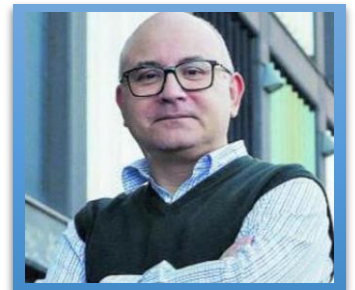


INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Abril-2024



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

INTRODUCCIÓN

Dos cuestiones han acaparado noticias y análisis en los últimos meses. Por un lado, como desde que comenzamos estos *Informes* trimestrales, las decisiones de los Bancos Centrales occidentales sobre tipos de interés. En solo tres meses, y en el caso de la Reserva Federal, los mercados han pasado de la desmedida expectativa de seis bajadas del tipo de referencia durante 2024 a las dudas sobre si incluso se producirá algún descenso. Mientras, todo parece indicar que en la Eurozona se iniciará en junio el ciclo de recortes, que podría tener otros dos o tres episodios durante el año. Analizaremos en las diferentes secciones de este *Informe de Abril* las razones de la disparidad en el comportamiento de las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico, incluyendo los factores críticos más candentes en la actualidad: las alzas salariales (en nuestro *Foco de Atención*), y el mercado laboral de forma más general, así como la persistencia de una alta de inflación de servicios. Por supuesto, no olvidaremos una reflexión sobre la salida de los tipos de referencia negativos del Banco Central de Japón.

Por otra parte, el proteccionismo, o las medidas necesarias de defensa ante el comportamiento abusivo de los socios comerciales (generalmente, apuntando a China), según se quiera plantear, sigue siendo una referencia de análisis obligado que, en este caso, incorporaremos en *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*. No olvidaremos tampoco en esta sección, entre otros, los debates abiertos sobre la visión china de intensificar el desarrollo de las "new quality productive forces", o sobre el favorable diferencial de crecimiento de las economías del sur de Europa respecto a Alemania en los últimos años.

Antes, el lector encontrará la actualización de los *Precios Internacionales de Referencia*, incluyendo, en la sección dedicada a los mercados de materias primas, algunos apuntes sobre dos cuya trayectoria alcista reciente también ha concitado notable interés, aunque por motivos bien distintos: el cacao y el petróleo. El detalle habitual sobre la evolución de los tipos de interés, tanto en el mundo emergente como en el desarrollado, y sobre el comportamiento de las principales divisas internacionales, no faltará tampoco a su cita trimestral.

Respecto a nuestras *Reflexiones sobre el Comercio Internacional*, acercaremos el foco a la economía española, en particular a sus exportaciones, con la primera parte de un análisis de las dos últimas décadas de las mismas, que pone el énfasis en características relevantes de los mercados de destino, y nos permitirá distinguir cambios en los patrones exportadores españoles más allá de los datos referidos a economías individuales. Comenzaremos esta aproximación considerando los niveles de renta per cápita y de dinamismo económico de nuestros socios comerciales, y cómo se han venido distribuyendo las exportaciones españolas en función de esas variables.

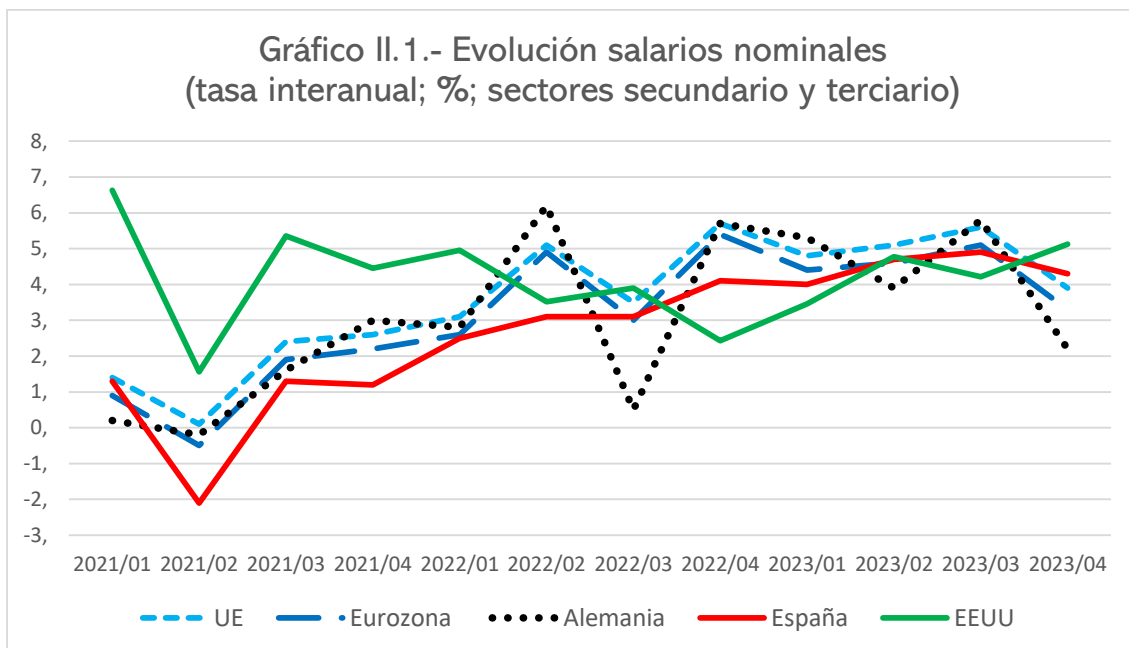
Los lectores de este octavo *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, encontrarán en el mismo las claves para entender el comportamiento de la economía internacional cuando nos adentramos en la primavera de 2024 sin que la geopolítica dé opción a dejar de considerarla un elemento de incertidumbre que puede descalabrar cualquier análisis de esa realidad económica global, en especial si uno desea ser optimista. Aunque, claro está, nuestro lector habitual

ya es consciente de que, en estos *Informes*, optamos más bien por el “realismo bien informado” que, de momento, no nos aleja mucho de lo que finalmente sucede.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: al ritmo adecuado

La evolución de los salarios ha sido uno de los indicadores más seguidos en los países occidentales desde el inicio en 2020 de los shocks adversos (en forma de pandemia y conflictos geopolíticos) que han condicionado de manera decisiva la trayectoria reciente de la economía mundial. El comportamiento óptimo de la remuneración salarial debía ser capaz de combinar dos aspectos difícilmente compatibles; por una parte, elevarse lo suficiente como para ir compensando, de manera progresiva, la pérdida de poder adquisitivo de los trabajadores generada por el estallido inflacionista del trienio 2021-2023. En sentido opuesto, no debían subir en exceso, a riesgo de inducir una espiral precios-salarios que condujese a los Bancos Centrales a sostener tipos de interés más elevados durante más tiempo para retornar la inflación a los niveles deseados y, más aún, evitar un desanclaje de las expectativas de inflación futura.

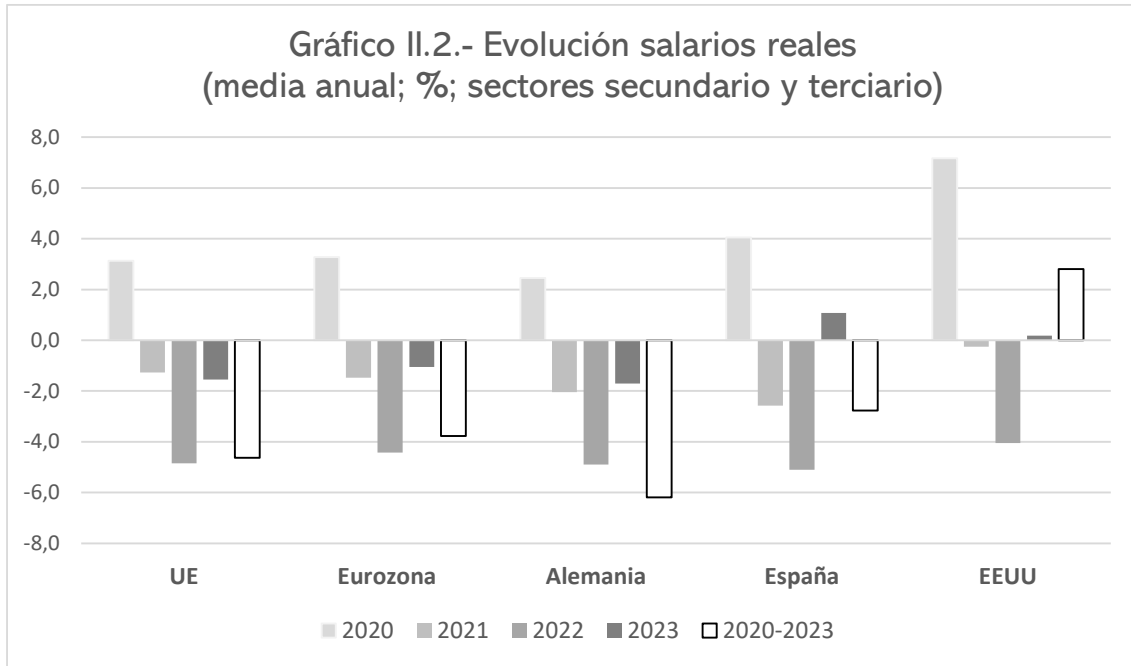
La llamativa solidez de los mercados laborales europeo y norteamericano durante esta época de serias turbulencias (reflexionaremos sobre ello en nuestras *Claves del Trimestre*) sugería que la balanza podría inclinarse del lado de incrementos salariales excesivos, en especial con los datos de la segunda mitad de 2022 y el conjunto de 2023, que reflejaban crecimientos interanuales próximos o superiores al 5%. Las autoridades monetarias focalizaron notablemente sus discursos en el riesgo de tal evolución. No obstante (véase el gráfico II.1), los valores más recientes, especialmente en Europa, revelan una progresiva moderación (más intensa en países como Alemania, con escaso o nulo crecimiento económico) en esos ascensos, concediendo con ello margen al inicio de los descensos en los tipos de interés, en especial donde otras variables macroeconómicas sugieren en mayor medida la necesidad de los mismos (Europa continental).



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat, OCDE, FRED II.

A su vez, si los avances salariales, aun siendo menores, se mantienen en 2024 y 2025 por encima de unas tasas de inflación más reducidas que en años precedentes, puede

corregirse en buena medida la pérdida de poder adquisitivo del factor trabajo que se ha acumulado en el cuatrienio 2020-2023, y que se muestra en el gráfico II.2. Vale la pena centrarnos en esa información sobre la evolución de los salarios *reales*, es decir, detrayendo la tasa de inflación del crecimiento nominal de la remuneración a los asalariados.



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat. OCDE, FRED II.

Con la demanda paralizada buena parte del año por las medidas de freno de la pandemia (lo que redujo al mínimo la inflación) y las fuertes medidas de apoyo fiscal al mantenimiento de las rentas y el empleo, la ganancia de poder adquisitivo de los salarios fue considerable, sobre todo en Estados Unidos. Pero, a partir de 2021, hallamos una inflación descontrolada por el fuerte crecimiento de la demanda (ya sin restricciones sanitarias y con un elevado ahorro acumulado), los problemas de disrupción de la oferta (acentuados por la invasión rusa de Ucrania), la enorme expansión fiscal y monetaria y el acusado error de los Bancos Centrales en su interpretación del excesivo crecimiento de precios como un problema meramente transitorio. Esa escalada inflacionista ha supuesto que, incluso con alzas salariales superiores a lo habitual antes de la pandemia, los salarios reales descendiesen en los tres pasados años en la mayor parte de Occidente, aunque en algunos países (entre ellos España), el signo ya fue positivo en 2023.

Nótese en el gráfico que, para el conjunto del cuatrienio al que nos referimos (2020-2023), los salarios medios han perdido en Europa entre un 3% y un 6%, aproximadamente y según los países. Como queda apuntado, la mayor parte o incluso la totalidad de ese gap podría cerrarse con avances salariales moderados, en línea con los datos más recientes, entre 2024 y 2025, siempre que la inflación siga reconduciéndose a niveles más compatibles con la estabilidad de precios.

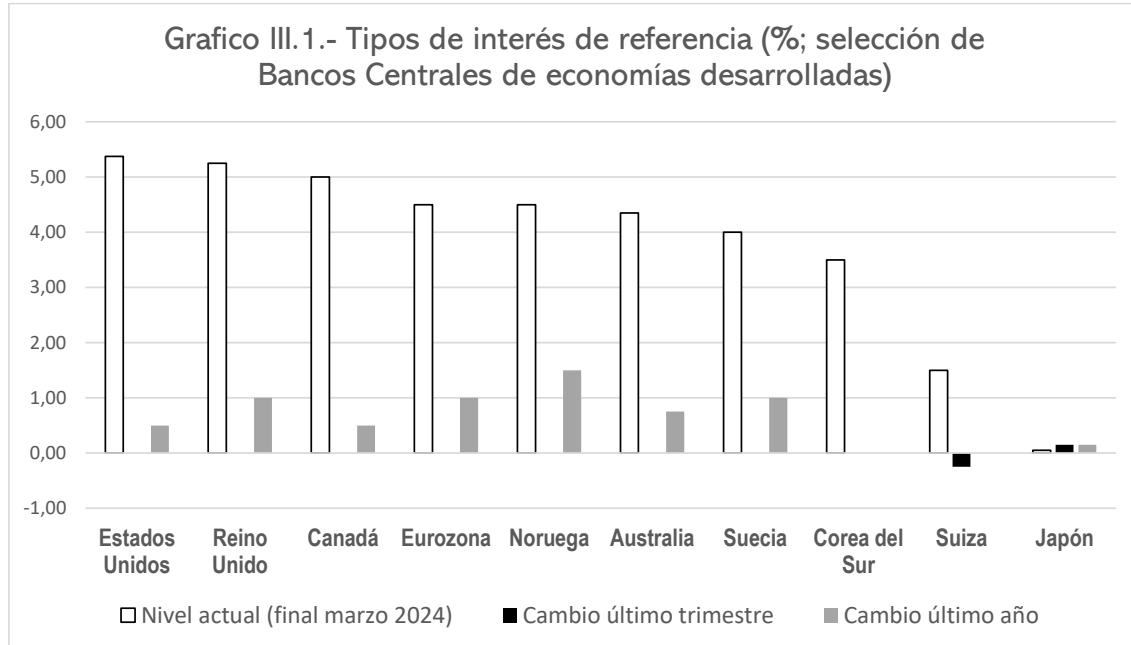
Obsérvese también que la situación estadounidense es diferente. Los salarios reales ya están por encima del nivel de 2019. Ello se debe a que, al contrario que en Europa, donde aumentos salariales más modestos fueron a la par con el mantenimiento del

empleo, en Estados Unidos las fluctuaciones, mucho mayores (al alza, primero, a la baja, después) del paro dieron paso a mayores exigencias (y remuneraciones) salariales de quienes conservaron su empleo. Esta trayectoria de los salarios, sumada a la mayor dimensión de las ayudas fiscales, explican el superior dinamismo del consumo privado (y, con él, del crecimiento del PIB) en Estados Unidos respecto a las economías europeas. Claro está, también explican que la inflación muestre un comportamiento menos favorable y la Reserva Federal, al contrario de lo esperado (subió antes y más los tipos que el BCE o el Banco de Inglaterra y se anticipaba una reversión del ciclo en consonancia, anterior y más enérgica), vaya a ser más cauta en reducir sus tipos de referencia que sus equivalentes europeos.

En todo caso, puede afirmarse que la evolución salarial en Occidente se ha deslizado en los últimos años por la estrecha senda existente entre no alimentar de más la escalada de precios pero, a la vez, ir conteniendo la pérdida de poder adquisitivo derivada de ésta. No es extraño que, sobre todo en Estados Unidos (y, sin duda, bajo la influencia de las elecciones presidenciales del próximo noviembre), el foco de atención, empleando el título de esta sección del *Informe*, se haya trasladado al comportamiento de los beneficios empresariales.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Sin novedades respecto a lo esperado en el pasado trimestre en las decisiones de los Bancos Centrales occidentales (gráfico III.1). Con acertado criterio, han mantenido los tipos en los niveles (solo relativamente) altos fijados en el otoño de 2023, a la espera de una reducción más intensa y generalizada de las tasas de inflación. Aunque, como veremos en las *Claves del Trimestre*, sigue habiendo dudas sobre el comportamiento de los precios de los servicios, en Europa todo apunta a descensos de tipos hacia finales del primer semestre del año, tal y como anticipábamos en nuestros *Informes* precedentes. El Banco Central de Suiza ha iniciado esos movimientos a la baja, de manera un tanto inesperada, pero beneficiándose de una tasa de inflación contenida, que, de hecho, nunca se elevó por encima del 4%, y que ya ha retornado a valores propios de la estabilidad de precios. Siempre con la mirada puesta en la fortaleza del franco, es razonable que las autoridades monetarias suizas hayan abierto el camino al resto.

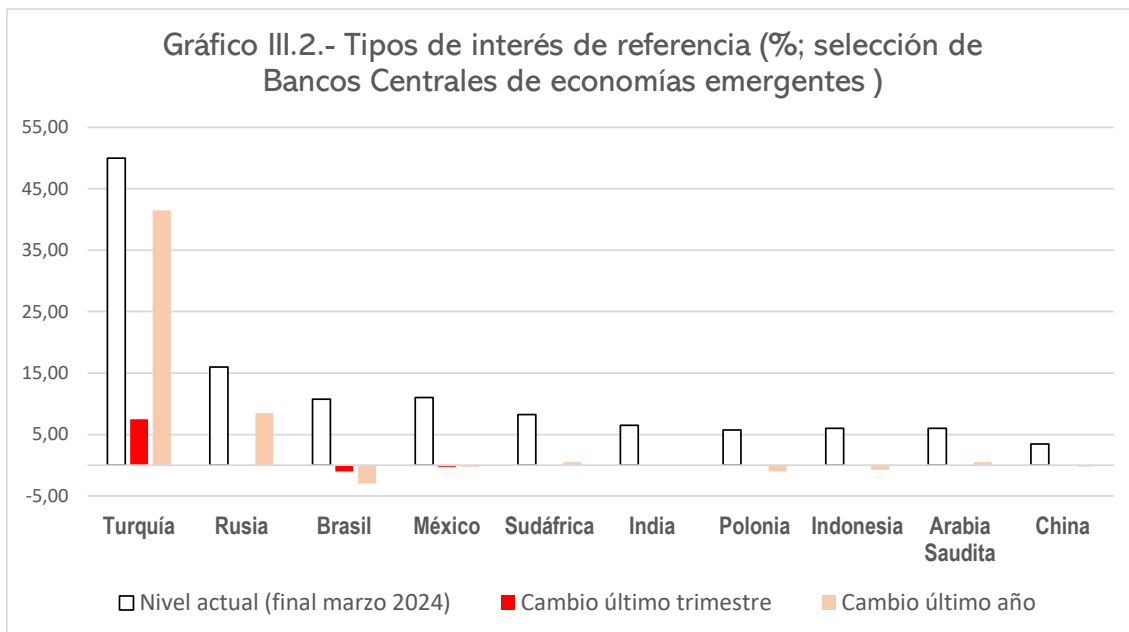
Mientras, la Reserva Federal será incluso más prudente de lo que sugeríamos en previas reflexiones y, muy lejos de las expectativas de los mercados a comienzos de 2024, es probable que retrase hasta al menos el inicio del otoño las reducciones de tipos¹. Una inflación persistente y una economía más fuerte de lo esperado después de alcanzarse tipos de interés máximos en dos décadas, todo ello debido en buena parte por los excesos expansivos de la política fiscal, justifican esa cautela.

Mientras tanto, y al contrario de lo que esperábamos, el Banco Central de Japón ha dado por fin el paso de abandonar los tipos negativos, eso sí, con la menor de las subidas

¹ Parece de lo más improbable que, especialmente en año electoral, pueda plantearse nuevas subidas de tipos, como ha sugerido, por ejemplo, Larry Summers.

posibles (primera en 17 años) para conseguirlo: 15 puntos básicos que dejan el tipo de referencia en una banda entre el 0% y el 0.1%. Adicionalmente, abandona la determinación de un corredor para los tipos de interés de la deuda pública a 10 años, defendida, con márgenes cambiantes, desde 2016. La continuidad de tasas de inflación (tanto la general como la subyacente) superiores al objetivo del 2% anual y, sobre todo, los fuertes incrementos salariales conseguidos (en el entorno del 5%, la mayor subida en más de tres décadas) por los trabajadores de las grandes compañías niponas (aunque es improbable que semejante aumento se extienda a las PYMEs) están detrás de esta decisión del Banco Central. Tampoco ha molestado el hecho de que la Reserva Federal estadounidense vaya a reducir sus tipos menos de lo anticipado.

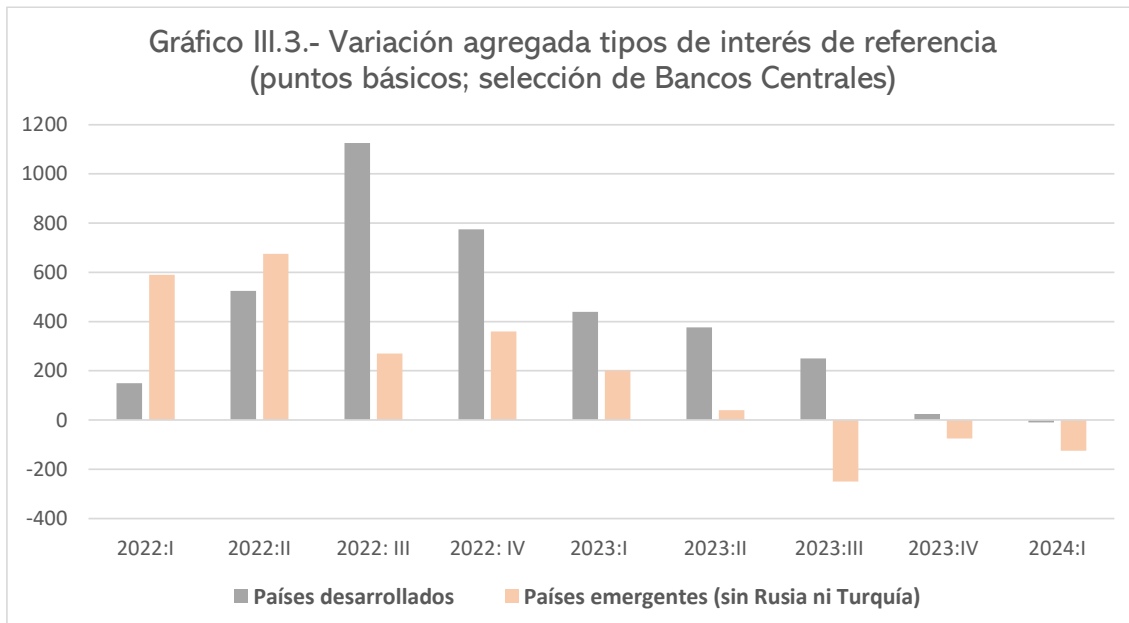
De todas formas, el tenor de la política monetaria sigue siendo manifiestamente expansivo, y sin visos de nuevos cambios a corto plazo. El propio Gobernador del BC, Kazu Ueda, ha descartado prontas subidas adicionales, mientras las compras de bonos a diez años del Gobierno japonés van a continuar a un ritmo de 6 billones de yenes (alrededor de 36500 millones de euros) mensuales. Mientras el país no emprenda las significativas reformas estructurales que precisa para avivar su crecimiento potencial, es harto improbable que se contemple una verdadera normalización, entendida bajo los parámetros de los restantes países desarrollados, de la política monetaria.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Mientras tanto, los países emergentes siguen mostrando considerable cautela, con descensos limitados de los tipos en el pasado trimestre apenas en México y Brasil, en sus decisiones monetarias (gráfico III.2). El temor a una depreciación de la moneda ante un dólar estadounidense reforzado por la perspectiva del mantenimiento de tipos más elevados de lo previsto en los próximos trimestres por parte de la FED, se encuentra tras esa prudencia. Tal potencial depreciación induciría mayor inflación importada (el comercio de las materias primas está mayoritariamente nominado en dólares), así como un encarecimiento de la deuda en dólares cuando se expresa en las divisas de los países emergentes.

La habitual excepción a esta estabilidad o mínimos descensos de los tipos sigue viniendo de Turquía, donde el tipo de referencia volvió a incrementarse en 750 puntos básicos en el período enero-marzo, en una lucha contra tasas de inflación superiores al 50%, combate en el que el principal enemigo ha sido la misma política fiscal del Gobierno. Sin más elecciones a la vista tras las recientes en el ámbito municipal, es probable que la política monetaria pueda resultar más efectiva sin ser socavada desde el propio Gobierno central.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

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

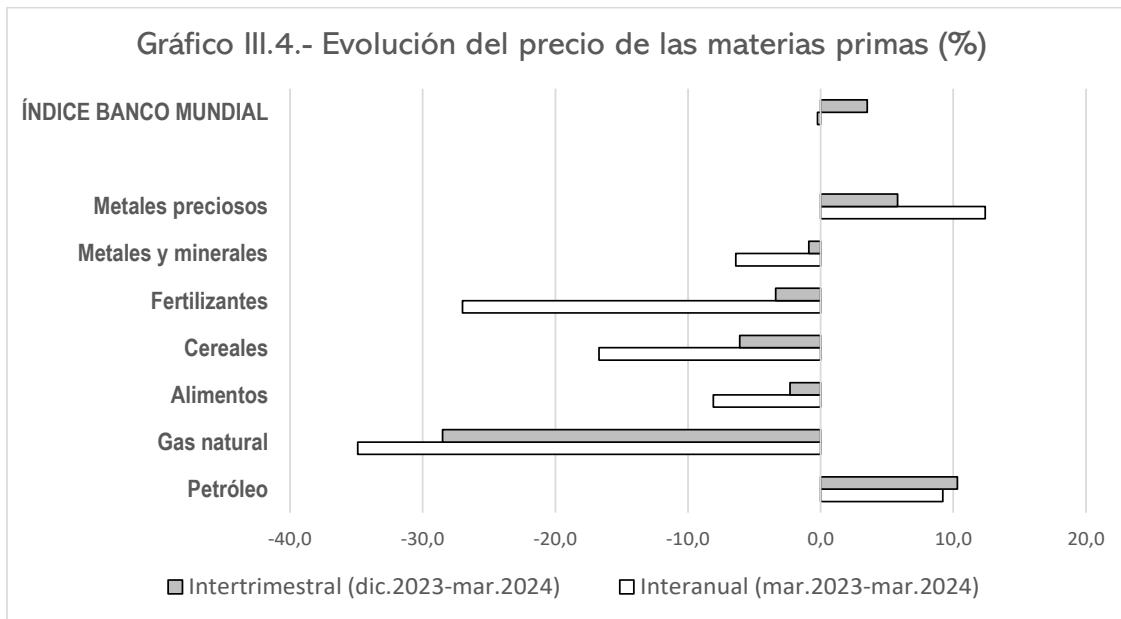
De acuerdo con todo lo anterior, nuestro habitual gráfico III.3, que muestra la trayectoria agregada del ciclo monetario de los diez mayores Bancos Centrales del mundo desarrollado y otros tantos del emergente (sin incluir en estos al de Turquía y al de Rusia), refleja la confirmación del final del endurecimiento de la política monetaria en Occidente, tras dos trimestres de estabilidad. Igualmente, se percibe la ya referida leve tendencia a la reducción de los tipos en el mundo emergente donde, como muestran a su vez los gráficos II.1 y II.2, los niveles vigentes de los mismos son todavía apreciablemente mayores, en promedio, que los de las economías desarrolladas.

B.- Precios de las materias primas

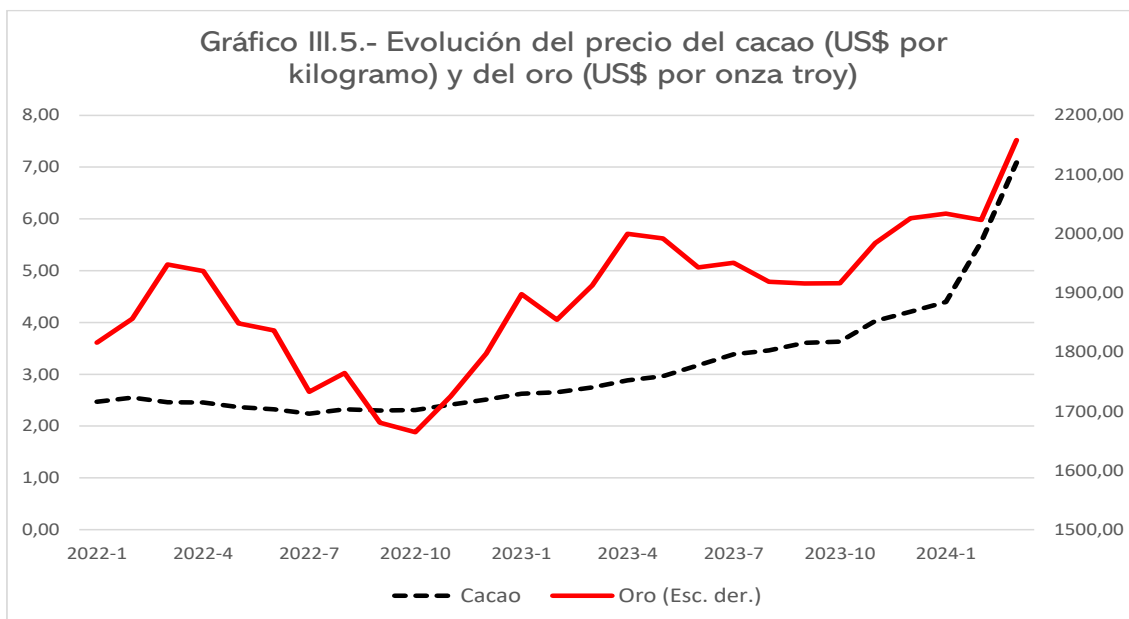
Con carácter general, el pasado trimestre ha registrado un freno al descenso del precio de las materias primas que constatamos en *Informes* precedentes que, en la mayor parte de los casos, no obstante, todavía verifica un descenso en términos interanuales (véase el gráfico III.4). La excepción más relevante es la del petróleo, que, incluso antes del agravamiento de las tensiones en Oriente Medio², había contemplado un ascenso del

² La redacción de este Informe se realiza en las jornadas previas y posteriores al ataque masivo iraní sobre territorio de Israel, en respuesta al bombardeo de la sede consular de Irán en Damasco.

10% de su precio³. La propia complejidad de la situación geopolítica, la relativa solidez de las economías occidentales al ciclo alcista de los tipos de interés y la consistencia, no plena pero sí elevada, en el cumplimiento de sus compromisos de recortes de la producción pactados por la OPEP+ explican una tendencia que, presumiblemente, se acentuará en el corto plazo. Aun con ello, echando la vista atrás, la evolución de los precios de las materias primas en el tramo final de 2022 y 2023 ha sido factor importante en la corrección de los excesos inflacionistas del año y medio anterior, aumentos de precios que, en no poca medida, habían partido de la trayectoria anterior del coste de las materias primas.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

³ Promedio de los principales tipos de crudo internacionales, Brent, WTI y Dubai.

Además del crudo, el precio de otras dos materias primas (véase el gráfico III.5), completamente dispares, han suscitado el interés en los últimos meses, y les dedicamos a continuación una breve reflexión, no tanto por su relevancia específica sino por lo que indican sobre algunos aspectos de la economía global. Por un lado, el precio del oro ha escalado hasta su máximo histórico (en términos nominales), con un ascenso del 13% en el semestre concluido en marzo y de otro 7% desde la media de ese mes hasta principios de abril. Aunque también en ello es relevante la incertidumbre geopolítica, son las dudas sobre si la inflación ha sido o no definitivamente encauzada las que justifican la utilización de este metal precioso como refugio⁴.

Por otro lado, el precio del cacao ha escalado de forma mucho más intensa, duplicándose en los pasados seis meses, alarmando a productores y consumidores de chocolate, en un momento en la que hasta el Presidente de Estados Unidos ha considerado necesario reflexionar sobre lo (in)adecuado de la "shrinkflation" aplicada a las barras de chocolate⁵.

Más allá del tiempo especialmente desfavorable que han sufrido los productores de dos tercios del cacao del mundo (Ghana y Costa de Marfil), y que ha supuesto una caída interanual de la cosecha de más del 10%, este caso nos permite reflexionar sobre la efectividad de los acuerdos colusivos de oferta (o cárteles) en función del tipo de materia prima de la que se trate. En efecto, en 2019, los organismos responsables del sector de ambos países establecieron una estructura modelada siguiendo el funcionamiento de la OPEP y, de hecho, las cuotas de producción y exportación de cacao de estas dos naciones del oeste africano exceden ampliamente las equivalentes del cartel del crudo. Pero hay dos diferencias sustanciales: primero, el mantenimiento e incremento de la producción es un proceso de medio y largo plazo (exploración, catas preliminares, puesta en explotación) para el petróleo, pero del día a día para una materia prima agrícola como el cacao. En este segundo caso, fluctuaciones severas en las cifras invertidas en pesticidas, fertilizantes o nuevas plantaciones conllevan al poco tiempo caídas inevitables en la producción. Segundo, mientras el crudo es extraído y comercializado por grandes compañías con amplios recursos (campeones nacionales y empresas multinacionales por igual), el cultivo del cacao es realizado por agricultores que se mueven en el nivel de la subsistencia y que, pese a un precio mínimo establecido por los gobiernos ghanés y costamarfileño, no parecen estar recibiendo las ayudas de tales autoridades para el mantenimiento de la producción que esos recursos adicionales debieran suponer.

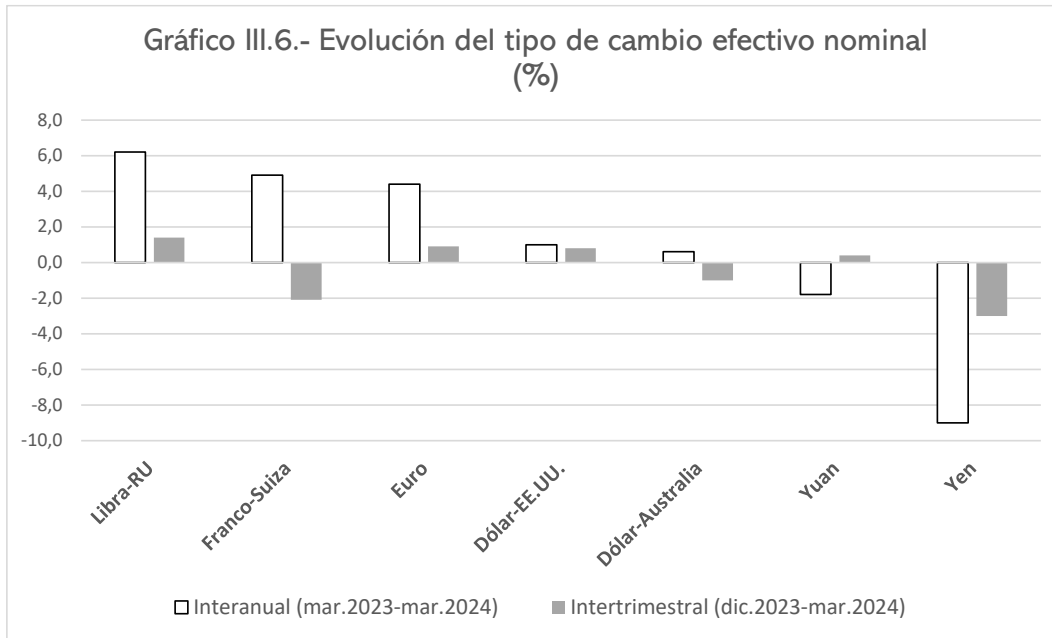
Más allá del impacto sobre los consumidores del mundo desarrollado y de su conveniencia o no en términos del mejor funcionamiento del mercado, un cartel que funcione implica unos requisitos de gestión y distribución de sus ingresos, y no solo de

⁴ Tema distinto es si, con cierta perspectiva temporal, el oro es la forma pertinente de protegerse de la inflación, de la deflación o de ambas tendencias, que para todo se encuentran defensores. A largo plazo, salvo que se realice una gestión activa (y acertada) del mismo, el oro es, desde luego, una inversión mediocre y peor que muchas otras alternativas fácilmente disponibles.

⁵ Joe Biden entró en debate con la empresa fabricante (Mars) de las barras Snickers sobre si el tamaño de estas chocolatinas se había reducido o no para evitar el traslado a precios del incremento del coste de la materia prima principal.

recibir en las arcas gubernamentales el sobrecoste sobre los precios que surgirían del libre mercado.

C.- Principales divisas



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

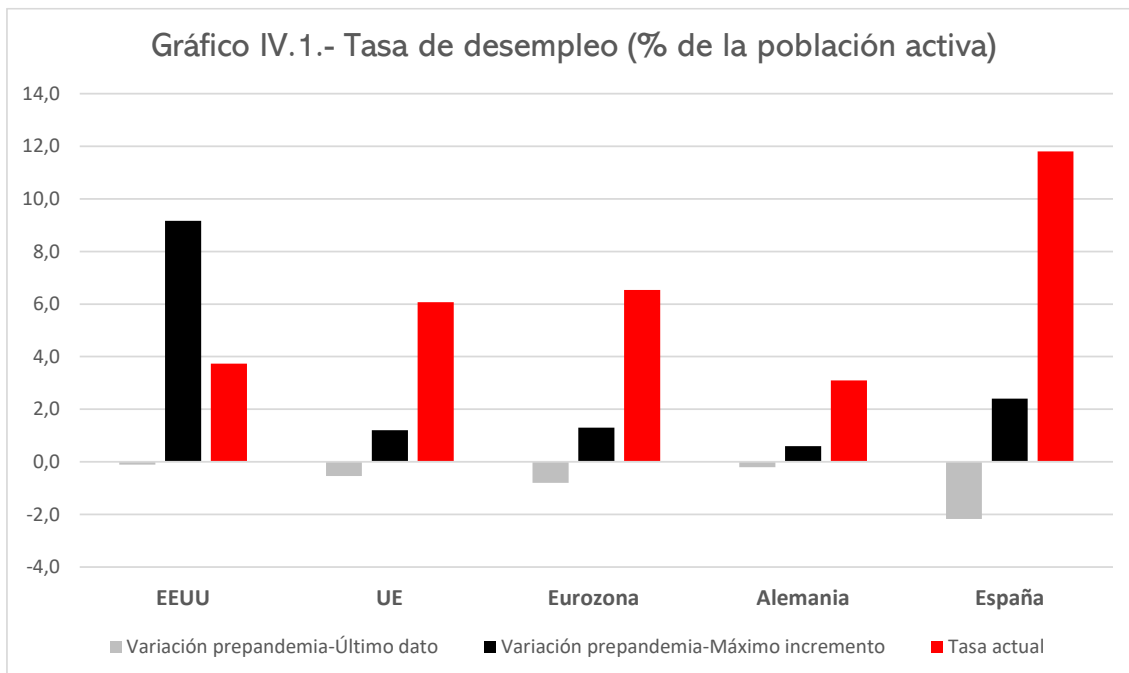
Nota: Movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) de la moneda respecto a las del conjunto de los socios comerciales del país.

El pasado trimestre no ha contemplado cambios especialmente marcados en la trayectoria de las principales divisas internacionales (gráfico II.6), aunque el reciente cambio en las expectativas sobre el inicio de los descensos de tipos de interés en Estados Unidos ha repercutido, en las últimas jornadas, en un reforzamiento del dólar. Lo más destacable del período es, por un lado, el tránsito de la apreciación de los dos pasados años a una moderada depreciación del franco suizo, asociada a la anticipación sobre lo previsto del recorte de tipos del Banco Central del país. Por otro, el yen japonés ha continuado perdiendo valor respecto a las divisas de sus socios comerciales, revelando que los mercados han dado mayor relevancia a la prudencia señalada por el Banco Central de Japón respecto a futuras decisiones que al propio cambio de tenor de la política monetaria, pese a lo simbólico que resulta el abandono de los tipos de referencia negativos y el corredor de tipos de la deuda pública a diez años.

Mientras tanto, y con los descensos de tipos casi garantizados en los próximos meses, una dinámica económica poco robusta, y siendo las divisas principales más apreciadas tomando el pasado año como referencia, cabe esperar un cambio significativo en la evolución del euro y fe la libra esterlina (ya iniciado, de hecho, en las últimas semanas) en un futuro inmediato.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

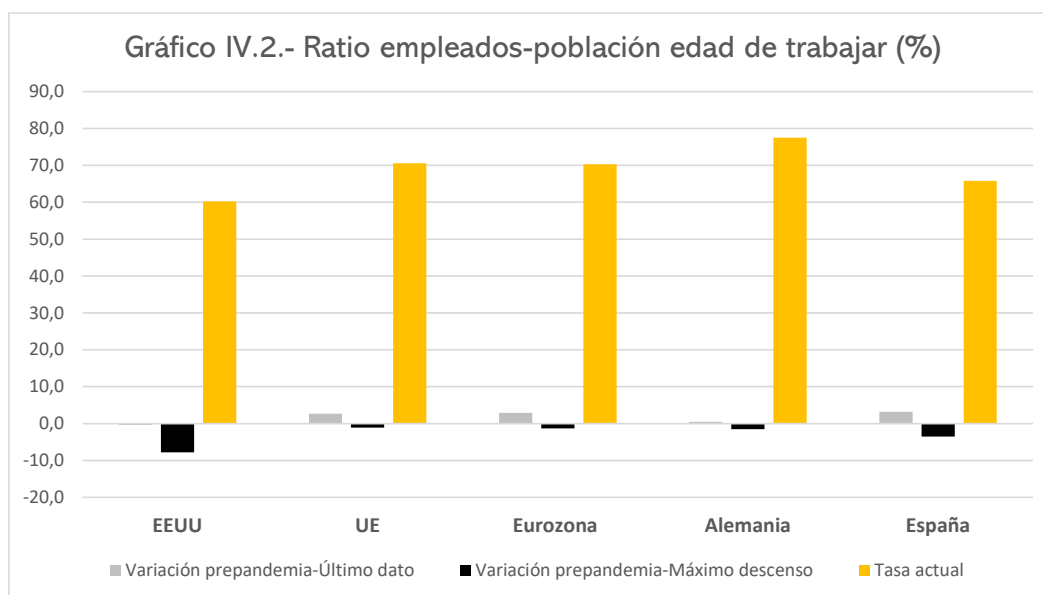
1.- Se ha insistido mucho en casi todos los análisis de la evolución económica en Occidente en estos dos últimos años (también en estos *Informes*), pero no por ello resulta menos adecuado volver a remarcarlo: pese a la sucesión de shocks de oferta negativos y el drástico (aunque tardío) endurecimiento de la política monetaria, el comportamiento de las variables clave del mercado laboral ha sido, cuanto menos, notable. La tasa de desempleo en particular (gráfico IV.1) se encuentra ya por debajo de los niveles previos a la pandemia, después de registrar, en los países europeos, incrementos muy por debajo de lo previsible dada la magnitud de la caída de la producción a raíz del estallido de la COVID-19, circunstancia, claro está, debida a los esquemas de protección de empleo que, en su punto álgido, llegaron a cubrir a una cuarta parte de los trabajadores de los países OCDE. En Estados Unidos, donde las ayudas fueron distribuidas a los ciudadanos con independencia de su estatus laboral, el desempleo subió 9 puntos porcentuales en los trimestres centrales de 2020, pero descendió hasta tasas muy bajas (menores que las europeas en su conjunto, de hecho) de manera inmediata.



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; FRED II.

Un segundo aspecto favorable es que, mientras en primera instancia se atribuyó parte de ese resultado en términos de paro a un retroceso de la población activa, con amplios contingentes de trabajadores que no habían permanecido o retornado al mercado laboral, por enfermedad, precaución o limitaciones derivadas de la nueva situación familiar provocada por la pandemia, con mayor perspectiva temporal (gráfico IV.2) la situación en este sentido se ha normalizado. El porcentaje de personas empleadas respecto a las que potencialmente forman parte de la fuerza laboral ha alcanzado ya nivel prepandemia en Estados Unidos, y es superior en la Unión Europea y casi todos sus miembros.

Desde luego, la excepcional intensidad de las políticas expansivas (fiscal incluso en la actualidad, monetaria hasta avanzado 2023, dado que los tipos de interés reales solo han entrado en territorio positivo en los últimos meses) explica en no poca medida esa evolución del mercado laboral. Pero también contribuye a ello un factor más estructural: los problemas de disponibilidad de mano de obra en los países occidentales. Aun con los volúmenes de inmigración (frecuentemente no realizada por cauces legales) paliando el problema, a la escasez ya perceptible antes de la pandemia en ciertos puestos y profesiones altamente cualificados, si ha sumado un problema similar en actividades menos cualificadas y peor remuneradas. En este escenario, son numerosas las empresas que han decidido, en períodos más o menos extensos de los últimos años, mantener un volumen de empleo superior al estrictamente necesario en el corto plazo.



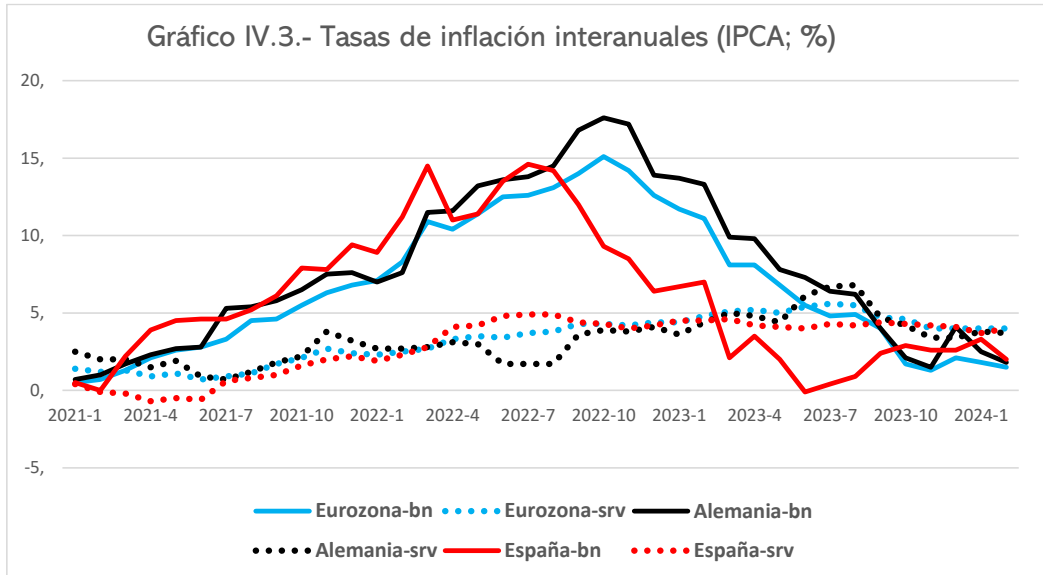
Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; FRED II.

Independientemente de que una mayor movilidad de la mano de obra, no siempre favorecida por la legislación laboral y por factores tan críticos como la dificultad de acceso a la vivienda en alquiler, permitiría aminorar esos problemas, no puede sorprender que los salarios se estén viendo incrementados por encima de la inflación en los últimos trimestres, aunque en un tono moderado y decreciente, como señalábamos en nuestro *Foco de Atención*. Elemento este último que reafirma esa perspectiva positiva del comportamiento de los mercados laborales occidentales estos últimos años.

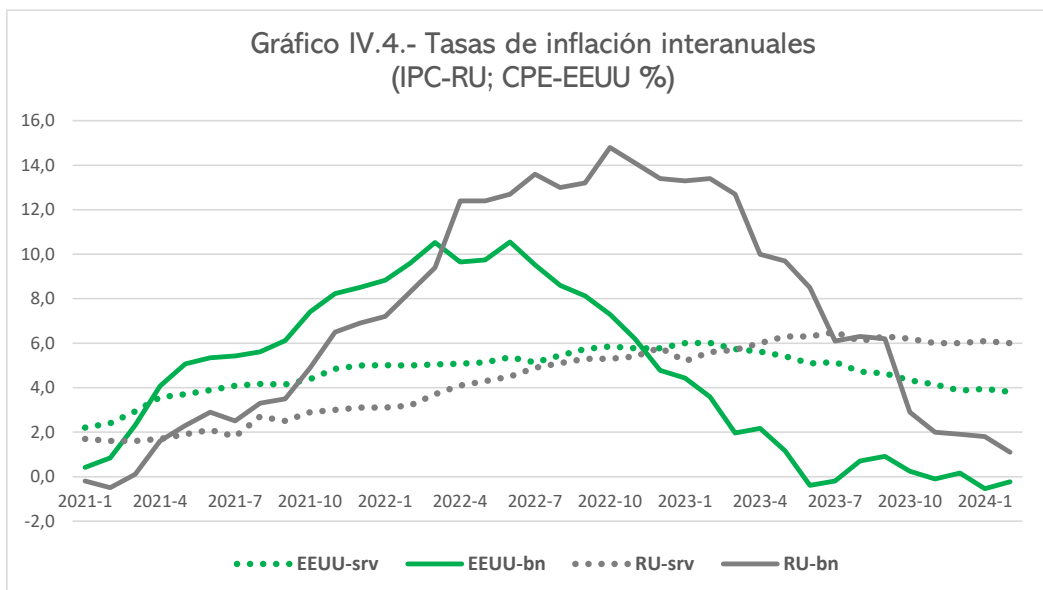
2.- Si la evolución de los salarios, como se analizaba en el *Foco de Atención*, se ha convertido en la clave principal para declarar la inflación bajo control e inicia el descenso de los tipos de interés en Occidente, el énfasis se está trasladando en esta primavera de 2024 al comportamiento de los precios de los servicios. Como reflejan los gráficos IV.3 y IV.4, las tasas interanuales de inflación de los bienes ya se encuentran *por debajo* del 2%⁶, tanto en Europa continental como en las dos mayores economías anglosajonas,

⁶ Incluso en territorio negativo en Estados Unidos, si consideramos el Índice PCE (Personal Consumption Expenditure), el preferido por la FED para evaluar la trayectoria de los precios.

después de alcanzar los dos dígitos en diferentes momentos de los pasados dos años. Ciertamente, la fuerte desaceleración del aumento de los precios de los alimentos, y, más aún, la caída de los de la energía, han sido las grandes protagonistas de esa corrección.



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat.



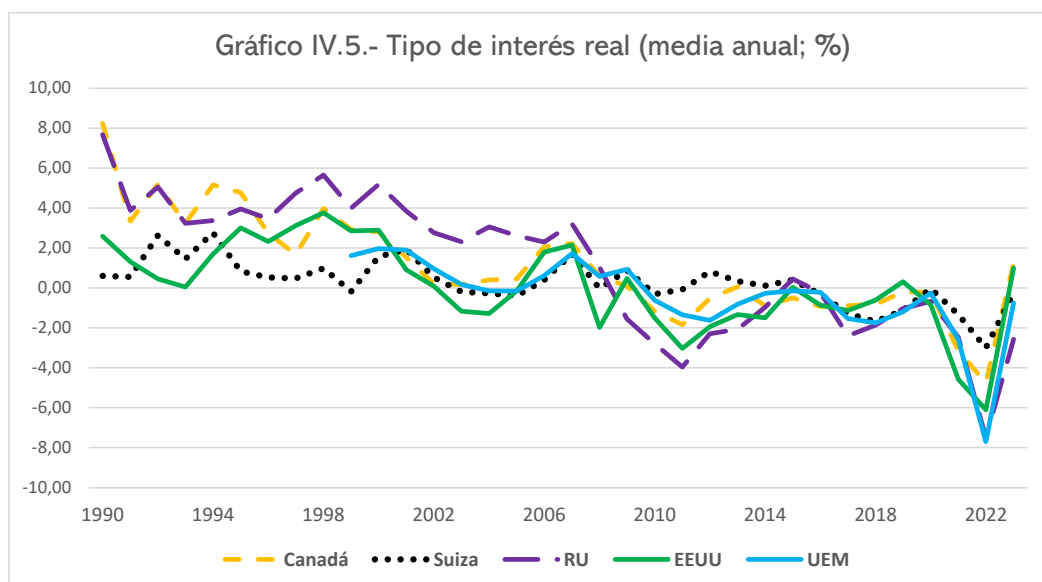
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; FRED II.

Sin embargo, los precios de los servicios siguen tozudamente en tasas que al menos doblan ese 2%. No es ajeno a este comportamiento que el sector terciario sea, en promedio, más intensivo en empleo que la manufactura, por lo que el alto dinamismo salarial tiene mayor impacto sobre el precio final de lo producido. Pero, además, se constata un claro giro de la demanda. Esta se concentró en bienes esenciales (para el día a día cotidiano o para adaptarse al trabajo y el estudio online) en la primera fase de la pandemia, y cambió hacia los bienes de consumo duradero (vivienda incluida) y a

soportar el aumento de precios de alimentos y energía en el período posterior. En una tercera etapa, la acumulación de ahorro todavía existente, fruto de la contención del gasto en 2020 y de las extensas ayudas fiscales de los dos primeros años tras el estallido de la COVID-19, se está dirigiendo hacia los servicios, con el turismo, nacional e internacional, como manifestación más perceptible, pero no única⁷.

En cualquier caso, se precisarán, sobre todo en las economías anglosajonas, noticias un poco más favorables en el comportamiento de esos precios de los servicios para dar definitivamente paso a los descensos de tipos de interés.

3.- Siempre siguiendo nuestra intención de conferir a la visión del nivel actual de los tipos de interés una cierta perspectiva histórica, algo que hemos realizado también en *Informes* anteriores empleando otras variables, esta vez el gráfico IV.5 muestra los tipos de interés reales (los que son de mayor relevancia para la toma de decisiones de gasto e inversión) para las cinco mayores áreas económicas occidentales desde 1990.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

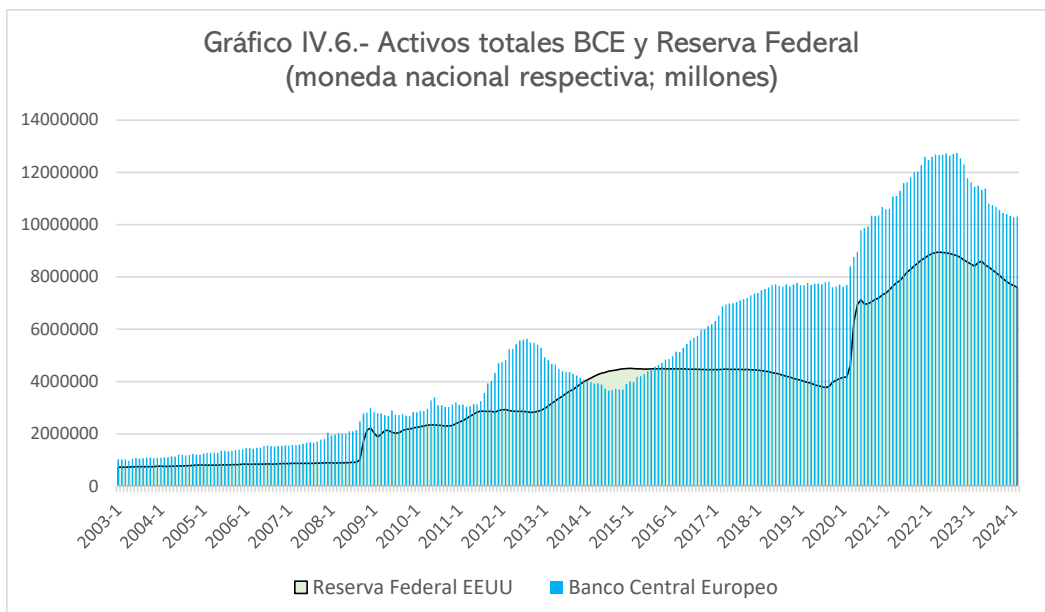
Nota: tipos de interés reales como la diferencia entre el tipo de interés de referencia del Banco Central como media anual y la tasa de inflación general del año.

Incluso incorporando solo el período posterior al de tipos de interés realmente elevados (años ochenta del pasado siglo), en respuesta a la gran crisis inflacionista que afectó a la mayoría de estas economías desde mediados de los setenta y durante una década, la conclusión sigue siendo la misma que en nuestros análisis anteriores. Los tipos de interés reales vigentes en la actualidad, aunque ciertamente han escalado desde finales de 2022 a un ritmo sin precedentes en las pasadas tres décadas, son todavía inferiores a los medios en el período considerado y, de hecho, apenas han retornado a territorio positivo

⁷ Nótese, por ejemplo, las cifras excepcionalmente favorables de asistencia a numerosos acontecimientos deportivos, culturales y artísticos.

en los últimos meses. Quizás no sea tan sorprendente, después de todo, que la economía estadounidense (o la canadiense, en menor medida) siga mostrándose robusta pese al ciclo monetario contractivo del pasado año y medio. En cuanto a la Unión Europea y el Reino Unido, la razón del virtual estancamiento que sufren está ligada a su limitado crecimiento potencial, que debe afrontarse con las largo tiempo diferidas reformas estructurales que precisan, no con bajadas de tipos de interés. Volver a tipos reales negativos, como los dominantes en la pasada década, generan más distorsiones que ventajas, como hemos venido subrayando ya desde nuestro primer *Informe de Situación Económica Internacional*, en el ya lejano julio de 2022.

4.- Como referíamos en el pasado *Informe de enero*, conviene recordar que, al margen de la gestión de los tipos de interés de referencia, los Bancos Centrales de los países desarrollados están intentando, en paralelo, revertir progresivamente el otro instrumento esencial de su lucha por elevar la inflación, estimular el crecimiento y asegurar el normal funcionamiento del crédito del período 2008-2021: la expansión cuantitativa (QE, por sus más reconocibles siglas en inglés).



Fuente: elaboración propia. Datos: BCE; FRED II.

Si el experimento del masivo incremento del tamaño del balance (véase el gráfico IV.6, para los dos mayores BCs occidentales) era casi inédito (salvando el caso japonés, donde las actuaciones no convencionales del BC llevan un cuarto de siglo en marcha de forma ininterrumpida), la reducción del mismo, o restricción cuantitativa (QT), es un ejercicio novedoso y no exento de riesgos, en particular el de generar inestabilidad en los mercados financieros⁸. La pérdida del “comprador de último recurso”, sobre todo en el

⁸ El lector interesado puede encontrar un análisis pormenorizado y geográficamente completo del proceso en Du, W., Forbes, K. and Luzzeti, M. (2024); “Quantitative tightening around the Globe; what have we learned?”, *NBER WP 32321* (<http://www.nber.org/papers/w32321>)

crucial mercado de la deuda pública, y la disminución de la liquidez en el sistema bancario son los dos elementos que suscitaban mayor incertidumbre. Sin embargo, de momento, el proceso se está conduciendo en todos los países sin dificultades reseñables.

Desde luego, la restricción cuantitativa esta todavía en sus inicios (ver de nuevo el gráfico IV.6): la máxima expansión del tamaño del balance de la Fed y del BCE se alcanzó a mediados de 2022, rozando los 9 billones de dólares y los 13 billones de euros, respectivamente⁹. Desde entonces, la reducción (hasta febrero de 2024) ha sido de un 15% en el caso estadounidense y de un 19% en el europeo¹⁰. No parece en absoluto probable que se retorne a las cifras previas al inicio de la expansión de esos balances, que se produjo en respuesta a la Gran Recesión. De hecho, en la más reciente revisión estratégica efectuada por ambos BCs, se incorporaba la gestión del tamaño del balance como una política a emplear de manera regular (convencional), sin el carácter de excepcionalidad que se le dio tras la Gran Recesión (no convencional).

Hay dos motivos esenciales por los que la QT no parece estar generando nerviosismo alguno en los mercados. Primero, se está empleando una restricción cuantitativa eminentemente pasiva; es decir, ha cesado la adquisición de activos (deuda) adicionales (públicos y privados) y ha dejado de reinvertirse parte de los que han llegado a su vencimiento, pero no se ha vendido deuda no expirada en los mercados (QT activa). Segundo, la liquidez sigue siendo muy amplia en el sistema, y los BCs han reiterado que disponen de mecanismos variados y de inmediata efectividad para garantizar que las reservas de liquidez, y, con ello, la fluidez del crédito, de los bancos sean siempre suficientes.

Aunque recibe mucha menos atención que los movimientos de los tipos de interés, resulta tranquilizador comprobar que la gestión, por vez primera, de una contracción del tamaño de los balances de los BCs de esta magnitud, se está desarrollando sin accidentes indeseados.

5.- Inevitablemente, debemos mover ahora nuestras reflexiones a otro gran foco de interés en el pasado inmediato, el presente y, hay que temer, en el futuro previsible: el proteccionismo. Si en nuestro último *Informe* fijamos la atención en la Unión Europea, saltamos ahora el Atlántico para analizar tres movimientos en Estados Unidos, de tenor, motivaciones e implicaciones muy diferentes. Podríamos referirnos a ellos como proteccionismo por reciprocidad y/o seguridad nacional; proteccionismo defensivo; y proteccionismo rancio y político. Vayamos por partes.

Comencemos con la aprobación de una pieza legislativa en la Cámara de Representantes (con apoyo bipartidista, hecho nada sencillo en la actualidad) que anticipa la prohibición de TikTok en el país, a menos que la empresa propietaria, ByteDance, por si cabía alguna duda, de nacionalidad china, venda la aplicación a una compañía de distinta

⁹ Con el mayor peso del sector bancario en el conjunto de la economía europea, y del crédito de esos bancos en la financiación total de la misma, el balance del BCE es históricamente mayor que el de la Fed.

¹⁰ Hay países mucho más avanzados en el proceso de normalización, con Canadá y Suecia, cuyos Bancos Centrales han reducido sus balances en un 40% desde los respectivos máximos, a la cabeza.

nacionalidad. Respecto al argumento de que atenta contra la seguridad nacional, por la posibilidad de transferencia a las autoridades chinas de las ingentes cantidades de datos personales y empresariales estadounidenses que atesora TikTok, los esfuerzos de la compañía (a través del denominado "Proyecto Texas", desarrollado junto a Oracle) por mantener esos datos en Estados Unidos separados de cualquier acceso exterior, son, pese a la inversión realizada, de dudosa credibilidad. No se olvide que cualquier empresa china está sometida a la legislación de su país que le obliga a compartir la totalidad de la información de la que disponga a requerimiento de su Gobierno. En cuanto al argumento de la reciprocidad, es irrefutable: ninguna empresa internacional, de país alguno, está autorizada (ni lo estará en el futuro, al menos bajo la Presidencia de Xi Jinping) a ofrecer en China los servicios (y obtener los datos) que constituyen el negocio de TikTok. Las protestas de las autoridades chinas ante la legislación del Congreso son una ostensible muestra de hipocresía.

De hecho, y con carácter más amplio, en el mundo de las nuevas tecnologías de captación, almacenamiento y procesamiento de datos, y de la inteligencia artificial generativa, las democracias occidentales van a tener que plantearse de manera muy seria si deben mantener la libertad y derechos de actuación en sus territorios a personas y empresas de países no democráticos, que ni remotamente conceden tales derechos y libertades (a los extranjeros e incluso a sus nacionales), pero aprovechan para sus propios intereses tales garantías. En otros términos, el proteccionismo por motivos de seguridad nacional y reciprocidad se va a extender de manera ineludible y, siendo sinceros, incluso los que nos hemos posicionado siempre en favor de la libertad de comercio, instalación y desarrollo empresarial (dentro de las leyes, claro está), debemos entenderlo como necesario para el sostenimiento de las sociedades democráticas.

El segundo caso tiene un carácter mucho más convencional. Por el sector, la construcción naval, y por el motivo, el sostenimiento de la actividad manufacturera en Estados Unidos frente a la competencia desleal china en el sector. En efecto, la solicitud del sindicato United Steelworkers al Gobierno estadounidense demanda protección (incluyendo tarifas especiales sobre los buques fabricados en China que accedan a puertos de Estados Unidos) y ayudas (con un fondo específico) en respuesta a las actuaciones, políticas y prácticas "irrazonables y discriminatorias" de las autoridades chinas en los sectores del transporte marítimo, la logística y la construcción naval.

Esta petición se inscribe dentro de las numerosas de sentido similar (algunas de las cuales hemos referido en anteriores *Informes*) en diferentes sectores tanto en Europa como en Norteamérica en los que el dominio chino (mediante prácticas ilegales, desde la perspectiva occidental; a través de su mayor eficiencia sin distorsiones indebidas, según las autoridades del país asiático) se ha convertido o se está convirtiendo en abrumador. En la actualidad, todas las tecnologías ligadas a la nueva "economía verde" son objeto de este debate. Desde luego, en el ámbito de la construcción naval, cualquier iniciativa sería ya tardía: Estados Unidos fue responsable de apenas el 1% de los barcos comerciales fabricados a nivel global. En todo caso, el mencionado sindicato aprovecha un ambiente político particularmente propicio para lanzar esta petición que, muy probablemente, será atendida por la Administración Biden.

Finalmente, y en un ejemplo grosero de proteccionismo ligado a los intereses específicos de un grupo de presión (al que los responsables políticos son especialmente receptivos en períodos electorales), el Presidente Biden ha decidido oponerse a la adquisición de US Steel por la japonesa Nippon Steel. En este caso, la adquisición se realiza por parte de la empresa de un país aliado, de manera no hostil, pagando una fuerte prima (40%) sobre el valor previo de la acción, con la promesa de mantener el empleo en Estados Unidos (aunque, a partir de 2026, previsiblemente se desplazaría a nuevas instalaciones, más eficientes, en Estados con menor implantación del movimiento sindical) y con la intención de introducir nueva tecnología en la empresa adquirida. Adicionalmente, la compra reduciría el precio del acero en Estados Unidos a la multitud de sectores que lo utilizan, cuya trascendencia en términos de actividad y empleo es mucho mayor que la de la propia producción de acero. Será curioso comprobar qué valoración realiza y, en caso de rechazar la adquisición, qué argumentos emplea, el Comité de Inversiones Extranjeras (CFIUS, por sus siglas en inglés) que es el responsable de revisar este tipo de operaciones en Estados Unidos.

En definitiva, una mezcla de situaciones, donde el proteccionismo se acoge a motivaciones bien diversas, algunas de las cuales resultan al menos potencialmente convincentes, otras injustificables y dañinas para la propia economía donde se establecen. Y, unas y otras, abren paso a represalias que acaban perjudicando el crecimiento global, como destaca el Fondo Monetario Internacional en su último Informe Regional sobre Europa¹¹. Sin embargo, no debe olvidarse que, si parte de las grandes economías abandonan los principios que ordenan el comercio y la inversión justa y equilibrada, quienes se mantienen en esos principios experimentan pérdidas de actividad y empleo significativas.

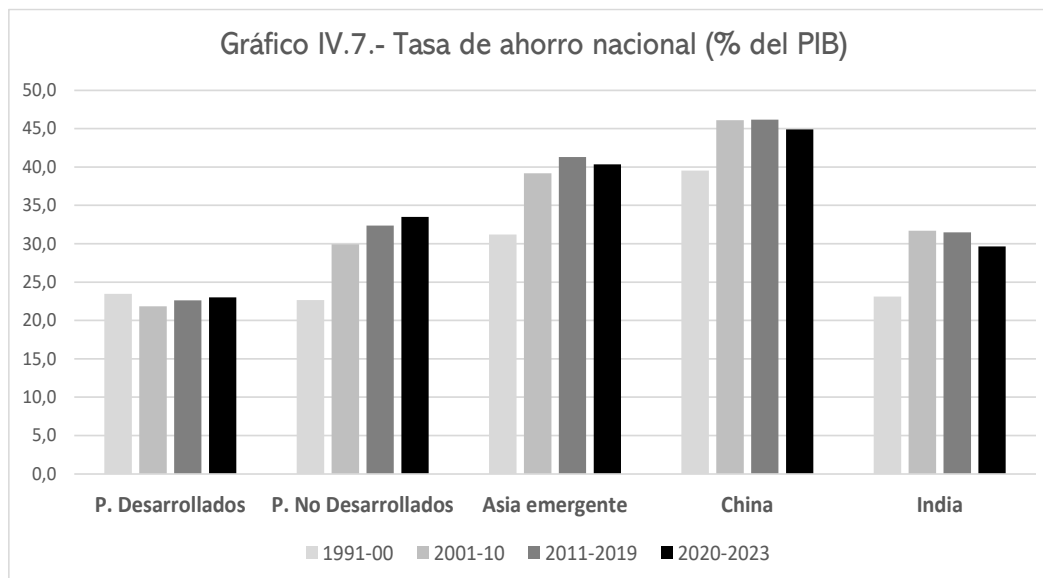
6.- Mientras este debate se intensifica en Occidente, China apuesta por el desarrollo de “fuerzas productivas de mayor calidad”, lo que, en esencia, significa mantener, a través de amplios programas de inversión, su dominio global en los sectores manufactureros, pero ya no en los tradicionales, sino en los más avanzados. Esta orientación clave de la política económica de Xi Jinping tiene tres objetivos esenciales. El primero, recuperar un mayor dinamismo del crecimiento económico, que ha ido languideciendo en los últimos años. Emplear la construcción de viviendas e infraestructuras como eje de ese crecimiento hace tiempo que agotó su viabilidad, y esa opción ha dejado una herencia de quiebras empresariales, deudas insostenibles de muchos gobiernos locales y regionales que se sustentaban de los ingresos provenientes de la actividad inmobiliaria, y una caída continuada, hasta niveles casi ruinosos, de la ratio entre producción y capital invertido. La manufactura avanzada (junto a los servicios de alta tecnología) deben, según la nueva estrategia, tomar el relevo.

Segundo, esos programas de inversión pública (que arrastren la privada interna) deben reemplazar el desplome de la Inversión Directa Extranjera, que, en medio de la creciente desconfianza entre China y Occidente, alcanzó en 2023 la cifra más baja desde 1993.

¹¹ Ver <https://www.imf.org/en/Publications/REO/EU/Issues/2024/04/05/regional-economic-outlook-europe-april-2024>

Tercero, el desarrollo en esos sectores estratégicos avanzados corresponde a la estrategia de “dual circulation” que ha venido ocupando los últimos años el centro de la visión de las autoridades chinas de las relaciones del país con el resto del mundo. China debe mantener su conexión con el mismo, pero garantizando su autosuficiencia tecnológica, su independencia en la disposición de recursos y su liderazgo en los sectores que definen el futuro de la economía y la sociedad, desde el vehículo eléctrico a la ingeniería genética, pasando por la computación cuántica y la inteligencia artificial generativa.

Desde luego, existe una convicción generalizada, dentro y fuera del país, sobre la necesidad de un cambio en la orientación del modelo de crecimiento chino, donde hasta un tercio del mismo estaba apoyado en la construcción en la década posterior a la Gran Recesión. No obstante, al menos para cumplir el primero de los objetivos antes referido, parece mucho más conveniente reorientar ese modelo hacia el consumo privado, estimulando éste, mediante, entre otras fórmulas, la extensión de una amplia red de protección social que reduzca la percepción de las familias chinas de su necesidad de mantener tasas de ahorro irrazonablemente elevadas. Como muestra el gráfico IV.7, esas tasas, que siguen ancladas en el 45% del PIB, pese a que se comenzó a mencionar lo oportuno de un mayor rol para el consumo hace más de una década, son muy superiores a las del resto del mundo, incluyendo las asiáticas, siempre a la cabeza en este ámbito.



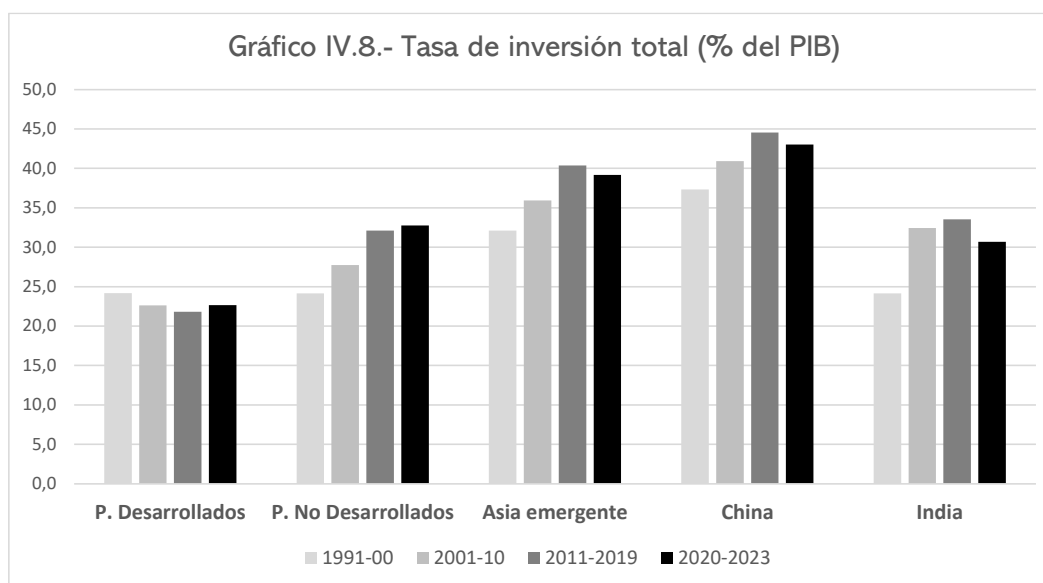
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Ahora bien, los objetivos segundo y tercero sí requieren que la nueva estrategia se siga volcando en la inversión, aunque con sectores prioritarios muy diferentes, como se ha explicado. Con ello, se probable que sigamos contemplando datos de inversión similares a los que refleja el gráfico IV.8, con China a la vanguardia global; nótese, en particular, la distancia con las respetables y creciente tasas de inversión indias¹², en un esfuerzo

¹² El descenso del trienio 2021-2023 se debe al impacto diferencialmente superior durante 2020 y 2021 de la COVID-19 sobre la economía india, la más castigada en términos absolutos a nivel global.

por corregir los endémicos problemas de infraestructuras del país, así como de potenciar el "made in India".

El problema de esta estrategia china es que el país es absolutamente incapaz de absorber por sí mismo la producción realizada en alguno de esos sectores, lo que anticipa una inundación, frecuentemente apoyada con práctica dudosas (volvemos a la *Clave* anterior, sobre el proteccionismo), de productos chinos en los mercados internacionales. El caso de los vehículos eléctricos resulta paradigmático. Ante la cada vez menos acogedora (siendo eufemístico) recepción de esos bienes en Occidente, China está reorientando para de esa producción hacia países más amistosos... que también empiezan a verle las orejas al lobo. Brasil y Vietnam, por ejemplo, han apuntado ya a la toma de medidas para evitar que China acapare sus mercados.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

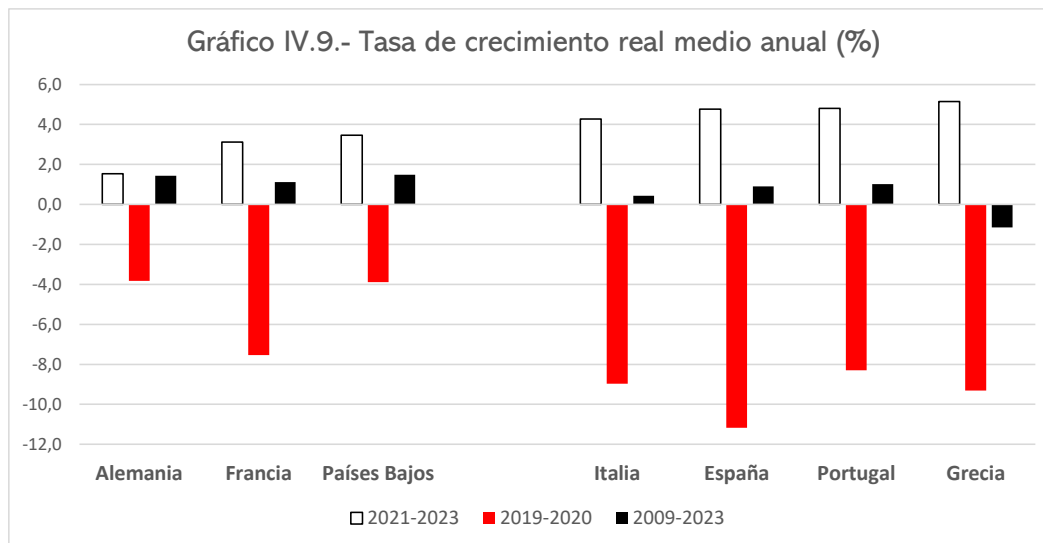
Esta cuestión de cómo encaja (o no) con el resto del mundo el nuevo modelo chino de las "fuerzas productivas de mayor calidad" y su producción masiva va a estar de máxima actualidad en los próximos años.

7.- Cerraremos nuestras *Claves del Trimestre* en esta ocasión con un debate mucho menos trascendente que los anteriores, pero que ha ocupado algunas portadas en las últimas semanas. EL mejor comportamiento de las economías del sur de la Eurozona respecto a los países centrales de la misma en el trienio posterior a la pandemia.

La verdad es que en las comparaciones entre economías a escala internacional uno puede defender casi cualquier cosa; solo tiene que ser hábil en elegir el período adecuado. Pero, si se desea hacer una comparación como la mencionada, lo lógico parece referirse a todo el período desde el estallido de la COVID-19, es decir, el cuatrienio 2020-2023. Si se hace este ejercicio alternativo, como revela el gráfico IV.9, los resultados ya no son favorables a las economías mediterráneas; su mayor dinamismo reciente viene precedido de un mayor impacto negativo inicial de la pandemia. Desde

luego, el peso relativo en unas economías y otras del sector turístico tiene mucho que ver con este resultado.

Si ampliamos el marco temporal a la pasada década y media, otro punto de medición razonable, porque parte de la Gran Recesión, la comparación es ya claramente desfavorable para el sur de la Eurozona (ver de nuevo el gráfico IV.9); el retraso en superar la recesión, al extenderse por la crisis de la deuda pública iniciada en Grecia en la primavera de 2010 en esas economías del sur deja su crecimiento medio de los quince años en cifras inferiores a las de por sí poco satisfactorias de las tres mayores economías del centro y norte de Europa.

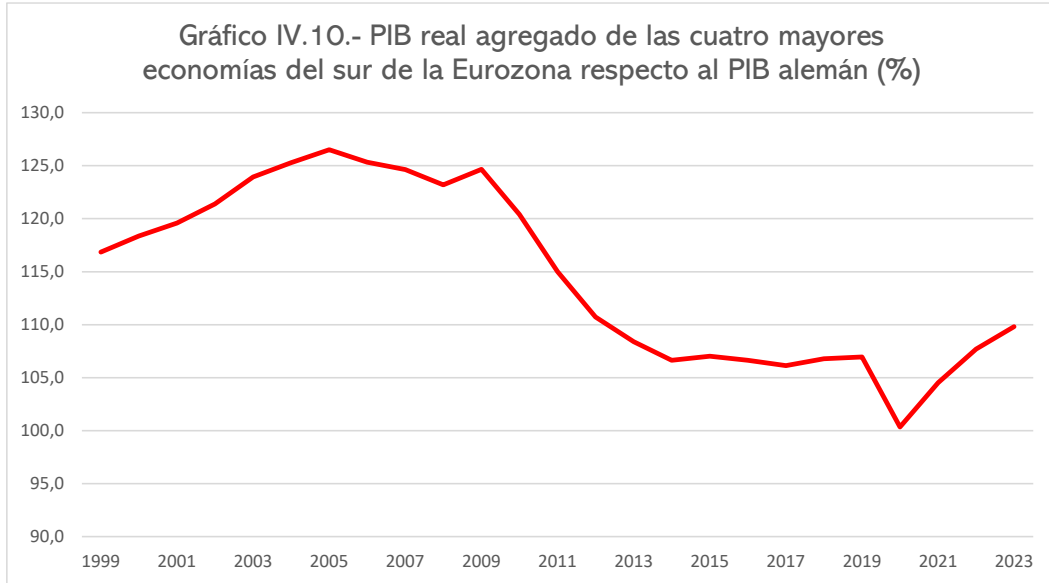


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Finalmente, llevamos hasta otro hito histórico, el nacimiento del euro, otra comparación que se ha empleado en este curioso debate: el tamaño de las cuatro mayores economías del sur de Europa (Italia, España, Portugal y Grecia) respecto al de la economía alemana (gráfico IV.10). Y sí, en los tres últimos años la brecha se mueve diez puntos a favor de "las 4"... desde el punto más bajo desde la formación de la Eurozona. Desde aquellos años a mediados de la primera década de este siglo, en los que el PIB agregado del sur de Europa alcanzaba el 125% del PIB alemán (apoyándose, eso sí, en un modelo de escasa sostenibilidad y productividad, excesos inmobiliarios incluidos), la ratio estuvo cayendo durante un quinquenio largo, para luego estabilizarse, y, como queda dicho, desplomarse en 2020, para recuperarse en los pasados tres años, particularmente mediocres en términos de crecimiento en Alemania.

No hay margen para el error: el sur de la Eurozona solo convergirá de manera inequívoca y consistente con el resto de la misma cuando emprenda la reformas estructurales requeridas. Por ejemplo, corrigiendo las deficiencias en el funcionamiento de los mercados de productos y factores; solventando las carencias en las vías alternativas de financiación al crédito bancario; eliminando las trabas administrativas a la creación de riqueza; progresando en la adaptación de la estructura empresarial a las exigencias de la competencia en el siglo XXI; o revirtiendo el pobre marco institucional que las caracteriza, aspecto este último especialmente preocupante, en términos de evolución

reciente, en España. Lo demás es un juego con los datos en los que se puede probar una cosa y exactamente la contraria.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

En la sección de cierre de este *Informe Trimestral*, nos centraremos en las exportaciones de la economía española, con la primera parte de un análisis que realizaremos sobre las dos últimas décadas de las mismas. En el mismo, pondremos el énfasis en características relevantes de los mercados de destino, y nos permitirá distinguir cambios en los patrones exportadores españoles más allá de los datos referidos a economías individuales.

En esta primera parte del análisis esas características son los niveles de renta per cápita y de dinamismo económico de nuestros socios comerciales, y cómo se han venido distribuyendo las exportaciones españolas en función de esas variables.

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 superior¹³. Con un total de 58 economías que cumplen ese requisito, se ordenan de mayor a menor en las categorías consideradas (en este caso, nivel de renta per cápita y dinamismo económico) 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).

En el Anexo de esta sección del *Informe* se presentan datos sobre las economías consideradas, incluyendo los datos medios entre 2004 y 2022¹⁴ de la variación de las exportaciones españolas a cada uno de estos destinos, su renta per cápita y su tasa de dinamismo económico. Éste se ha definido al objeto de este análisis en particular como la tasa media de crecimiento del empleo más la tasa media de crecimiento de la productividad del trabajo, con doble ponderación para ésta, considerando la mayor sostenibilidad del crecimiento económico a medio y largo plazo cuando éste se sustenta en el avance de la productividad y no en la generación de empleo.

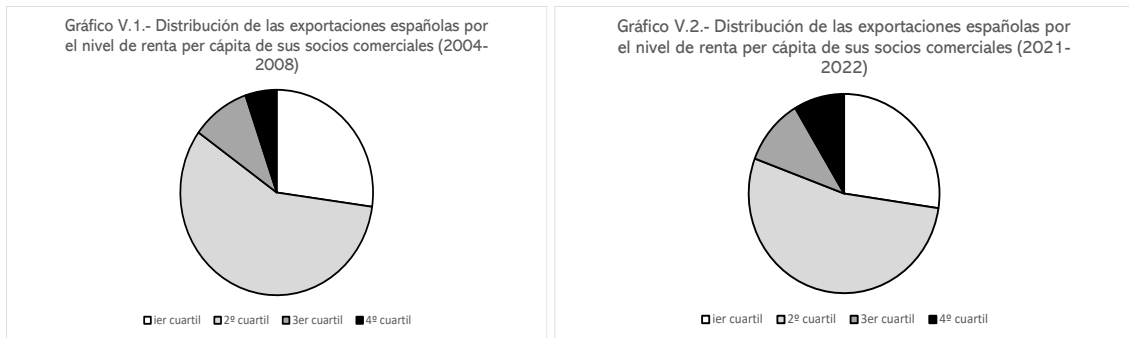
Comenzamos la revisión de resultados considerando los 58 socios comerciales en su conjunto, ordenados según su nivel de renta per cápita (gráficos V.1 a V.3). A continuación (gráficos V.4 a V.6), se reproduce ese mismo análisis excluyendo a los países de la UE. En general, el dinamismo de las exportaciones españolas es notable, alcanzando una tasa anual del 4.7%, que asciende al 5.8% al centrarnos en los países no comunitarios. Previsiblemente, el mayor volumen de exportaciones, tanto al principio como al final del período, se dirige al segundo cuartil de economías en términos de renta per cápita, por cuanto es en este bloque donde se sitúan los grandes socios comerciales

¹³ Se excluye únicamente la economía venezolana, cuya inestabilidad extrema y ausencia de credibilidad de los datos (cuando no carencia de datos directamente) disponibles hacen imposible un tratamiento apropiado de la información.

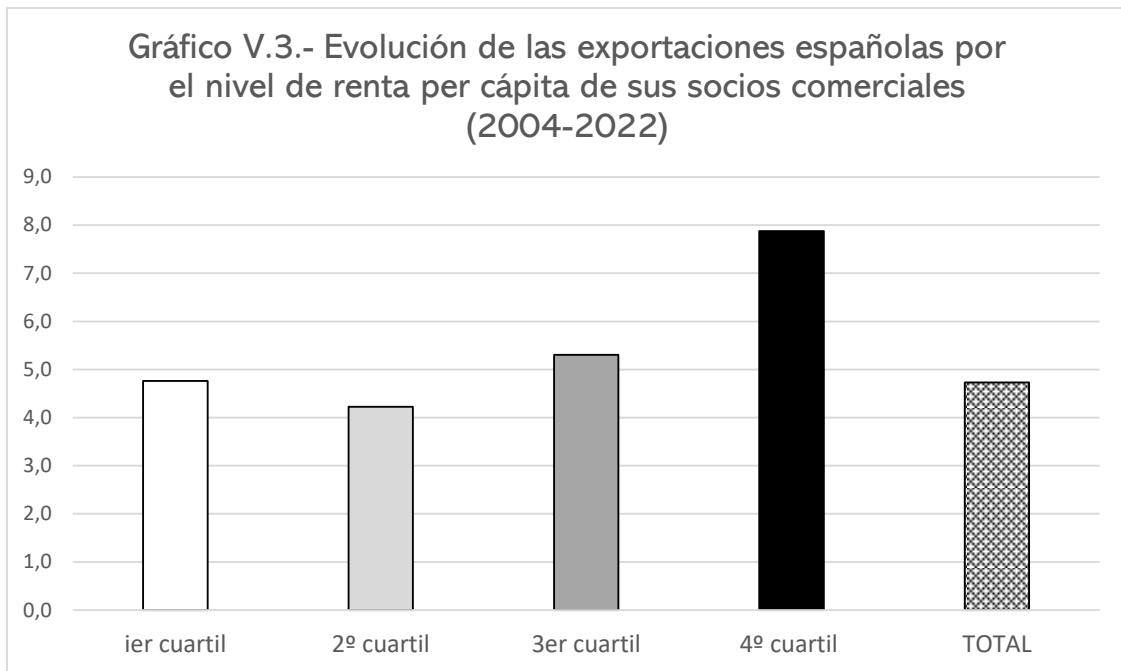
¹⁴ Para evitar distorsiones en los datos medios, sobre todo en el tramo final del análisis, se excluye de todos los cálculos el desplome en volumen y las desviaciones de los tráficos del año 2020, a consecuencia de la COVID-19. Aunque ello puede provocar, al producirse un rebote en los años posteriores, una cierta sobrevaloración de las cifras de avance de las exportaciones, en el conjunto de dos décadas tal exceso queda muy suavizado.

Europeos de España (Alemania, Francia o Italia). Cuando se excluye la UE del análisis, se observa una distribución mucho más equilibrada, aunque son las economías más ricas las que absorben un porcentaje superior de las exportaciones españolas.

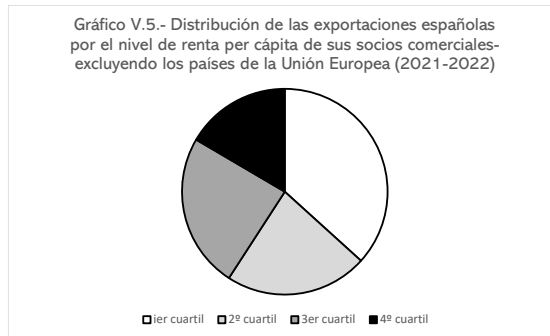
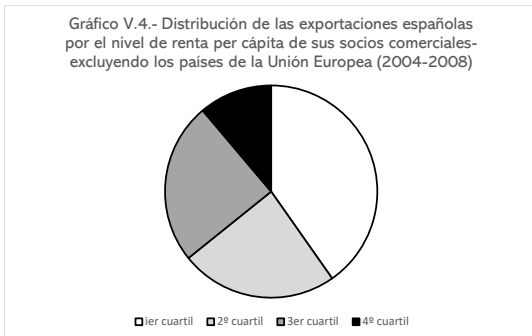
Sin duda, el aspecto más interesante en esta primera parte del análisis es el dinamismo muy superior a la media (tanto si se considera la UE como en caso contrario) de las exportaciones españolas a las economías del estrato más bajo en términos de renta per cápita. Tratándose de países emergentes y en desarrollo extraeuropeos, nos habla de una progresiva diversificación de los destinos exportadores españoles en las pasadas dos décadas. No puede obviarse que las cifras de partida son reducidas, pero incluso una incipiente ampliación de mercados, vista su apreciable intensidad, es relevante, teniendo en cuenta la saturación de los destinos históricos de exportación españoles, con la competencia creciente no ya de los abastecedores tradicionales, sino de los procedentes de países emergentes (con China, claro está, a la cabeza).



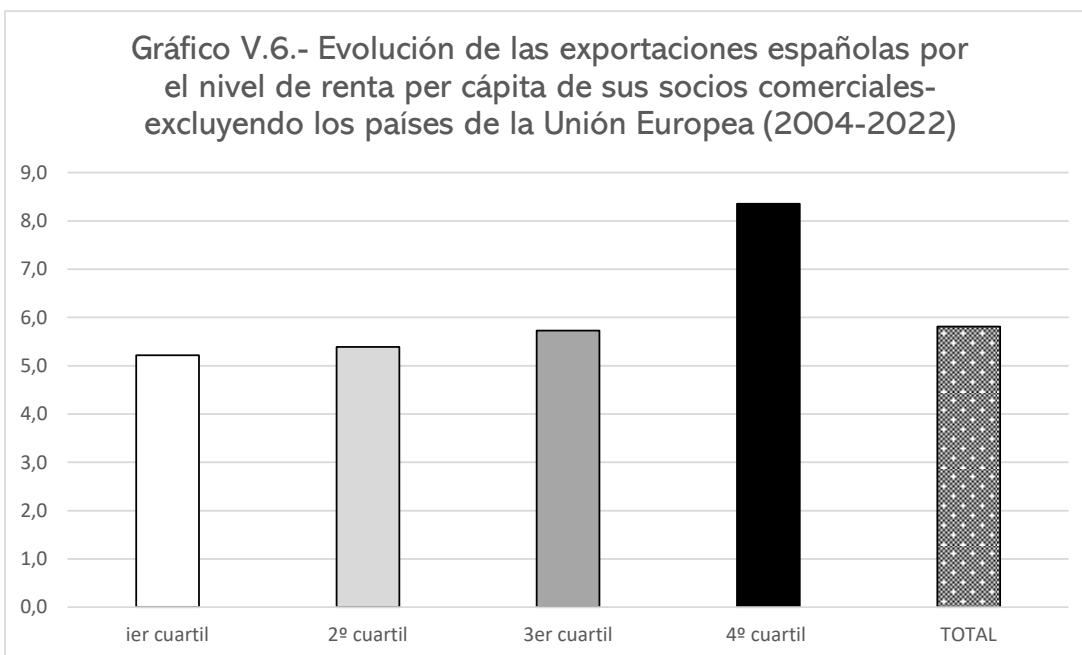
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.

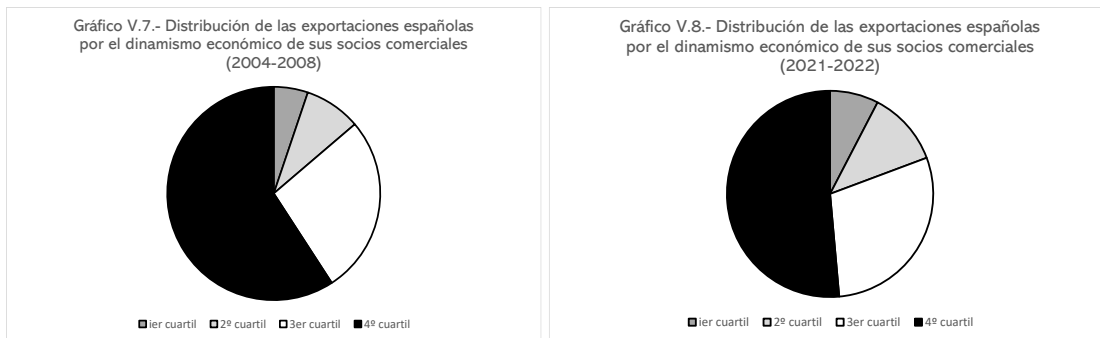


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.

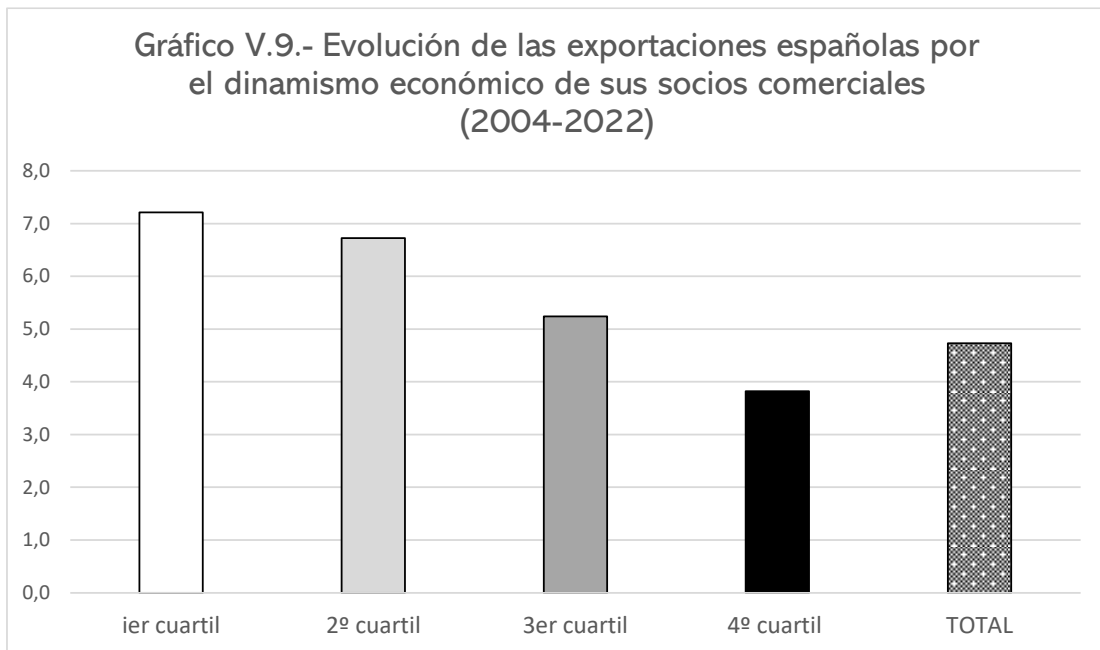
Como ya anticipábamos, realizamos a continuación un análisis equivalente, y menos habitual que el anterior, segmentando las exportaciones españolas en función del dinamismo económico de los países compradores, incorporando como variables críticas del crecimiento tanto la evolución del empleo como, con mayor peso (dos tercios del total), la de la productividad, verdadero eje del crecimiento económico a medio y largo plazo de una economía. Los resultados sobre la distribución inicial y final de las exportaciones, así como mostrando la evolución de las mismas entre los diferentes cuartiles en los que se ha dividido las economías socias aparecen en los gráficos V.7 a V.9 cuando se mantienen los países de la UE, y los gráficos V.10 a V.12 cuando se excluyen.

Las reflexiones que se derivan tras este segundo análisis refuerzan las apuntadas respecto al anterior. En este caso, dadas las modestas tasas de crecimiento de los países europeos occidentales, las exportaciones españolas están inevitablemente concentradas en las economías menos dinámicas entre las de nuestros socios, circunstancia tan poco

halagüeña como inevitable, dados nuestros mercados históricos de exportación. Sin embargo, hay una ostensible disminución del peso de ese último cuartil entre el principio y el final del período considerado, porque el crecimiento exportador español es muy superior en las economías con mayor dinamismo económico en las pasadas dos décadas (alrededor del 7% anual para los dos primeros cuartiles, frente a poco más de la mitad para el cuarto).



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.



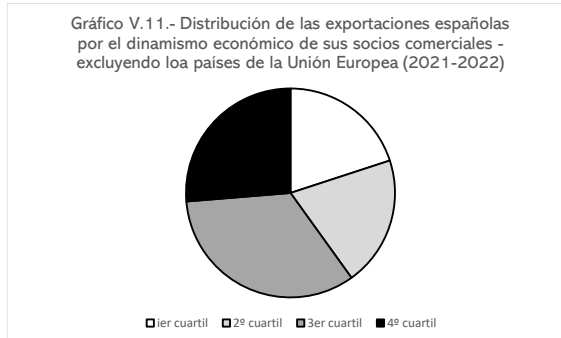
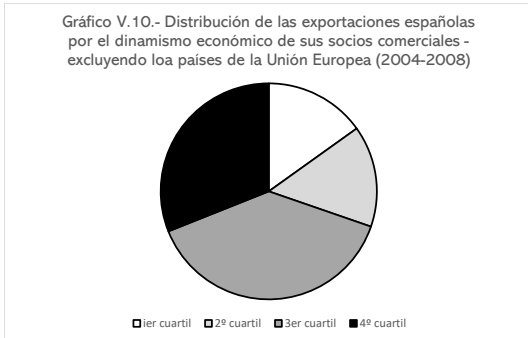
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.

Cuando omitimos en nuestros cálculos los destinos exportadores de la UE, la distribución entre cuartiles de dinamismo económico del resto de las exportaciones se reequilibra, tanto a principios de siglo como en los últimos años, pero se mantiene un comportamiento más favorable en aquellas economías que experimentan mayores tasas de crecimiento de empleo y productividad. En otros términos, el sector exportador español están orientándose de manera que aprovecha de manera reseñable aquellos destinos cuya trayectoria de crecimiento económico resulta más favorable.

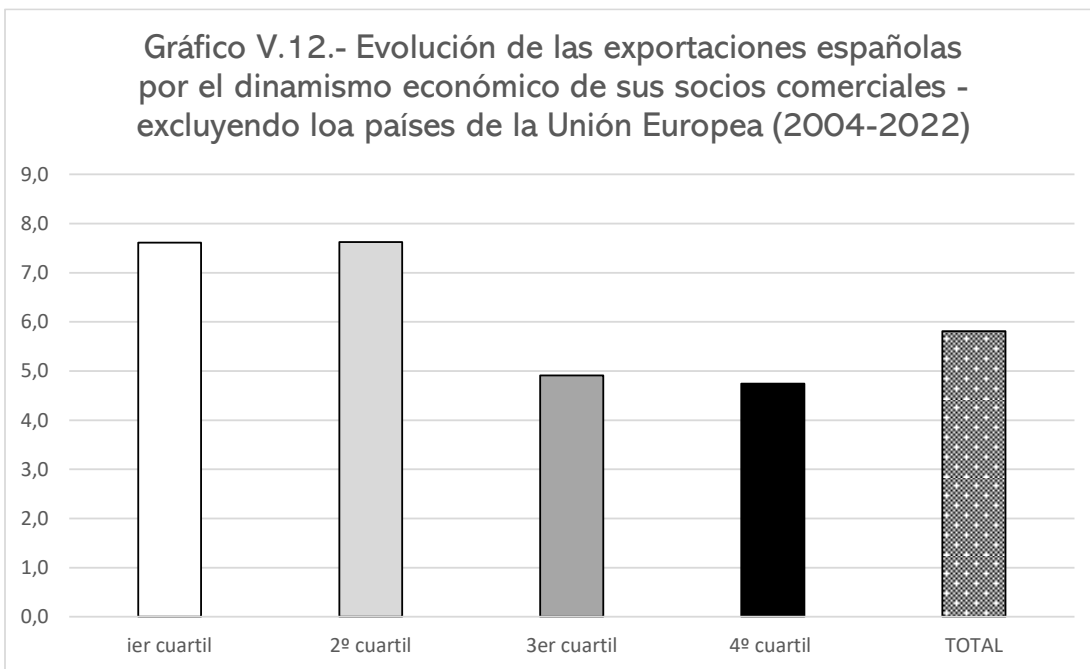
En su conjunto, por tanto, parece derivarse del análisis aquí presentado que, aunque la tradicional orientación hacia los mercados europeos sigue dominando el sector

exportador español, nuestras empresas muestran un posicionamiento creciente en economías que, aunque de rentas per cápita (y, por tanto, mercados) inferiores, ofrecen oportunidades crecientes debido a su mayor dinamismo económico.

En futuros *Informes* trataremos de introducir algunas otras reflexiones paralelas sobre la evolución del perfil del sector exportador español en las últimas dos décadas.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; DATACOMEX.