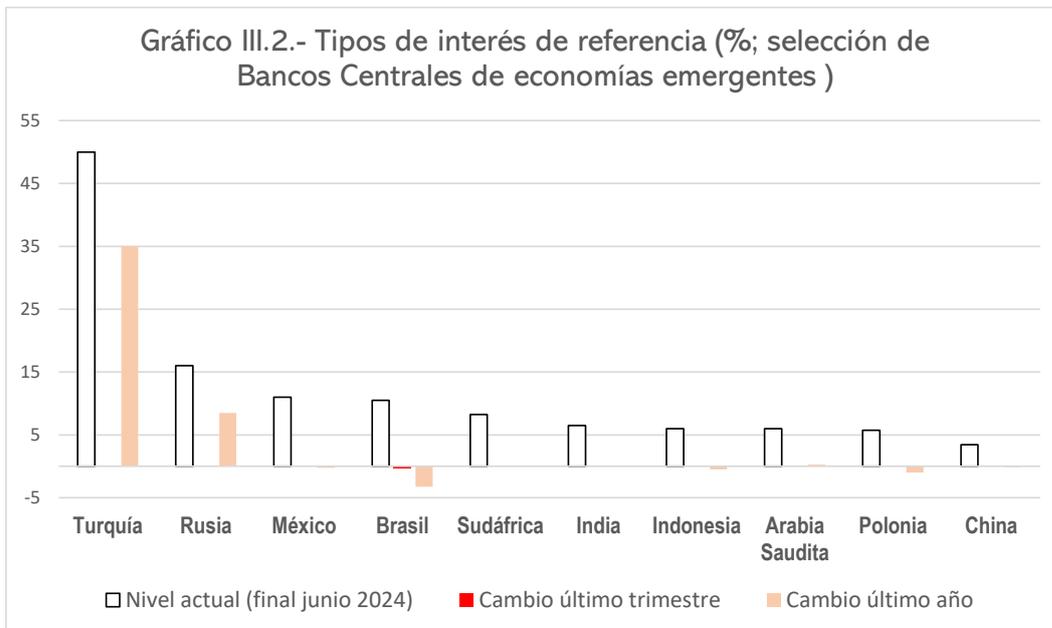
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Los recortes en los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales occidentales empiezan a generalizarse (gráfico III.1). El hecho de que el BCE se haya sumado a quienes ya habían comenzado el proceso amplía considerablemente el número de países que contemplan el inicio de una relajación monetaria.

Pero hay tres consideraciones relevantes que limitan la intensidad de este inicio del ciclo. Primero, como hemos venido analizando en *Informes* anteriores, el comportamiento intensamente alcista tanto de los precios de los servicios como de los salarios genera cierta incomodidad en las autoridades monetarias a la hora de dar continuidad a los recortes de tipos. Lo harán, pero a un ritmo pausado. Segundo, los dos principales países anglosajones, con mercados laborales robustos y descensos de inflación menos pronunciados que, por ejemplo, en la Europa continental, aún no se han sumado a la tendencia general de reducir tipos. No obstante, es probable que lo hagan al final del presente trimestre. En Estados Unidos, los últimos datos de creación de empleo, endeudamiento de las familias y confianza de los consumidores sugieren un enfriamiento de la economía que puede ser suficiente para que la Fed actúe antes de lo que se espera mayoritariamente (primer descenso a final de 2024, evitando mover los tipos en la recta final de la campaña presidencial). En el Reino Unido, con la estabilidad política ganada tras las recientes elecciones, la moderación del programa económico del Programa Laborista y una sensible reducción reciente de la inflación abren las puertas a un pronto recorte de tipos por parte del Banco de Inglaterra.

El tercer factor que restringe la relajación monetaria acumulada en las economías desarrolladas es que el Banco de Japón se halla en el inicio de un, apenas perceptible, movimiento en sentido opuesto. Nos resulta poco probable que el endurecimiento

monetario en Japón se acelere, pero, cuanto menos, la perenne debilidad del yen supone un elemento que empuja en esa dirección, porque sigue manteniendo la inflación en el país por encima del objetivo... aunque los responsables monetarios nipones parecen estar mucho más preocupados por evitar el regreso a una inflación nula o negativa que por esa desviación por encima del 2%.

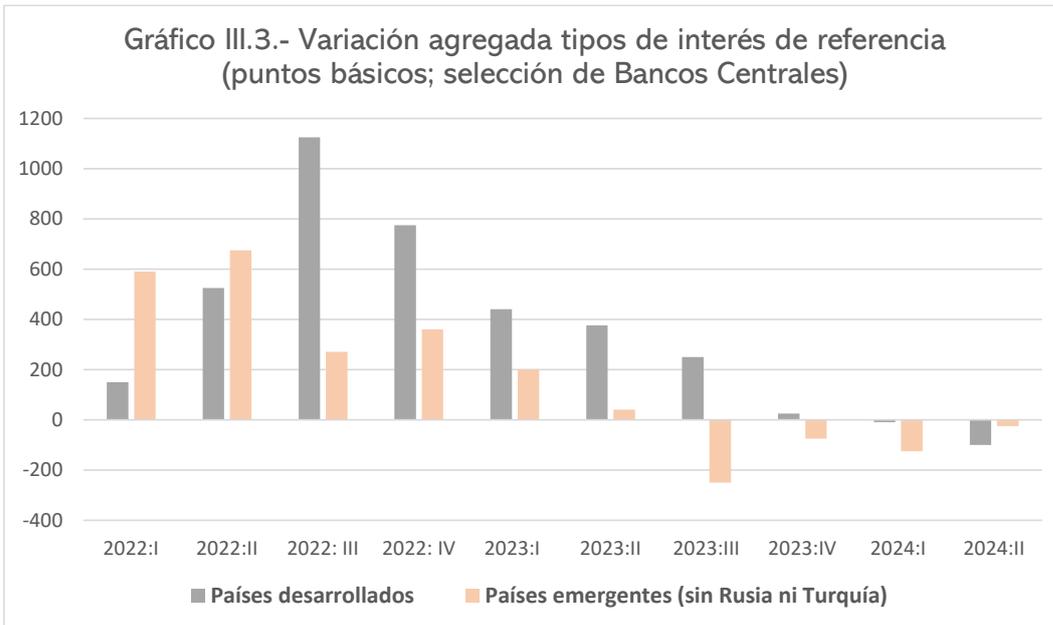


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Por su parte, en los países emergentes (véase el gráfico III.2) encontramos una virtual parálisis en la evolución de los tipos de interés en el pasado trimestre. Continúan los temores a intensificar el crecimiento de precios (todavía un punto excesivo en buena parte de esos países) a través de la depreciación de las divisas ante un dólar estadounidense que seguirá fuerte al menos mientras la Reserva Federal no mueva ficha en forma de recortes de tipos. No olvidemos, además, que el encarecimiento de la deuda emitida en dólares (cuando se traduce a las divisas de los países emergentes) es otro coste a evitar.

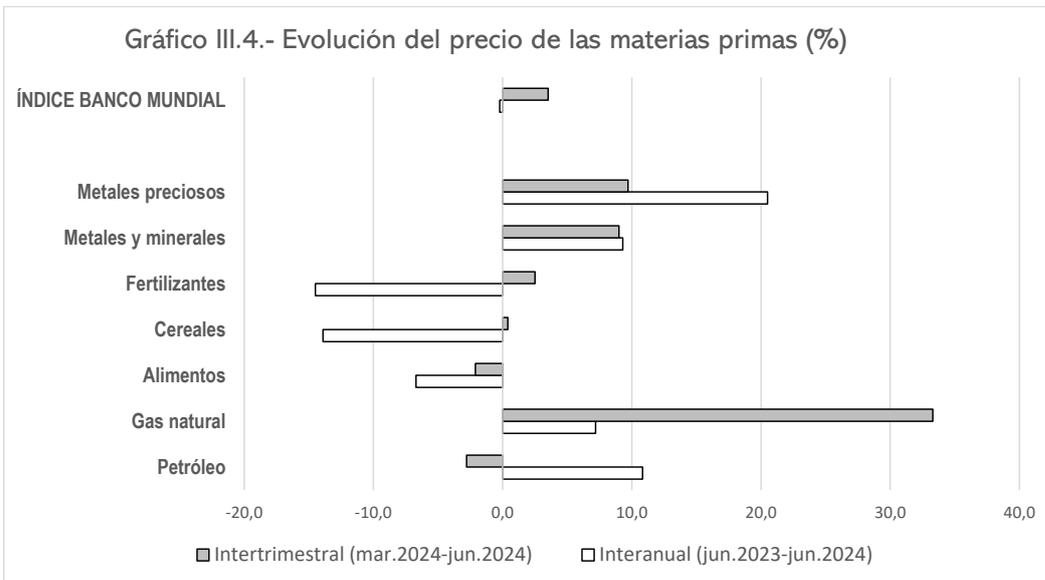
En sentido opuesto, las autoridades monetarias que se encontraban en pleno ciclo de subidas, como Rusia o Turquía, ante los severos problemas internos de inflación, han adoptado una pausa en estos últimos meses, quizás convencidas (con cierto optimismo, sobre todo en el caso turco) de que los efectos retardados de las subidas acumuladas con anterioridad serán suficientes para encauzar la situación. Volveremos sobre el singular caso de Turquía, tan apreciado en estas páginas como modelo de lo que *no* debe hacerse en la gestión monetaria, en nuestras *Claves del Trimestre*.

En conjunto, especialmente si la Fed entiende la conveniencia de reducir los tipos de partir del otoño, cabe esperar una progresiva recuperación de la relajación monetaria en el mundo emergente, que, como hemos referido y puede comprobarse en el gráfico III.3, se ha prácticamente congelado en el segundo trimestre de 2024.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Una modesta caída del precio del petróleo y los alimentos (véase el gráfico III.4) en el pasado trimestre ha permitido compensar en el conjunto del Índice de Materias Primas del Banco Mundial el fuerte ascenso del precio del gas natural, que ha rebotado tras un semestre precedente de considerables descensos. Junto a éste, se observa también una trayectoria alcista de los índices de metales y minerales (con perspectivas algo más favorables respecto al comportamiento de la demanda mundial, en especial en China) y de los metales preciosos, singularmente el oro⁹ que ha continuado su escalada, ya

⁹ El platino, por ejemplo, con mayor relevancia de sus usos industriales, se adecúa más al crecimiento de los precios de un dígito de metales y minerales no preciosos.

analizada en nuestro pasado *Informe de abril*, con un ascenso del 21% en los pasados nueve meses.

Resulta reseñable la estabilidad del precio del petróleo durante el pasado año y medio, moviéndose casi siempre en una banda entre los 70 y los 90 dólares por barril¹⁰, con un promedio de 80 dólares. Lógicamente, mientras el tibio crecimiento de la economía global y el aumento de la oferta por parte de diversos productores ajenos a la OPEP debieran haber conducido ese precio del crudo a la baja, se podría alegar que la continua incertidumbre geopolítica y las sanciones a productores críticos ejercen presión compensatoria en sentido opuesto. Siendo cierto, la realidad es que el cártel OPEP + Rusia sigue teniendo que moverse lejos de su capacidad de producción potencial (más de cinco millones de barriles diarios por debajo) para sostener ese precio. La reciente decisión del grupo de prolongar recortes de algo más de tres millones de barriles diarios nada menos que hasta finales de 2025 asegura un suelo para el precio, y permitiría una cierta escalada de este si se eleva el dinamismo de la economía mundial. Mientras la OPEP + Rusia prosigan con su razonable disciplina en el cumplimiento de sus pactos, parece imposible que amenazas (poco meditadas) como la del Presidente Biden de liberar parte de la reserva estratégica de crudo de Estados Unidos (siempre con el objetivo último de reducir la inflación, que tanto está penalizando las perspectivas electorales de su Administración) alteren la trayectoria de los precios.

C.- Principales divisas

Por su parte, las principales divisas internacionales, con una remarcable excepción, han mostrado un comportamiento muy estable en los pasados tres meses (véase el gráfico III.5), con el dólar estadounidense y su homónimo australiano apreciándose de manera diferencial. La relativa fortaleza de ambas economías, el hecho de que el ciclo de descensos de tipos de interés sigue sin iniciarse¹¹, y, en el caso australiano, una mejora de las relaciones con China, con un impacto favorable inmediato en la actividad exportadora, justifican esa revalorización.

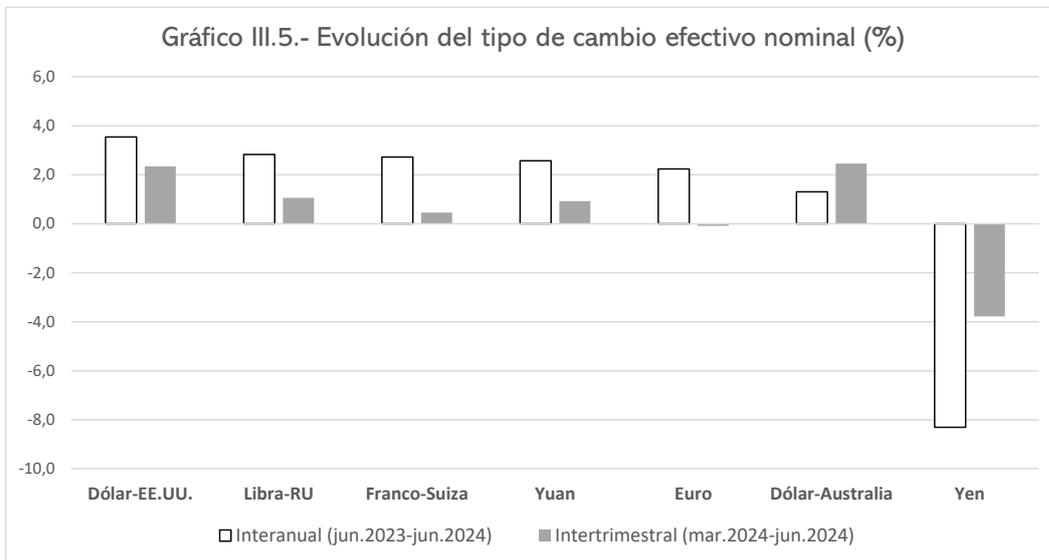
En todo caso, lo más destacado en términos de evolución de las grandes monedas globales es la depreciación del yen, casi de un 4% en el pasado trimestre (en términos efectivos¹²), que eleva la pérdida interanual al 8.3%. Esto acontece incluso con lo que los operadores de mercado perciben como intervenciones semi encubiertas del Banco Central japonés para reforzar su moneda. Mientras el diferencial de tipos de interés respecto al dólar siga superando los 500 puntos básicos (con distancias menores, pero también muy significativas, respecto a las restantes divisas centrales) le va a resultar muy complicado a las autoridades nipones revertir esa trayectoria descendente del yen. Los "carry trades" (endeudarse en yenes para invertir en activos nominados en monedas que proporcionan al inversor una rentabilidad superior) siguen resultando tan

¹⁰ Media de los tres principales tipos de crudo, Brent, WTI y Dubai.

¹¹ Aunque en escaso número, hay analistas que consideran que el próximo cambio de política monetaria de ambos Bancos Centrales será al alza, no a la baja.

¹² Es decir, respecto al conjunto de los socios comerciales de Japón, con cada divisa ponderada por la importancia del comercio japonés con el país respectivo.

beneficiosos con riesgo limitado que ejercen una presión difícil de contrarrestar. Aunque la depreciación potencia la capacidad competitiva nipona, lo hace en menor medida que antaño, en la medida en que la fabricación de buena parte de los componentes y también de los productos finales de las multinacionales japonesas se ha deslocalizado. Mientras, esa depreciación impide un ajuste completo de la inflación a la baja, por el impacto del encarecimiento de los bienes importados, en especial la energía. La respuesta de manual a estas circunstancias, claro está, sería proseguir con una cierta normalización de los tipos de interés que, en paralelo a los descensos en otros espacios económicos desarrollados, corregirían este marcado desequilibrio, sobre el que tanto Gobierno como Banco Central japonés han mostrado su desagrado. Pero los manuales son de poca aplicación a un país que, como apuntábamos ya con anterioridad, sigue obsesionado con la amenaza deflacionista, por mucho que la inflación lleve más de dos años por encima del objetivo.



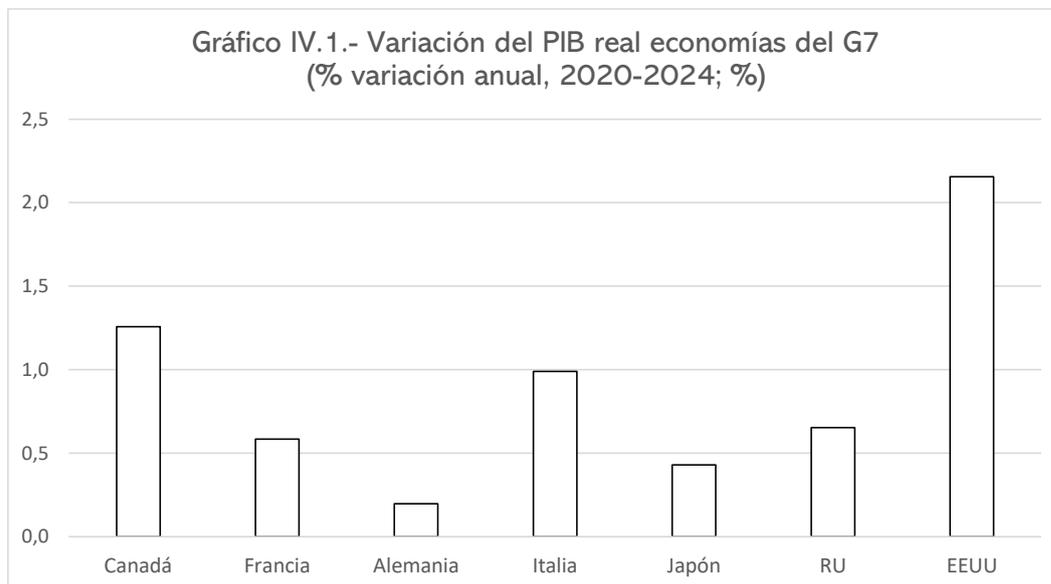
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

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

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Inevitablemente, las elecciones presidenciales en Estados Unidos (en el venidero mes de noviembre) nos inducen a ofrecer una perspectiva de qué tal ha funcionado la economía del país bajo la Administración Biden. Por supuesto, al escribir estas líneas a mediados de julio, somos conscientes de que es más que probable que esta vez “no sea la economía, estúpido”, modificando la famosa frase del asesor de Bill Clinton. James Carville, refiriéndose a la clave de las elecciones de 1992. De hecho, no está nada claro que el actual Presidente, cuyas facultades físicas y mentales están obviamente deterioradas de una manera significativa, vaya a ser finalmente el candidato Demócrata a la presidencia. Por su fuera poco, aspectos como la lucha cultural, el aborto, la geopolítica o la inmigración¹³, todos ellos con implicaciones económicas, pero no directamente propias de ese ámbito, van a ser cruciales en el resultado electoral. Pero hay al menos dos motivos para realizar el análisis que sigue: el primero, que sí existen elementos económicos, en particular la inflación, que aparecen como decisivos, según las encuestas, en la toma de posición de los ciudadanos estadounidenses. El segundo, y definitivo, es que el título de nuestros *Informes Trimestrales* reza “Situación económica internacional”, claro está.

Por ello, a continuación compararemos los resultados de variables económicas fundamentales de Estados Unidos en el período 2021-2024¹⁴ con los de las restantes economías del G7, mientras dejamos para el *Informe Trimestral de octubre* una comparación temporal más extensa con respecto a la propia trayectoria estadounidense.



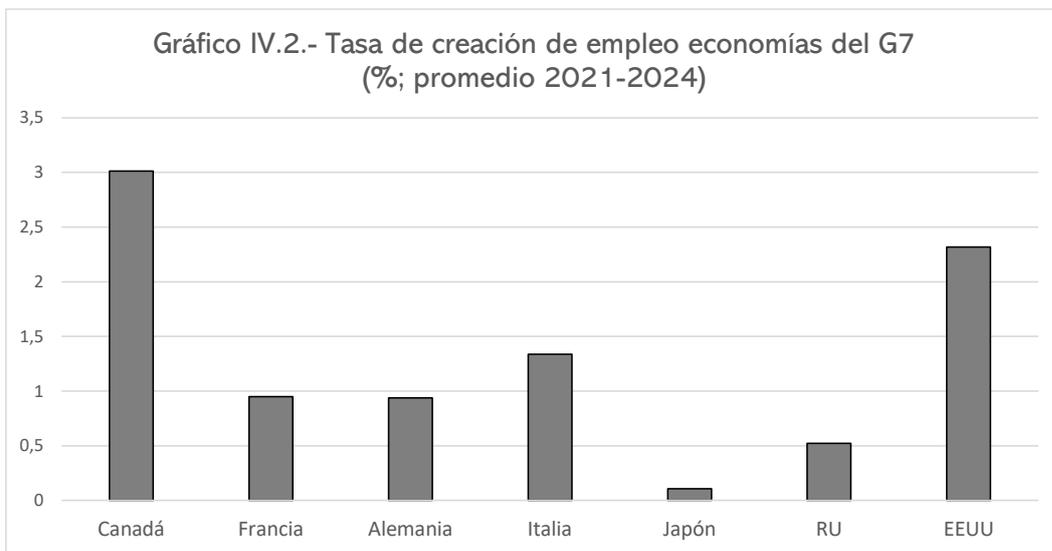
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Los datos de crecimiento son elocuentes (gráfico IV.1). Nótese que, dadas las circunstancias excepcionales de la pandemia ligada a la COVID19, y la distinta reacción en el corto plazo de las diferentes economías (la caída del PIB en Estados Unidos fue

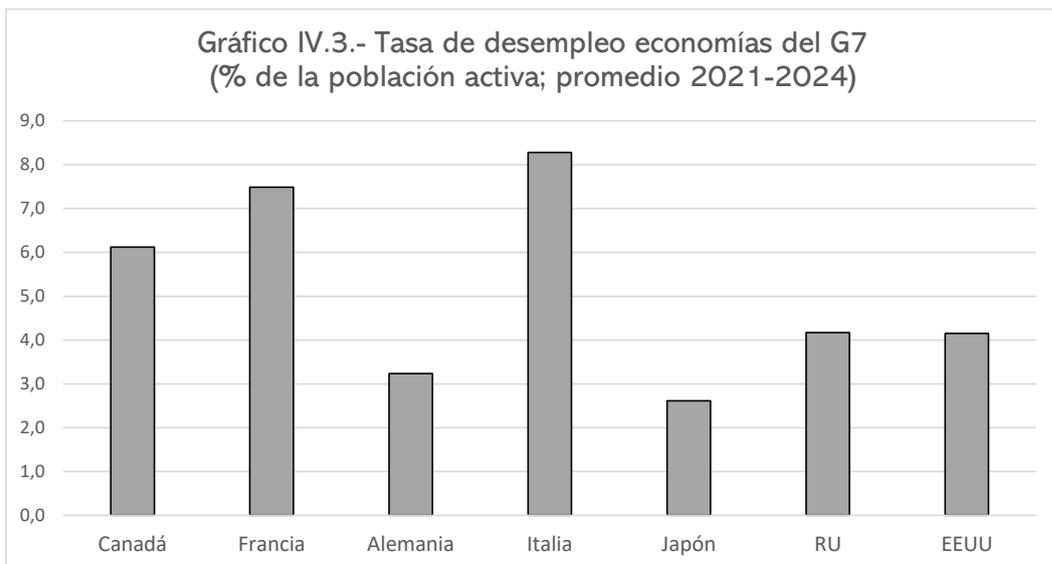
¹³ Y el recién acaecido, en el momento de cerrar este texto, atentado contra Donald Trump.

¹⁴ Los datos de 2024 corresponden a las últimas estimaciones efectuadas para el conjunto del año por el Fondo Monetario Internacional.

mucho menos abrupta que en el resto, por lo que el efecto rebote resultó necesariamente inferior), en el cómputo del PIB hemos incorporado el año 2020. Mientras las economías europeas del G7, al igual que la japonesa, ni siquiera han alcanzado el 1% de crecimiento promedio en el quinquenio, con Alemania como rezagada, Estados Unidos ha más que duplicado ese ritmo. Es una circunstancia bien conocida. Una parte de los analistas atribuye este éxito relativo a la flexibilidad de la economía estadounidense y la evolución mucho más dinámica de su productividad; otros inciden en mayor medida en factores menos estructurales (y menos meritorios), como la muy superior expansión fiscal o el inferior impacto (al menos respecto a Europa) de la crisis energética derivada de la guerra en Ucrania. Ambas aproximaciones deben combinarse para dar una explicación completa a ese diferencial de crecimiento.



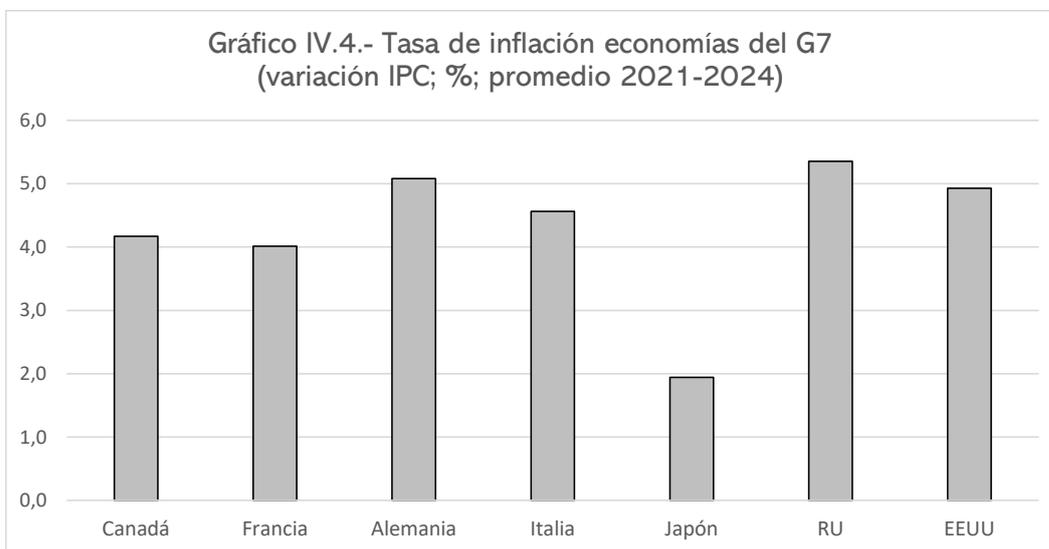
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

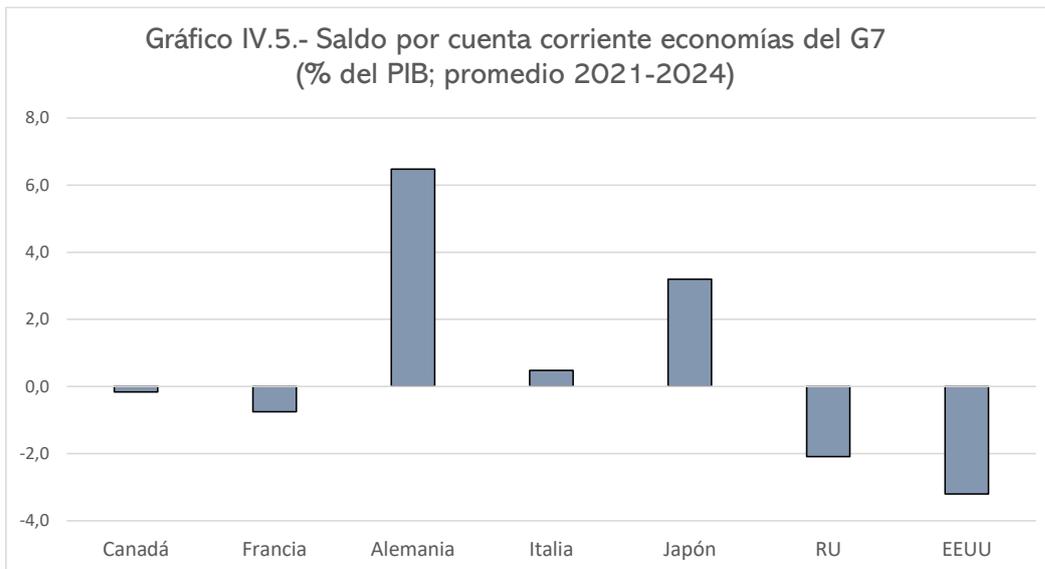
En paralelo al crecimiento económico, la economía estadounidense ha generado empleo a un ritmo superior (gráfico IV.2) al de resto de grandes economías occidentales (salvo la canadiense), aunque su desempleo medio en los últimos cuatro años no es particularmente destacable (gráfico IV.3) en el contexto general del G7. Otros países, donde las restricciones de oferta laboral empiezan a adquirir carácter estructural (Alemania, Japón, Reino Unido), parecen haber hecho un esfuerzo por mantener a los trabajadores, especialmente los cualificados, aun con un crecimiento económico sumamente limitado.

Mientras tanto, pese a la ventaja sustancial en este período derivada de ser un gran productor de hidrocarburos, al contrario que el resto de las economías del G7, y a pesar del efecto de unos tipos de interés superiores (en ambos casos, con la excepción británica), el problema inflacionista, para disgusto de los ciudadanos estadounidenses (y de la Administración Biden), no ha sido inferior en Estados Unidos (gráfico IV.4).

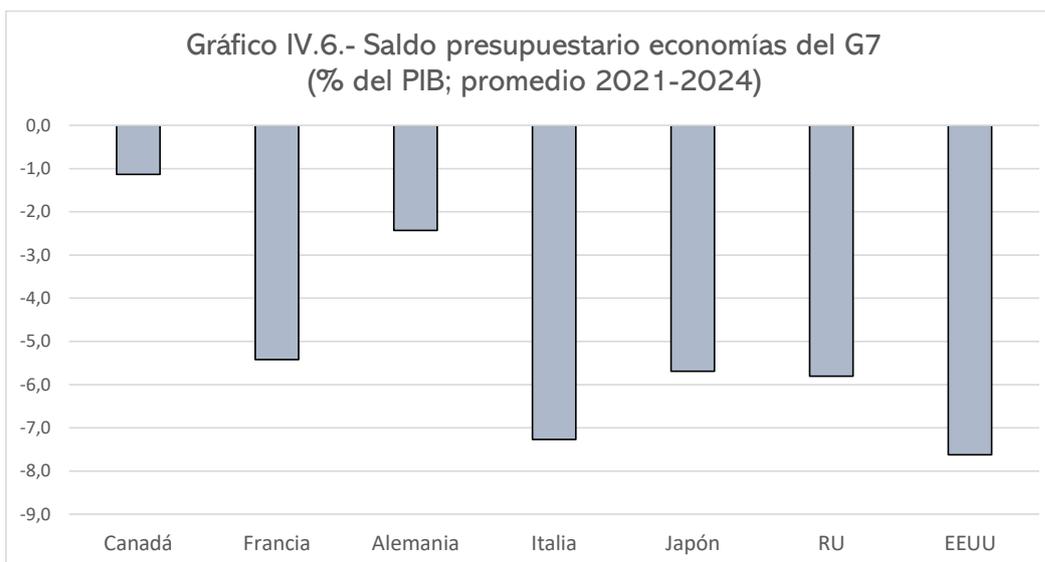


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Un dinamismo sustancialmente mayor de la demanda interna que en Europa o Japón explica que los precios no hayan seguido una trayectoria más moderada en Estados Unidos pese a los factores ventajosos referidos. Pero esa superior demanda interna, fruto de la mayor y más prolongada expansión fiscal (y de la reducción de la tasa de ahorro estadounidense respecto al período prepandemia, al contrario que en el resto del G7), además introduce desequilibrios diferenciales respecto al resto de economías aquí consideradas. En particular, acentúa los "déficit gemelos", por lo demás habituales desde hace décadas en Estados Unidos. En efecto, y pese al mayor crecimiento del PIB, tanto la balanza por cuenta corriente (gráfico IV.5) como el saldo presupuestario (gráfico IV.6) estadounidenses ofrecen los valores más adversos entre los grandes países occidentales en el cuatrienio 2021-2024. En consonancia con el segundo de los dos déficit, aun contando de nuevo con ese mayor crecimiento y con la financiación preferencial que recibe Estados Unidos por la condición del dólar como moneda de reserva global, el aumento de la deuda pública del país (gráfico IV.7) ha sido superior a la de la mayoría de los países del G7.



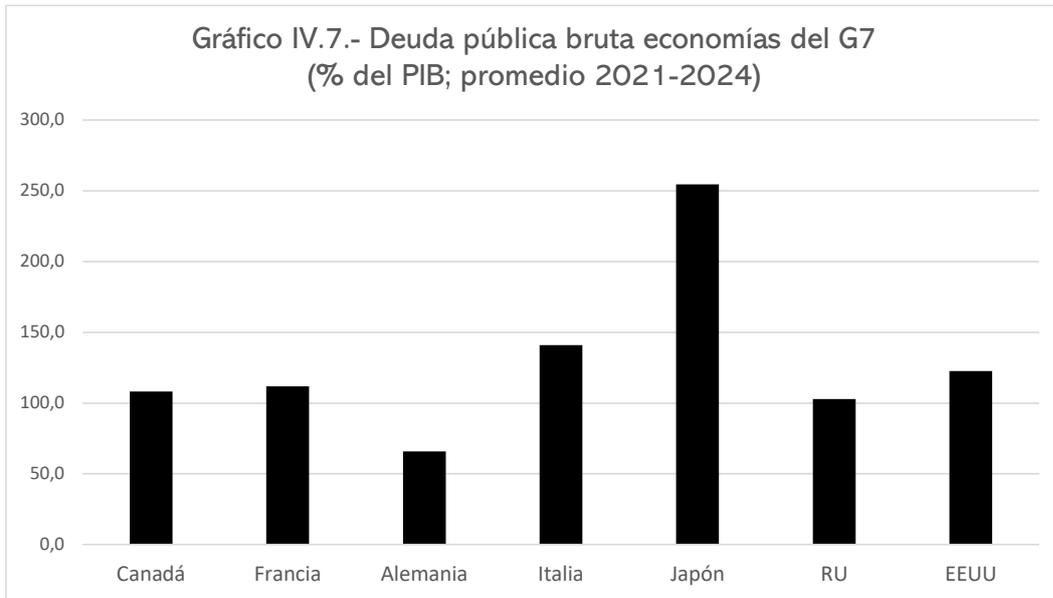
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



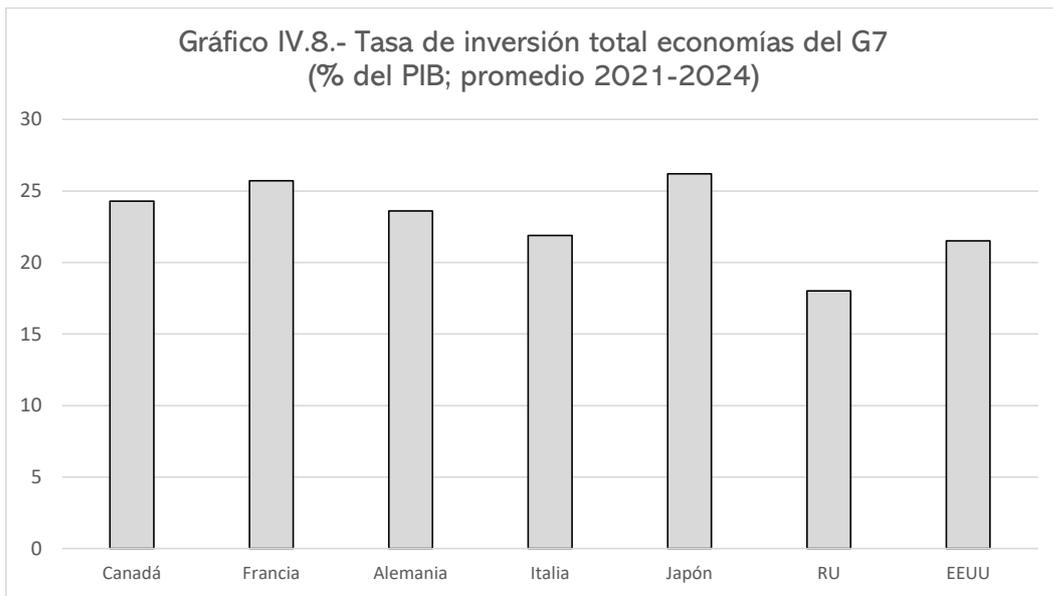
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Un apunte adicional sobre ese mayor dinamismo de la demanda interna estadounidense: pese al indudable efecto ya a corto plazo, que tendrá continuidad en el futuro, de los programas de inversión (alta tecnología, transformación verde, defensa) impulsados por la Administración Biden, lo cierto es que la tasa de inflación global del país ha sido inferior (gráfico IV.8) a la de todas las grandes economías desarrolladas, salvo la del Reino Unido. Es decir, el crecimiento de la demanda se ha concentrado en un avance del consumo, tanto público como privado, mucho más intenso que en Europa o Japón.

En definitiva, no pudiéndose negar que el crecimiento estadounidense de los últimos años sobresale respecto al de sus principales pares en el mundo desarrollado, este proceso positivo ha llevado aparejado un nivel de desequilibrios macroeconómicos sensiblemente superior al del resto del G7. Por tanto, el reverso de la moneda es claramente menos favorable.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



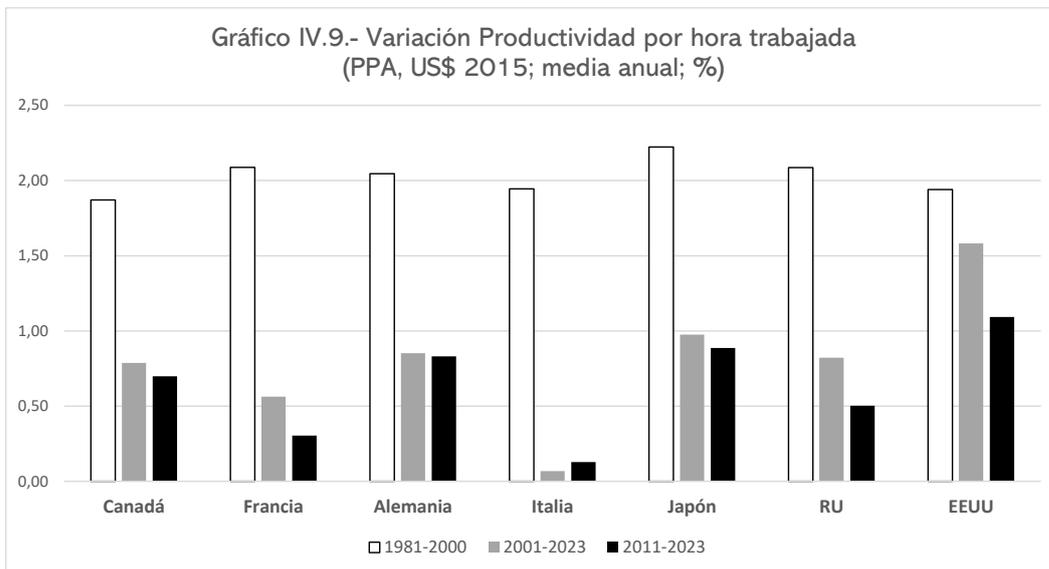
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Entonces, ¿es “solo pan para hoy, hambre para mañana” el mayor crecimiento de la economía estadounidense? En absoluto. Los desequilibrios referidos están ahí, y son relevantes, pero la variable más determinante para el futuro económico de un país, la productividad del trabajo, juega en favor de Estados Unidos respecto a sus socios del G7. Como muestra el gráfico IV.9, con una visión de medio plazo, mientras la ralentización de la productividad por hora trabajada en relación con el final del siglo XX¹⁵ resulta notable, generalizada y preocupante en todas las grandes economías occidentales, lo ha sido apreciablemente menos en Estados Unidos, tanto si consideramos el conjunto del siglo XXI como si circunscribimos la comparación al período posterior a la Gran Recesión.

¹⁵ Esa evolución es aún más desfavorable si llevamos la comparación más atrás en el tiempo.

Esa ventaja, fruto del mayor esfuerzo inversor (aquí sí) en los sectores económicos de vanguardia, la superior financiación a compañías innovadoras, el más alto grado de flexibilidad en los procesos de creación y quiebra de proyectos empresariales y la conexión más cercana de sus centros de conocimiento con el mundo de los negocios, entre otros factores, sigue siendo el mejor activo de Estados Unidos en relación con el resto de los miembros del G7.

No cabe duda de que la Administración Biden y programas como la Infrastructure Investment and Jobs Act o la Inflation Reduction Act han contribuido, y lo harán en los años venideros, a mantener esa ventaja. Pero éste, desde luego, es un rasgo estructural de la economía estadounidense derivado de factores como los mencionados, no de políticas específicas de una legislatura.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

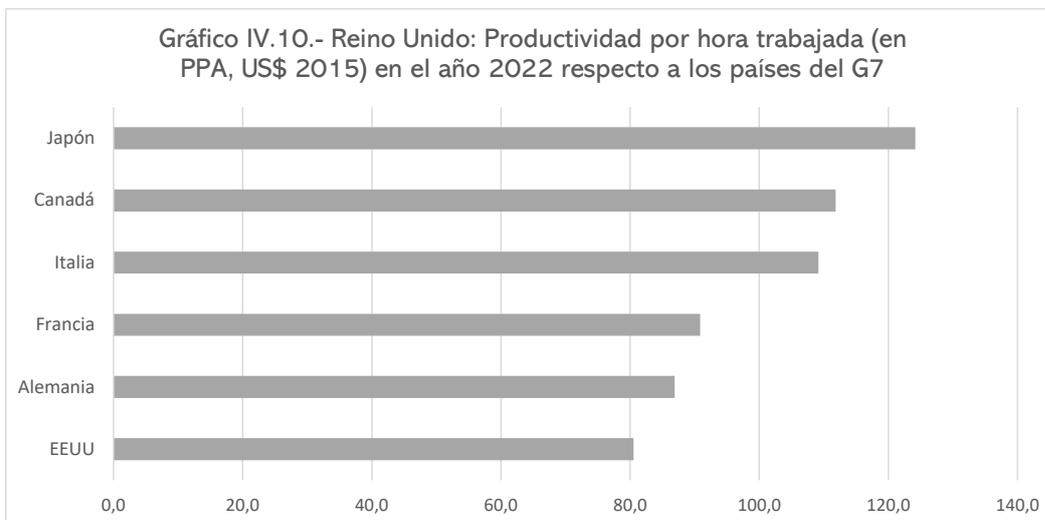
2.- Dedicamos a continuación un espacio a otra economía anglosajona que ya ha vivido su proceso electoral en 2024, con un cambio drástico en la suerte de las principales formaciones políticas, parte voluntad real de los ciudadanos, parte consecuencia de su sistema electoral. Reflexionemos sobre la economías británica.

La contundente y más que anticipada victoria laborista, tras década y media de Gobiernos del Partido Conservador, que ha perdido más de dos tercios de sus diputados, se ha atribuido, entre otros factores, al deterioro de la economía del Reino Unido en los últimos años. Lo cierto es que, a los shocks compartidos con el resto del mundo, la Gran Recesión y la Pandemia, el Reino Unido se ha autoinfligido sendas perturbaciones negativas. Una de ellas, estructural, la separación de su principal socio comercial, la Unión Europea, bajo fundamentos menos que endebles y promesas absurdas de compensación de esos efectos adversos con acuerdos preferenciales con otros países de los que, cuatro años largos después de entrar en vigor el Brexit, no se materializado ninguno. La otra, coyuntural, el esperpento presupuestario de Liz Truss y Kwasi

Kwarteng¹⁶, aunque, por su propia esencia (y por la rápida actuación del Banco de Inglaterra), sus efectos negativos, fueron de corto plazo.

Pese a todo, si el lector observa los gráficos presentados con anterioridad, constatará que las cifras británicas no son sustancialmente peores que los del resto de economías del G7¹⁷, con una salvedad: la tasa de inversión. Todos los análisis de la economía del Reino Unido coinciden en que el déficit de inversión, tanto pública como privada, con tasas sistemáticamente inferiores el 20% del PIB, supone un lastre crucial para el dinamismo del país.

La falta de confianza en las políticas gubernamentales (difícil tenerla con un ritmo de más de un ministro de economía al año en el pasado quinquenio), el Brexit, el insuficiente esfuerzo de mantenimiento de los servicios públicos, la volatilidad en el posicionamiento del país respecto a sectores cruciales, comenzando por el mix energético para el futuro, entre otros, son factores que contribuyen a esa debilidad inversora. Y es ésta la que explica el pobre comportamiento de la productividad en el Reino Unido desde la Gran Recesión. De nuevo, no es sustancialmente peor (gráfico IV.10) que la de la mayoría del G7, pero es éste un triste consuelo, en especial porque se mantiene una brecha (gráfico IV.10) con la productividad alemana y la francesa (no digamos ya con la estadounidense) que se está consolidando¹⁸.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

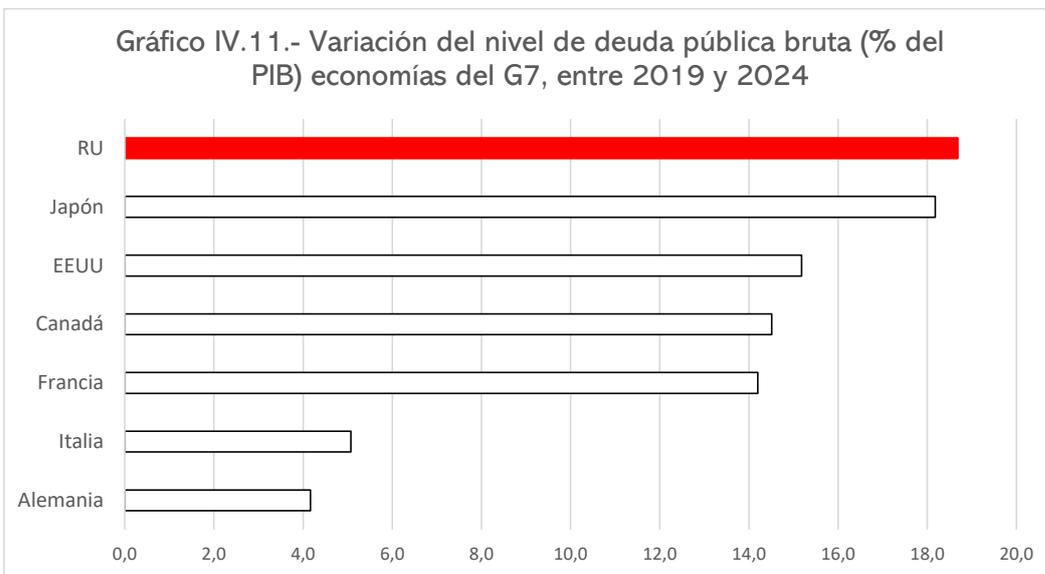
Al margen del reto de la inversión y la productividad, el nuevo Gobierno laborista se enfrenta a una difícil cuadratura de la situación fiscal. Como revela el gráfico IV.11, el incremento de la deuda pública (como porcentaje del PIB) desde la prepandemia en el

¹⁶ Véase la última de las Claves del Trimestre de nuestro *Informe de octubre de 2022* para recordarlo con detalle.

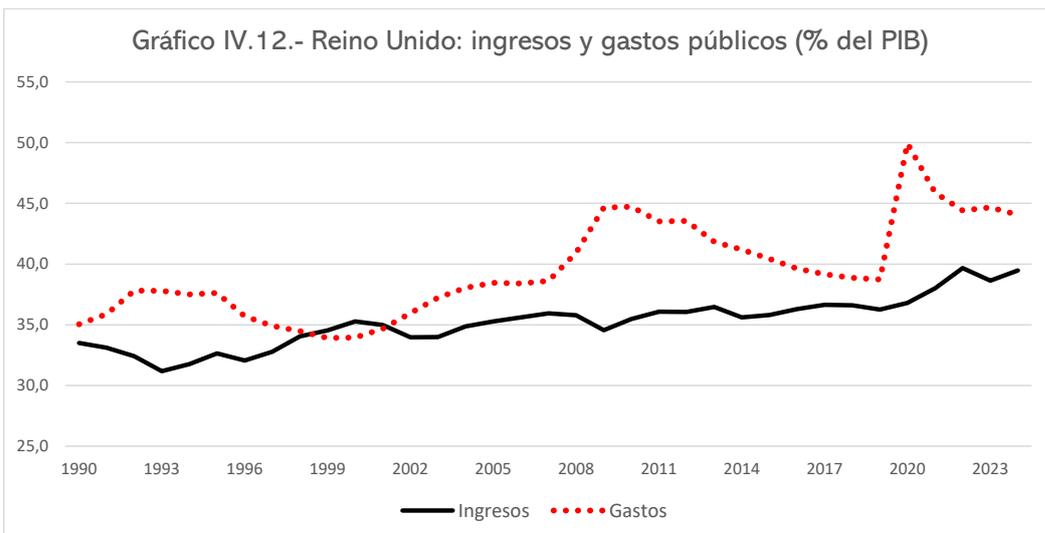
¹⁷ Ciertamente, uno puede considerar que eso habla desfavorablemente de la trayectoria reciente del resto de las mayores economías occidentales más que favorablemente de la británica.

¹⁸ Un reciente estudio de la Resolution Foundation, orientado a analizar el estancamiento económico británico y proponer soluciones al mismo afirma que “la totalidad del diferencial de productividad con Francia se explica porque los trabajadores franceses disponen de mayor capital con el que trabajar”.

Reino Unido es el mayor del G7. Pero, además, ese deterioro es simultáneo a un incremento de los ingresos (gráfico IV.12), fruto de los impuestos más altos en las pasadas siete décadas. Y, en paralelo, el deterioro de los servicios públicos, desde los de transporte al suministro de agua, las cárceles e incluso el sagrado National Health Service, es una preocupación cotidiana para los ciudadanos británicos. Va a resultar interesante comprobar cómo, con los límites que ella misma se ha impuesto respecto a los impuestos que está dispuesta a incrementar, la nueva Chanceller of Exchequer (Ministra de Economía), Rachel Reeves, va a poder satisfacer sus promesas de aumento de gasto corriente para mejorar esos servicios públicos y, además, elevar la inversión para estimular el crecimiento.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Confiarlo todo a la credibilidad de un nuevo comienzo con el cambio político, que atraerá inversión privada nacional e internacional, en especial en sectores de vanguardia, es un

ejercicio de optimismo considerable, aunque, desde luego, restaurar el orden tras el caos de los últimos gobiernos del Partido Conservador ayudará al país. Pero, llámenme incrédulo, me temo que veremos aumentos adicionales de la deuda pública británica a buen ritmo los próximos años para cuadrar todo lo prometido. Y, si llega a ser necesario para evitar una escalada del coste de la deuda, siempre puede intervenir el Banco de Inglaterra. Es decir, más de lo mismo de lo que se lleva practicando en Occidente desde hace un demasiado tiempo con resultados bastante deficientes.

3.- Como el lector habitual ya estará echando de menos nuestras casi inevitables reflexiones sobre los Bancos Centrales “y sus cosas” en estas *Claves del Trimestre*, no vamos a decepcionarlo. Tres breves apuntes sobre los problemas que están experimentando (o lo pueden hacer en breve) algunos grandes Bancos Centrales como consecuencia de los nuevos instrumentos que han ido estableciendo desde la Gran Recesión.

1º.- Comencemos precisamente por el Banco de Inglaterra. Los programas de expansión cuantitativa iniciados en 2012, que dispararon el nivel de deuda pública en el balance de las autoridades monetarias occidentales, fue permitiendo, mientras los tipos de interés se mantuvieron a niveles virtualmente nulos, generar ciertas ganancias sobre esos activos, que, por ejemplo el Banco de Inglaterra, transfirió debidamente al Tesoro británico. Con la subida de tipos y el inicio de la reducción de los balances de los Bancos Centrales (tema que abordamos en nuestro pasado *Informe Trimestral*), el flujo se ha revertido: solo en 2023, el Tesoro envió 44000 millones de libras al Banco de Inglaterra para cubrir sus pérdidas en los bonos de deuda pública vencidos. Y ello, como hemos referido anteriormente, en una época de considerables apuros presupuestarios. Esto provoca la indignación de los ciudadanos, además de, al menos potencialmente, una amenaza a la independencia del Banco de Inglaterra frente al poder política.

Desde luego, la solución no es compleja, aunque cambiar las reglas del juego a mitad del partido no es una receta para ser creíble. Por un parte, podría ralentizar el proceso de restricción cuantitativa. Pero, si esto se considera monetariamente inadecuado, lo más sencillo es imitar a la mayoría de los Bancos Centrales del mundo, que no recurren a los Gobiernos para cubrir esas pérdidas, sino que, privilegio de ser el emisor de dinero, simplemente funcionan en un estado de quiebra técnica, con un patrimonio negativo. La Reserva Federal, por ejemplo, que sí envía al Tesoro estadounidense sus excedentes en épocas de bonanza, no reclama dinero en sentido inverso en períodos de pérdidas (mucho mayores que las sufridas por el Banco de Inglaterra) como el actual. Crea un activo diferido cuyo importe irá cubriendo con los beneficios del señoreaje u otras ganancias futuras.

Por tanto, el Banco de Inglaterra tiene opciones para salir de este embrollo sin mayores consecuencias ni para su función (quizás sí para su reputación), pero, como hemos comentado múltiples veces en nuestros *Informes*, las medidas monetarias expansivas excepcionales, junto a sus efectos beneficiosos, tienden a generar problemas, a veces notables, dentro y fuera del ámbito monetario y financiero, y esto es algo que no debe ignorarse.

2º.- El Banco Central Europeo (algunos de cuyos bancos nacionales integrantes, por cierto, ya están operando en esa situación de patrimonio negativo), decidió crear en julio de 2022 el Mecanismo de Protección de la Transmisión Monetaria (TPI, por sus siglas en inglés), al objeto de garantizar la fluida transmisión de sus decisiones monetarias a todos los miembros de la Eurozona en caso de "dinámicas de los mercados desordenadas e injustificadas". Para ello, decidió que podría comprar de manera ilimitada, en el mercado secundario, deuda pública de los países concretos (sin respetar ninguna proporcionalidad con el resto de la Eurozona) que, en opinión del BCE, estuvieran sufriendo una penalización de los mercados no correspondiente a los fundamentos de su economía.

Y he aquí que llega la primera vuelta de las elecciones francesas, cuando (lejos de lo finalmente sucedido), parecía que Renacimiento Nacional podría lograr una mayoría absoluta en el legislativo francés. Su poco meditado programa económico, que garantizaba (de haberse aplicado) tanto un severo desequilibrio presupuestario como un grave retroceso en recientes reformas estructurales necesarias para Francia (por ejemplo, el retraso de la edad de jubilación), alarmó a los mercados. De inmediato, surgieron voces que reclamaban que, si se empezaba a penalizar la deuda francesa en este escenario, el BCE debía emplear su nuevo mecanismo para evitar un incremento del coste de esa deuda.

¿En serio va a emplearse el TPI para atajar los problemas que se deriven de políticas nacionales irresponsables? ¿No sería una respuesta adversa de los mercados a tales políticas perfectamente justificada, rompiendo un principio claramente definido para utilizar el TPI, "injustificada = unwarranted"? En nuestra opinión, se trataría de una equivocación flagrante, por tres razones. Primera, por no respetar ese principio básico; segunda, por generar un "riesgo moral" mayúsculo¹⁹. Tercero, pondría (más) en duda la independencia del BCE respecto a las autoridades políticas de la Eurozona.

3º.- Desde luego, el Banco Central de China no tiene que preocuparse por aparentar independencia del poder político, dado que carece completamente de ella. Pero se está viendo obligado a realizar un curioso ejercicio para evitar males mayores, derivados de la situación económica del país. Con un escaso dinamismo (salvo en ciertos sectores estratégicos), cierto temor a invertir en actividades no bien vistas por el Gobierno central, y la carencia de una red de protección social que estimule el consumo de las familias, el ingente ahorro chino se está volcando en la adquisición de bonos de deuda pública del Gobierno Central, elevando su precio y presionando a la baja sobre el tipo de interés (variables que siempre se mueven en sentido inverso).

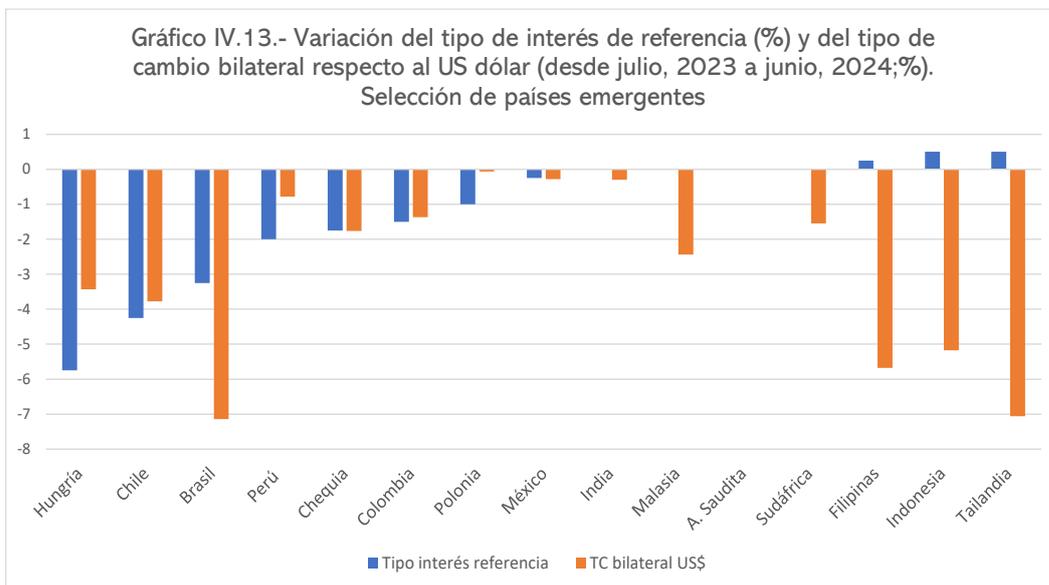
Aunque esto facilita la financiación de la Administración Central (los títulos de las regionales y locales, en complicada situación financiera, no ejercen atractivo alguno sobre los inversores prudentes), e incluso facilitará la emisión de la prevista deuda adicional, para cubrir un aumento del gasto del Gobierno central en los próximos años, el Banco Central considera que los bonos a diez años deben mantenerse en una franja de entre el 2.5% y el 3%. Pretende evitar que, en caso de que las circunstancias

¹⁹ Vía libre para cualquier disparate fiscal, que ya está el BCE para solventar el problema generado.

provocasen un aumento de los tipos de interés, los bancos regionales y los particulares que están adquiriendo toda esa deuda pública sufriesen pérdidas masivas, como las que, en ese mismo proceso, y como antes relatábamos, está experimentando, por ejemplo, el Banco de Inglaterra.

Así que la autoridad monetaria china está haciendo exactamente lo contrario de lo que realizaron los Bancos Centrales occidentales desde la Gran Recesión hasta 2022: está tomando prestada y vendiendo grandes cantidades de deuda pública a largo plazo al objeto de contener el descenso de tipos provocado por la presión de la demanda. Es decir, está fijando un suelo, en lugar de un techo (como en Japón) al tipo de interés de esa deuda del Gobierno central. Curiosidades de la política monetaria en tiempos modernos.

4.- Muchas más son las autoridades monetarias, en el mundo emergente y en desarrollo, que están preocupadas por la fortaleza del dólar estadounidense (inevitable hasta que cambie el tenor de la política monetaria de la Reserva Federal²⁰). Sus políticas monetarias quedan seriamente condicionadas, por cuanto, si reducen los tipos, sus divisas pueden iniciar un proceso de depreciación que alimente la inflación y obligue a revertir esa relajación monetaria. El gráfico IV.13 nos permite observar si esa relación entre descensos de tipos y debilidad de la moneda es lo que se está produciendo en los últimos meses, para una muestra representativa de economías emergentes.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Aunque, por supuesto, correlación no implica causalidad, la lógica del argumento anterior parece refrendarse para diversas economías, en especial en Latinoamérica y el Este de Europa, cuyas monedas se han depreciado bilateralmente respecto al billete verde en una proporción semejante a las reducciones de los tipos de interés de sus autoridades

²⁰ Probablemente, ya solo quedan un par de meses para ello.

monetarias en el pasado año²¹. Por el contrario, entre las economías que no han modificado su grado de restricción monetaria, o incluso lo han incrementado, el comportamiento de sus divisas ha resultado más dispar, con pérdidas de valor desde marginales a tan acentuadas como las experimentadas por quienes sí se han embarcado en recortes de tipos de interés²².

Por tanto, y aunque sin duda otros factores idiosincráticos de cada país entran en juego, parece factible afirmar que, con carácter general, la prolongación de los tipos de interés (relativamente) altos por parte de la Reserva Federal durante los últimos trimestres ha fortalecido al dólar frente a la casi totalidad de monedas de países emergentes y en desarrollo. Con todo, el efecto es en promedio más intenso para los países cuyos Bancos Centrales han recortado sus propios tipos de interés de referencia, por lo que la prudencia de las autoridades monetarias en los países no desarrollados al implementar medidas de relajación monetaria está fundamentada.

5.- Si nos referimos a Bancos Centrales de países emergentes, resulta innegable que nuestro favorito en estos *Informes Trimestrales* es el de Turquía. Hemos dedicado amplio espacio en los mismos para explicar cómo, en los últimos años, ha desarrollado dos estrategias completamente opuestas. Primero, sometido a la presión del Presidente Erdogan y su muy heterodoxa concepción de la realidad monetaria, que atribuye la inflación a una mezcla del efecto de los *altos* tipos de interés y de una conspiración internacional nunca muy claramente definida, aplicó una política expansiva mientras la inflación escalaba hasta tasas cercanas a los tres dígitos. En el último año, por el contrario, el Banco Central ha estado incrementando los tipos de interés para intentar domeñar esa descontrolada inflación... con poco éxito hasta el momento. El desplome de la lira turca, que ha perdido el 80% de su valor desde inicios de 2019 (antes del desorden monetario) ha acompañado todo este proceso. El gráfico IV.14 permite observar con mayor nitidez esta evolución.

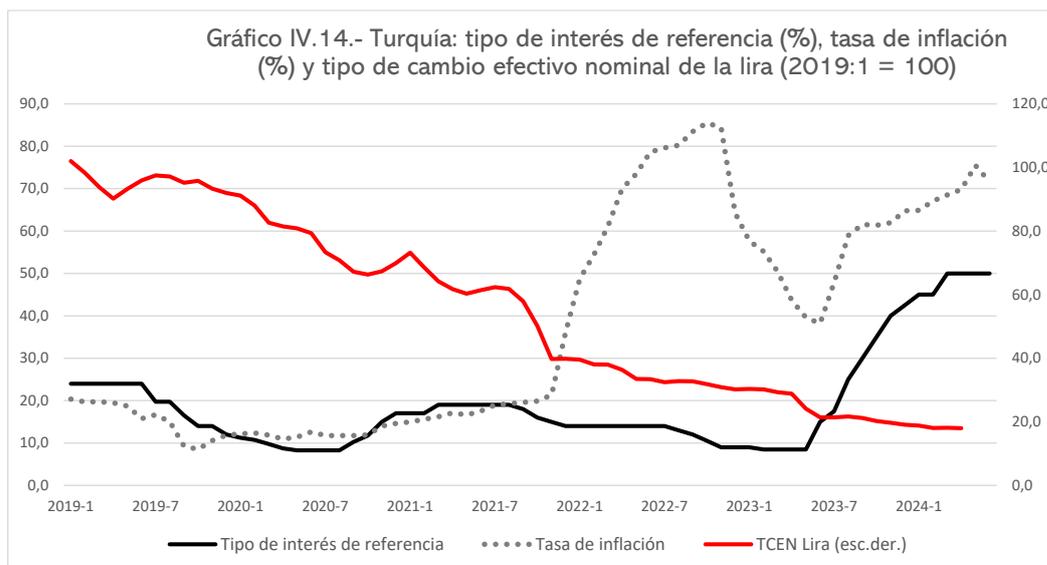
En realidad, cuando se permite que los precios se descontrolen, y de hecho, se impulsa tal proceso con una política monetaria absurda y una política fiscal excesivamente expansiva, reconducir la situación requiere su tiempo. Las expectativas de los agentes son de una inflación que seguirá descontrolada, por lo que ajustan sus decisiones de renta a tales expectativas. Además, se produce la salida de capitales huyendo de esa inflación, junto a la depreciación consecuente e inevitable de la moneda que, a su vez, realimenta la espiral inflacionista. Todo ello ayuda a explicar esa dificultad en revertir la situación. De hecho, se ha recibido con considerable optimismo que la inflación interanual de junio se redujese al ¡71.6%!²³

²¹ El coeficiente de correlación alcanza un bastante significativo valor de 0.66.

²² Debe reseñarse que el caso saudí es particular y no relevante para la reflexión que nos ocupa, por cuanto el rial mantiene un tipo de cambio fijo con el dólar estadounidense, con una paridad 3.75 a 1.

²³ Es esta solo una de las cifras llamativas de la realidad económica turca. Así, por señalar otro ejemplo, una subida del salario mínimo del ¡49%! para el presente año se ha entendido como restrictiva, y, en realidad, lo es.

Pero, además, el lector atento del gráfico anterior deducirá, con razón, que el compromiso antiinflacionista de la autoridad monetaria se ha hecho más tenue recientemente. Nótese que, aunque a tasas muy superiores a las del resto de principales economías, lo ocurrido en 2022 y 2023 no es más que el reflejo del impacto de los problemas con las cadenas de suministro y, sobre todo, con la invasión de Ucrania, que encontramos también en esas otras economías. Después, con tipos de interés reales 30 puntos porcentuales por debajo de cero, la inflación vuelve a crecer casi en vertical, mientras la del resto del mundo sigue moderándose. Es entonces cuando Erdogan cede por fin a la lógica económica (y al momento político, porque para entonces ya había sido reelegido Presidente, y había fracasado en su intento de recuperar el gobierno en las principales ciudades turcas) y nombra Gobernadora del Banco Central a Hafize Gaye Erkan, quien inicia el ciclo de subidas de tipos, significativas pero todavía insuficientes. A pesar de que el cambio de orientación monetaria parecía estar respaldado por Erdogan, elevar el tipo de referencia del 8.5 al 50% le costó el puesto. El nuevo Gobernador, Fatih Karahan, aunque mantiene el discurso, no ha vuelto a elevar los tipos, lo que supone que estos siguen estando 20 puntos por debajo de la tasa de inflación. Y esto tampoco ayuda a seguir conteniendo esta.

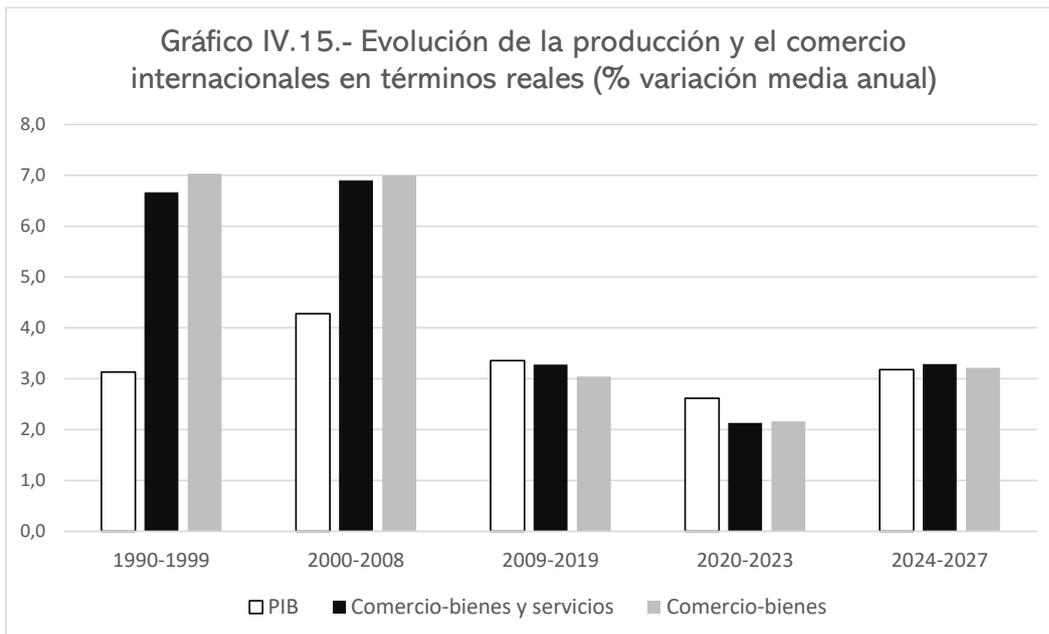


Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

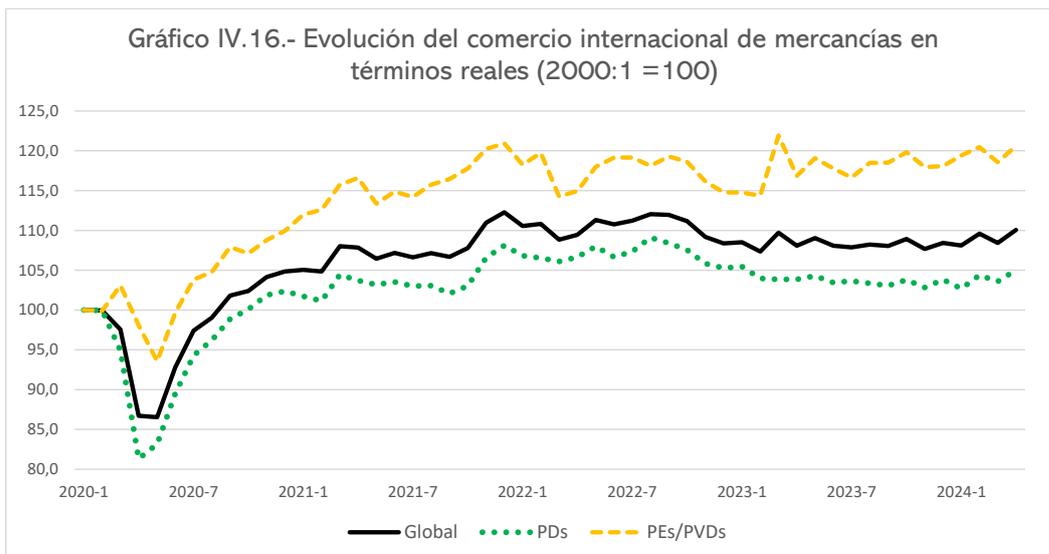
La combinación de una menor laxitud en el crédito, una política fiscal más contenida, bajo la cierta disciplina introducida por el ministro de Finanzas, Mehmet Simsek y una modesta estabilización de la lira deben ir permitiendo que el dislate inflacionista turco de los últimos años se reconduzca. Pero harán falta años para normalizar el crecimiento de los precios en el país. La inercia inflacionista y una intensidad, en realidad, tibia en los esfuerzos por eliminarla, conllevan la prolongación de este severo coste para la ciudadanía turca.

6.- Movamos el enfoque a la economía global, para transmitir algunas novedades favorables, que, sin ánimo de resultar pesimista, habrá que matizar, sobre la evolución presente y futura del comercio internacional. En efecto, las últimas previsiones, tanto

del Fondo Monetario Internacional como de la Organización Mundial de Comercio anticipan una cierta aceleración del comercio mundial, tanto de bienes como de servicios, en el año actual y los próximos, rebotando respecto al pasado cuatrienio y alcanzando las tasas de crecimiento de la década posterior a la Gran Recesión. Esta recuperación se produciría pese al creciente debate sobre la fragmentación de la globalización, la acentuación del proteccionismo (que no es potencial, es efectiva) y a un modesto crecimiento del PIB mundial. El gráfico IV.15 muestra lo que, de materializarse, y dado el entorno referido, sería un apreciable ejercicio de resiliencia del tráfico global de mercancías y servicios.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



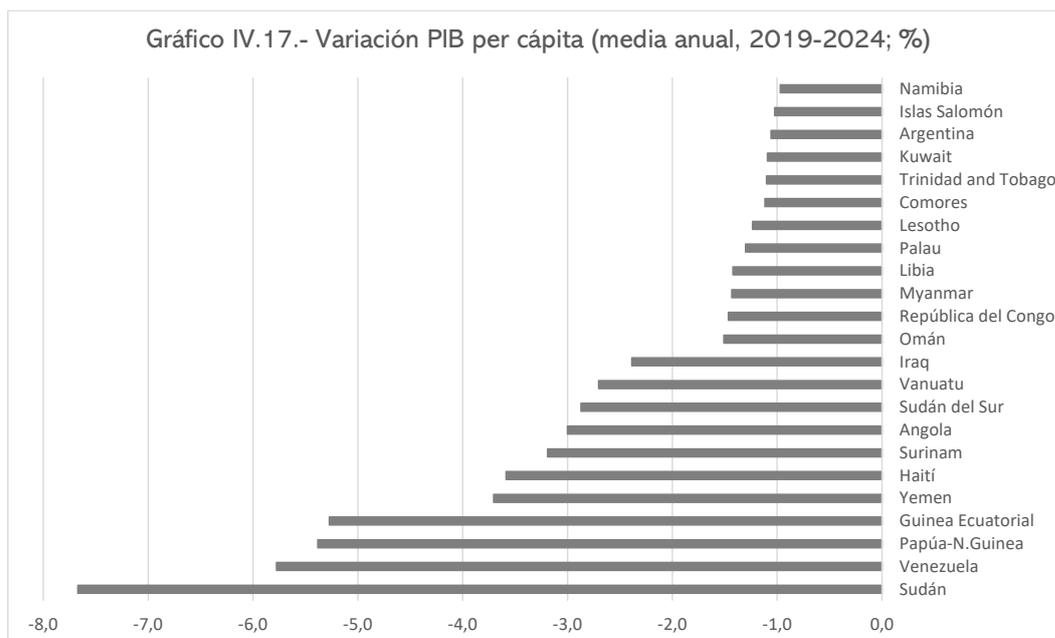
Fuente: elaboración propia. Datos: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Ciertamente, queda muy lejos la época dorada de una globalización acelerada, cuando el comercio, en las dos décadas previas a la Gran Recesión, crecía a tasas medias del

7% anual, duplicando el ritmo de avance de la producción mundial. Pero ese período, el del desmantelamiento arancelario y la extensión y profundización de las Cadenas Globales de Valor, no va a regresar. Ni técnica, ni económica ni, sobre todo, geopolíticamente, es factible. En este sentido se enmarcan las recientes palabras de Kristalina Georgieva, Directora Gerente del FMI, señalando que las décadas de globalización han conducido a resultados generalmente favorables, pero que los movimientos contra el libre comercio y la globalización en Occidente reflejan una preocupación genuina de los ciudadanos y deben ser tomados seriamente en cuenta.

Por tanto, no estaría mal que el comercio global, tras década y media de crecimiento lánguido, volviese a avanzar a la par o, en el mejor de los casos, algo por encima del PIB. Además, como ya se está constatando en los últimos años (ver, por ejemplo, el gráfico IV.16), el impulso esencial a ese crecimiento provendrá del mundo emergente y en desarrollo, con Occidente conformándose con poco más que mantener los niveles alcanzados.

7.- Como realizamos frecuentemente en el cierre de nuestras *Claves del Trimestre*, concluiremos esta sección con una estadística significativa, y pocas en economía las puede haber de mayor relevancia que el PIB per cápita, mostrando el listado de países que lo han visto decrecer desde la prepandemia. Para el conjunto de la economía mundial, y considerando los países con datos disponibles para el período 2019-2024²⁴, casi la cuarta parte de los mismos (45 sobre 190, con otros tres estancados) habrán perdido un quinquenio en términos de crecimiento (teniendo en cuenta su evolución demográfica), lo que denota que la recuperación de las principales economías, incluso siendo ésta muy modesta, no ha sido compartida por buena parte del resto del orbe.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

²⁴ El crecimiento para 2024 es el estimado por el FMI en su última revisión semestral.

El gráfico IV.17 presenta todos aquellos países cuya reducción de la "tarta a repartir por persona" ha sido del 1% o más de media anual. Gran parte de ellos, claro está, corresponden a Estados en guerra²⁵, externas o internas, o con las economías desarticuladas por sus Gobiernos. Teniendo en cuenta que el gráfico muestra los promedios anuales, ello implica, por ejemplo, que Sudán ha perdido más de un tercio de su PIB per cápita en estos cinco años, y Venezuela casi la cuarta parte. El empobrecimiento de muchas de las economías recogidas en ese listado es aterrador, y, en no pocos casos, se viene arrastrando desde antes de 2019.

Como curiosidad, la economía occidental con peor resultado para este período, y la única que ve descender su PIB per cápita más de unas centésimas en promedio anual, es Canadá (-0.3%). Pero la lectura de los datos canadienses debe ser muy distinta; la actividad económica ha crecido a un ritmo anual del 1.4%, discreto pero positivo. Por tanto, el resultado per cápita se deriva de un crecimiento demográfico, es decir, en un flujo de inmigración, realmente notable, con la población aumentando un 1.7% anual. Eses escenario conlleva al menos tanto potencial positivo como dificultades para la economía canadiense, con una visión más allá del dato de corto plazo que, como reseñamos, muestra ese llamativo descenso.

²⁵ Si el lector encuentra a faltar a Ucrania, se debe a que la población ha descendido incluso más en el período de lo que lo ha hecho la actividad económica, lo que supone un *incremento* del PIB per cápita.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

En la sección de cierre de este *Informe Trimestral*, continuamos analizando la evolución de las exportaciones de la economía española, con la segunda parte de un análisis iniciado en el pasado *Informe*. Como hace tres meses, ponemos aquí el énfasis en características relevantes de los mercados de destino, lo que nos permitirá distinguir cambios en los patrones exportadores españoles más allá de los datos referidos a economías individuales. En este caso, emplearemos como variable crítica el grado de intensificación del proteccionismo de nuestros socios comerciales.

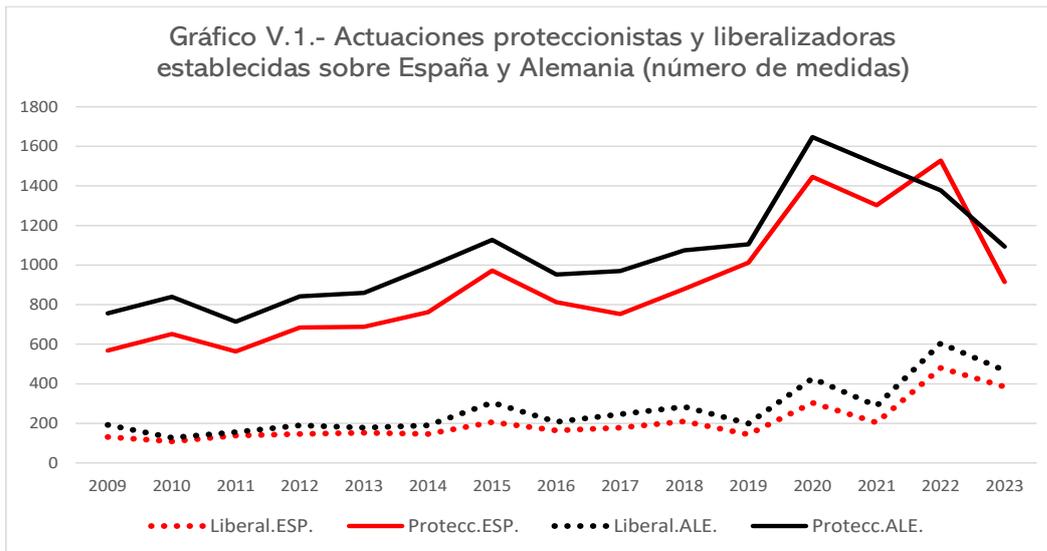
Recordemos que el análisis incluye las economías del mundo con una participación en el PIB global en términos de Paridad de Poder Adquisitivo en el promedio del período considerado del 0.2% o superior²⁶. Con un total de 58 economías que cumplen ese requisito, se ordenan de mayor a menor en las categorías consideradas (en este caso, la evolución de su intensidad proteccionista) y se dividen en cuatro cuartiles (14 economías en el primero y el último de ellos, 15 en los dos centrales) para la realización del análisis. Dado el sesgo que introduce en el proceso exportador español la pertenencia o no de un socio comercial a la Unión Europea, el ejercicio se realiza con y sin los países que acceden a la condición de tamaño referida y pertenecen a la UE (un total de 17). Por tanto, cuando se excluyen los países de la UE trabajamos con 41 economías, y cada cuartil contiene diez de ellas (salvo el segundo, al que se han asignado 11).

La información base para las reflexiones que se realizan a continuación proviene de *Global Trade Alert* (<https://www.globaltradealert.org/>), organización que efectúa, de manera continuada, un exhaustivo análisis de todas las medidas que afectan a los flujos económicos internacionales (sobre todo, pero no solo, los comerciales), divididas según la tipología de esas decisiones, sectores y subsectores económicos y países que imponen o son damnificados por las medidas. A su vez, la descomposición primaria se realiza entre medidas liberalizadoras (denotadas como "verdes"), y medidas proteccionistas (denotadas como "ámbares", para las de impacto moderado, y "rojas", para las más perjudiciales para el país o países afectados). Este excepcional esfuerzo de seguimiento de las políticas comerciales se inicia después de la Gran Recesión, por lo que, al contrario que el pasado trimestre, cuando extendíamos nuestro análisis durante las pasadas dos décadas, en este caso los circunscribiremos, por esa limitación temporal en los datos, al período 2009-2022. De toda la información disponible en *Global Trade Alert*, emplearemos la correspondiente a todas las nuevas medidas, de cualquier tipología, liberalizadoras y proteccionistas, que han afectado a las exportaciones españolas, a nivel de producto, en los años referidos²⁷.

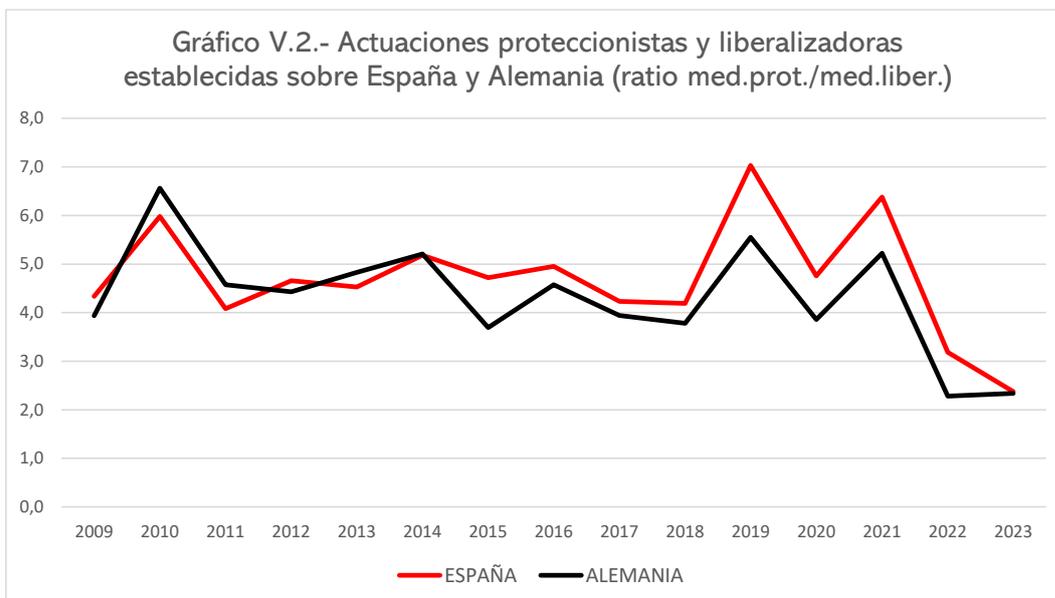
²⁶ Se excluye únicamente la economía venezolana, cuya inestabilidad extrema y ausencia de credibilidad de los datos (cuando no carencia de ellos directamente) disponibles hacen imposible un tratamiento apropiado de la información.

²⁷ Por supuesto, la mayor limitación de cualquier análisis efectuado con la información de *Global Trade Alert*, que la hace mucho más susceptible de ser empleada en estudios cualitativos y de tendencias que en ejercicios cuantitativos que busquen establecer impactos concretos, es que se ofrece una contabilización de medidas, pero no es posible determinar el efecto diferencial de cada una. No todo incremento de aranceles es de la misma intensidad, ni el efecto de una reducción de cuotas a la

Algunos datos generales antes de entrar en el objeto final de este análisis. Los gráficos V.1 y V.2 revelan la trayectoria de las medidas establecidas a escala global sobre las exportaciones españolas y, a efectos ilustrativos, las alemanas, desde la Gran Recesión hasta 2023. Aunque la similitud entre ambos países es considerable, dado que los socios comerciales les aplican, en la mayoría de las ocasiones, las mismas medidas, como miembros de la Unión Europea, lógicamente la diferenciación de los productos exportados supone, a su vez, una cierta disparidad sobre qué medidas afectan a las exportaciones españolas y cuáles a las alemanas.



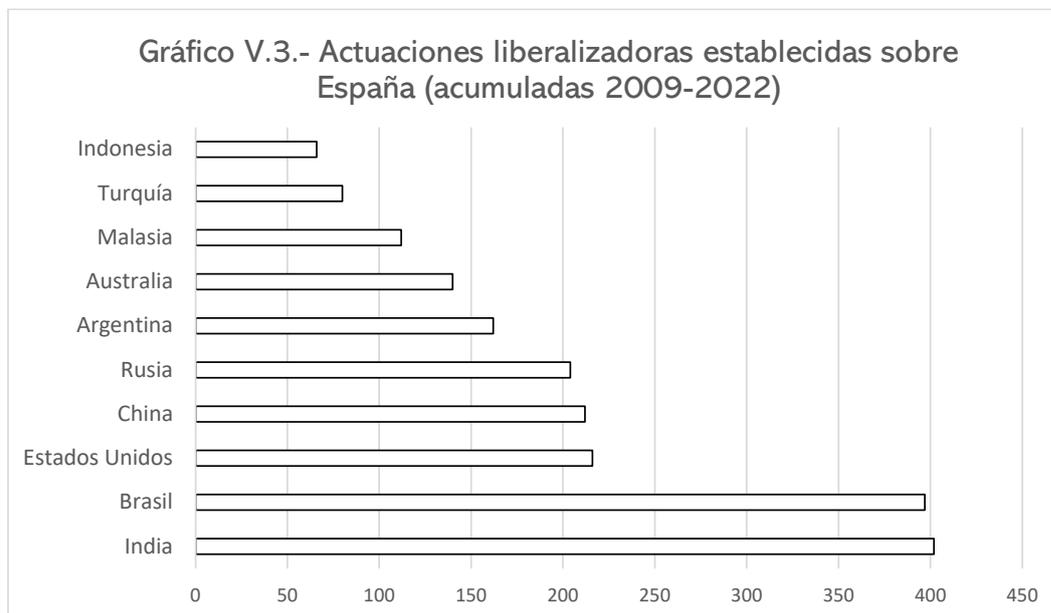
Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

exportación es igual a la eliminación de una restricción fitosanitaria al comercio, por poner dos simples ejemplos.

Es fácil constatar que, para el conjunto del período, las exportaciones españolas y alemanas (como, en general, las de todos los países), se han enfrentado a un severo incremento del proteccionismo, con las nuevas medidas que obstaculizan el comercio siendo muy superiores en número a las facilitadoras del mismo. Las primeras han cuadruplicado a las segundas en el promedio de los 14 años. Eso sí, mientras ambos tipos de medidas han estado ascendiendo, es remarcable que la ratio de decisiones proteccionistas sobre las liberalizadoras se esté reduciendo después de la pandemia... aunque sigue siendo superior a dos. En general, como podría esperarse dado el mayor volumen y diversificación de sus exportaciones, Alemania ha experimentado mayor número de medidas de ambos tipos que España, aunque, casi en cada año, ha sufrido una intensificación del proteccionismo relativo levemente inferior al experimentado por las exportaciones españolas.

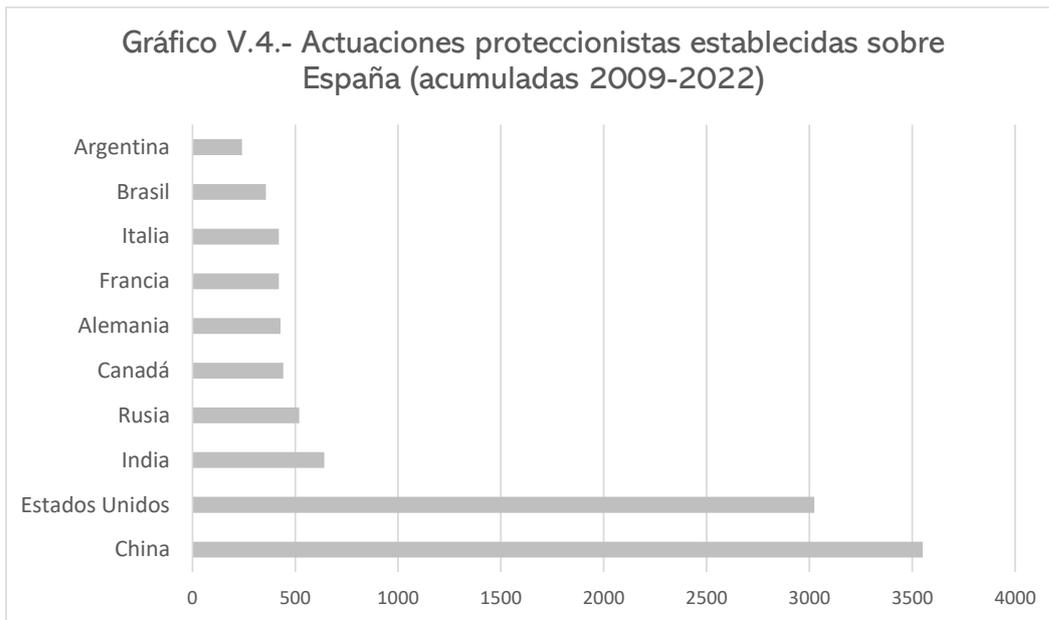


Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

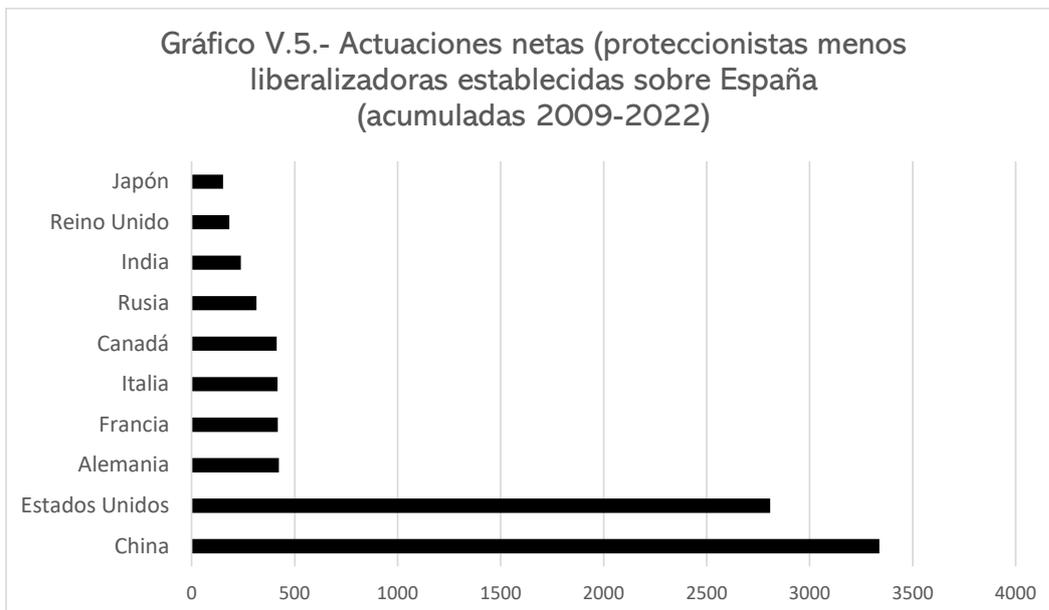
Desglosando por países las decisiones que han afectado a las exportaciones españolas, los gráficos V.3 a V.6 ofrecen el panorama agregado para los años, 2009-2022, en los que vamos a centrar nuestro ejercicio principal. El primero de los gráficos presenta los países que más medidas favorables a las exportaciones españolas han establecido, y el V.4 aquellos que lideran la adopción de actuaciones adversas para las mismas. Nótese la enorme diferencia en la escala del eje en el que se recogen las medidas de un tipo (máximo de 402) y de otro (máximo de 3550). Previsiblemente, al frente de ambas clasificaciones están las mayores economías fuera de la Unión Europea, aunque India y Brasil se muestran relativamente más benignas que Estados Unidos y China para las exportaciones españolas.

Quizás de manera (relativamente) sorprendente, en el listado de medidas proteccionistas que afectan a España, después de esas grandes potencias económicas extracomunitarias se sitúan, precisamente, nuestros socios de la UE, lo que resulta paradójico, teniendo en cuenta nuestra condición de Unión Aduanera en particular, en el marco de la Unión Económica (y Monetaria, en la mayor parte de los casos). Pero debe entenderse que Global Trade Alert incorpora todo tipo de acciones que pueden tener un efecto adverso

para las exportaciones de los socios comerciales de un país, Así, por ejemplo, programas de apoyo a determinados sectores en crisis, o medidas horizontales al conjunto de la actividad manufacturera (como los subsidios energéticos tan en boga en estos últimos años) constituyen medidas que, aun siendo muy distintas de los aranceles en objetivo último e implementación, también suponen un obstáculo a la entrada de productos foráneos, incluyendo los de los socios comunitarios en este caso concreto.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

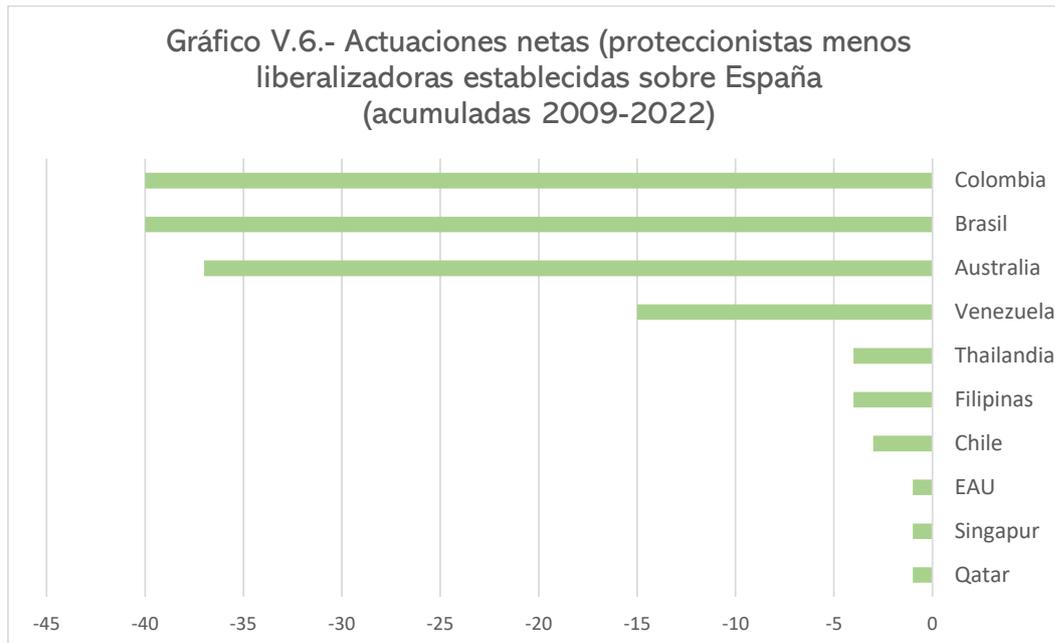


Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Así que, cuando, como en el gráfico V.5, presentamos la evolución proteccionista en términos netos (medidas adversas menos medidas favorables), después y a mucha distancia del tenor severamente proteccionista experimentado por las exportaciones

españolas a China y Estados Unidos, se sitúan acumulaciones de decisiones adversas (varios centenares en el total del período) de nuestros tres principales socios de la UE.

Finalmente, son escasos los países para los que nuestras exportaciones han disfrutado, con el transcurso de los años, de un panorama más favorable, con las medidas liberalizadoras predominando sobre las proteccionistas. Cerramos esta parte descriptiva del análisis dejando constancia, en el gráfico V.6 de cuáles son esos mercados, encabezados por varios latinoamericanos y Australia²⁸.

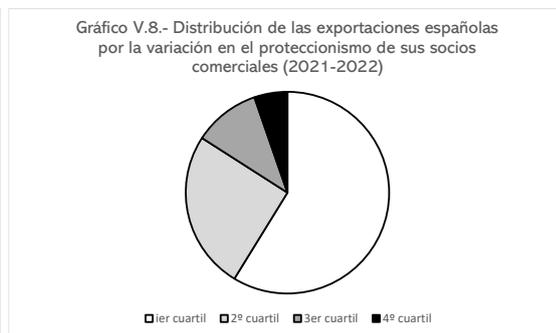
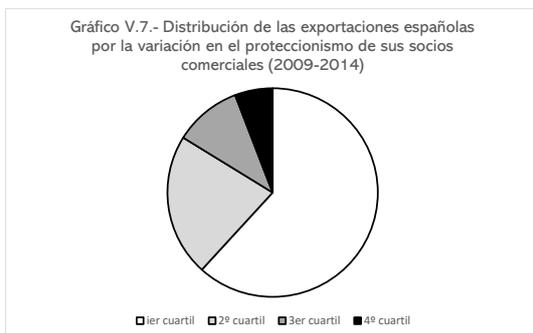


Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

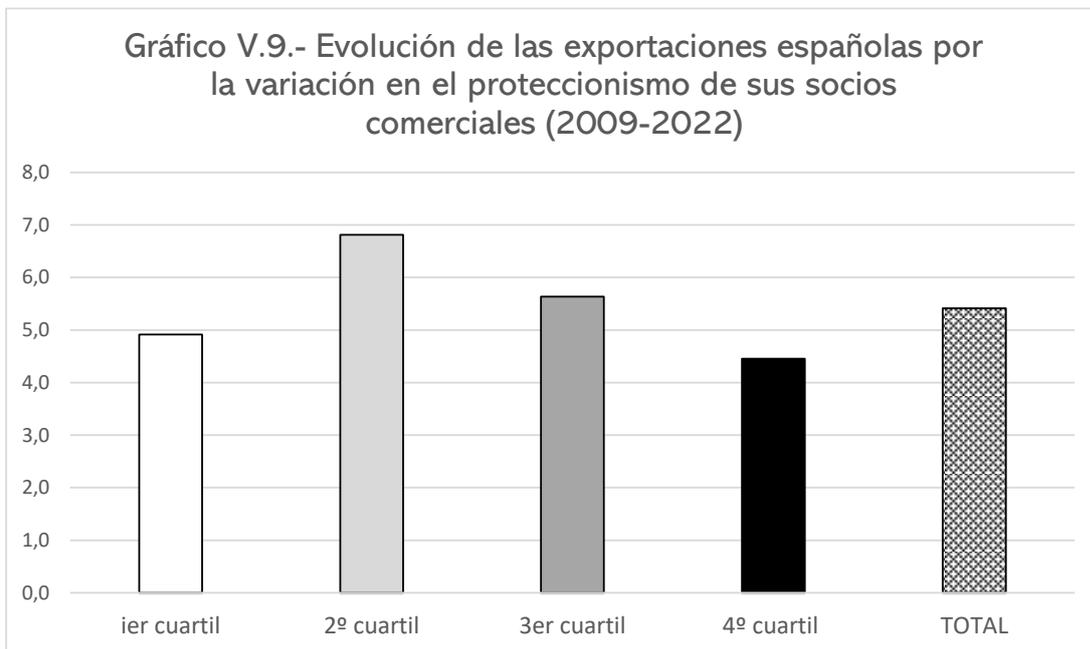
Volviendo ya en nuestro objetivo primario, es decir, cómo una característica relevante de los mercados de destino, en este caso el grado de intensificación del proteccionismo de nuestros socios comerciales, se relaciona (o no) con cambios en los patrones exportadores españoles, partimos de considerar los 58 socios comerciales (economías que representan al menos el 0.2% del PIB mundial) en su conjunto, ordenados según la intensificación neta de su proteccionismo hacia España. De la comparación de los datos de principio del período (2009-2014) y del final del mismo (2021-2022), que se sintetiza en los gráficos V.7 y V.8, puede constatarse que no hay cambios demasiado marcados en el peso que los diferentes mercados, agrupados por ese cambio en el tenor proteccionista, representan para las economías españolas. Por un lado, por la referida limitación temporal de los datos, el período considerado es relativamente breve. Adicionalmente, no es sencillo modificar los mercados de exportación, y menos hacerlo en función de algo tan relativamente coyuntural como las decisiones de política comercial de los socios, que pueden depender simplemente de los cambios de Gobierno y la visión

²⁸ De nuevo, nótese la diferencia de magnitud entre el saldo neto de medidas de estos países (apenas unas decenas, en el mejor de los casos) y el saldo neto de los que han impuesto medidas proteccionistas frente a las exportaciones españolas, que se cuentan por centenares e incluso, en los casos chino y estadounidense, por miles.

de uno y otro sobre los beneficios y costes de las relaciones comerciales internacionales. Considérese, además, que en el primer cuartil de los países con mayor intensificación del proteccionismo hacia España, están localizados tanto las mayores economías extracomunitarias (China, Estados Unidos, India o Japón) como los principales socios europeos (Alemania, Francia o Italia). Lógicamente, las exportaciones españolas siguen estando orientadas mayoritariamente a esos destinos, aunque con una pérdida de tres puntos porcentuales entre el principio y el final del período. El aumento de nuestras exportaciones a este primer cuartil, de hecho, fue interior en esta etapa (gráfico V.9) al experimentado por destinos donde el saldo protección-liberalización es más favorable para España. Pero derivar de esta leve correlación una causalidad sería dar un paso muy poco fundamentado.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.



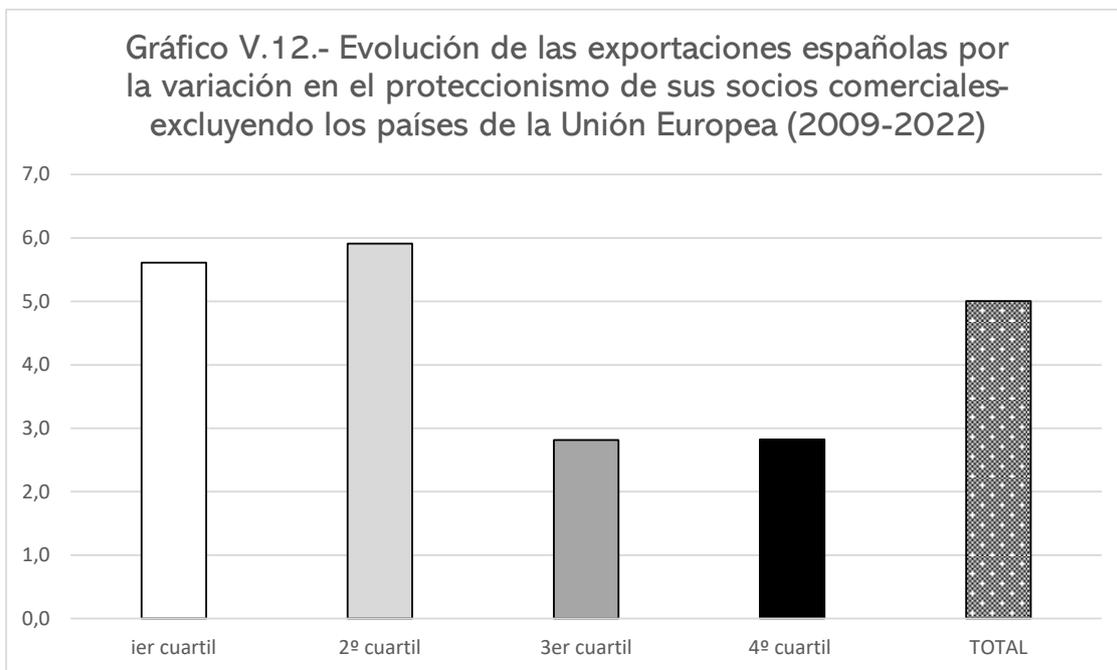
Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Cuando se excluye la UE del análisis, se refuta cualquier posibilidad de que la trayectoria de las exportaciones españolas siga un patrón diferencial que tienda a evitar los destinos con mayor intensificación proteccionista. En efecto, como revelan los gráficos V.10 a V.12, los mercados extracomunitarios en los que, entre 2009 y 2022, más han crecido las exportaciones españolas son precisamente los correspondientes a los dos primeros

cuartiles, es decir, aquellos con evolución menos favorable del grado de proteccionismo de los mismos. Esas tasas de crecimiento duplican las de los productos dirigidos a destinos que se han comportado más positivamente en esa dimensión de protección/liberalización comercial.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.



Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

En definitiva, como no podía ser de otra forma en un mundo marcado por el proteccionismo después de la Gran Recesión, por factores más políticos, estratégicos y sociales que por razones económicas, las exportaciones españolas se han visto sometidas a un considerable incremento del tenor proteccionista que afrontan en los mercados internacionales desde el año 2009. No obstante, esta característica de nuestros compradores no parece influir en medida alguna en nuestro patrón exportador, condicionado por factores más estructurales, por ejemplo, el dinamismo económico (analizado en esta misma sección de nuestro pasado *Informe Trimestral*) que cambian más lentamente, y generan más confianza en la existencia de un alto grado de permanencia en esas transformaciones.