

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Abril-2025



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

INTRODUCCIÓN

El día del esperpento. Esta es la mejor definición de la jornada en la que el presidente de Estados Unidos, Donald Trump, lanzó la mayor escalada arancelaria en un siglo, aplicada a todo el resto del mundo (con la grotesca excepción de cuatro dictaduras – Rusia, Bielorrusia, Corea del Norte y Cuba) y a la práctica totalidad de los bienes (en este caso, las excepciones – semiconductores, energía o minerales no producidos en el país – constituyen el único apunte con sentido de todo lo anunciado) importados por su país.

Recientemente, el gobernador del Banco de Francia, François Villeroy de Galhau, afirmaba que nos encontramos en un nuevo mundo caracterizado por la incertidumbre, la impredecibilidad y la irracionalidad. Una precisa descripción, pero lo acontecido el 2 de abril, mientras se redactaba este *Informe Trimestral*, supera cualquier expectativa sobre el nivel que podían alcanzar la incultura, la incompetencia y la irresponsabilidad en materia económica de la Administración Trump. Nada distinto de ello han subrayado los mercados financieros, con pérdidas acumuladas de muchos billones de dólares, en especial en Estados Unidos y centradas en empresas estadounidenses. La Reserva Federal no ha dudado en tildar las medidas como inflacionistas y negativas para el crecimiento económico del país.

En estas páginas ya hemos explicado, y lo seguiremos haciendo, que los objetivos proclamados por Trump, desde el equilibrio de los saldos comerciales bilaterales hasta la eliminación del déficit por cuenta corriente; desde un dólar débil pero que siga siendo la divisa de referencia internacional hasta sustituir con aranceles los impuestos directos; desde crear millones de empleos mientras se deporta a once millones de personas a la atracción de inversión internacional en un ambiente de continua incertidumbre; o desde reducir la inflación mientras se encarecen todos los bienes comercializados a incrementar la producción de petróleo a la par que se fuerza un precio que hace no rentable la explotación del mismo, constituyen un ejercicio delirante, sin posibilidad de materializarse y cuya persecución mediante cualquier medio acabará teniendo un coste mayúsculo para la propia economía estadounidense, y significativo para el resto del mundo.

Pero, incluso considerando todo lo anterior, el autor de este *Informe* no puede sino mostrar su incredulidad ante la doble andanada contra el comercio mundial constituida por un 10% lineal de aranceles para todos y todo (incluso para los países con déficit comercial con Estados Unidos y productos que no se producen – ni se producirán – allí), más los “aranceles recíprocos” a una amplia variedad de territorios, incluyendo islas deshabitadas. Porque, no nos engañemos, además de incultos, incompetentes e irresponsables, los asesores comerciales de Trump, encabezados por el ínclito Peter Navarro (nunca alguien con ideas tan absurdas sobre el funcionamiento de una economía abierta pudo soñar con tener tanta influencia), han demostrado ser más bien perezosos.

En efecto, en lugar de un ejercicio de represalia contra los socios comerciales apoyado en un análisis de diferencias impositivas (su obsesión con el IVA europeo denota escaso conocimiento sobre cómo funciona y quién paga este impuesto indirecto) o de los mecanismos de protección no arancelaria, que, aunque igual de dañino, habría permitido

un debate serio y ofrecido resultados muy diferentes, han optado por aplicar una “fórmula matemática” que abochornaría a un alumno de primero de Economía. Considerando datos de un solo año (2024), han dividido el déficit comercial de Estados Unidos con un país por el volumen de las exportaciones de esa economía a territorio estadounidense¹, y luego, como se autoproclaman “gente amable”, han dividido por dos (¿por qué no por el número pi?) el resultado anterior para fijar el “arancel compensatorio”. Todo ello sin consideración, para cada socio, ni del tipo de bienes (con pocas excepciones) que exporta a Estados Unidos, ni del saldo de servicios, ni de los niveles de protección – arancelaria o no, ni de los regímenes impositivos sobre exportaciones e importaciones, ni de su comportamiento en términos de cumplimiento de las obligaciones establecidas por la OMC, ni del grado de desarrollo de la economía... Se trata, así, de un ejercicio de idiocia económica, con resultados injustos que no conseguirán ninguno de los objetivos perseguidos y con carencias conceptuales asombrosas. Así que ahí tienen ustedes a los pingüinos de las islas Heard y McDonald (estas islas bajo jurisdicción australiana llevan una década sin siquiera visitantes humanos, no digamos habitantes) debiendo abonar un 10% de tarifa arancelaria, suponemos que por sus abundantes exportaciones de manufacturas a Estados Unidos. O a los pobres malgaches, que solo exportan vainilla y que carecen de medios para importar nada de Estados Unidos, sometidos a un arancel “recíproco” nada menos que del 47%. ¿Pensará Trump crear miles de empleos produciendo vainilla, flor tropical, en Wyoming o Nevada?

¿Qué sentido tiene todo esto? Una posibilidad es que alguien piense que se eliminará el déficit exterior o que se recaudará lo suficiente para reducir drásticamente los impuestos directos en Estados Unidos, entre otras quimeras. Pero esto solo lo creen Peter Navarro y algún que otro comentarista y/o analista con muy profunda nostalgia de la época mercantilista, siglos atrás. Otra opción es que se trate simplemente del comportamiento esperable de un matón: porque puedo, y pocos pueden más que un presidente de Estados Unidos. Tercera posibilidad, extensión de la anterior, es que nada excita más a un personaje de este estilo que recibir propuestas de negociación, más o menos sumisas, de todos los afectados, y aceptarlas o no, exigiendo compensaciones mayores o menores, de manera discrecional. El autor apuesta por esta opción. La contundencia de China, previsible, contrasta con la prudencia del resto de economías, incluyendo las que tienen verdadera capacidad de respuesta, como la Unión Europea, resaltando lo negativo del episodio pero también su disposición a negociar.

Y una última alternativa, que implica un comportamiento más taimado. Donald Trump, después de un primer mandato con buenos resultados macroeconómicos, en el que no

¹ Para los más duchos en materia económica, en realidad la fórmula parte de la idea de “arancel óptimo”, e incorpora otros dos elementos, el “pass through” o porcentaje del arancel que se traslada a los precios internos del país que lo impone; y la elasticidad de la demanda de importaciones por el encarecimiento provocado por el arancel. Sin ningún motivo para ello, los valores de estos dos parámetros se han fijado de manera que se cancelan, quedando, por tanto, la fórmula simplificada que refiere el texto principal. El “arancel óptimo” persigue alcanzar un saldo comercial equilibrado con cada país, algo aún más implausible y absurdo que el equilibrio exterior agregado, porque hay bienes que Estados Unidos necesita y no puede producir, que generan el déficit con ciertos países. Además, si de verdad se respetase este principio, los países que tenemos déficit comercial con Estados Unidos, como España, deberíamos haber recibido un arancel *negativo*, para equilibrar nuestro saldo.

persiguió (pese a sus declaraciones ocasionales) ninguno de los objetivos sin sentido que hemos señalado anteriormente, comprobó cómo un shock externo que manejó de manera deficiente (la pandemia ligada a la COVID-19) lo condujo a la derrota electoral. Ahora, con este “día de la liberación” convertido en el “día del esperpento”, puede inducir una recesión en Estados Unidos. A partir de ahí, forzando, a pesar de los riesgos inflacionistas, la reducción significativa de los tipos de interés de la Fed, más una política fiscal fuertemente expansiva (ignorando cualquier riesgo para la deuda pública) basada en la reducción de impuestos (cómo no hacerla en una recesión), más un dólar debilitado por la incertidumbre y tipos más bajos, más el efecto rebote propio de cualquier contracción tras un shock exógeno, es perfectamente factible una recuperación previa a las elecciones legislativas de noviembre de 2026. Una victoria Republicana en las mismas, cuando esas elecciones a mitad de mandato suelen castigar al partido en el poder, impulsaría la candidatura de Trump, por inconstitucional que resulte (para eso ha llenado el Tribunal Supremo con jueces fieles a él hasta la médula) a la reelección en 2028. No pierdan de vista esta opción tampoco.

Mientras tanto, demos paso a nuestro *Informe Trimestral* tal y como estaba previsto antes del 2 de abril (aunque necesariamente encontraremos a la Administración Trump, sus políticas y las implicaciones de las mismas a lo largo de todo el texto). El lector encontrará en nuestro *Foco de Atención*, de manera más pertinente que nunca, centrado en los costes del marcado deterioro institucional que, sobre todo en Occidente, se lleva produciendo las dos últimas décadas.

A continuación, en la sección de *Precios Internacionales de Referencia* revisaremos los movimientos globales en los tipos de interés de las principales economías, así como en las materias primas y divisas más relevantes. Las primeras consecuencias del caos que va introduciendo el segundo mandato de Trump en las relaciones económicas internacionales se perciben ya en algunos de estos precios, con el del oro o el del dólar, como mostramos en esa sección.

Las siete *Claves del Trimestre* nos trasladan primero a un análisis de la evolución de los tipos de cambio en los últimos años, para contemplar con más perspectiva el impacto sobre la competitividad internacionales de esa trayectoria, para discutir luego la posibilidad (y oportunidad) de un acuerdo sobre divisas que rememore el firmado en el hotel Plaza de Nueva York en 1985. Revisaremos a continuación el saldo de servicios con Estados Unidos de sus principales socios comerciales, claro contrapunto al déficit en el comercio de bienes, y un elemento sobre el que castigar, si continúa la deriva proteccionista, al sector exportador estadounidense, como se ha apuntado ya desde algunas instancias de la Unión Europea. Precisamente sobre la dimensión y el comportamiento de la economía europea en comparación con la de Estados Unidos versarán las siguientes *Claves*, incidiendo en el potencial que para la primera supone el enorme margen del ahorro interno sobre la inversión realizada si ese ahorro se pone a trabajar de manera pertinente. Y Alemania parece dispuesta, por fin, a avanzar en esa dirección. Cerraremos la sección ofreciendo al lector algunos datos para que constate hasta qué punto deberían moverse los aranceles estadounidenses para generar el dinero suficiente (y eso bajo el implausible supuesto de que no se reducirían las importaciones) como para financiar una rebaja radical de los impuestos directos en el país.

Finalmente, en la sección del *Informe* más específicamente dedicada al comercio internacional ofreceremos los resultados, para la etapa 2014-2019, proporcionados por nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional, continuando con el análisis que comenzamos en el *Informe Trimestral de octubre de 2024*.

Este duodécimo *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, nos acerca a la situación económica internacional en un momento de tensiones e incertidumbre acentuadas (e innecesarias), que se deriva, como anticipamos en el anterior *Informe*, del “known unknown” que supone el nuevo mandato de un personaje como Donald Trump. Nada hace prever que la inestabilidad que implican sus actuaciones se reduzca cuando redactemos nuestros próximos *Informes*. Mientras tanto, esperamos que el presente texto contribuya a entender mejor el contexto en el que se inscribe ese intento de subvertir el orden económico internacional, comercial y financiero, por parte de la Administración Trump, un orden construido desde 1945 por y en favor de... Estados Unidos.

Valencia, a 9 de abril de 2025

II.- FOCO DE ATENCIÓN: el severo coste de lo intangible.

El estridente ruido de las medidas de la nueva Administración Trump en política comercial y en el ámbito de las relaciones internacionales está silenciando, al menos para el moderado seguidor de la realidad estadounidense, razonablemente desconcertado ante esa catarata de decisiones, una línea de actuación no menos peligrosa del Gobierno Trump: la evisceración de las instituciones.

En efecto, la decapitación de la cúpula de las Fuerzas Armadas, la usurpación de funciones del poder legislativo, la eliminación de expertos y técnicos en la Administración Pública, el cierre de agencias especializadas e instituciones de supervisión, la elección de partidarios acérrimos pero manifiestamente carentes de cualificación para puestos de alta responsabilidad o la amenaza de ignorar las resoluciones judiciales (único freno, hasta el momento, a este avasallador estilo de gobierno) que todavía ponen la Constitución y las leyes por encima de los deseos del Presidente, son ejemplos de ese ataque radical a las instituciones que dan equilibrio a la gobernanza en Estados Unidos. Por supuesto, la preocupación por las implicaciones de esta línea de actuación sobre los derechos civiles, sociales y políticos de los ciudadanos es máxima. Pero debería serlo también por el impacto negativo sobre el funcionamiento de la economía.

En efecto, hace ya tiempo que los macroeconomistas somos conscientes de la relevancia de la calidad de las instituciones para el crecimiento económico en particular y el bienestar de la ciudadanía en general. El libro de los recientes Premios Nobel Daron Acemoglu y James Robinson “¿Por qué fracasan los países?”² dio especial visibilidad y sustento a esta constatación. Una deficiente separación de poderes, un sistema judicial ineficiente, una burocracia asfixiante (en especial sobre la creación de riqueza), la falta de seguridad física y jurídica, la corrupción y la falta de transparencia, la usurpación gubernamental de las agencias reguladoras que debieran ser independientes... son todos procesos que no solo castigan directamente a los ciudadanos, sino que lo hacen también deprimiendo el rendimiento económico de esa sociedad, sobre todo, pero no solo, al generar altos niveles de incertidumbre que sirven de drástico freno a la inversión.

Pero que un mal sea ampliamente reconocido como tal no implica que los responsables de evitarlo se esfuercen en ello. Más bien estamos siendo tristemente testigos del proceso contrario, y no es algo ni de los últimos meses ni específico de la Administración Trump o de Estados Unidos. Es un problema que viene manifestándose desde ya antes de la Gran Recesión y perceptible, sobre todo, en el conjunto de los países desarrollados³.

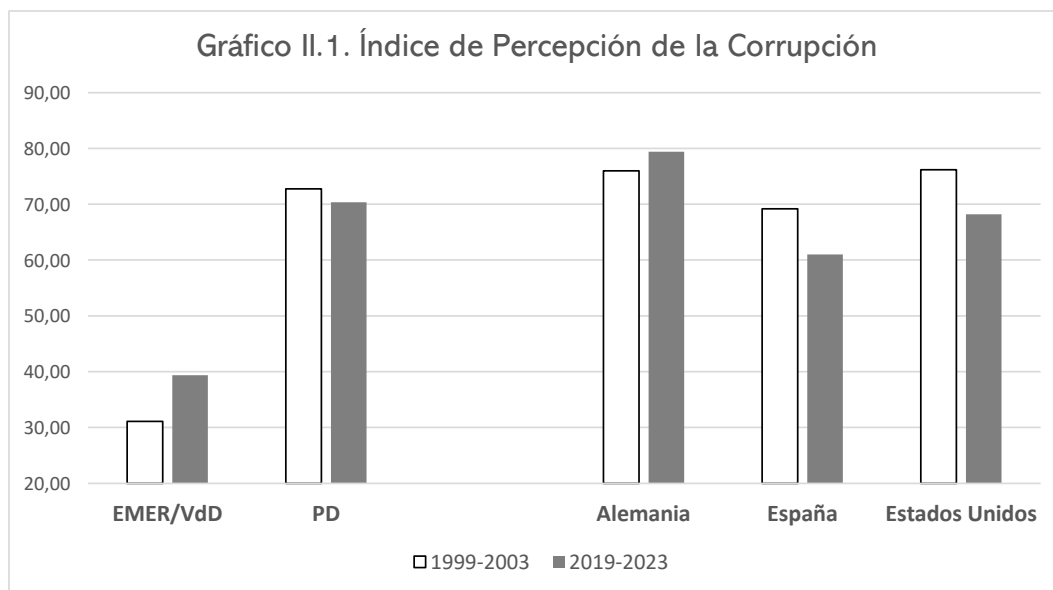
Para este *Foco de Atención* hemos recurrido a cuatro conocidos indicadores de calidad institucional (ya empleados anteriormente en nuestros *Informes*), entre los numerosos

² Acemoglu, D. and Robinson, J.A. (2012); “Why nations fail: the origins of Power, Prosperity and Poverty”; Ed. Crown Currency, en su versión original, trabajo continuado en el más árido, aunque no menos interesante, Acemoglu, D. and Robinson, J.A. (2020); “The Narrow Corridor: How Nations Struggle for Liberty”; Ed. Penguin Books.

³ Lo que no excluye, claro está, deterioros dramáticos en no pocos países emergentes y en desarrollo, aunque la mayoría parecen ir mejorando, aun lentamente, sus instituciones.

existentes (que coinciden generalmente en la preocupante tendencia señalada) para concretar esa evolución negativa. Son el índice de Percepción de la Corrupción (Transparencia Internacional), los índices de Calidad Democrática (Universidad de Wurzburg y the Economist Group), el subíndice de Eficiencia Gubernamental (Banco Mundial, dentro de sus World Governance Indicators) y el índice de Libertad Económica (Instituto Fraser).

En los gráficos II.1 a II.4 mostramos los resultados para esos indicadores del conjunto de países desarrollados y de países emergentes y en desarrollo⁴, así como para España, Alemania y Estados Unidos.



Fuente: elaboración propia. Datos: Transparencia Internacional.

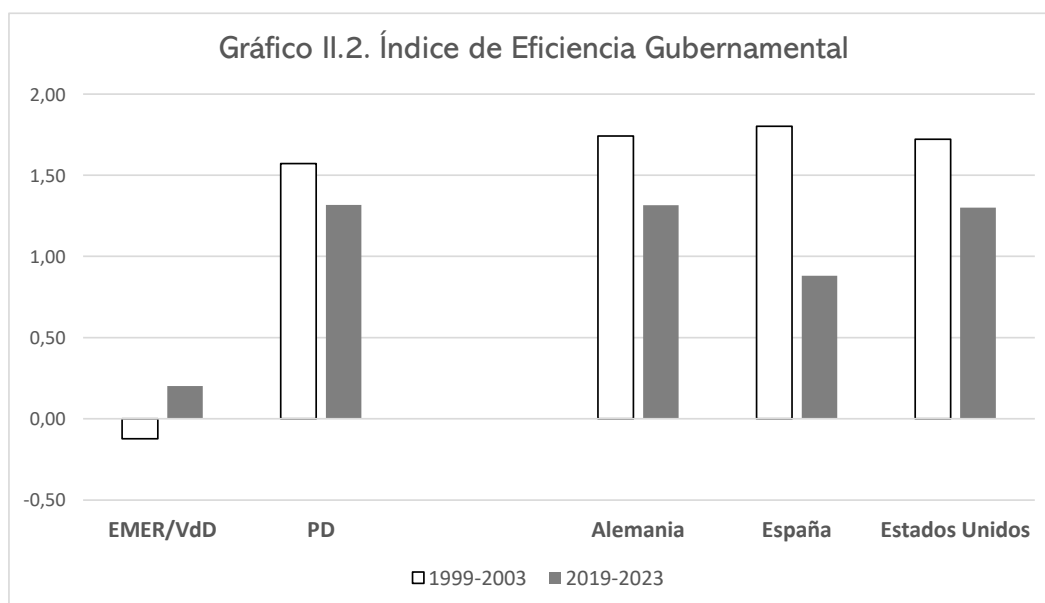
Nota: Escala 1-100. Valores más elevados implican menores niveles de corrupción percibida. Para cada subperíodo, se muestra el valor medio del quinquenio.

En los cuatro indicadores puede percibirse el deterioro institucional colectivo en los países desarrollados, particularmente marcado en lo relativo a la eficiencia gubernamental, con especial mención para España, que registra la peor evolución en este ámbito de los 60 países considerados⁵. Para nuestros tres países seleccionados, el empeoramiento acontece también en las cuatro categorías, salvo en percepción de la corrupción para Alemania. De hecho, Estados Unidos se sitúa en tres de los indicadores (como el Reino Unido) entre los doce países del mundo con peor evolución en el período, y nótese que este análisis precede al ya referido ataque a las instituciones de la segunda Administración Trump⁶.

⁴ Para construir estos dos grandes grupos se incorporan los países, ponderados por su PIB en paridad de poder adquisitivo respecto al PIB mundial, con economías que representan al menos el 0.2% del total. Con ello se está capturando alrededor del 98% del total del PIB para los países desarrollados y del 90% para los emergentes y en desarrollo. La adscripción a cada grupo corresponde a la realizada por el Fondo Monetario Internacional en la base de datos de su informe de referencia, World Economic Outlook.

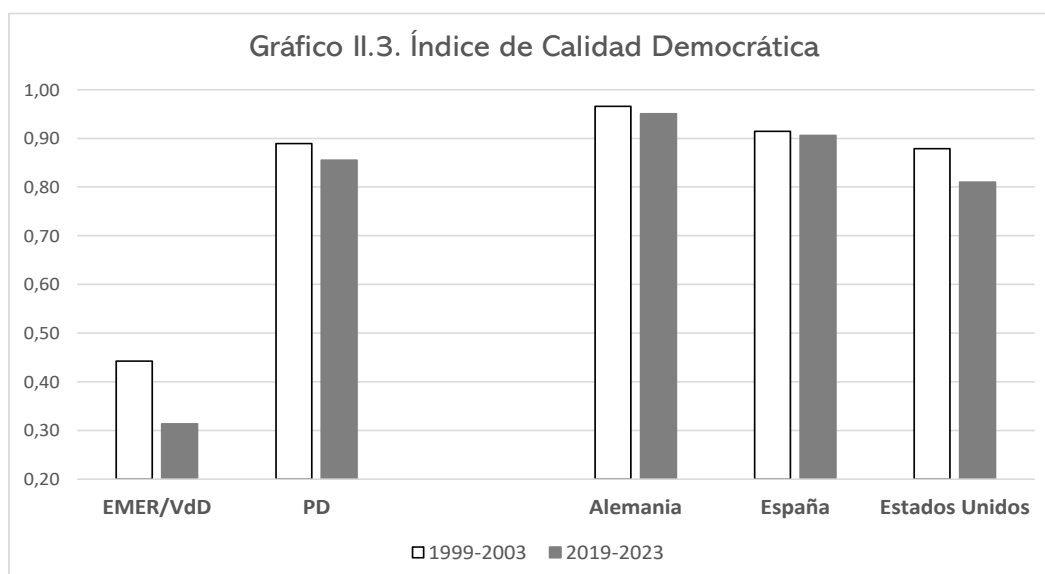
⁵ Al final de esta sección se presenta la Tabla II.1., en la que se listan los doce países con trayectoria más negativa/positiva en el cuarto de siglo considerado para cada uno de los cuatro indicadores.

⁶ En el primer mandato de Trump, aunque se produjeron múltiples declaraciones que mostraban escaso respeto por el buen funcionamiento instituciones, las actuaciones efectivas fueron limitadas. Como



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Nota: Escala -2.5-2.5. Valores más elevados implican mayores niveles de eficiencia gubernamental. Para cada subperíodo, se muestra el valor medio del quinquenio.

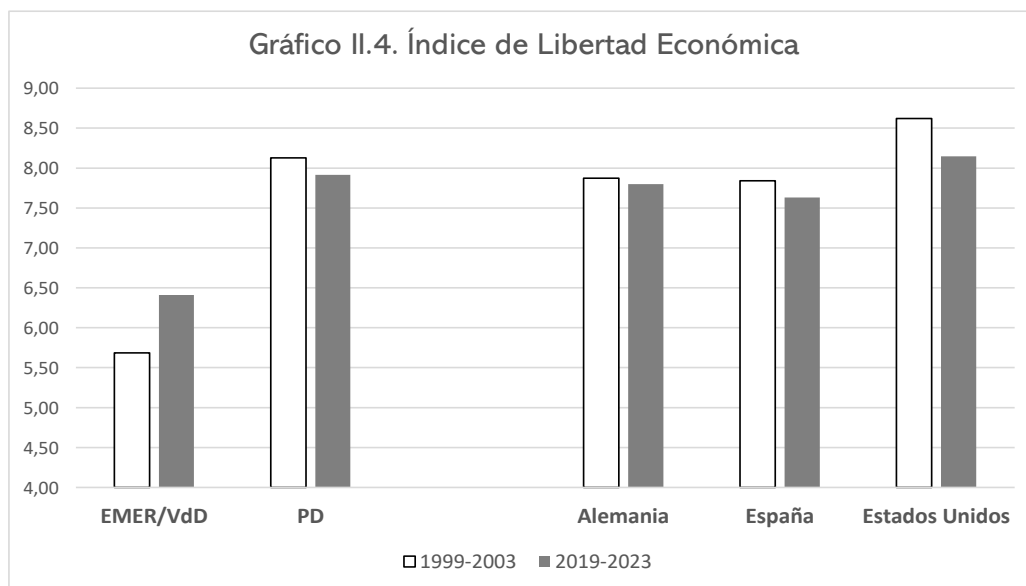


Fuente: elaboración propia. Datos: Universidad de Würzburg; the Economist Group⁷.

Nota: Escala 0-1. Valores más elevados implican mayores niveles de calidad democrática. Para cada subperíodo, se muestra el valor medio del quinquenio.

mostrará a continuación nuestro indicador sintético, aunque la calidad institucional en el país durante esa legislatura siguió su deterioro, este no fue mayor que en las etapas inmediatamente anteriores.

⁷ Debido a la falta de actualización de la base de datos de la Universidad de Würzburg desde 2020, a partir de este año se emplean los resultados ofrecidos por The Economist Group. Con una correlación de 0.94 entre los valores asignados por ambas instituciones, se entiende que la sustitución entre ambos Índices mantiene la consistencia temporal. Se utilizan los valores hasta 2020 procedentes de la Universidad de Würzburg, dada el mayor registro temporal de sus datos, y se emplean los de The Economist Group desde 2021.



Fuente: elaboración propia. Datos: Instituto Fraser.

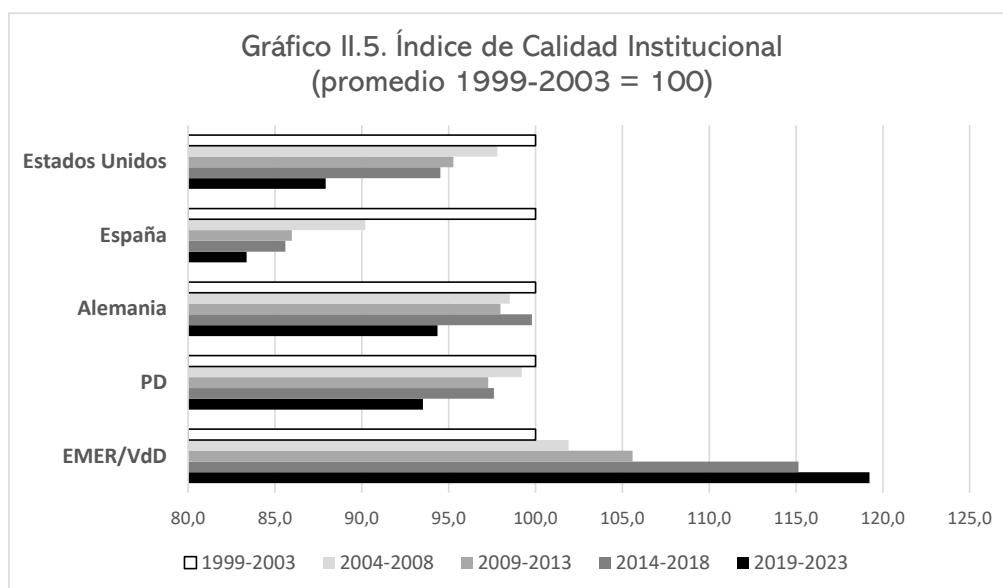
Nota: Escala 1-10. Valores más elevados implican mayores niveles de libertad económica. Para cada subperíodo, se muestra el valor medio del quinquenio.

Por el contrario, la lectura de estos indicadores ofrece una perspectiva más favorable para los países emergentes y en desarrollo, aunque con matices. Primero, la varianza en su comportamiento es considerable, con los mayores avances concentrados en Asia, desde Oriente Medio al sudeste del continente, pero también en economías más atrasadas del sur del mismo, y evoluciones bastante peores en otras áreas, en particular Latinoamérica, con Venezuela a la cola⁸ (ninguna sorpresa, ciertamente). Segundo, al contrario que en los otros tres índices, se percibe (gráfico II.3) un ostensible deterioro de la calidad democrática en el mundo no desarrollado durante el presente siglo.

Para facilitar la lectura general de la trayectoria de la calidad institucional se ha construido, a partir de los cuatro índices seleccionados, un único indicador sintético⁹, que se presenta en el gráfico II.5, con la evolución a lo largo de los últimos cinco quinquenios. Se observa que el deterioro en el funcionamiento de las instituciones en los países desarrollados no solo es significativo, sino prácticamente ininterrumpido, con una evolución muy adversa en países como España o Estados Unidos. En el resto del mundo, incluso considerando que no existe motivo alguno para el optimismo en términos de la expansión global de la democracia (aquella esperanza que se vivió en la última década del pasado siglo y los primeros años del actual), la mejoría en términos del funcionamiento de elementos institucionales más específicos (menor corrupción, superior eficiencia de los gobiernos, mayor libertad para el desarrollo de actividades económicas) sí ha sido remarcable. Hay, por tanto, una convergencia entre el mundo avanzado y el resto, pero la misma no se deriva solo de la mejora del segundo, sino del deterioro institucional en el primero.

⁸ Único país de los sesenta incorporados al análisis situado entre los doce de peor evolución (ver Tabla II.1) en los cuatro indicadores. De hecho, está entre los tres de más adversa evolución en todos ellos.

⁹ Este indicador es el resultado de normalizar y agregar, con la misma ponderación para todos ellos, los resultados ofrecidos por los cuatro índices empleados en el análisis.



Fuente: elaboración propia, a partir de los cuatro índices presentados en los gráficos precedentes, con equiponderancia de los mismos.

Por tanto, y aunque las actuaciones de la Administración Trump puedan elevar el nivel de degradación institucional en Estados Unidos a nuevas cotas (con un potencial efecto contagio sobre otros países), lo cierto es que los costes, no solo pero también los económicos, de un progresivo peor funcionamiento de engranajes claves para el buen desempeño de los países, son ya una realidad perceptible en el mundo desarrollado desde hace al menos dos décadas.

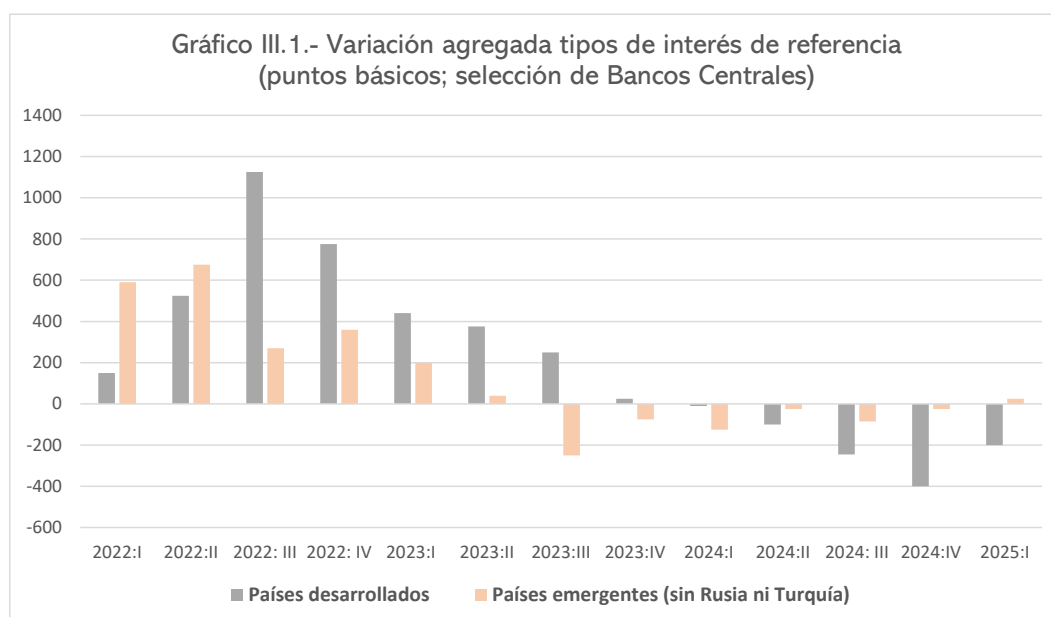
En un momento en el que se están replanteando las estrategias de futuro en muchos de estos países, por la dimensión de los retos que se afrontan (radical cambio geopolítico; riesgos para la seguridad - tradicional y digital - de los países, y de sus empresas y ciudadanos; nuevas tecnologías de consecuencias imprevisibles; intensificación del cambio climático; envejecimiento demográfico y oleadas migratorias...), sería bueno que en estos países avanzados, digamos que comenzando por Europa, se emprendan, con el consenso más amplio posible, las medidas necesarias para recuperar los niveles perdidos de calidad institucional. Y nótese que, en no poca medida, esta línea de actuación no requiere un fuerte desembolso económico, sino solo voluntad política... y presión ciudadana, que debiera derivarse de la conciencia de lo caro que nos resulta este deterioro institucional.

TABLA II.1. VARIACIONES MÁS SIGNIFICATIVAS EN LOS INDICADORES DE CALIDAD INSTITUCIONAL SELECCIONADOS (1999/03-2019/23)							
PERCEPCIÓN DE LA CORRUPCIÓN		EFECTIVIDAD GUBERNAMENTAL		LIBERTAD ECONÓMICA		CALIDAD DEMOCRÁTICA	
DETERIORO		DETERIORO		DETERIORO		DETERIORO	
Canadá	-16	ESPAÑA	-0,96	Argentina	-2,37	Venezuela	-0,50
Reino Unido	-15	Sudáfrica	-0,95	Venezuela	-1,73	Rusia	-0,34
Venezuela	-13	Venezuela	-0,84	Estados Unidos	-0,54	Turquía	-0,31
Australia	-12	Bélgica	-0,75	Hong Kong SAR	-0,51	Thailandia	-0,27
Suecia	-12	Reino Unido	-0,73	Sri Lanka	-0,46	Hungría	-0,23
Perú	-12	Alemania	-0,70	Reino Unido	-0,45	Hong Kong SAR	-0,21
Finlandia	-11	Hungría	-0,61	Noruega	-0,33	Bangladesh	-0,18
Países Bajos	-11	Argentina	-0,58	Turquía	-0,31	Brasil	-0,18
Dinamarca	-10	Austria	-0,57	Singapur	-0,19	Polonia	-0,15
Hungría	-10	Estados Unidos	-0,57	Australia	-0,18	Filipinas	-0,11
Sudáfrica	-9	Grecia	-0,55	Países Bajos	-0,17	India	-0,11
Singapur	-8	Brasil	-0,55	Bélgica	-0,16	Estados Unidos	-0,09
MEJORA		MEJORA		MEJORA		MEJORA	
Vietnam	15	República Checa	0,47	Polonia	1,27	Suiza	0,03
Indonesia	17	Japón	0,50	China	1,3	Nigeria	0,05
Bélgica	20	Vietnam	0,54	Israel	1,33	Grecia	0,06
Bangladesh	24	Indonesia	0,68	Rusia	1,4	Singapur	0,06
Irán	24	Taiwan	0,68	Ucrania	1,61	Rumania	0,12
Corea del Sur	25	Qatar	0,74	Brasil	2,11	EAU	0,12
Argelia	33	China	0,79	Nigeria	2,43	Taiwan	0,13
Sri Lanka	34	EAU	0,81	Rumania	3,32	Marruecos	0,16
Kuwait	42	Corea del Sur	0,85	Vietnam	6,23	Egipto	0,21
Arabia Saudita	51	Kazjastán	0,89	Qatar	6,71	Malasia	0,25
Qatar	58	India	0,93	Kazjastán	6,89	Pakistán	0,28
EAU	69	Arabia Saudita	1,01	Arabia Saudita	7,03	Perú	0,37

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia

Ralentización notable, sin llegar todavía a la reversión, en el ciclo de expansión monetaria que veníamos describiendo en trimestres anteriores. Como muestra el gráfico III.1, por vez primera en más de un año, durante el primer trimestre de 2025 los tipos de interés se han reducido menos en los países occidentales que en los tres meses precedentes. A la vez, las principales autoridades monetarias de los países emergentes¹⁰, consideradas de forma conjunta, han endurecido (mínimamente, eso sí) su política por vez primera desde la primavera de 2023.



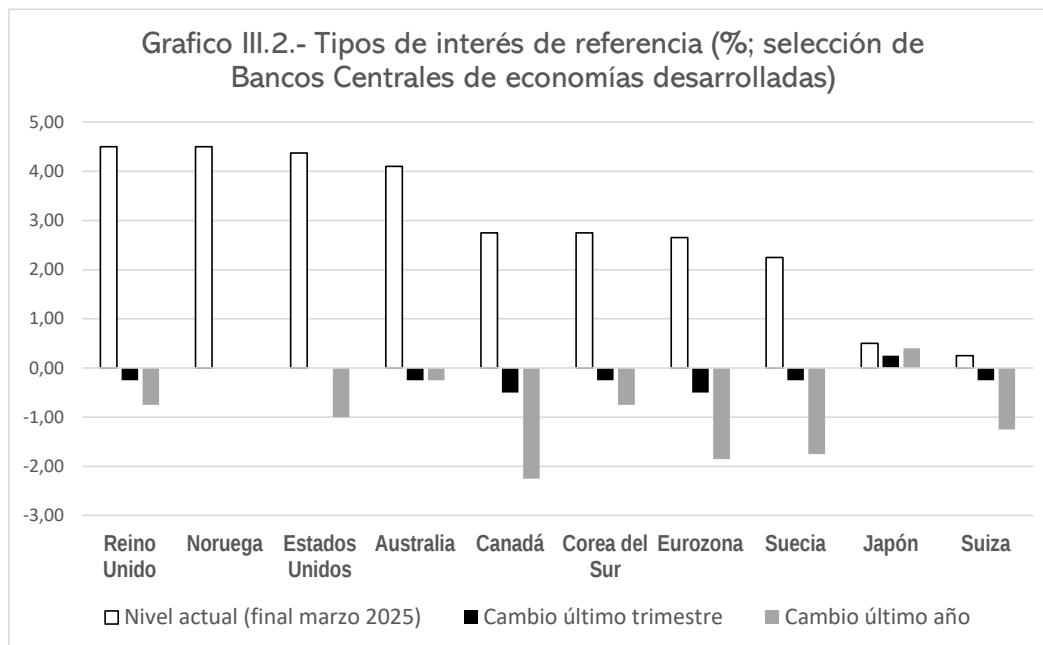
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

En el caso de las economías desarrolladas (gráfico III.2), la mayoría de los Bancos Centrales han seguido reduciendo sus tipos de referencia (a esa lista se ha sumado, con ostensible retraso por la persistencia mayor de las tensiones inflacionistas, la Reserva Federal de Australia). No obstante, el frenazo de la Fed tras el agresivo recorte de 50 puntos básicos en septiembre y una nueva mínima elevación de 25 p.b. del Banco Central de Japón (camino de una normalización monetaria que llevará años realizar, si alguna vez se completa) han hecho de cierto contrapeso a la tendencia general.

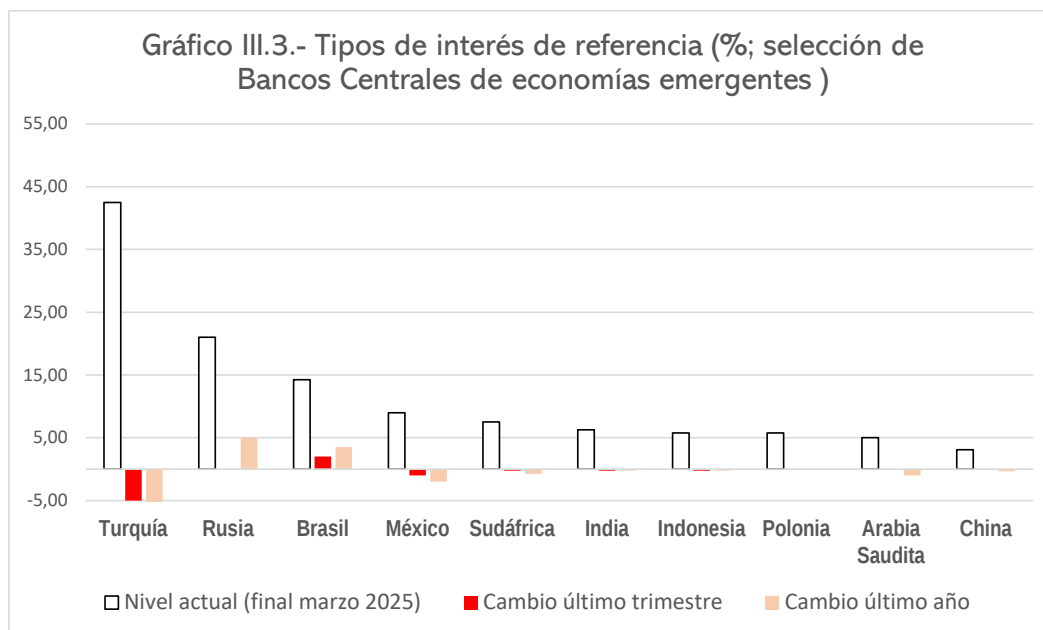
En el mundo emergente (gráfico III.3), estabilidad en general, aunque con algunos recortes (México, India, Indonesia) que apuntan a una preocupación menor por la inflación, que, desde luego, no comparten las autoridades monetarias brasileñas. Referíamos en nuestro anterior *Informe* el cambio de gobernador del Banco Central, pero el nominado por el gobierno de Lula da Silva, Gabriel Galípolo, de momento al menos, no pierde de vista su responsabilidad como autoridad independiente, y continua con los ascensos de tipos, hasta un remarcable 14.25%. Tal vez, con Brasil entre los

¹⁰ Excluyendo a Rusia y Turquía, por las particularidades de su situación monetaria tantas veces referidas en estas páginas

países menos castigados por la escalada arancelaria estadounidense, exista margen para, al menos, no seguir endureciendo unos tipos reales que son, con diferencia, los más elevados entre las grandes economías mundiales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



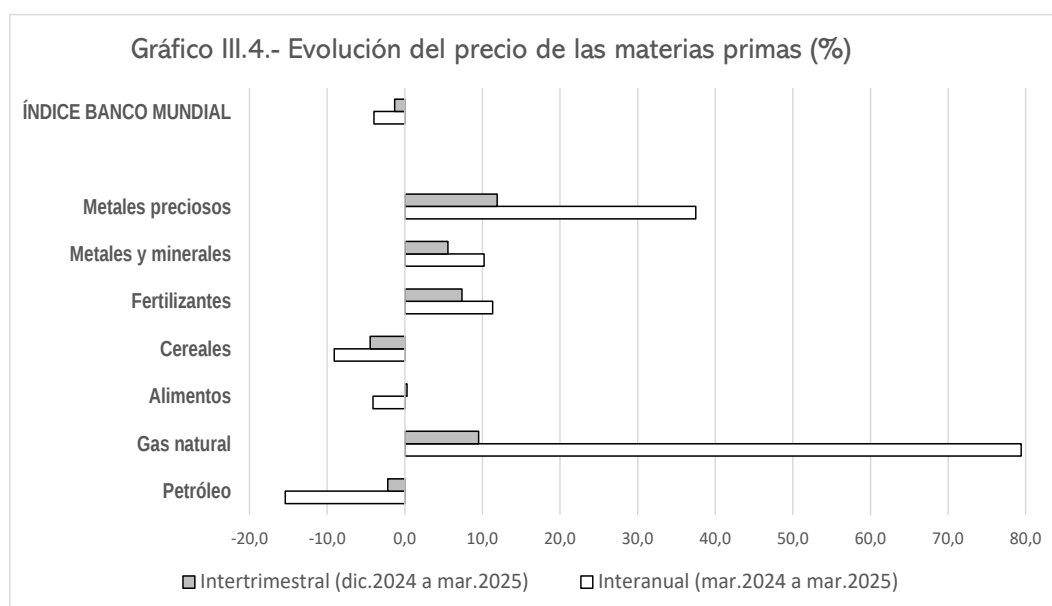
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

En todo caso, la situación para los Bancos Centrales de todo el mundo, comenzando, claro está, por la Reserva Federal de Estados Unidos, se va a complicar considerablemente en los próximos meses. Una catarata de aranceles, unilaterales primero, cruzados después, supone, sin lugar a dudas, presiones al alza sobre los precios (está abierto el debate sobre si conllevarán un movimiento de “una sola vez” o que, trasladados progresivamente a través de todas las cadenas de suministro, generarán

una mayor inflación no solo a corto, sino a medio plazo) y a la baja sobre el crecimiento. Las respuestas a los fenómenos estanflacionistas son las más complicadas para los Bancos Centrales, aunque, al menos en Occidente, donde el sesgo hacia la laxitud es inequívoco desde hace dos décadas, cabe esperar más atención al coste sobre la actividad que sobre los precios, lo que augura reducciones mayores de lo previsto de los tipos de interés en los próximos meses.

Y una nota de color relativa a la comunidad de los banqueros centrales. Después de ejercer la máxima responsabilidad monetaria tanto en Canadá (con unánimes elogios) como en Reino Unido (con valoraciones no tan favorables), Mark Carney ha sustituido al desacreditado Justin Trudeau como primer ministro (provisional) de Canadá, y candidato del Partido Liberal en las inmediatas elecciones. Aunque su derrota hubiera sido inapelable hace apenas tres meses, las amenazas de Trump a su vecino del norte lo han convertido en favorito para la victoria. Como poco, cabe esperar de él un respeto máximo a la independencia del Banco Central de Canadá...

B.- Precios de las materias primas



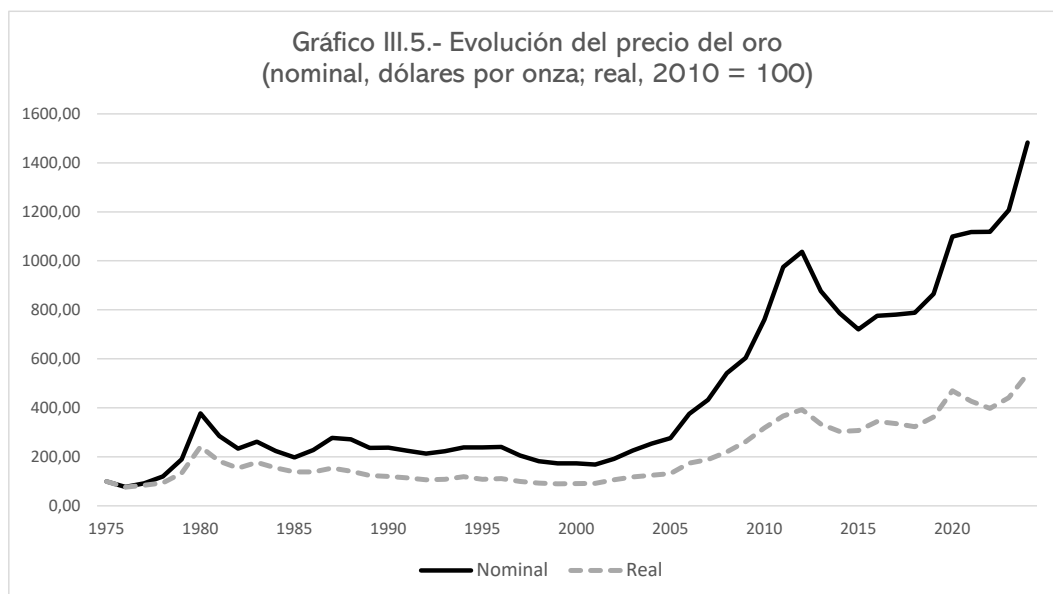
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

El mundo de las materias primas se encontraba relativamente tranquilo antes de que se empiece a ver seriamente alterado (caída del petróleo, escalada del oro) por las políticas de Trump. Impulsado por un recorte en el precio del crudo incluso antes de la corrección a la baja tras el inicio de la guerra arancelaria, debido a la decisión de dejar expirar sus recortes en la producción por parte de la OPEP+ (y, sobre todo, saudí), el índice general del Banco Mundial (gráfico III.4) disminuyó muy levemente en el primer trimestre del año. También el precio de los alimentos se ha movido en sentido descendente en los últimos meses (y en el conjunto del pasado año), al contrario que los de metales y minerales, en tendencias que son un contrapunto, siempre con fluctuaciones moderadas, a las del año anterior.

Lógicamente, el sosiego mayoritario no excluye algunas notas de cambio más acusadas. Por ejemplo, los precios del gas natural se han elevado notablemente, inducidos por la

casi duplicación de los mismos en Estados Unidos en el pasado año. Pese a ello, el coste del metro cúbico es aproximadamente un tercio del vigente en Japón y Europa, por lo que la ventaja competitiva de Estados Unidos en este ámbito sigo siendo sustancial.

Mientras, materias primas agrícolas, como el café, el cacao o el arroz, cuyos precios se habían disparado en pasados trimestres han revertido con fuerza esa trayectoria en los últimos meses. Un cierto rebote tras la multiplicación pasada de los precios, puede hallarse tras los dos primeros casos (aunque sus precios siguen siendo claramente superiores a los de hace un año, por factores que hemos analizado en *Informes* anteriores). En el caso del arroz, la clave se encuentra sin duda en la finalización de las restricciones a las exportaciones indias, establecidas por su propio gobierno, dado que el país puede llegar a abastecer el 40% del mercado mundial.



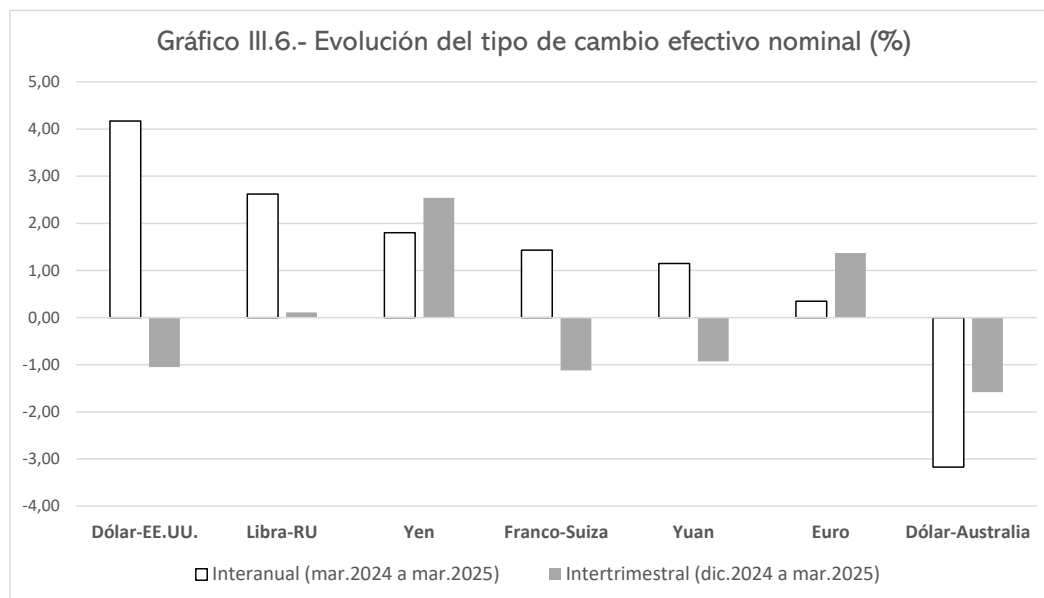
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Por último, una breve reflexión sobre el precio del oro que, como muestra el gráfico III.V, se encuentra en máximos históricos, lo que no puede sorprender en un escenario que suma la incertidumbre extrema a las compras de Bancos Centrales del mundo emergente en busca de diversificar sus reservas disminuyendo el peso del dólar en favor de otros activos seguros.

Pero el apunte se centra en mostrar cómo, cuando se corrige por la inflación y en el largo plazo, el oro no aparece como una inversión tan rentable como a veces se desea hacer notar, incluso obviando los costes de almacenaje y seguridad si se tiene la posesión física del mismo. Un 3.4% de rentabilidad real anual en el período 1975-2024 es fácilmente batida por múltiples inversiones financieras, y no se olvide que ésta se concentra en la segunda mitad del período; desde 1975 hasta final del siglo XX, la rentabilidad del oro fue *inferior* a la tasa de inflación (cuatro décimas, como promedio anual). Eso sí, en el transcurso del siglo XXI los datos son mucho más favorables y, desde luego, si un inversor optó por esta alternativa en el momento del estallido de la

COVID-19, ha cerrado 2024 con una rentabilidad media del 10% anual, que Trump se ha encargado de elevar recientemente¹¹.

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.

Como siempre, cerramos esta sección con una presentación de la evolución del tipo de cambio efectivo nominal de las principales divisas internacionales (gráfico III.VI). La nota más significativa de las pasadas semanas ha sido la inversión de la fuerte apreciación del dólar del trimestre anterior, cuando se anticipaba que las políticas de desregulación y descensos impositivos de la administración Trump intensificarían el crecimiento económico y, con potenciales efectos inflacionistas, suspenderían el ciclo de reducciones de tipos de la Fed. Ahora, con los aranceles acaparando la atención, también inflacionistas pero sobre todo perjudiciales para el crecimiento, la incertidumbre y las mayores opciones de una respuesta expansiva de la Reserva Federal (de hecho, ya ha reducido sensiblemente el volumen de deuda pública en su balance que no renueva cada mes, de 25 a 5 millardos de dólares) están debilitando a la divisa estadounidense.

Desde luego, si la situación se sigue deteriorando y avanzamos hacia un estancamiento global, es más que probable que el dólar, activo refugio por definición, vuelva a apreciarse (para disgusto de Trump, por cierto), como le ocurriría también al franco suizo, a pesar de un tipo de referencia en Suiza del 0.25%. En contraposición, con su principal mercado severamente castigado por la escalada arancelaria diferencial sobre China de la administración Trump, el yuan puede verse notablemente depreciado, con la condescendencia del gobierno chino... y el consiguiente riesgo de inundación de

¹¹ Aunque, justo en los días en los que se redacta este *Informe*, se ha producido una ostensible caída, después de un aumento acelerado que llamaba a tomar beneficios.

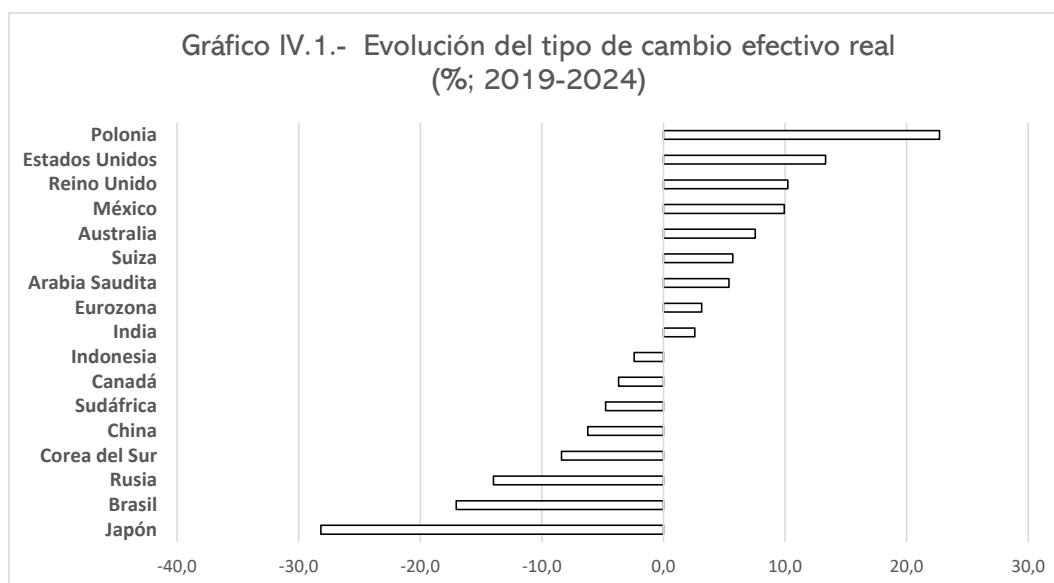
exportaciones chinas sobre otros mercados, uno de los temas a seguir en los próximos meses.

De momento, y anticipando las consecuencias adversas para economías exportadoras de materias primas, entre las grandes divisas es el dólar australiano el que ha experimentado mayor depreciación recientemente, tanto en términos interanuales como, sobre todo, intertrimestrales.

Volvemos de inmediato con los tipos de cambio en nuestras Claves del Trimestre, con una visión más de medio plazo de su evolución, las implicaciones de éstas y cómo no parece muy factible un gran acuerdo internacional para debilitar el dólar estadounidense.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Los tipos de cambio constituyen un factor, frecuentemente polémico, de competitividad-precio internacional de las economías. La elección discrecional por parte de cada país de un régimen cambiario¹², las múltiples formas de intervención sobre esos tipos (directa en los mercados de divisas, con interferencias en los flujos financieros, mediante la política monetaria...) y la evidencia de “guerras de divisas” a lo largo del tiempo¹³ mantienen la atención centrada sobre los movimientos de esos tipos de cambio. Ahora bien, siempre debe considerarse cuando se abordan estas cuestiones para analizar la competitividad que no basta con fijarse en el comportamiento de los tipos bilaterales con una o dos economías ni tan solo en los tipos de cambio nominales. Es necesario evaluar la trayectoria de los tipos de cambio efectivos (es decir, con el conjunto de los socios comerciales) y de los tipos reales, porque ellos nos permite incorporar a la reflexión tanto los tipos de cambio como los precios relativos¹⁴



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: Valores positivos (negativos) conllevan una apreciación (depreciación) de la divisa en términos reales (corrigiendo la evolución de los tipos de cambio nominales por los precios relativos de la economía nacional respecto a cada socio comercial). El peso de cada socio viene determinado por su relevancia en el comercio del país. El cálculo corresponde a la diferencia entre los valores del último trimestre de 2019 y el último de 2024.

Para tener en cuenta lo anterior, en el gráfico IV.1 mostramos, para el período transcurrido desde antes de la pandemia derivada de la COVID-19 hasta el final de 2024, la evolución de los tipos de cambio efectivos reales de las economías del G-20¹⁵. Nótese

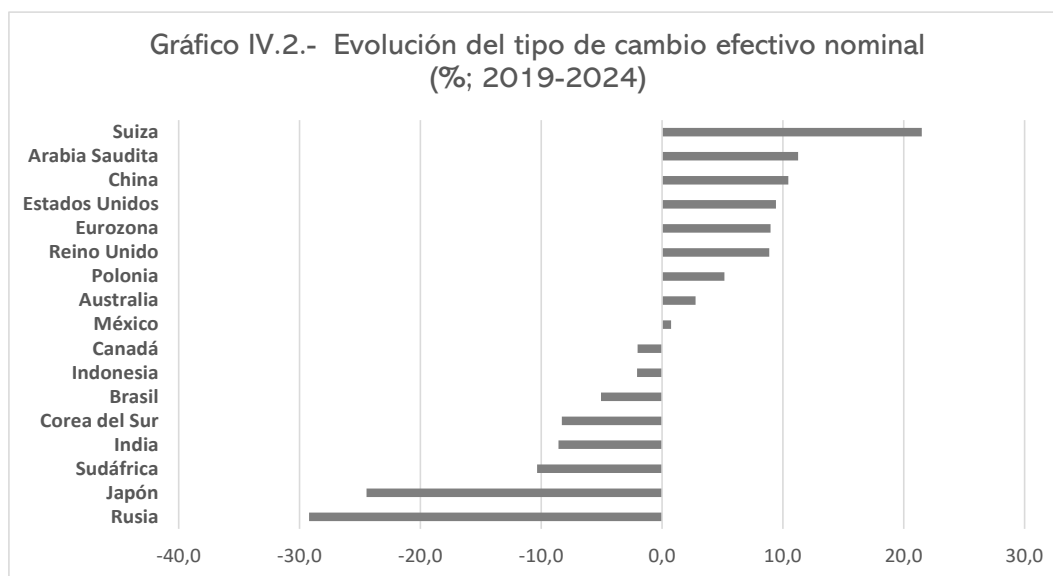
¹² O de varios, en el caso de gobiernos poco sensatos, porque los tipos múltiples, aplicados a diferentes sectores o actividades económicas, acaban siempre en corrupción y “mercado negro”.

¹³ Desde luego, el interés se debe también a las ingentes cantidades de dinero que se ganan y pierden, en los mercados de capitales, ligadas directa o indirectamente a la evolución de los tipos de cambio.

¹⁴ En no pocos casos, ganancias de competitividad en unos suelen ser más que compensadas por pérdidas en los segundos, y a la inversa, como veremos más adelante.

¹⁵ Por los resultados extremos que presentan, Argentina y Turquía aparecen posteriormente en un gráfico diferenciado.

que las mayores caídas de la competitividad-precio¹⁶, es decir, las mayores apreciaciones reales de las monedas, corresponden en este período a Polonia, Estados Unidos (justificando, a priori, y muy parcialmente, los deseos de forzar una depreciación de su moneda de la Administración Trump), Australia y México. En sentido contrario, observamos mejoras de competitividad lideradas por Japón, Brasil, Rusia y Corea del Sur. Pero conviene no perder de vista que hay dos posibles fuentes de esos movimientos, por lo que se debe explorar la descomposición de los tipos de cambio efectivos reales.



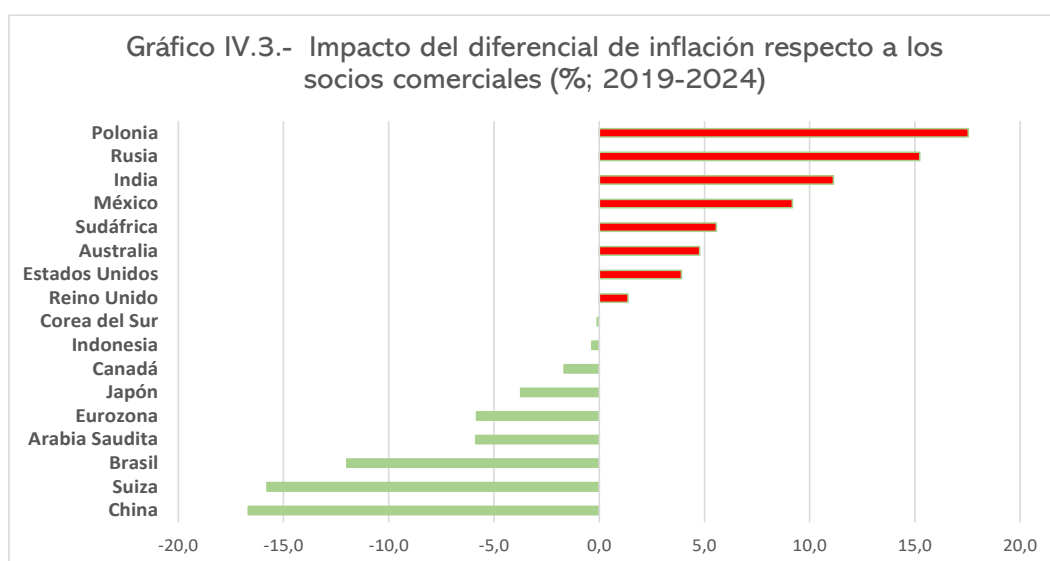
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: Valores positivos (negativos) conllevan una apreciación (depreciación) de la divisa con relación con los de los socios comerciales, siendo el peso de cada uno el que supone en el comercio del país. El cálculo corresponde a la diferencia entre los valores del último trimestre de 2019 y el último de 2024.

Los gráficos IV.2 y IV.3 nos ayudan en ese análisis. Ahora, las implicaciones son muy distintas. Por ejemplo, el franco suizo, el rial o el yuan son tres de las divisas más apreciadas en el período, pero su competitividad queda preservada por tasas de inflación mucho más reducidas que las de sus socios comerciales. Y ello puede implicar un menor dinamismo económico o una mejor gestión de las políticas macroeconómicas, factores que poco tienen que ver con manipulaciones cambiarias. Por el contrario, Estados Unidos, Reino Unido y, muy especialmente, Polonia, verifican apreciables pérdidas de competitividad-precio, porque sus monedas se aprecian, pero mucho más porque el crecimiento de sus precios excede nítidamente el de sus competidores. Ya hemos referido en estos *Informes* que, por ejemplo en el caso estadounidense, la inflación en el quinquenio debe mucho a una política fiscal excesivamente expansiva y una política monetaria que respondió con remarcable retraso a las graves tensiones inflacionistas que se inician ya en la primavera de 2021. Mirar hacia dentro antes de cargar las tintas contra los socios sería un buen consejo derivado de este análisis.

¹⁶ Especialmente relevante en el contexto actual sería añadir a precios relativos y tipos de cambio la evolución de la protección arancelaria y no arancelaria, aspectos que, por cierto, incorporamos a nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional – ver la última sección del presente *Informe*. En este punto, no obstante, nos centramos en esos dos elementos primarios de la competitividad-precio.

Hay otros casos que denotan trayectorias dispares. Por ejemplo, la apreciación del euro se ve parcialmente compensada por una menor inflación relativa. La modesta depreciación del real es solo la parte menor de la explicación de la ganancia de competitividad brasileña respecto al exterior en esta etapa: los precios suben sensiblemente menos en el país que en sus socios comerciales, lo que podría sorprender en principio, pero menos si se tiene en cuenta la rauda reacción del Banco Central del país ante la inflación postpandemia, los altísimos tipos reales mantenidos desde entonces y cuáles son algunos de sus socios principales (Argentina al frente). O, de manera opuesta, los esfuerzos del Banco Central de Rusia solo son capaces de contener la inflación hasta el punto de hacer perder alrededor de la mitad de la ventaja competitiva que supone la depreciación del rublo¹⁷ (que también implica, claro está, una severa pérdida de poder adquisitivo).



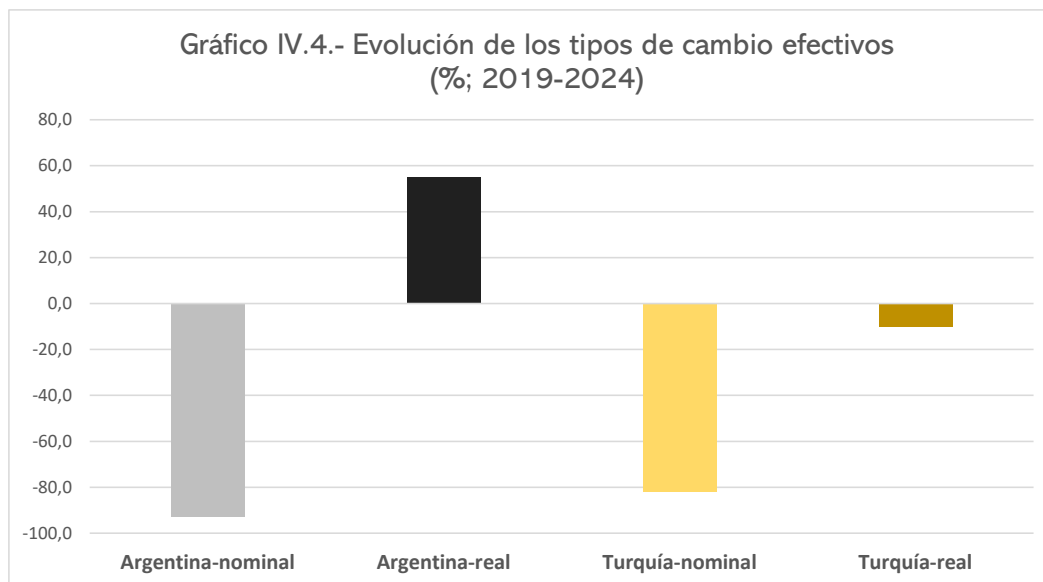
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: Valores positivos (negativos) conllevan una mayor (menor) inflación respecto al conjunto de los socios comerciales, siendo el peso de cada uno el que supone en el comercio del país. El cálculo corresponde a la diferencia entre los valores del último trimestre de 2019 y el último de 2024.

El lector puede revisar la contribución de precios y tipos de cambio a la competitividad de otras economías del G-20. Aquí dejamos para el final (Gráfico IV.4) el comportamiento extremo que encontramos en Turquía y Argentina. En ambos casos, lira y peso se desploman en este lustro (un 82% y un 93%, respectivamente), provocando un hundimiento del poder adquisitivo de magnitudes casi bélicas. Además, la inflación que se deriva de la propia pérdida de valor de la moneda y de todos los mecanismos de compensación que pretenden paliar el golpe que la misma implica para los ciudadanos, elimina casi por completo (Turquía) la ventaja competitiva que se derivaría de una divisa debilitada. En Argentina, incluso, como revela el gráfico, hay una mayúscula apreciación real, dado que la disparatada inflación engulle sobradamente la depreciación y resta competitividad a la economía. Por supuesto, en estos casos extremos, depreciación e inflación de dos y hasta tres dígitos se alimentan mutuamente de manera continuada, al

¹⁷ Las sanciones occidentales por la invasión de Ucrania son, claro está, mucho más dañinas aún que la inflación para las exportaciones rusas.

menos hasta que se ponga orden en las políticas macroeconómicas que suelen estar detrás de tan perniciosos episodios.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

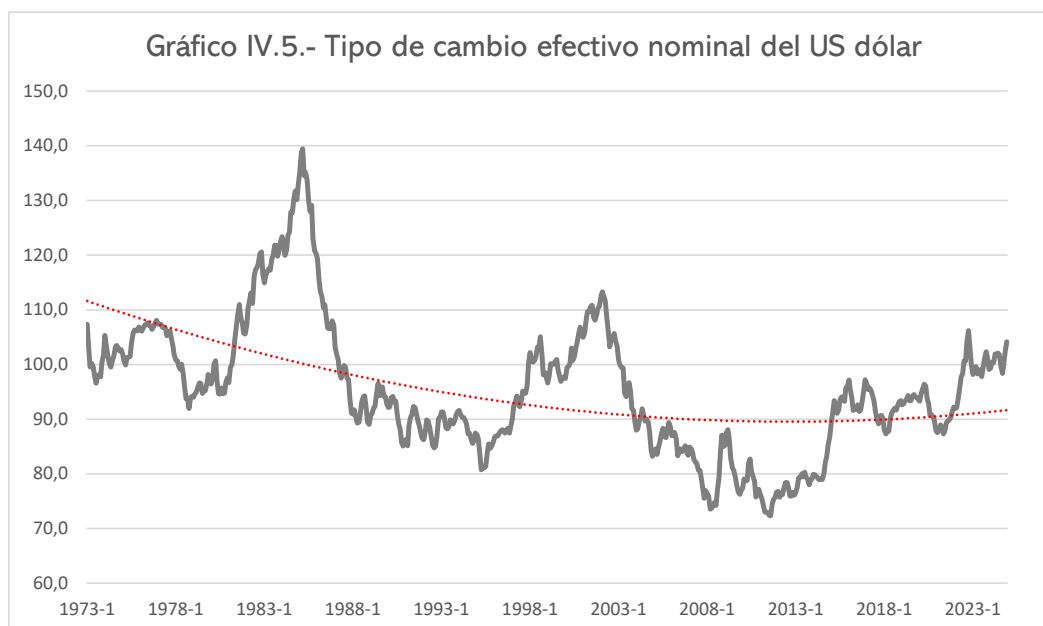
Nota: Valores positivos (negativos) conllevan una mayor (menor) apreciación nominal o real respecto al conjunto de los socios comerciales, siendo el peso de cada uno el que supone en el comercio del país. El cálculo corresponde a la diferencia entre los valores del último trimestre de 2019 y el último de 2024.

2.- Por tanto, no parece que la evolución del tipo de cambio del dólar en los últimos años constituya un elemento explicativo relevante en la trayectoria del saldo (y su perenne déficit en bienes) comercial de Estados Unidos. Con una perspectiva de más largo plazo (gráfico IV.5), el tipo efectivo medio del pasado lustro apenas se desvía un 1% del promedio del pasado medio siglo, tras la quiebra a principios de los años setenta del sistema monetario nacido tras la Segunda Guerra Mundial. Como podemos comprobar en el gráfico, es cierto que desde la Gran Recesión la tendencia a la apreciación del billete verde es significativa, en buena medida por la relativamente favorable evolución del crecimiento en Estados Unidos respecto a gran parte del resto del mundo, en particular del resto de Occidente. El tipo medio de 2024 se sitúa aproximadamente un 7% por encima del correspondiente a los últimos cincuenta y dos años.

Por tanto, aunque es muy debatible que esta evolución requiera de una intervención concertada en los mercados, la obsesión de Donald Trump con una presunta sobrevaloración del dólar y su deseo de depreciarlo (poco coherente con políticas inflacionistas que obligan a mantener tipos de interés más elevados, así como con sus amenazas de sanciones a todo aquel que sustituya al dólar por otras divisas en sus transacciones internacionales) ha provocado que se ponga sobre la mesa la opción de un gran acuerdo para forzar esa depreciación.

La referencia, claro está, es el Acuerdo Plaza, cerrado en el hotel homónimo de Nueva York, el 22 de septiembre de 1985, por los ministros de Finanzas de los países del G7 con el objetivo de reducir el valor del dólar, con Japón como agente principal, induciendo

una fuerte apreciación del yen. Nótese que en aquel momento el dólar alcanzó una cotización sensiblemente más apreciada que la actual. Aunque fue el fruto de la combinación de políticas internas, en concreto una política monetaria extremadamente restrictiva implementada por Paul Volcker para reducir la inflación disparada de la segunda mitad de los setenta, junto a una política fiscal muy expansiva (bajada de impuestos) en el primer mandato de Ronald Regan, se recurrió a este acuerdo internacional para reducir el déficit comercial rampante de Estados Unidos.



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II; BIS

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

Sin duda, hoy en día un acuerdo así se firmaría en la residencia de Trump en Mar-a-Lago (Florida). Pero la probabilidad es remota. Primero, porque, como queda subrayado, la apreciación del dólar en los últimos años ha sido mucho más modesta y gradual que en los años ochenta y ha estado en buena medida justificada por una economía bastante dinámica, al menos en relación al resto de Occidente. Segundo, porque las monedas que deberían apreciarse en un acuerdo de ese tenor (euro, yuan) corresponden a economías que, cada cual en su estadio de desarrollo, tienen problemas de crecimiento, y dependen notablemente de la contribución del sector exterior. Tercero, porque la guerra arancelaria desatada por Donald Trump ha eliminado cualquier atisbo de predisposición de sus contrapartes, sobre todo de China, a diseñar un acuerdo pensado para favorecer la competitividad de Estados Unidos. Cuarto, porque, como se demostró en los ochenta, la clave está en la dinámica interna en Estados Unidos. Al margen de que el Acuerdo Plaza ayudara, la relajación monetaria de la Reserva Federal, una vez devuelta la inflación a niveles razonables, condujo (véase de nuevo el gráfico IV.5) a una abrupta depreciación del dólar, lo que obligó a firmar un nuevo acuerdo por parte de los miembros del G7. Esta vez fue en París, el 22 de febrero de 1987 (así que es conocido como el Acuerdo Louvre), menos de año y medio después del Acuerdo Plaza, y justo para lo contrario: detener esa caída del valor del dólar y estabilizar los tipos de cambio entre las grandes divisas.

Finalmente, porque la experiencia japonesa tras el Acuerdo Plaza no fue positiva. El intento de compensar la drástica apreciación del yen (y su impacto adverso sobre las exportaciones) con un aumento de la demanda interna impulsada por una política monetaria demasiado expansiva, sentó las bases de la colosal burbuja inmobiliaria y bursátil que, tras su implosión, ha castigado durante décadas la economía japonesa.

No obstante todo lo anterior, hay una minoría de analistas que interpretan todos los movimientos hostiles de Donald Trump hacia el resto de los países en materia comercial como un ejercicio para obligarlos a firmar un acuerdo al estilo Plaza. Aunque no apostamos por ello, nada puede descartarse con el actual Presidente de Estados Unidos.

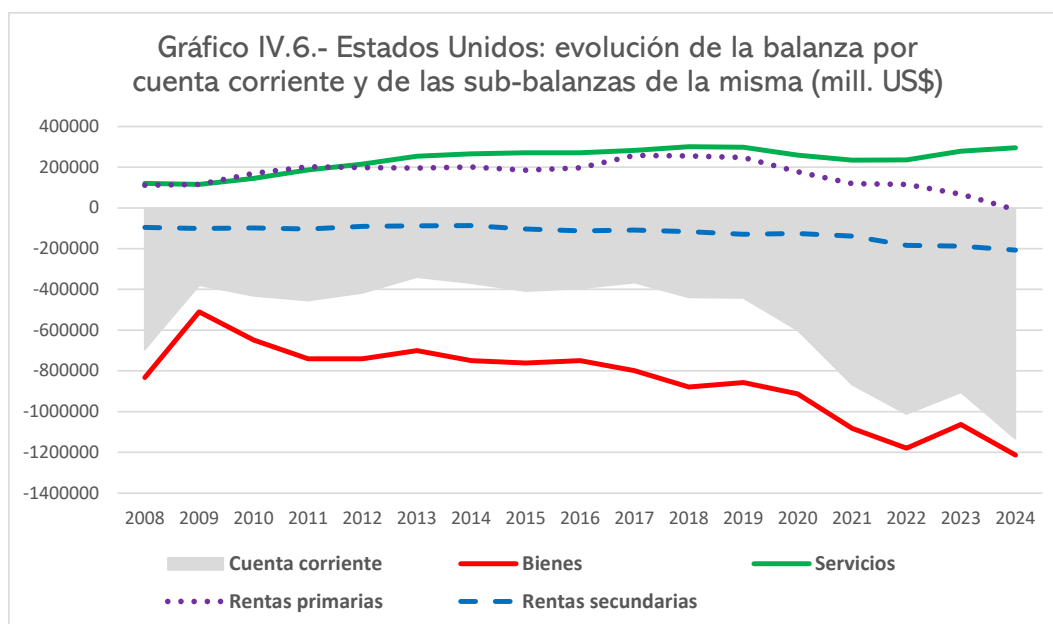
3.- En toda la visión sobre el comercio exterior de Donald Trump y sus asesores, además de la concepción de aquel como un “juego de suma cero” (lo que tú ganas, yo lo pierdo, frente a la concepción de ser un juego en el que todas las partes pueden ganar, como ha demostrado el proceso de internacionalización económica de las últimas décadas), hay una peculiar obsesión por las manufacturas, que la hace aún más extraña. Porque los países desarrollados hace mucho que generan la mayor parte de su empleo y su riqueza en el sector servicios, centrando su producción manufacturera de manera creciente en actividades tecnológicamente más avanzadas. Pretender revertir la dinámica propia del desarrollo de cualquier país (con una transición primero del sector primario al secundario, y luego a la terciarización) es otra de las singularidades de la visión económica del actual gobierno estadounidense.

Sin duda, existen sectores de manufactura estratégicos (ciencias de la vida, materiales avanzados, semiconductores, procesamiento de minerales críticos en las tecnologías punteras, civiles y militares...) en las que no conviene, en la medida de lo posible, depender significativamente del exterior, como reveló la disrupción en las cadenas de suministro globales como consecuencia de la COVID-19. Por ello, las medidas de política industrial y tecnológica tendentes a un “reshoring” (vuelta hacia la producción doméstica) en esas actividades se han generalizado en los últimos años, y que la política comercial coadyuve a ese objetivo entra dentro de lo razonable. Que se pretenda extender esa renacionalización industrial a todas las actividades es irrealizable (para empezar, no existe la mano de obra, en cantidad, cualificación y capacidad competitiva salarial para ello) y absurdo. Ni siquiera es necesariamente cierto ya (depende de la especialización subsectorial) que los salarios en el sector industrial sean superiores a los del sector servicios (en Estados Unidos dejaron de serlo hace un lustro).

Cuando abandonamos la obsesión por la manufactura, podemos pasar a una visión más completa del desequilibrio exterior estadounidense, que captamos en el gráfico IV.6. En efecto, el déficit proviene en su inmensa mayoría de la balanza de bienes, aunque lo aumenta el efecto de las transferencias secundarias (tras las que básicamente se encuentran las remesas de los emigrantes, cuyo papel en la economía estadounidense, mal que le pese a la Administración Trump, es insustituible).

Resulta también notable el deterioro del saldo superavitario que tradicionalmente ha jugado la balanza de transferencias primarias. Dado que aquí encontramos, sobre todo, el resultado de las inversiones de Estados Unidos en el exterior (como ingreso) y el del

resto de países en Estados Unidos (como pago), hay dos factores que explican que este componente pase de un cuarto de billón de dólares de saldo positivo en 2017 o 2018 a un déficit de 9 millardos en 2024. Por un lado, el aumento de la deuda estadounidense con el exterior y de la inversión directa de empresas extranjeras en Estados Unidos. Por otro, el tipo de interés más alto que se ha mantenido en Estados Unidos durante los últimos años respecto a los principales países desarrollados (o China) y la mayor rentabilidad proporcionada a las inversiones internacionales por el superior dinamismo relativo de la economía estadounidense. Todo lo anterior no se deriva de ningún comportamiento perverso o abusivo del resto del mundo, sino de las políticas macroeconómicas y el crecimiento económico de Estados Unidos.

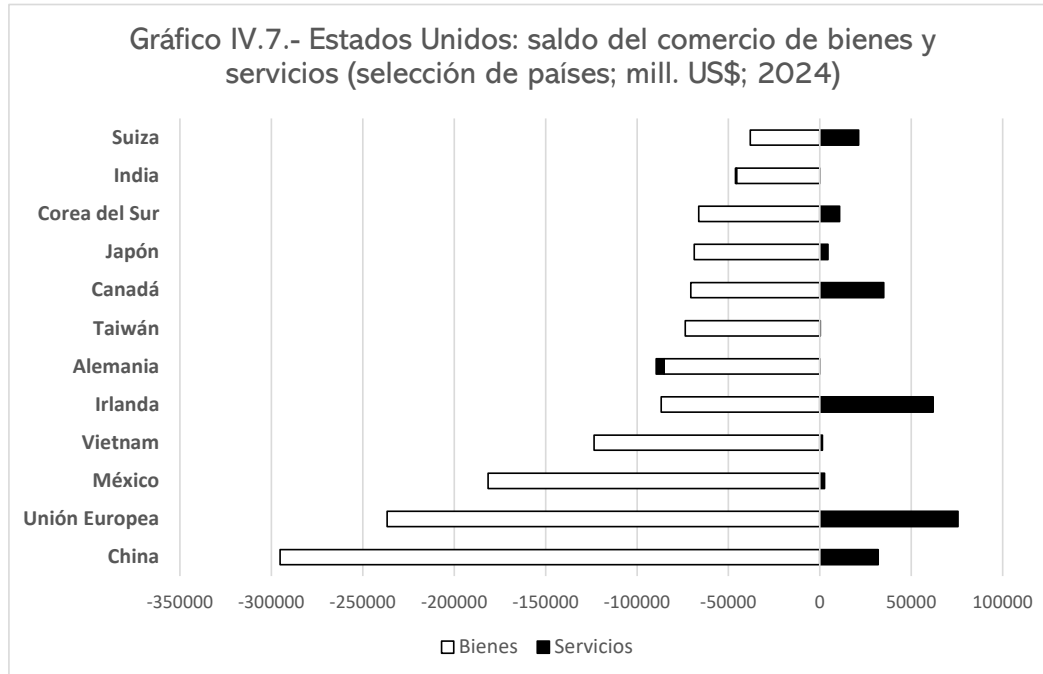


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA

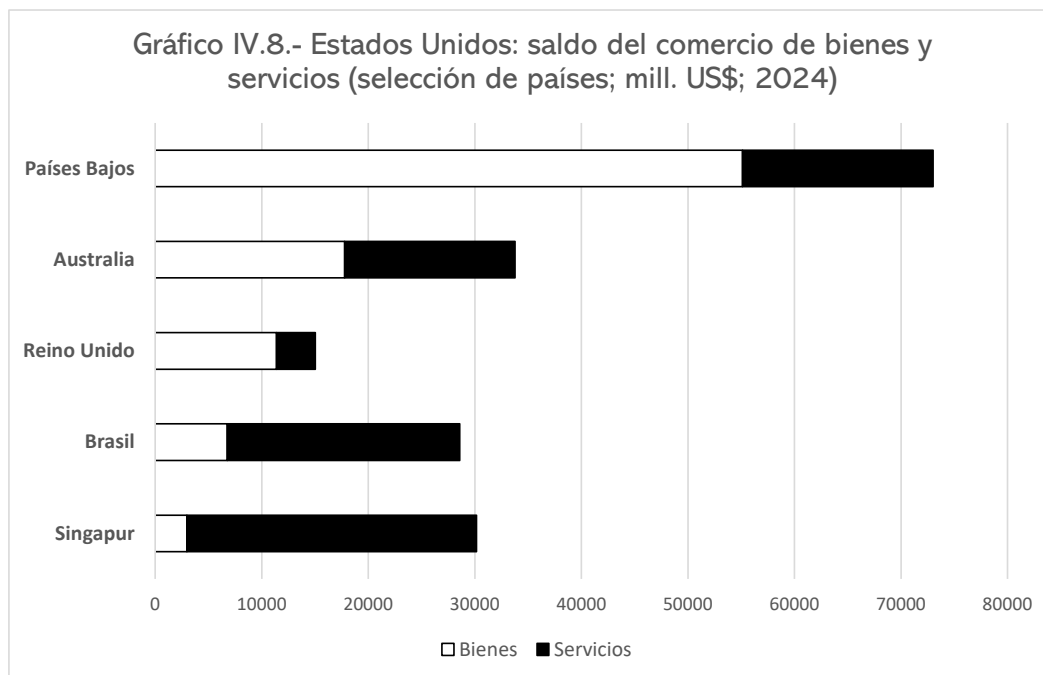
Finalmente, claro está, nos encontramos la balanza de servicios, en la que Estados Unidos acumula un superávit año tras año, que en 2024 ha rozado el máximo histórico, casi 300.000 millones de dólares. No hay diferencia alguna entre el dólar deficitario del país en bienes y el dólar superavitario en servicios, con un saldo que, además, procede de servicios avanzados (los más productivos y mejor remunerados) en su mayoría. Así que parecería racional incorporar los saldos de servicios a los de bienes para constatar cuanto “gana” o “pierde” Estados Unidos en las relaciones con sus principales socios (ahora todos ellos tratados como enemigos) comerciales. Los gráficos IV.7 y IV.8 hacen precisamente eso para las doce economías con las que Estados Unidos presenta el mayor déficit en el comercio de bienes y las cinco con las que tiene mayor superávit.

Desde luego, estas últimas, si se sumaran a la visión mercantilista de Trump y Navarro, deberían imponer severos aranceles a los productos estadounidenses. En todos los casos, al saldo negativo en bienes se suma el de servicios, lo que conllevó, por ejemplo para los Países Bajos, un déficit de casi 75.000 millones de dólares en 2024. Entre los grandes “abusadores” de Estados Unidos, el escenario es más variado. La Unión Europea, si se agregan bienes y servicios, reduce en un tercio su superávit al considerar solo los primeros, Irlanda lo haría en un 70%, y Canadá o Suiza en aproximadamente la

mitad. China solo lo reduciría un 10%, Japón un 6% y Vietnam o México un 1%. Únicamente existen dos economías, entre los principales socios de Estados Unidos, con superávit simultáneo en 2024 en bienes y en servicios: India, con el segundo saldo siendo casi insignificante, y Alemania.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA

Aunque uno no le daría más importancia a estas diferencias que las lógicas que se derivan de la especialización de los países en un mundo globalizado, si se desea entrar en la contestación a la administración Trump, empleando su propio razonamiento, los gráficos superiores muestran claramente donde apuntar: medidas proteccionistas y anti-coacción (si empleamos la normativa europea al respecto), que afecten al sector servicios. Las grandes multinacionales de servicios digitales y tecnológicos, cuyos dueños se han mostrado tan solícitos con Donald Trump, podrían ser las más damnificadas si el resto del mundo se moviera en esa dirección.

4.- ¿Tan distante se encuentra la economía de la Unión Europea de la de Estados Unidos como para adoptar una posición pasiva frente a la agresión arancelaria (cierto que inferior a la de otras grandes economías) del Gobierno Trump? Las Tablas IV.1 y IV.2 nos ofrecen algunas referencias relevantes al respecto, con la situación actual y la evolución en el transcurso del siglo XXI.

TABLA 1. Comparación Unión Europea-Estados Unidos. Selección de variables.

	2001	2024
Peso en la economía mundial (PPA; %)-UE	21,7	14,4
Peso en la economía mundial (PPA; %)-EEUU	20,5	15,0
PIB total (UE/EEUU)	72,2	66,5
PIBpc (PPA) (UE/EEUU)	74,5	72,4
Gasto de defensa (real)-UE/EEUU	37,4	32,6
Productividad-hora (UE/EEUU)	91,1	78,8
Productividad-hora (UEM/EEUU)	103,4	84,8

Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; OCDE; Instituto de Estocolmo de Estudios para la Paz (SIPRI)

Nota: el segundo dato de gasto de defensa corresponde a 2023 y proviene del gasto militar sobre el PIB de ambas economías.

TABLA 2. Comparación Unión Europea-Estados Unidos. Selección de variables (cont.).

	UNIÓN EUROPEA		ESTADOS UNIDOS	
	2001-2007	2022-2024	2001-2007	2022-2024
Tasa de desempleo (%)	8,8 (UEM)	6,6 (UEM)	5,2	3,8
Tasa de inflación (%)	2,6	6,1	2,7	5,0
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,2	1,3	-4,9	-3,5
Saldo presupuestario (% PIB)	-2,1	-3,3	-3,1	-6,2
Deuda (% PIB)	65,3	82,9	61,1	119,4
Tasa de inversión total (% PIB)	22,6	22,8	22,5	21,8
Tasa ahorro bruto total (% PIB)	22,9	25,2	18,2	17,9

Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; OCDE

Extraigamos algunas conclusiones. Primero, ambas economías han perdido peso en el pasado cuarto de siglo, dejando paso al mayor protagonismo del mundo emergente y en desarrollo. Esa pérdida ha sido superior, aunque no sustancialmente, en el caso europeo. Segundo, la UE ha visto disminuir su PIB en seis puntos respecto al de Estados Unidos en el período considerado, una cifra significativa, pero derivada en buena medida del menor crecimiento demográfico, porque en términos del PIB per cápita el descenso ha sido de solo dos puntos. En tercer lugar, y reflexionando sobre los equilibrios

macroeconómicos, la reducción del desempleo ha sido proporcional en ambos espacios económicos y se sitúa en tasas que empiezan a provocar más carencias que excesos de mano de obra. Mientras tanto, la inflación se ha movido en paralelo a ambos lados del Atlántico, con un episodio de severa aceleración de los precios, que hemos analizado extensamente en nuestros *Informes Trimestrales*, a partir de 2021. La tasa superior en la UE se explica ampliamente por el componente energético, dada la dependencia en este ámbito de Rusia antes de la invasión de Ucrania, y las sanciones tras esta que obligaron a buscar fuentes alternativas más caras.

Ahora, las grandes diferencias. Por un lado, si el gasto militar europeo es apenas un tercio (y bajando) del estadounidense no es por el diferencial de capacidad económica, sino por elecciones intencionadas de sentido opuesto en ambos países. Por ello, la demanda de la administración Trump de que Europa asuma su propia defensa resulta razonable, y se podría duplicar ese gasto en la UE sin que el esfuerzo relativo al tamaño de la economía fuese superior al estadounidense. Segundo, el verdadero drama europeo, también reiterado en nuestros *Informes* y en casi cualquier texto sobre los problemas de la UE (incluyendo, claro está, el Informe Draghi) se encuentra en la evolución de la productividad del trabajo, la variable determinante de la trayectoria del crecimiento económico a largo plazo. Entre 2001 y 2024, la UE ha perdido 13 puntos en su productividad-hora respecto a Estados Unidos; en la Eurozona el resultado es aún peor, con una caída de más de 16 puntos relativos. Este es el obstáculo que está lastrando a la UE y, aunque todo el mundo es consciente, no se avanza en las políticas requeridas para superarlo.

Y no es por falta de dinero. Existe una considerable capacidad de financiación, sin recurrir al ahorro externo, en la UE, con un margen de 2.5% sobre el PIB de ahorro por encima de la inversión. En Estados Unidos, la necesidad de ahorro extranjero, ahora como hace un cuarto de siglo, se mantiene en cuatro puntos del PIB anuales. Claro está, la economía estadounidense obtiene ese ahorro foráneo sin dificultad. Pero la europea ni siquiera necesita captarlo. Finalmente, también a favor de Europa (aunque en este caso se trata más de mal ajeno que de bien propio), la deuda pública estadounidense, similar a la europea a principios de siglo en relación al PIB, es ahora casi 40 puntos superior. El margen fiscal, por tanto, es muy diferente.

5.- Algunos análisis centran más su atención (y su explicación del complejo de inferioridad europeo respecto a Estados Unidos en términos económicos) no en el medio plazo, como acabamos de revisar, sino en la evolución tras la pandemia. Incorporamos la Tabla 3 con algunos datos adicionales a los aportados en las anteriores para revisar ese corto plazo.

TABLA 3. Comparación Unión Europea-Estados Unidos. Selección de variables (cont.).

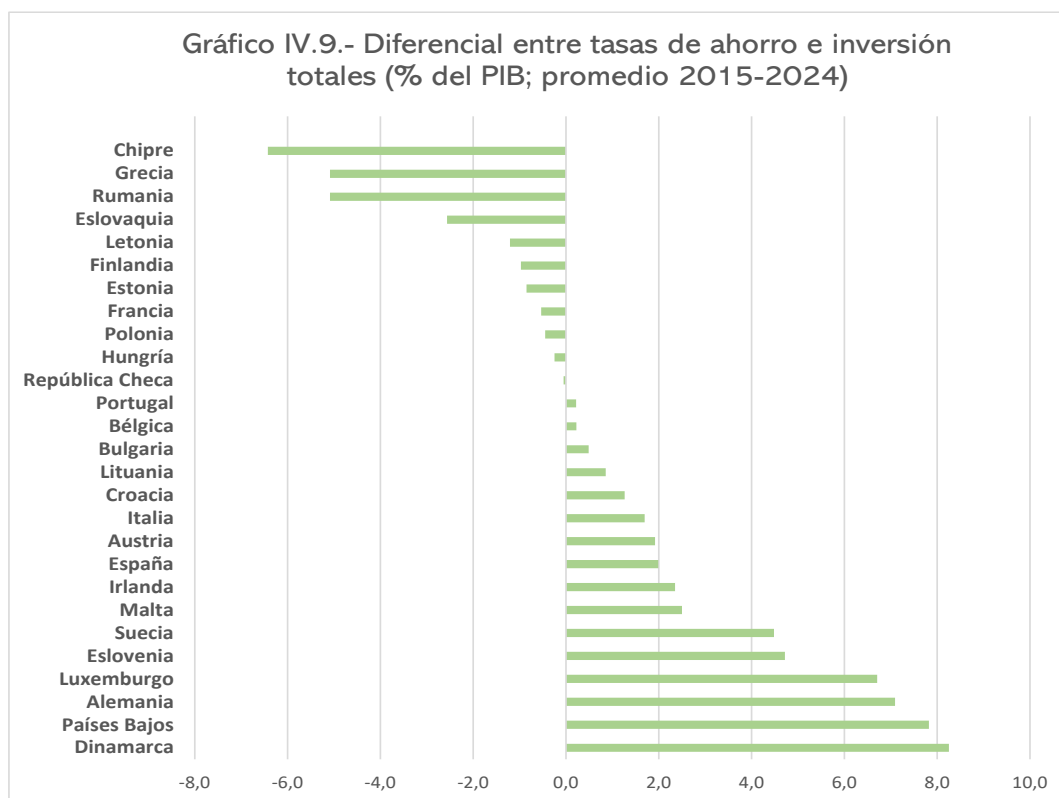
<i>Crecimiento medio PIB real 2020-2024 (%) -UEM</i>	<i>0,93</i>
<i>Crecimiento medio PIB real 2020-2024 (%) -UE</i>	<i>1,24</i>
<i>Crecimiento medio PIB real 2020-2024 (%) -EEUU</i>	<i>2,41</i>
<i>Aumento deuda pública 2019-2024 (% PIB) -UE</i>	<i>3,9</i>
<i>Aumento deuda pública 2019-2024 (% PIB) -EEUU</i>	<i>13,0</i>

Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Sin duda, el dinamismo económico estadounidense ha sido ostensiblemente mayor en los últimos años, con desequilibrios similares, como ya hemos revisado... salvo uno: la trayectoria de la deuda pública. La dramática expansión fiscal emprendida por la primera administración Trump en respuesta a la pandemia, y corregida y amplificada por la administración Biden después de la misma, llegó a provocar que, de acuerdo a las previsiones de los organismos internacionales de finales de 2019, Estados Unidos haya crecido más en el período 2020-2024 *con* pandemia e invasión de Ucrania de lo que se esperaba *sin* estos dos shocks adversos. ¿Cuánto se hubiera cerrado la brecha de crecimiento entre la UE y Estados Unidos con otros nueve puntos adicionales sobre el PIB de emisión de deuda por parte de Europa (para igualar las cifras)? Muy difícil de estimar sin precisar el uso de esa deuda adicional, pero la diferencia no hubiera sido irrelevante¹⁸.

En definitiva, y al margen de lo complicado que resulta manejar una entidad con 27 Estados independientes (frente al único que, en la práctica de la política federal, es Estados Unidos), el reto europeo, insistimos una vez más, estriba en realizar las reformas estructurales precisas para elevar su productividad. No nos extenderemos más en las medidas concretas, varias veces señaladas ya en estos *Informes*¹⁹.

6.-

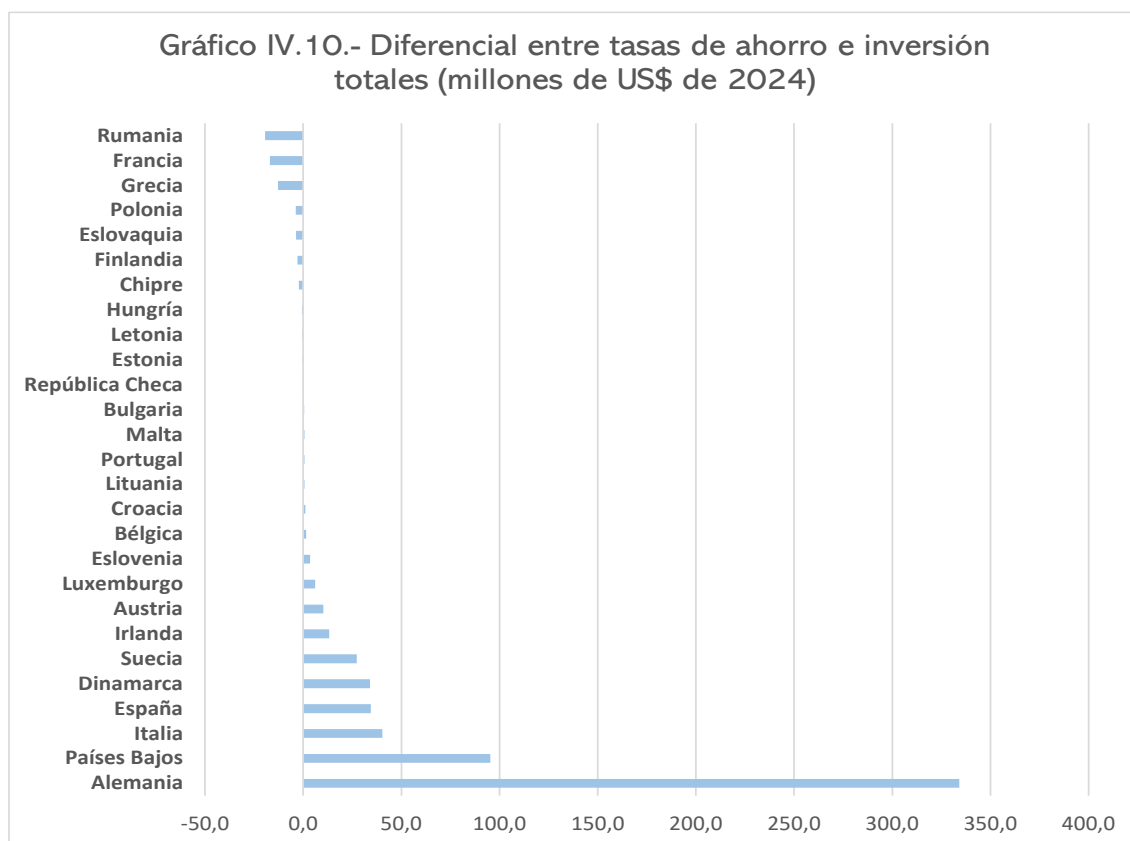


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

¹⁸ Y no defendemos con ello que la deuda pública debería haberse expandido más en Europa, sino que en Estados Unidos lo debería haber hecho en menor medida, dados los niveles, ya preocupantes, de partida.

¹⁹ Ver, por citar solo la última reflexión al respecto, la sección *Entendiendo el semestre en siete claves* del *Informe de octubre de 2024*.

Sí destinaré un espacio adicional a comentar el margen de inversión procedente de su propio ahorro interno del que dispone la UE para realizar esas reformas estructurales. El gráfico IV.9 muestra la diferencia media anual, como porcentaje del PIB, en la pasada década entre las tasas de ahorro nacionales y las de inversión totales (sector público y sector privado) en las 27 economías de la Unión Europea. Como puede comprobarse, el número de economías con exceso y con insuficiencia de ahorro no es muy dispar, pero los márgenes positivos son más acusados que los negativos, en especial cuando se corrige por el tamaño de las respectivas economías.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Nota: la cifra presentada corresponde a la diferencia media de las tasas de ahorro e inversión entre 2015 y 2024 aplicada al PIB de este último año.

El gráfico IV.10 nos permite hacernos una idea más aproximada de la capacidad inversora disponible del conjunto de la UE, al transformar ese diferencial ahorro-inversión de cada socio en millones de dólares, empleando el PIB de 2024. La cifra agregada ronda los 540000 millones de dólares (es decir, más de medio billón de euros anuales, con los valores actuales de producción y tipos de cambio).

Por tanto, los recursos existen, pero los inconvenientes también. En primer lugar, es necesario tener proyectos claros para afrontar los retos estratégicos existentes. Segundo, es esencial reducir los obstáculos, burocracia al frente, para atraer al sector privado, sabiendo que éste debe obtener rentabilidad de esas inversiones; nadie va a comprometer su dinero por puro altruismo. Tercero, en ambos extremos del espectro político encontramos verdaderos “Caballos de Troya” de los grandes competidores europeos, que parecen mucho más interesados en hundir la UE que en su progreso. Y

cuarto, como revela el gráfico, las diferencias nacionales son importantes y no es fácil colaborar al bien colectivo de Europa cuando no todo el mundo está en la misma disposición de contribuir. En particular, el 80% del margen ahorro-inversión se concentra en Alemania y Países Bajos.

Precisamente por ello, es de enorme relevancia el punto de inflexión radical que se ha producido en Alemania en las pasadas semanas, impulsado por el ganador de las recientes elecciones y próximo canciller conservador de Alemania, el líder de la CDU, Friedrich Merz. Dejando atrás su obsesión anterior con el “freno de la deuda” y el equilibrio presupuestario, hasta ahora recogidos en la Constitución alemana, su iniciativa de incrementar drásticamente el gasto militar (de manera ilimitada, en principio) y en infraestructuras (medio billón de euros en doce años), y de permitir cierto déficit fiscal a los *länder*, aprobado por la mayoría necesaria de dos tercios (para superar la cláusula constitucional) de ambas cámaras del Parlamento germano, con apoyo de los Verdes y los socialdemócratas del SPD, supone que la locomotora alemana está dispuesta para invertir en la transformación estructural requerida por el país y por la UE en su conjunto.

A lo anterior deben añadirse los 150000 millones de euros “europeos” puestos sobre la mesa por la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, cuyo impacto debe, además, sumarse al de la relajación de las reglas fiscales para que los países de la UE eleven, en promedio, un 1.5% del PIB su gasto militar (estimándose este último efecto en 650000 millones de euros). Debe entenderse que a este liderazgo alemán y de la Comisión se sumarán, sin duda, el resto de los países de la UE, y que la inversión en seguridad, defensa e infraestructuras se destinará en su inmensa mayoría a las empresas de la propia UE²⁰. Con ello, esa inversión conllevará un reforzamiento significativo de la política industrial y tecnológica del continente, y podemos encontrarnos, en efecto, ante un punto de inflexión para el lánguido y ya alarmante declive europeo en las dimensiones económica y geopolítica.

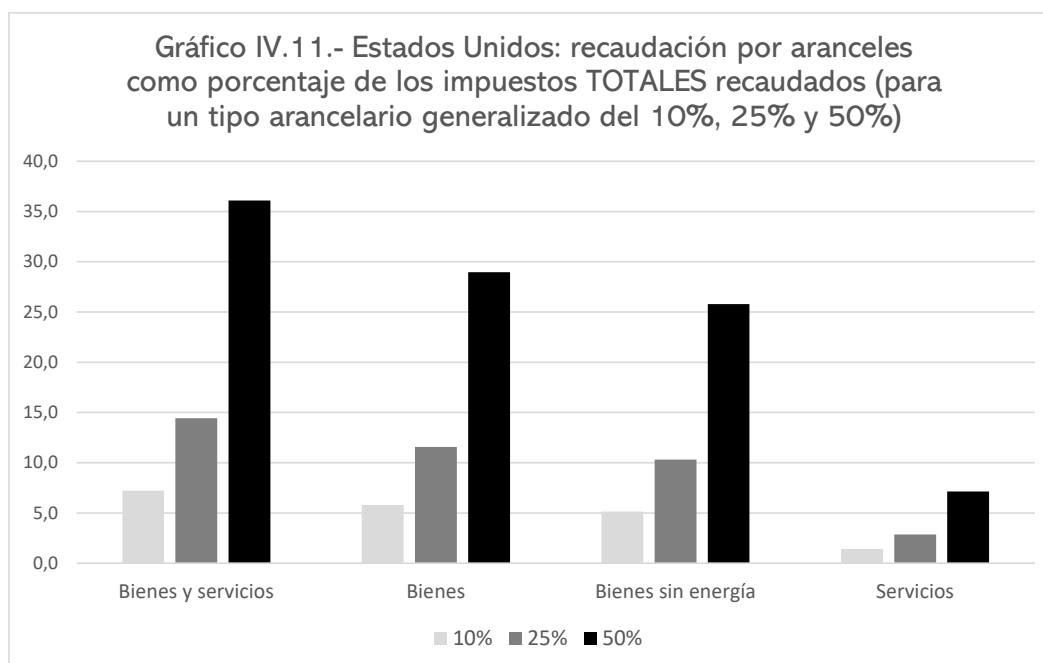
De momento, la reacción de los mercados supuso el incremento de los tipos de interés a largo plazo de la deuda alemana, pero existe una coincidencia en que ese movimiento no fue por el temor a que el aumento del gasto (y la deuda) generase dudas sobre la sostenibilidad de la misma, sino porque ese cambio de política va a acelerar el crecimiento económico en Alemania, lo que supondrá, en promedio, mayores tipos de interés a corto plazo (uno de los componentes de los tipos a largo). Y nótese que una Alemania, y más aún una Unión Europea, capaces de ir resolviendo sus problemas estructurales serían capaces de ofrecer a los mercados internacionales de capital activos seguros, algo que demandan de forma acuciante, ante la incertidumbre que las políticas de Donald Trump provocan en relación con los títulos del Tesoro de Estados Unidos.

7.- Finalizaremos esta sección del Informe realizando algunos cálculos para que el lector pueda evaluar la verosimilitud de una de las afirmaciones que realizan los asesores (no

²⁰ No obstante, acuerdos para un trato recíproco con países como Japón, Corea del Sur, Reino Unido, Suiza, Noruega, Australia o Canadá son factibles y deseables.

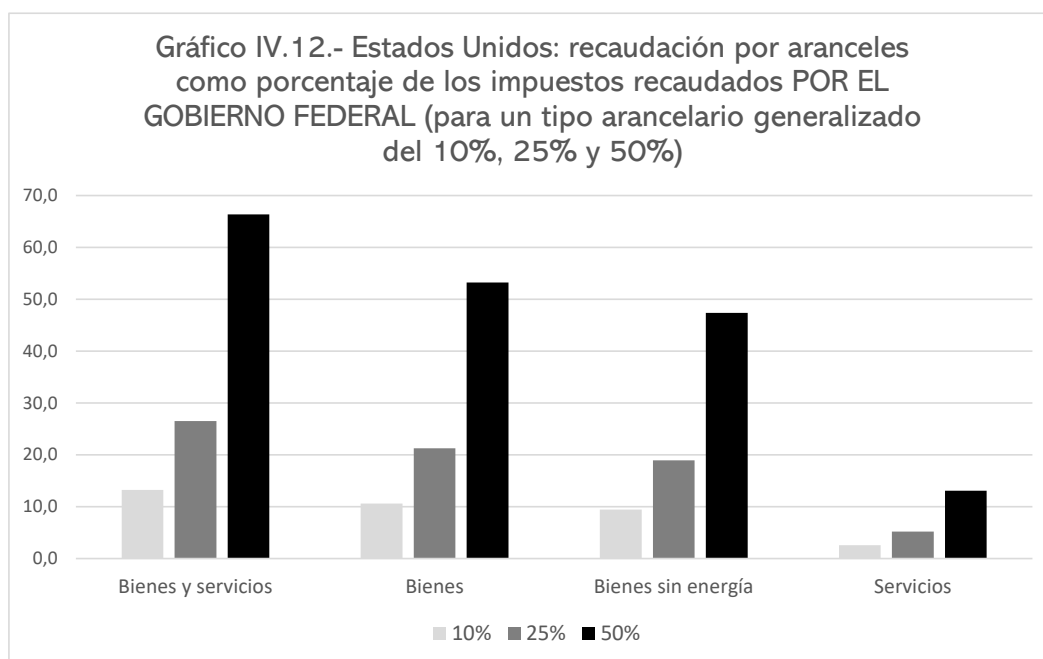
tengo más remedio que mencionar de nuevo a Peter Navarro) de la administración Trump, consistente en que la magnitud de lo recaudado por aranceles permitirá financiar un descenso radical de los impuestos directos sobre ciudadanos y empresas estadounidenses.

Para ello, los gráficos IV.11 a IV.13 presentan el porcentaje que supondrían los ingresos arancelarios obtenidos por Estados Unidos respecto a los impuestos recaudados en el país. Para ello, y con datos del año 2024, se presentan tres niveles de aranceles distintos (10%, 25% y 50%), aplicados sobre cuatro alternativas respecto a los productos afectados (la totalidad de los bienes y servicios; solo los bienes; solo los servicios; y solo los bienes excluyendo las importaciones energéticas) y en términos relativos a tres bloques de impuestos recaudados en Estados Unidos: la totalidad de los mismos; los impuestos directos de todas las administraciones públicas; y los impuestos directos solo del Gobierno Federal.

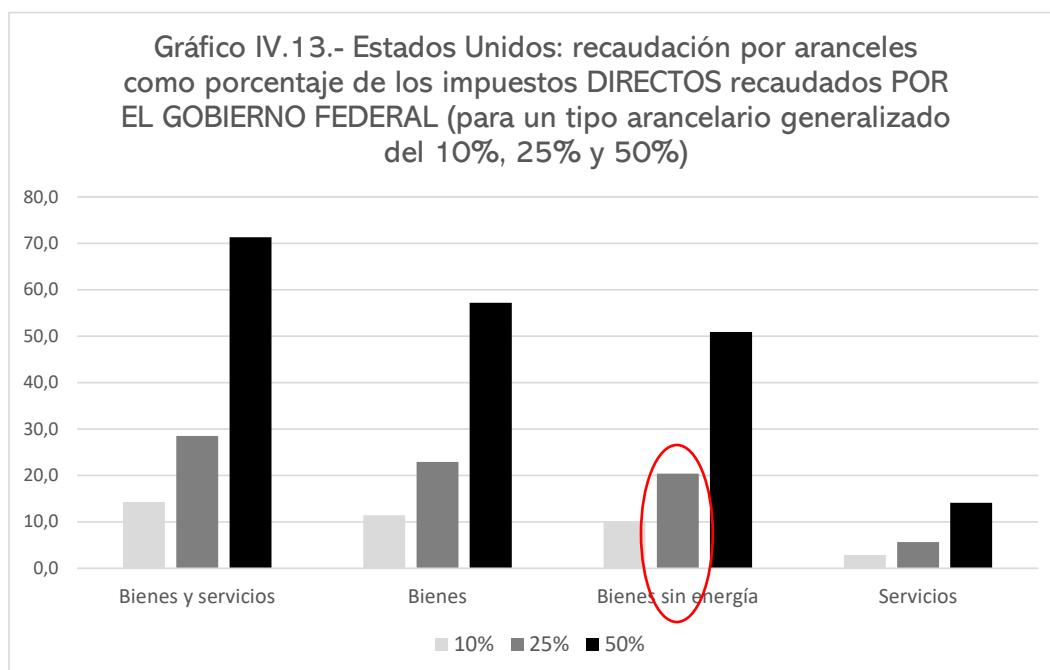


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA

Centremos nuestros comentarios sobre el caso que podría resultar más plausible, porque, como puede comprobarse, las opciones son múltiples y los resultados proporcionados por los aranceles, según la combinación que se elija de los tres factores expuestos, podrían oscilar desde lo irrelevante hasta el 71% de los ingresos por impuestos directos. Asumimos un arancel generalizado del 25% (dado que, en el momento de redactar estas líneas la guerra arancelaria de Trump implica niveles muy distintos – y cambiantes – según los países, parece un promedio razonable), aplicado únicamente sobre las importaciones de bienes excluyendo las energéticas (se ha eximido también a otros productos, pero con un peso reducido en el volumen total importado) y en relación a los impuestos directos del Gobierno federal, que son los que Trump anuncia quiere reducir (tanto sobre las personas como sobre las empresas) de forma significativa.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA

La selección efectuada aparece destacada en el gráfico IV.13, y revela que los ingresos arancelarios supondrían 588000 millones de dólares en este supuesto, lo que, por cierto, cuadra de manera casi perfecta con los 600000 millones a los que se ha referido con frecuencia Peter Navarro. Esto supone un 20% de los ingresos por impuestos directos del Gobierno Federal, lo que, desde luego, concedería un margen estimable para rebajar tales tributos.

Pero cualquier análisis riguroso debe tener en cuenta al menos tres consideraciones en sentido opuesto. Primero, solo la extensión de las rebajas fiscales de la anterior era Trump (por cierto, muy sesgadas en favor de las rentas altas) absorbería buena parte de esa potencial reducción impositiva. Desde luego, extenderlas sin compensación llevaría, según la bipartidista Oficina Presupuestaria del Congreso, la deuda pública estadounidense a niveles inmanejables, superiores al 150% del PIB antes de mediados de siglo. Y no se olvide que, ya en 2024, Estados Unidos ha gastado más en el pago de intereses de la deuda que en su (enorme) presupuesto militar. Pero claro, todo esto suponiendo que realmente llegaran a recaudarse 588 millardos de dólares con los aranceles. Porque, como el lector ya habrá percibido, lo anterior asume que semejante escalada arancelaria *no reduce en absoluto las importaciones de Estados Unidos*, lo cual no solo es absurdo, sino que se da de bruces con el objetivo principal de los aranceles, el de eliminar el déficit comercial. Finalmente, a la cantidad recaudada habría que sustraer las considerables ayudas que el Gobierno estadounidense tendrá que destinar a compensar a los sectores más afectados por las represalias comerciales del resto del mundo. Durante la primera administración Trump, solo para la agricultura y como consecuencia de la respuesta china a los, entonces mucho menores, aranceles establecidos por Estados Unidos a productos chinos, esas ayudas alcanzaron más de 40000 millones de dólares.

En definitiva, tampoco en esto le van a cuadrar las cifras al dúo Trump & Navarro.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Continuando con el ejercicio iniciado en esta misma *sección V* de nuestro pasado *Informe de octubre de 2024*, y continuado en el más reciente, en *enero de 2025*, se presentan a continuación los resultados, para el período 2014-2019, proporcionados por nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional (IECI), cuya descripción pormenorizada se realizó en el primero de los citados *Informes*. En síntesis, el IECI recoge cinco dimensiones que, de manera inmediata o con una perspectiva más de medio plazo, pueden influir de manera significativa en la trayectoria del comercio internacional²¹. Estas cinco dimensiones son el crecimiento económico, la estabilidad de precios, la incertidumbre (tanto económica como en un sentido más amplio), el proteccionismo y la calidad institucional. Solo una de las cinco dimensiones (la de crecimiento) está configurada por una única variable, el resto lo están por dos o tres indicadores individuales²². Para homogeneizar esos cinco subindicadores del IECI, se realiza la normalización de las once variables que, en su conjunto, empleamos en el análisis. A continuación, para las dimensiones que recogen más de una variable, se equiponderan las dos o tres empleadas en ese componente de nuestro indicador de entorno del comercio.

Las dimensiones del IECI y su impacto sobre el comercio internacional.

Recordemos, siguiendo las consideraciones realizadas en nuestro pasado *Informe trimestral*, que la relación entre los cinco componentes del IECI y la variable objetivo del análisis (el comercio mundial agregado), es previsiblemente distinta en signo y decalaje temporal. Como ya señalábamos entonces, y para el conjunto del período transcurrido entre el inicio de la Gran Recesión y el estallido de la pandemia derivada de la COVID-19²³, el crecimiento de la actividad global, tal y como está definida en nuestro indicador, afecta de manera positiva, simultánea (es decir, en el mismo año) y extremadamente significativa (0.99), a los flujos comerciales. Por el contrario, la variabilidad de los precios y la intensificación del proteccionismo inciden de manera negativa y significativa sobre el comercio mundial, y lo hacen con una intensidad mayor con un año de desfase (correlaciones de -0.43 y -0.65, respectivamente para el período 2008-2019). Asimismo, respecto a la dimensión relativa a la calidad institucional, reseñábamos una mayor intensidad de la correlación entre la misma y la evolución del comercio con un decalaje de dos años, en el esperado sentido positivo (correlación de 0.26), período relativamente largo, pero que cabe vincular al tiempo que precisan los agentes implicados en el comercio para responder a cambios de relevancia en el entorno institucional. Finalmente, aunque con el signo previsto (negativo), la correlación máxima (bastante significativa, -0.58) entre incertidumbre y comercio se produce con ese mismo gap temporal de dos

²¹ Hacemos referencia con ello a las cifras globales de comercio, no a las específicas de un país o de las transacciones bilaterales.

²² El lector interesado puede encontrar todos los detalles sobre las variables en el *Informe Trimestral de octubre de 2024*.

²³ Entendemos que la singularidad del impacto de la pandemia puede conllevar algún cambio estructural con el comportamiento anterior de las dimensiones del IECI, aspecto que abordaremos en un futuro *Informe*.

años, alguna de las variables consideradas debería, a priori, repercutir con mayor prontitud sobre los flujos comerciales.

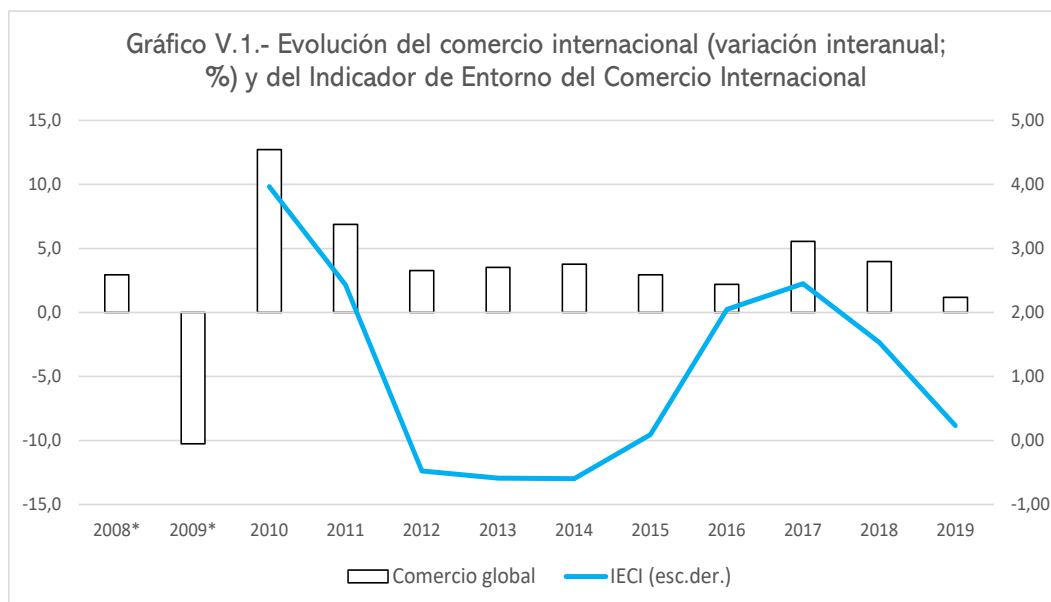
Refrescado todo lo anterior, procede ya mostrar los resultados de nuestro IECI para el sexenio previo a la pandemia. En primer lugar, la Tabla V.1 refleja el comportamiento (ya debidamente ponderado, cuando se trata de dimensiones que incorporan más de una variable) de cada uno de los componentes del IECI respecto a la media del período 2008-2019, para el sexenio considerado en el presente *Informe*²⁴.

Tabla V.1. Dimensiones del IECI y su desviación respecto a la media del período 2008-2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Crecimiento	+	+	+	+	+	-
Precios	-	-	-	=	+	-
Incertidumbre	-	-	+	+	=	+
Proteccionismo	=	-	-	-	+	-
Calidad institucional	+	+	+	+	+	+
<i>COMERCIO MUNDIAL</i>	+	=	-	+	+	-

Fuente: elaboración propia.

Nota: establecemos un signo +/- para desviaciones en el año considerado superiores/inferiores a 0.05 respecto a la media (por construcción, 0 para cada una de las dimensiones) al conjunto de período 2008-2023. En caso de una desviación inferior, se denota como =. Para el comercio mundial, empleamos un signo +/- para desviaciones en el año considerado superiores/inferiores a un 10% respecto al crecimiento del 3% del conjunto de período (tres décimas, por tanto). En caso de una desviación inferior, se denota como =.



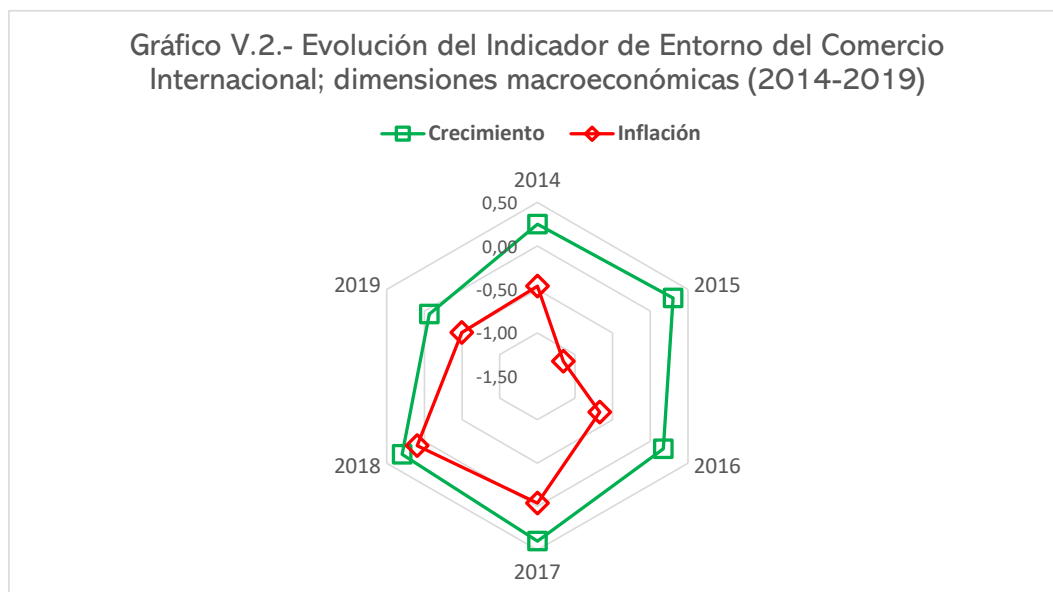
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

²⁴ En el *Informe de enero de 2025* se realiza el mismo ejercicio que se ofrece a continuación para los seis años precedentes.

A continuación, el gráfico V.1 muestra la evolución en el comportamiento del comercio mundial y de nuestro indicador IECI²⁵ a lo largo de una etapa de crecimiento económico global, aunque de intensidad moderada y con significativas diferencias entre los espacios económicos, que se traslada a un avance del comercio que denota la normalización de su trayectoria tras la Gran Recesión, pero también su menor dinamismo respecto a las dos décadas anteriores a esa crisis. El IECI sigue mostrando una relación positiva y significativa con las variación de los flujos de comercio, aunque esa coincidencia es inferior a la mostrada en el cuatrienio anterior, lo que sitúa el valor de la correlación para el conjunto de la década 2010-2019 en 0.75.

A continuación repasamos con más detalle lo acaecido durante esos seis años en las cinco dimensiones del IECI y en el comercio internacional, apoyándonos en los gráficos. V.2 y V.3, que presentan el comportamiento de esos cinco componentes del IECI (los dos macroeconómicos, por un lado, los tres de perfil más institucional y geopolítico, por otro) para ese período.

En ambos gráficos, el valor para cada una de las dimensiones es más elevado (y siempre en relación con la media cero para el período 2008-2019) cuanto más alejado se encuentra del centro del hexágono, en el que cada año considerado ocupa uno de sus radios. Nótese que valores más elevados son positivos para las dimensiones de crecimiento económico y calidad institucional, y negativos para la inflación (o variabilidad de precios), el nivel de incertidumbre y la intensidad del proteccionismo.

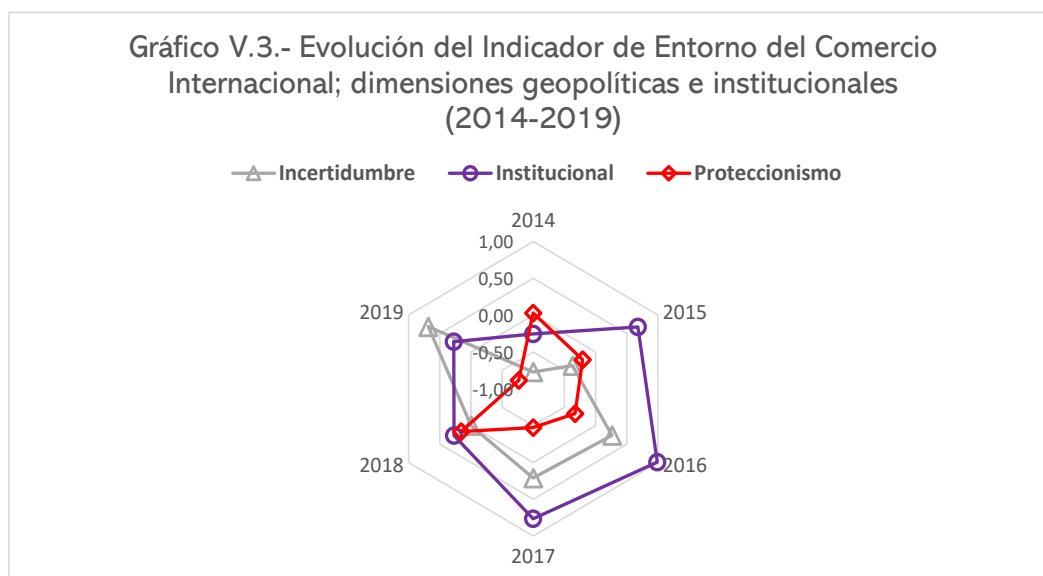


Fuente: elaboración propia.

Comenzamos el análisis, por tanto, en el trienio 2014-2016, momento en el que el conjunto de la economía internacional, incluyendo la periferia de la Eurozona, la zona más castigada por la crisis previa, estaba ya en fase expansiva tras la Gran Recesión y sus repercusiones posteriores, pero un momento también en el que se revela la

²⁵ Dados los desfases temporales, explicados en el texto principal, en el impacto entre varias de las dimensiones de nuestro análisis y el comportamiento del comercio mundial, solo tenemos valores del IECI desde 2010.

desconfianza respecto a la capacidad de ciertos países emergentes para hacer frente a una potencial normalización de la política monetaria en Estados Unidos (que finalmente no se inició hasta el segundo semestre de 2015)²⁶. En estos tres años el aumento de los flujos comerciales globales promedió un 3.0% anual, ritmo que ni siquiera igualó el moderado crecimiento económico mundial (3.4%). Mientras la contribución de este factor, aunque favorable, resulta, por tanto, modesta, la considerable estabilidad de los precios (en general, a unas tasas de inflación reducidas, en particular en Occidente, donde llega a preocupar la amenaza deflacionista) supone un impulso apreciable para el comercio. Sin embargo, son los factores de perfil geopolítico e institucional incorporados al IECI los que parecen obstaculizar una mayor avance de ese comercio global. En efecto, un progresivo aumento de la incertidumbre (en especial, la vinculada a las economías emergentes, incluyendo la inestabilidad en los mercados de capitales y la salida de inversores internacionales de China ante las dudas sobre los efectos del cambio de modelo de crecimiento del país), más el efecto diferido del aumento del proteccionismo que se manifiesta tras la Gran Recesión y del deterioro institucional recogido por los indicadores que componen esa dimensión del IECI en el mismo período, condicionan de manera adversa el avance del comercio en ese trienio 2014-2016.



Fuente: elaboración propia.

El bienio 2017-2018 resultó, con diferencia, el momento más positivo para el comercio mundial en el período expansivo posterior a la Gran Recesión, con un avance del mismo que rondó el 4.75% anual, alrededor de un punto por año más intenso que el crecimiento de la producción global. Este fue apenas tres décimas más fuerte que en los tres años anteriores, mientras los datos de estabilidad de precios muestran un comportamiento neutral (en relación a todo el período) en el bienio. Es, por tanto, el cambio en los factores institucionales y geopolíticos los que parecen estar detrás de ese mayor dinamismo del comercio mundial. En efecto, son dos años en los que se percibe el final de la intensificación proteccionista de la primera mitad de la década, en especial en

²⁶ Es el momento en el que Morgan Stanley acuñó el término “The Five Fragile”, haciendo referencia a la que estimaban era una alta vulnerabilidad de India, Indonesia, Turquía, Brasil y Sudáfrica a esa posible normalización monetaria.

términos de medidas no arancelarias. Además, se recogen los beneficios de un menor grado de incertidumbre (siempre con relación a todo el período) y la mejora en los niveles de calidad institucional que, concentrados de manera exclusiva en las economías emergentes y en desarrollo, se venían constatando en los años precedentes.

Finalmente, el año 2019 ofrece resultados bastante menos positivos, aunque por supuesto sin siquiera esbozar la debacle que afrontaría la economía mundial en el primer trimestre de 2020. El comercio se ralentizó bruscamente hasta alcanzar una tasa del 1.2%, en paralelo a un crecimiento del PIB mundial del 2.8%, el más reducido desde 2010, fruto del agotamiento de un modelo de crecimiento peligrosamente fundamentado en una irrefrenable expansión monetaria en Occidente y el aumento del endeudamiento, público y/o privado, en buena parte de las grandes economías, tanto desarrolladas como emergentes y en desarrollo. La inflación, aunque de manera moderada, aumentó en el período precedente (el más correlacionado con el comercio, según el IECI), a la par que se diluían los efectos favorables de la menor incertidumbre y la mayor calidad institucional reseñada anteriormente. Por último, el proteccionismo recuperaba, ya con la primera Administración Trump en el poder en Estados Unidos, una tendencia alza, tanto en su vertiente arancelaria como no arancelaria.

Así, con el crecimiento del comercio global languideciendo y sin una contribución favorable de ninguno de los cinco componentes del IECI, estallará la pandemia asociada a la COVID-19. En nuestro próximo *Informe Trimestral*, cerraremos este recorrido explicativo que, a través del IECI, venimos realizando por el comportamiento del comercio internacional y sus factores explicativos en la última década y media, y los haremos reflexionando sobre el período 2020-2023, que incluye la crisis económica provocada por la pandemia, tan intensa como breve, la espectacular pero igualmente corta recuperación tras la misma, y la estabilización posterior con tasas de crecimiento limitadas y muy desequilibradas a escala global.