

Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



VNIVERSITAT  
E VALÈNCIA

# INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Enero-2025



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

## INTRODUCCIÓN

Finalmente, fue Donald Trump, y con una victoria no solo en términos de votos electorales, sino también de votos populares, algo desconocido para los candidatos republicanos desde el siglo pasado. Los lectores habituales de nuestros *Informes Trimestrales* encontraron en la entrega de octubre de 2024 una evaluación sintética y a priori de las implicaciones, desde la perspectiva económica, para Estados Unidos y para el resto del mundo, de una Administración Trump que siga, al menos en una medida significativa, las políticas anunciadas por el nuevo Presidente durante su campaña electoral. Seguro que retornaremos en próximos *Informes* sobre diferentes aspectos regulatorios, migratorios, fiscales, monetarios, o de políticas industriales y comerciales, del nuevo Gobierno estadounidense. De momento, en las *Claves del Trimestre* revelamos algunas pistas sobre cómo ha evolucionado el déficit exterior estadounidense y sobre la imposibilidad, por muy proteccionista que se muestre la Administración Trump, de reequilibrar el saldo comercial. Y sobre quiénes han ganado y perdido (y quiénes pueden hacerlo en el futuro inmediato) en la escalada proteccionista, desde luego no exclusivamente "trumpista" que ha vivido Estados Unidos en los últimos años

Nuestra sección de *Precios Internacionales de Referencia* nos permitirá, por su parte, adelantar algunos aspectos de las implicaciones sobre la política monetaria y el tipo de cambio del dólar del regreso de Trump al poder, además de abordar, como es habitual, otros aspectos clave del comportamiento en el pasado trimestre de tipos de interés de referencia, precios de materias primas y tipos de cambio.

No obstante, tras esta *Introducción*, primero ofreceremos en el *Foco de Atención* del trimestre una perspectiva más global de lo que parece haber sido un severo coste para los Gobiernos en Occidente de la escalada inflacionista de los pasados tres años. Un precio que no parecen haber pagado los partidos en el poder en un mundo emergente que, precisamente, vivió en menor medida dicha aceleración de la inflación, al menos en parte por una respuesta mucho más pertinente, en promedio, de sus Bancos Centrales, como hemos venido relatando en estos *Informes*. Parece que es el aumento acumulado de los precios, y no la inflación interanual, lo que importa a los ciudadanos. Analizaremos también, ya en las *Claves del Trimestre*, si esto debiera comportar un cambio en el tipo de objetivo definido por las autoridades monetarias.

Tampoco olvidaremos en esas *Claves* la situación económica alemana, donde los indudables problemas parecen ocultar en exceso los recursos de los que dispone el país (si resuelve su turbulenta escena política) para revertir esos problemas, como ya hizo a principios de siglo. También reflexionaremos sobre la compleja situación en la que queda la financiación de la masiva deuda pública global con tipos de interés menos confortables que los de la pasada década y sin la inflación deteriorando, en beneficio de los gobiernos, el valor real de esa deuda, como ha ocurrido entre 2021 y 2024. Y no podremos olvidar tampoco la enésima cumbre sobre el clima (COP-29), su mucho ruido, sus pocas nueces y el compromiso de financiación del mundo desarrollado para luchar contra el cambio climático en el mundo en desarrollo.

Finalmente, en la sección del *Informe* más específicamente dedicada al comercio internacional ofreceremos los primeros resultados, para la etapa 2008-2013,

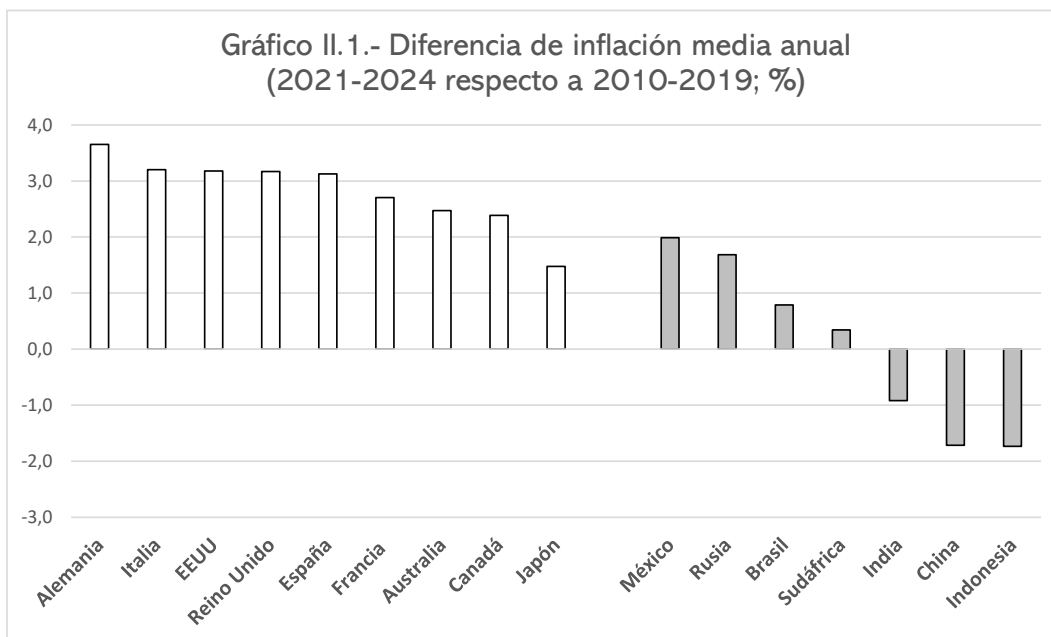
proporcionados por nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional, que introdujimos, en cuanto a componentes del mismo, variables seleccionadas y metodología empleada, en el *Informe Trimestral de octubre de 2024*. Es el momento de comprobar las reflexiones que suscitan sus resultados para el período posterior a la Gran Recesión, como haremos con los años posteriores en futuros *Informes*.

Con este undécimo *Informe Trimestral*, como siempre realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, esperamos una vez más contribuir a que nuestros lectores entiendan en mayor medida las claves del actual escenario económico internacional, así como el que nos espera en un futuro inmediato. El regreso al poder de Donald Trump hace especialmente azaroso anticipar esa evolución futura, porque si algo caracteriza al que será de nuevo Presidente de Estados Unidos (un “known unknown”, siguiendo la famosa terminología empleada por otro Donald, Rumsfeld, el exsecretario de Defensa del país) es, precisamente, su imprevisibilidad. Pero, aun así, esperamos que este análisis siga siendo útil para nuestros seguidores en ese nuevo escenario.

*Valencia, a 16 de enero de 2025*

## II.- FOCO DE ATENCIÓN: la inflación que derriba Gobiernos.

Derrotas sin paliativos en elecciones nacionales (Estados Unidos, Francia, Reino Unido) o regionales (Alemania), fuertes retrocesos electorales (Japón), perspectivas realmente negativas para próximas convocatorias a las urnas (Canadá, Alemania). El año 2024 no ha resultado nada favorable para los partidos/coaliciones gobernantes en las democracias desarrolladas, que han perdido las elecciones celebradas (numerosas) en 6 de cada 7 casos. Y, sin embargo, en los principales países emergentes democráticos los gobiernos han ganado (India, Indonesia, México), con mayor o menor margen, en tres cuartas partes de los casos. Por supuesto, hay múltiples factores idiosincráticos para cada país que son cruciales para explicar esos resultados, y también hay otros compartidos (por ejemplo, la preocupación creciente respecto a los flujos migratorios es uno de ellos en Occidente), pero no son pocos los análisis que al menos mencionan como elemento coadyuvante la trayectoria de la inflación. Aunque, en propiedad, debiéramos referirnos a la evolución acumulada de los precios. Vayamos por partes.



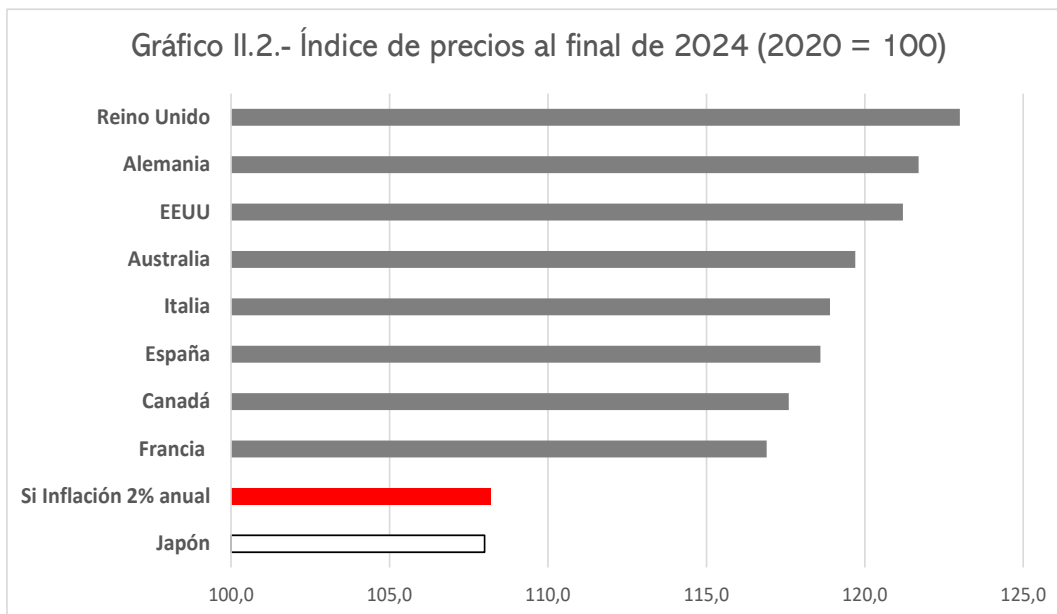
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea (BIS).

Respecto a la distinción entre economías desarrolladas y emergentes, ciertamente las presiones inflacionistas de los años postpandemia han afectado a todas ellas y, en muchas ocasiones, las tasas concretas han sido mayores en las segundas que en las primeras. Pero esto es lo habitual, y, en buena medida, se explica por un factor favorable, su mayor dinamismo económico. Sin embargo, como muestra el gráfico II.1., mientras la desviación al alza de las tasas de inflación en el mundo desarrollado en los últimos años respecto a la década anterior a la pandemia ha sido mayúscula<sup>1</sup>, en los países emergentes ese gap ha sido mucho menor, e incluso negativo en ciertos casos.

<sup>1</sup> Es cierto que en el período 2010-2019 los precios crecieron en Occidente incluso por debajo del objetivo de los Bancos Centrales, pero, en todo caso, la inflación entre 2021 y 2024 no tiene precedentes en estos países desarrollados en el pasado medio siglo.

Por tanto, el descontento por la trayectoria del coste de la vida ha sido, razonablemente, mayor en los países avanzados.

Resulta interesante cómo en estos últimos se ha manifestado una extrema distancia entre las reflexiones de los Gobiernos (y parte de los analistas) y la percepción de los ciudadanos. A medida que avanzaba 2024 (y esto ha sido muy evidente en el caso estadounidense), los primeros subrayaban cómo se había reconducido la inflación interanual a tasas ya muy cercanas (en algún país, inferiores) al clásico 2% buscado por los Bancos Centrales. Por el contrario, los ciudadanos, de acuerdo con las encuestas, seguían enfadados (y angustiados, parte de ellos) por la trayectoria de los precios, al tener en mente la información contenida en el gráfico II.2<sup>2</sup>.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

En el mismo se observa la enorme diferencia (entre diez y quince puntos) existente (salvo en Japón) entre la subida de precios acumulada en el periodo 2021-2024 de haberse mantenido la inflación en el 2% anual y la realmente acaecida en cada país. A las economías domésticas no les preocupa, claro, el dato macroeconómico, sino cómo ha evolucionado (caído) su poder adquisitivo respecto a lo que ya tienen interiorizado en los países desarrollados. Y esto es lo que revela el gráfico.

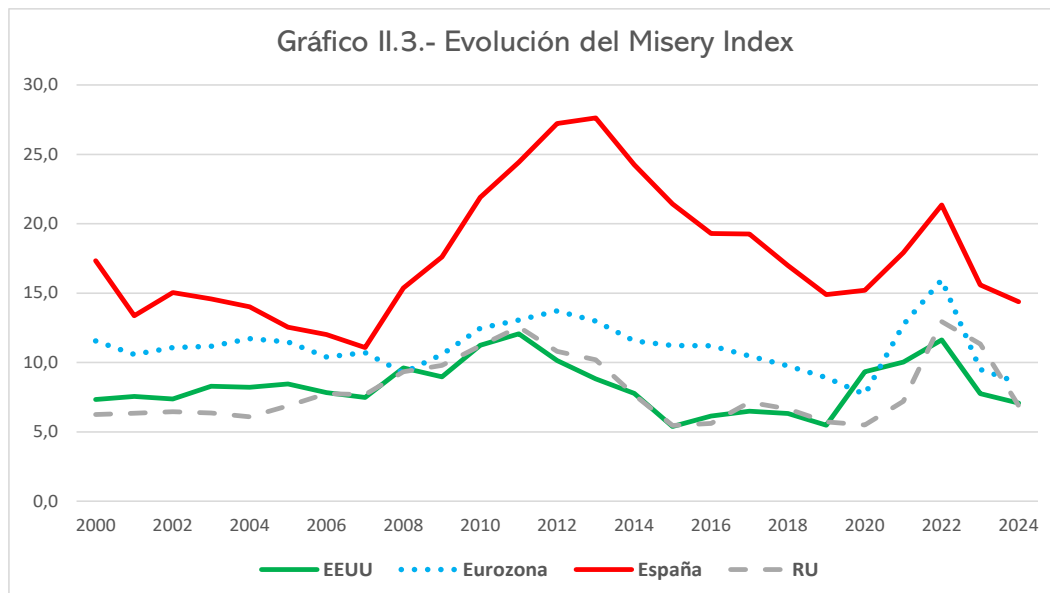
Volveremos en las *Claves del Trimestre* sobre si los Bancos Centrales deberían o no reflejar esta circunstancia (los ciudadanos para los que trabajan parecen más preocupados por los niveles de precios que por las tasas de inflación).

Por supuesto, los salarios nominales medios han ido elevándose de tal manera que la compensación de la inflación excesiva ha sido ya completa a finales de 2024 en la mayor parte de Occidente. De hecho, en especial en el tensionado mercado laboral

<sup>2</sup> Por supuesto, el ciudadano medio siente, en especial en su bolsillo, un efecto como el que muestra el gráfico. No demasiados conocen los datos del mismo con alguna precisión... aunque justo a los lectores de estos *Informes Trimestrales* sí les hemos planteado ya con anterioridad esta lectura de la evolución de los precios.

estadounidense, el salario real ha subido en este cuatrienio. Pero hay tres matices a considerar. Primero, esta compensación no se distribuye por igual entre todos los grupos de renta, y algunos de ellos, especialmente en la parte baja de la distribución, presentan todavía hoy salarios reales inferiores a los de 2020. Segundo, la inflación ha sido mayor en ciertos tipos de bienes<sup>3</sup>, tales como la alimentación, evidentemente muy sensibles para una parte de la ciudadanía. Tercero, es un hecho constatado en encuestas realizadas al respecto que un alto porcentaje de los trabajadores asocian los incrementos salariales a los méritos contraídos por ellos mismos, mientras los incrementos de precios los atribuyen a factores externos, entre los que, sin duda, se encuentra la inadecuada gestión de las autoridades. Aunque esos ciudadanos pueden (o no) conocer que la máxima responsabilidad sobre el comportamiento de los precios corresponde a los Bancos Centrales, y no a los Gobiernos<sup>4</sup>, sobre los primeros no pueden ejercer el derecho de voto.

El daño causado a las economías domésticas por el aumento acumulado de precios después de la pandemia queda subrayado por el hecho de que la otra variable más determinante (en lo económico) del bienestar de aquéllas, el desempleo, ha estado evolucionando favorablemente<sup>5</sup> desde el shock adverso que supuso la Gran Recesión y, con las medidas de protección articuladas por los gobiernos occidentales, no creció apenas pese a la pandemia. Así, cuando empleamos el ya conocido por nuestros lectores Misery Index (suma simple de inflación y desempleo), como muestra el gráfico II.3, la tendencia decreciente de los años previos, hasta los niveles más bajo del siglo XXI, se rompe drásticamente a causa de la espiral inflacionista iniciada en 2021.

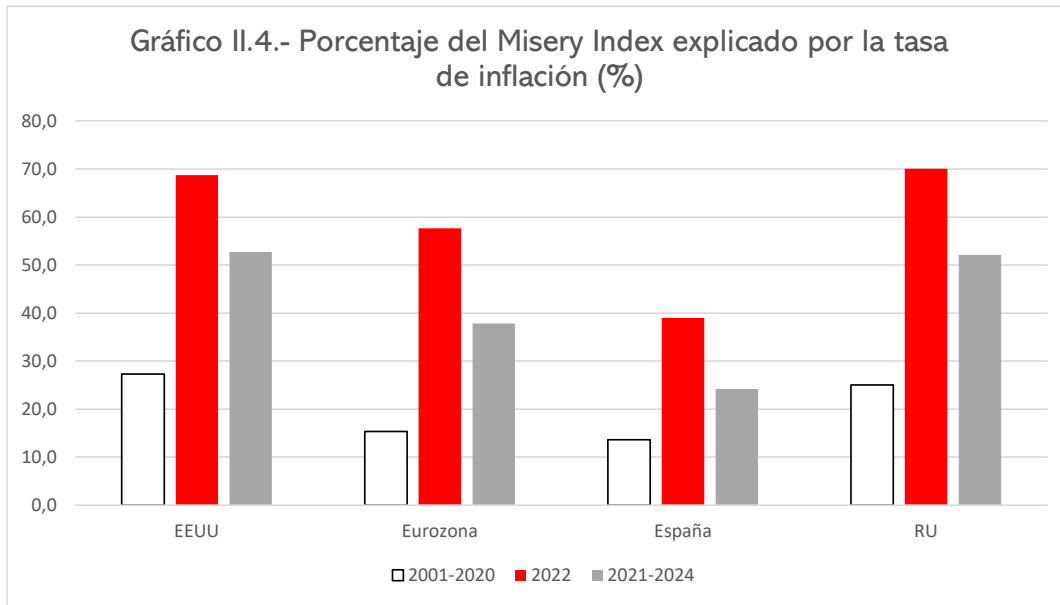


Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; Fondo Monetario Internacional (FMI)

<sup>3</sup> También lo ha sido en los servicios.

<sup>4</sup> Con todo, ya hemos reflexionado en estos *Informes* sobre cómo la política fiscal, sobre todo en Estados Unidos, no ha ayudado ni un ápice a controlar la inflación en estos últimos años.

<sup>5</sup> Tema distinto es que la mejoría se deba sobre todo al menor crecimiento de la fuerza laboral, por motivos demográficos, y no tanto a la creación de empleo, que ha sido más bien tibia en lo que llevamos de siglo en la mayor parte de Occidente.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; FMI

El gráfico II.4 revela hasta qué punto el malestar para los ciudadanos procedente de la inflación gana protagonismo frente al derivado del desempleo en el último cuatrienio (con un máximo en el año 2022) respecto a las dos décadas anteriores<sup>6</sup>.

En definitiva, aunque no pensamos que sea más que un factor secundario respecto a otros, resulta razonable considerar que la inflación castigó a los partidos y coaliciones gobernantes en Occidente en el intenso año electoral que fue 2024.

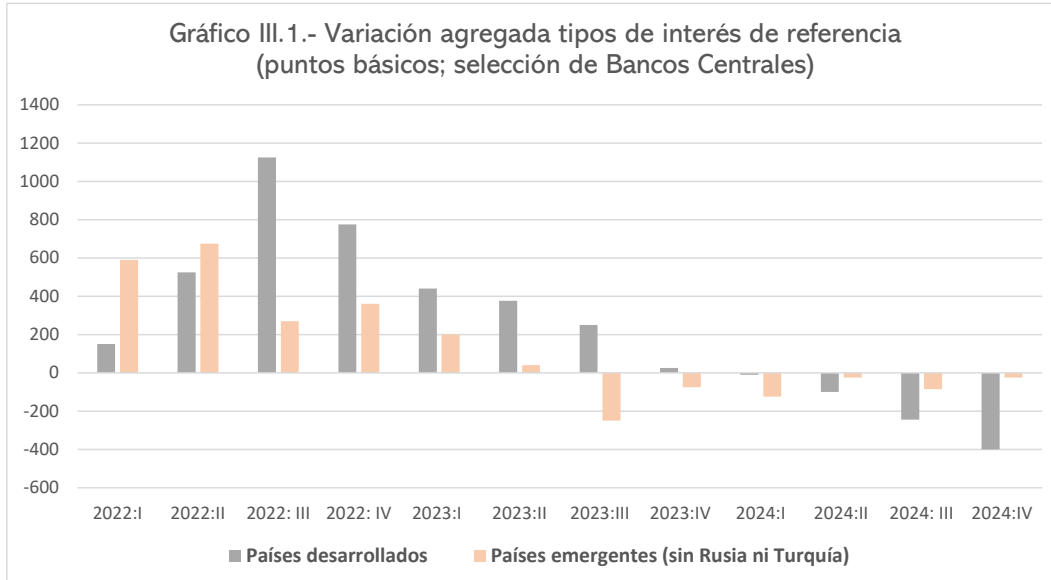
Lo paradójico del caso es que esa misma inflación se convirtió en ayuda para tales gobiernos a la hora de contraer el valor real de la deuda pública acumulada. En efecto, la inflación no anticipada permitió reducir la magnitud (en todo caso, excesiva) de esa deuda entre 2021 y 2024, a pesar de la tendencia al alza de los costes de la misma (subida de los tipos de interés) y de la escasa frugalidad de la política fiscal, que siguió acumulando déficit en esos años en casi todos los países desarrollados.

Podemos, pues, invertir el refrán y afirmar que no hay bien que por mal no venga...

<sup>6</sup> Por supuesto, en España, que mantiene tasas de desempleo tristemente líderes en Occidente, el efecto es menor en términos absolutos, aunque similar en términos relativos.

### III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

#### A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

En términos agregados, el comportamiento de los Bancos Centrales, en los países desarrollados, por un lado, y en lo emergentes, por otro, no se ha alterado en el último trimestre de 2024 respecto a lo que veíamos en los meses inmediatamente anteriores. Así, como muestra el gráfico III.1, en Occidente ha continuado la intensificación del ciclo de recortes de los tipos de interés de referencia, revirtiendo el tenor de la política monetaria de manera paulatina hacia la neutralidad, tras el tono restrictivo exigido por la espiral inflacionista iniciada en 2021.

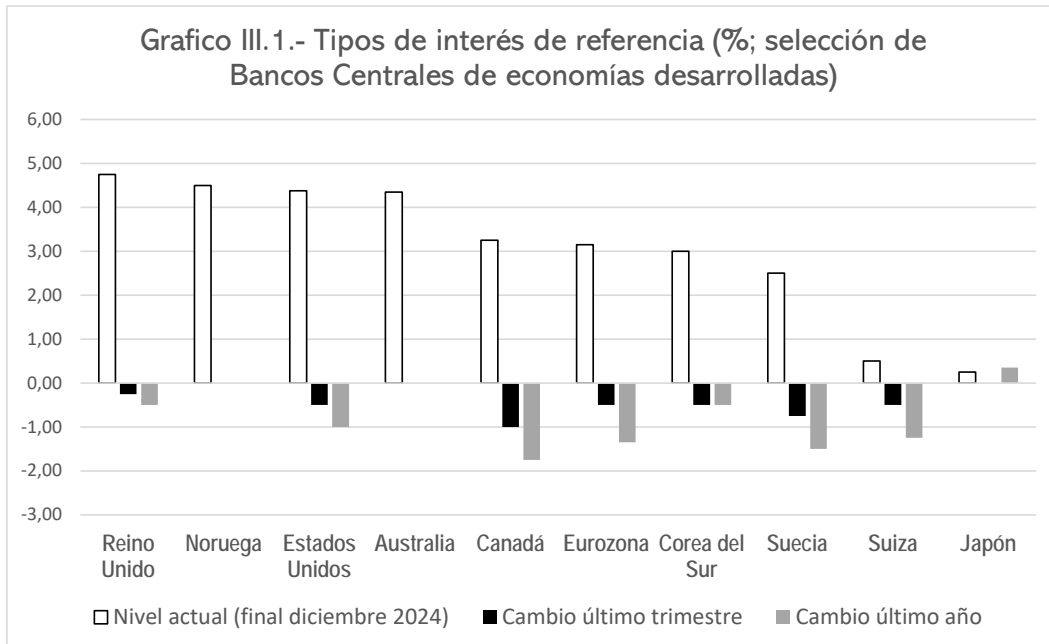
Desde luego (gráfico III.2), no existe una homogeneidad en ese cambio, que resulta más intenso en Europa continental y Canadá (donde el crecimiento económico languidece) y ni siquiera se ha iniciado en países como Noruega o Australia, donde la actividad se muestra más dinámica y las tensiones inflacionistas están tardando más en disiparse. Estados Unidos se sitúa en un punto intermedio (el recorte de 50 puntos básicos de septiembre solo ha sido acompañado por otro de 25 p.b. en noviembre), mientras en Japón, como ya anticipábamos, lo que parecía inicio de un ciclo restrictivo se ha visto prontamente congelado como respuesta a lo que se percibió como una excesiva apreciación del yen durante el verano, y a la espera de contemplar los movimientos futuros de la Fed.

En realidad, son las expectativas sobre tales decisiones de la Reserva Federal los que concitan el máximo interés, no ya porque es la referencia global, sino por cuánto pueda alterarse el camino previsto de los tipos en Estados Unidos a raíz de la implementación (o no) de todas o parte de las políticas anticipadas por Donald Trump, todas ellas de cariz inflacionista. La afirmación de Jay Powell tras la última reunión de la Fed (“no suponemos, no especulamos, no asumimos”) es la que debía realizar en ese momento, pero puede anticiparse que el ciclo de relajación monetaria será más lento y menos intenso de lo previsto antes de las elecciones presidenciales. Es más, incluso los 50 p.b.



de reducciones adicionales para el año 2025 que anticipan los mercados, ya a la baja respecto a las expectativas anteriores, deben entenderse ahora como el límite superior de la relajación monetaria, no como el escenario central de la misma en el año que acabamos de estrenar.

Particularmente interesante va a resultar la creciente diferencia entre esa estabilidad (o casi) de los tipos en Estados Unidos y la sustancial rebaja de los mismos en la mayor parte del resto de Occidente, en especial en la Eurozona, donde un descenso de 100 puntos básicos, como mínimo, se da por supuesto. Con todo, es probable que la magnitud de los recortes en los países desarrollados sea menor de la que actualmente descuentan los mercados. Primero, porque la depreciación de sus monedas respecto al dólar es inflacionista. Segundo, porque los Bancos Centrales pueden ser reacios a regresar tan pronto a tipos próximos a cero, con implicaciones negativas bien conocidas. Además, siguen teniendo balances superiores a lo normal, y ralentizar su normalización puede ser una línea alternativa de relajación monetaria.

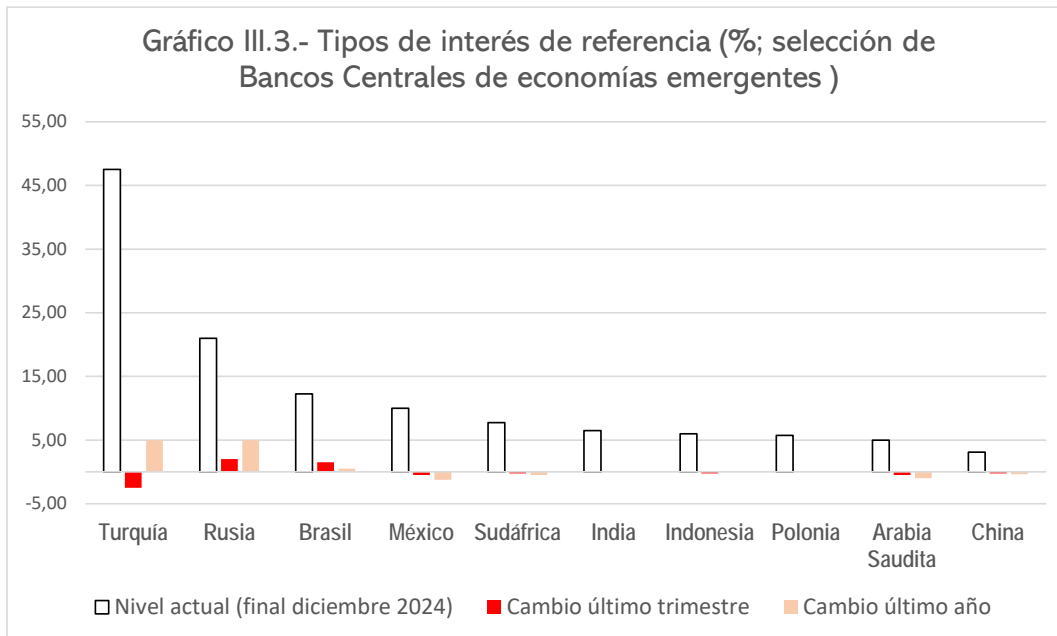


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Respecto a los países emergentes, por sexto trimestre consecutivo (ver el gráfico III.1 de nuevo) se reducen los tipos agregados, pero de manera limitada, fruto de comportamientos muy dispares entre los principales Bancos Centrales de estos países, como muestra el gráfico III.3. Son varias las autoridades monetarias que mantienen los tipos de referencia a un nivel relativamente restrictivo ante la persistencia de una inflación por encima del objetivo (Polonia, India y, a niveles muy superiores – nominales, no necesariamente reales – Rusia o Turquía). Una mayoría de esas autoridades los reduce de manera pausada, siempre pendientes de cómo la depreciación de sus monedas respecto a un dólar en auge puede traducirse en nuevos repuntes de precios.

Por su parte, continua el ya comentado aquí (y polémico) caso de Brasil, donde el reciente endurecimiento monetario ha situado el nivel del tipo real (descontando la inflación del tipo de referencia) en un muy llamativo (y restrictivo) 7.5%, resultado de

un enfrentamiento abierto entre la autoridad monetaria y el gobierno por lo que la primera entiende como excesiva laxitud de la política fiscal. Es posible que esa desavenencia se reduzca de inmediato con la llegada de un nuevo gobernador al Banco Central, Gabriel Galípolo, nombrado por la Administración Lula. Aunque el nuevo máximo responsable dejó claro que la autonomía aprobada para el Banco Central en 2021 será la guía que marque sus actuaciones, cabe anticipar una política más laxa que la seguida hasta el momento.



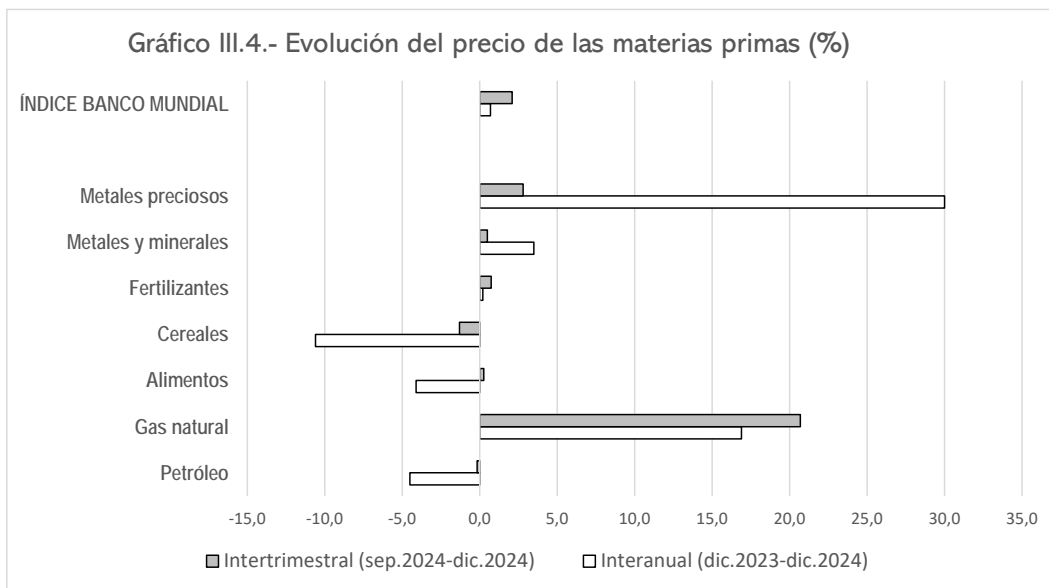
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Dos últimos apuntes sobre las autoridades monetarias de otros dos grandes países emergentes. La primera, de considerable enjundia, aunque lo relevante, por encima del anuncio, será contemplar cómo se aplica el cambio. El Banco Central de China ha anunciado su intención de completar la progresiva pérdida de importancia de sus objetivos cuantitativos (en especial, los relativos a la provisión de crédito a sectores y subsectores de la economía) y acentuar el papel de los tipos de interés de mercado como instrumento básico de transmisión de la política monetaria. El eje de ésta será el tipo repo inverso a siete días, elección no demasiado convencional, por cierto.

El segundo hecho reseñable, más anecdótico, es la rebaja en 250 p.b. del tipo de referencia por parte del Banco Central de Turquía, dejándolo en un 47.5%. Este valor, que, desde luego, sigue siendo el más elevado entre todos los grandes BCs internacionales, se sitúa mínimamente por encima de los últimos datos de inflación, sita en el 47% interanual. Hemos dedicado amplio espacio en estas páginas a las vicisitudes monetarias turcas, así que debemos ahora constatar que la situación, si el Presidente Erdogan no interfiere de nuevo y lo impide, se está corrigiendo, aunque el trabajo por delante es todavía arduo.

B.- Precios de las materias primas

Los pasados doce meses han resultado, con carácter general, mucho más estables que los precedentes por lo que hace referencia a los precios de las materias primas (véase el gráfico III.4, y en especial el Índice general del Banco Mundial, que apenas ha crecido un 0.7% en ese período). Esta circunstancia es particularmente remarcable, dadas las turbulencias geopolíticas vividas, aunque éstas sí han tenido su repercusión en el precio del oro, que ha liderado el de los metales preciosos, el único grupo en el que encontramos un comportamiento fuertemente alcista, sostenido durante el año. Es reseñable el descenso entre diciembre de 2023 y el mismo mes de 2024 de ciertos precios, el del petróleo y el de los alimentos en general y los cereales en particular, especialmente sensibles para las economías domésticas, en especial las de menor poder adquisitivo. En términos trimestrales, fruto tanto del período invernal como de las dudas sobre la disponibilidad de gas ruso en Europa tras la prohibición ucraniana de que el mismo siga circulando por su territorio, el gas natural ha experimentado un fuerte repunte, que, en todo caso, solo compensa lo acaecido en otros períodos de 2024, como veremos de inmediato.

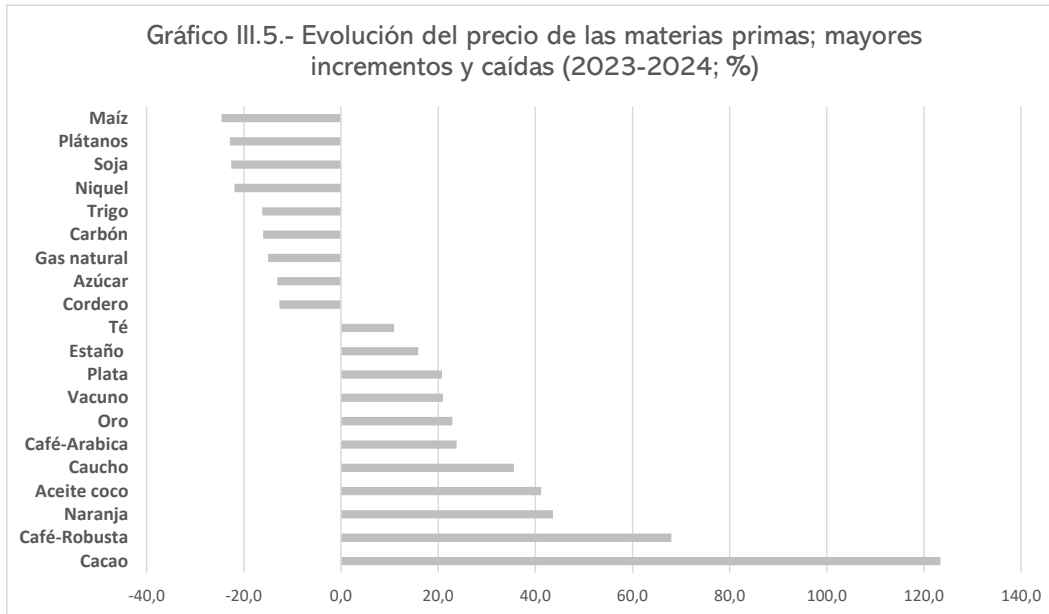


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

En efecto, el gráfico III.5 ofrece una visión distinta del comportamiento de los precios de la materias primas. Por un lado, se centra en productos específicos, no en grupos, destacando los que han experimentado cambios más relevantes, en uno u otro sentido, en el pasado año. Por otro, compara los precios medios de 2024 con los de 2023, lo que permite captar mejor el impacto experimentado por un comprador que reparte sus adquisiciones durante el año, y no las concentra en un mes específico. Con esa perspectiva, observamos un gas natural<sup>7</sup> sensiblemente más asequible (15%) al igual

<sup>7</sup> Empleando el índice del Banco Mundial, que agrupa tres categorías de referencia del gas, tanto el transportado por gaseoducto como el gas natural licuado. En todos los casos, de hecho, los cálculos provienen de los índices del Banco Mundial para los productos de interés, o de los promedios equiponderados procedentes de la variación de diferentes categorías y/o orígenes del producto cuando no existe explícitamente un índice resumen para ese producto. El lector interesado puede encontrar toda

que ocurre con el carbón (16%). Otros productos agroalimentarios se encuentran también entre los de mayor caída de precios, de nuevo con interés especial la experimentada en dos cereales esenciales, como el maíz (25%) y el trigo (16%).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

En el otro extremo del espectro, no pueden faltar dos productos cuya situación hemos analizado en *Informes* anteriores, como el cacao y el café, a la cabeza de los incrementos de precios en este pasado año respecto a 2023. Como ya comentamos, y con mayor o menor peso en los diferentes productores, ese espectacular incremento (hasta el 123% en el caso del cacao) se deriva de la combinación de una demanda en alza a escala global con elementos disruptivos que afectan a su oferta, incluyendo factores climatológicos, errores de las autoridades responsables, enfermedades de las plantas, o inversión insuficiente en años precedentes. Además de otros productos agrícolas, destacan entre las materias primas encarecidas los ya referidos metales preciosos, como el oro (23%) o la plata (21%).

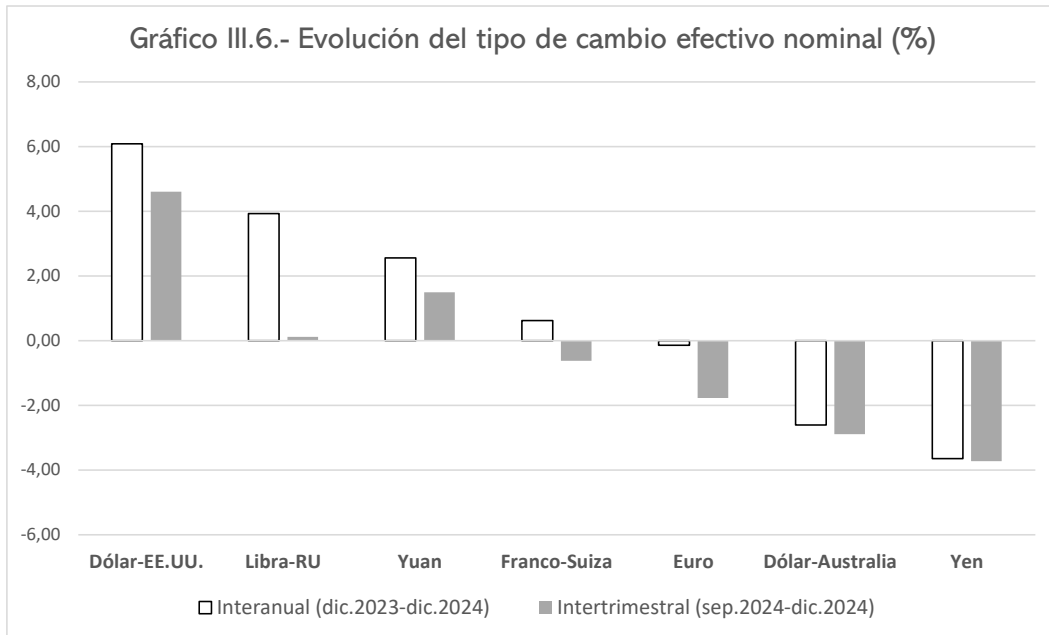
### C.- Principales divisas

Llegó Trump y, como corresponde, los mercados de divisas descuentan ya el efecto apreciador sobre el dólar de sus (anunciadas) principales medidas en materia de impuestos, protección comercial o inmigración. En la medida en que la Reserva Federal se vea obligada a reducir, o incluso revertir, su recién iniciado ciclo de relajación monetaria ante mayores tensiones de precios, los superiores tipos de interés que ello implica se traducen necesariamente en mayor fortaleza del dólar, apreciado casi en un 5% (especialmente remarcable, porque como siempre en esta subsección nos referimos

---

esta información y, en general, datos sobre el comportamiento nominal y real de los precios de las materias primas en la denominada "Pink Sheet" (<https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>).

al tipo efectivo, es decir, relativo a todas las monedas de sus socios comerciales) entre septiembre y diciembre de 2024 (gráfico III.6)



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.

Ciertamente, esta intensa apreciación significa que se está anticipando ya el efecto referido, por lo que, primero, incluso si las políticas anunciadas se aplican, el dólar seguirá fuerte pero no necesariamente continuará una apreciación de magnitud similar a la reciente, ya frenada en el momento de redactar estas líneas. Segundo, cualquier omisión o retraso en esas políticas induciría una depreciación del dólar, al abrirse el camino a una mayor laxitud monetaria en Estados Unidos.

De momento, la libra, con la incertidumbre existente sobre las rebajas de tipos del Banco de Inglaterra (por la persistencia de la inflación en mayor medida que en el resto de Occidente y por las dudas sobre los efectos de la nueva política fiscal del Gobierno laborista) y el yuan, con un Gobierno chino que intensifica sus esfuerzos por estimular la economía y alejarse de un peligroso escenario deflacionista, han mostrado solidez en estos últimos meses, aun perdiendo posiciones con el dólar, respecto al resto de monedas.

Por el contrario, la debilidad de la economía de la Eurozona, con la aceleración que ello anticipa de las reducciones de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, ha generado una apreciable depreciación del euro en los últimos meses. Muy superior ha sido la experimentada por el yen, tras el drástico movimiento en sentido contrario de los tres meses anteriores, explicado por factores financieros y de expectativas sobre la política monetaria (que no se iban a cumplir). Véase en nuestro *Informe de Octubre de 2024* un análisis detenido de estas circunstancias y cómo ya anticipábamos la caída del último trimestre del año en el valor del yen.

Finalmente, reseñar el hito histórico, nada favorable, de la depreciación del real brasileño, que se situó en diciembre por vez primera (desde su creación en 1994) por debajo de las 6 unidades por dólar estadounidense<sup>8</sup>. Parte se explica por el efecto Trump, parte por la propia realidad brasileña, en especial las acuciantes dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública (en el 88% del PIB), con un gasto en ascenso y un déficit que se aproxima al 10% del PIB. Resulta más probable que esa depreciación del real se deba a este extremo desequilibrio que a una conspiración orquestada por el hasta ahora Gobernador del Banco Central y los operadores financieros, como ha sugerido el gobierno brasileño.

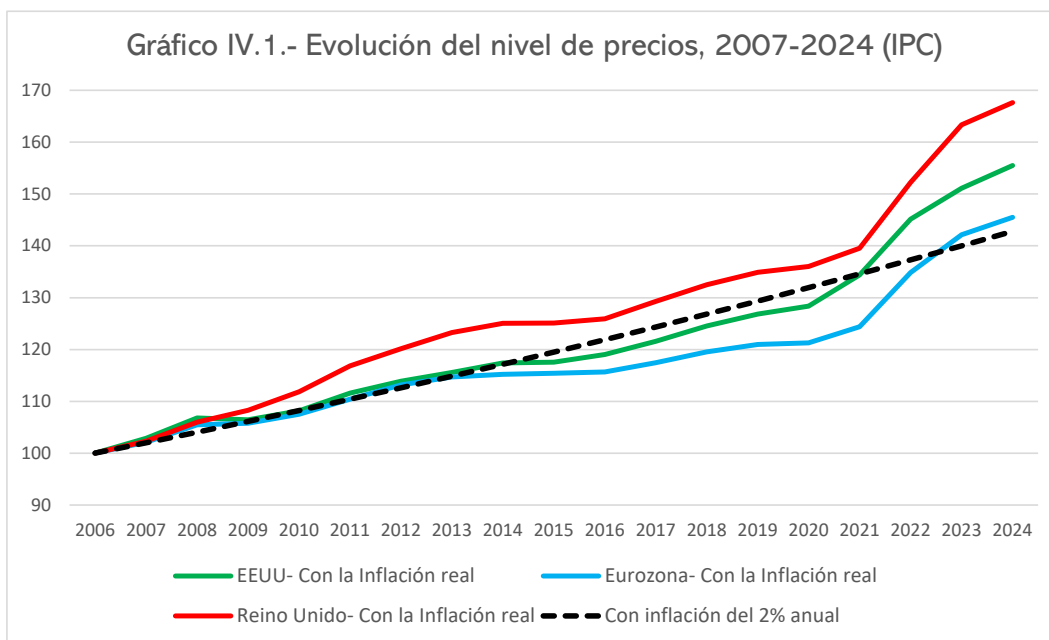
En todo caso, lo aleccionador de este episodio es lo rápido que puede deteriorarse la situación en los mercados de un país emergente, pese a la relevancia económica y política del mismo y a que, a priori, la moneda brasileña está defendida por los elevados tipos de interés del país, además de por una reserva de divisas de 340000 millones de dólares, de los que se estima el Banco Central ha utilizado alrededor del 5% para frenar esa depreciación. Un claro aviso, para Brasil y para otros, sobre la necesidad de mantener políticas macroeconómicas sólidas.

---

<sup>8</sup> Se ha producido una cierta recuperación del real desde el mínimo de 6.32 por dólar.

## IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Recuperamos el debate sugerido en nuestro *Foco de Atención* en relación a la posible conveniencia de modificar la forma en la que se define el objetivo de los Bancos Centrales, abandonando una tasa de inflación<sup>9</sup> en favor de un objetivo de nivel de precios. Observemos en primer lugar (gráfico IV.1) la distancia que existe, para las tres mayores economías occidentales, entre el nivel de precios real de las mismas al cierre de 2024 (partiendo de un nivel 100 en 2006 y empleando para ello el Índice de Precios al Consumo) y el que debiera haberse alcanzado si la inflación anual en todo el período se hubiese situado en el 2% que, con matices en cada caso, constituye el objetivo de los Bancos Centrales.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Al menos son necesarios tres comentarios al respecto. Primero, entre 2006 y 2024, los precios se han elevado más de lo deseable (si consideramos como tal ese objetivo del 2% anual de inflación). Mientras para la Eurozona la diferencia es mínima, resulta notable para el caso estadounidense y muy relevante para el británico. Segundo, se alternan las fases plurianuales de desviación por encima y por debajo de la tasa de inflación deseada. Sí, esto puede entenderse dentro del apellido "flexible" que se le otorga a ese objetivo de inflación, pero se debe ser muy generoso con la concepción de esa flexibilidad, y parece olvidarse que la acumulación de las desviaciones, por ejemplo en el caso británico, da lugar a un resultado muy diferente al deseado. Tercero, no perceptible en el gráfico pero sí en las declaraciones de las autoridades, en este siglo hay una clara asimetría entre cuánto parece preocupar a los responsables monetarios las desviaciones a la baja respecto al objetivo y, por ello, lo temprana y contundentemente que han reducido los tipos (y aumentado el tamaño del balance) en

<sup>9</sup> En general, hoy en día definido como objetivo flexible de inflación (BCE), objetivo flexible de inflación media (Reserva Federal) o similar.

esos momentos, y lo poco que se preocuparon ante el estallido inflacionista postpandemia, dando lugar a una respuesta erróneamente diferida.

En este escenario, un cambio del objetivo actual a la alternativa de mantener el nivel de precios a medio plazo consistente con un crecimiento del 2% anual puede conferir algunas ventajas. Tal cambio implica que, si la inflación de un período es superior (inferior) a ese 2%, será necesario buscar aumentos en los precios menores (mayores) al 2% en años posteriores que compensen esa desviación. Como señalábamos en el *Foco de Atención*, los ciudadanos parecen no estar preocupados por la inflación específica del año, sino más bien por el efecto de la acumulación de las subidas de precios sobre su bolsillo. El cambio de objetivo se acercaría a esa preocupación, porque un objetivo "con memoria" (al contrario que el actual) requeriría a las autoridades ajustar sus decisiones a recuperar esa pauta de aumento de precios. Y, además, ayudaría a reducir la referida y peligrosa asimetría en la política monetaria del último cuarto de siglo, tendente a provocar una laxitud excesiva de la misma en el medio y el largo plazo.

¿Inconvenientes? Existen, sin duda. Por un lado, es más difícil de explicar a los agentes económicos y sociales por qué el objetivo de inflación no es un simple número (por complejas que sean las relaciones económicas y de otro tipo que conducen al mismo), como el 2%, y sí un valor cambiante, en función de la trayectoria anterior de los precios. Menor claridad supone menor facilidad para identificar los errores y hacer responsables a las autoridades monetaria del inadecuado comportamiento de los precios, aumentando las acusaciones de poca transparencia (más entre los ciudadanos que entre los expertos) en las decisiones de los Bancos Centrales. Segundo, y más relevante, precisamente el tomar decisiones intentando compensar desviaciones pasadas en el comportamiento de los precios podría dificultar la necesidad de la política monetaria de anticiparse a los problemas futuros.

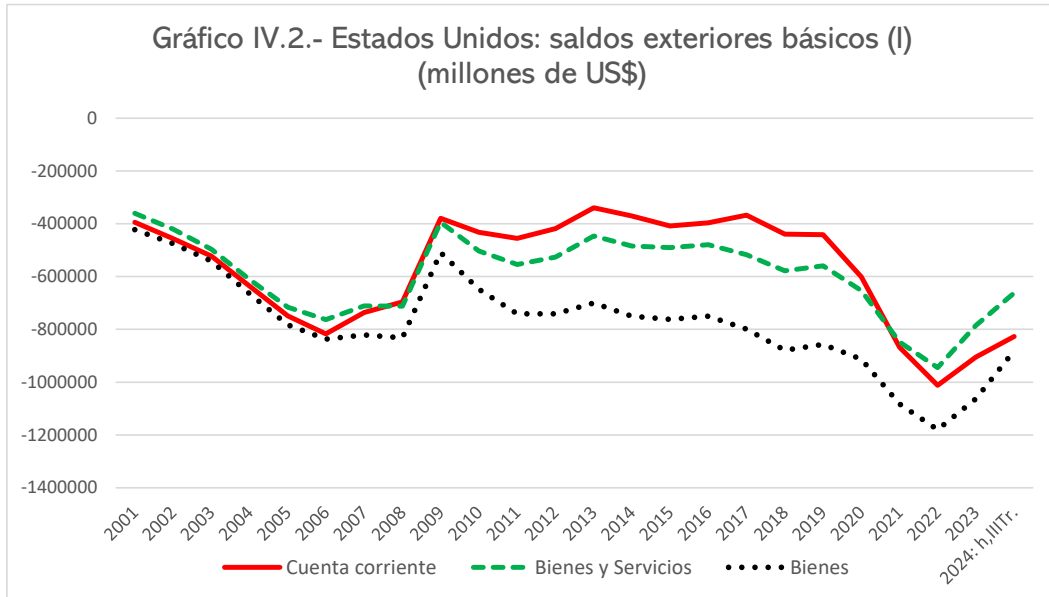
Son estos dos motivos de peso para que se mantenga el objetivo de los Bancos Centrales en términos de tasa de inflación, pero siendo también palpables las ventajas de modificarlo en favor de un objetivo en términos de nivel de precios, quizás es ésta una discusión que debería salir de la Academia e involucrar a otros agentes. Y nótese que en este texto no hemos reflexionado sobre si el 2% es adecuado, excesivo o demasiado bajo. Ese es otro debate.

**2.-** Después de esta excursión por las procelosas aguas monetarias, volvamos de nuevo a Donald Trump y su empeñamiento en eliminar, aranceles mediante, el déficit comercial estadounidense. La imposibilidad de que tal eliminación se produzca mientras no se verifique un cambio radical en algunas características estructurales de esa economía es evidente para cualquier economista medianamente formado. El saldo exterior de un país es equivalente a la diferencia entre ahorro e inversión, o entre producción y demanda interna. Es decir, un país importa (en sentido amplio) más de lo que exporta si su ahorro interior no es capaz de cubrir su nivel de inversión, o si su producción doméstica es inferior a su demanda interna. Esta afirmación constituye una identidad contable (véase el *Anexo* de nuestro *Informe de Enero de 2024* para la prueba de ello) y ni todo el mal genio, el lenguaje soez, las amenazas y los aranceles del mundo pueden romper esa identidad. Simplemente, el déficit de Estados Unidos seguirá

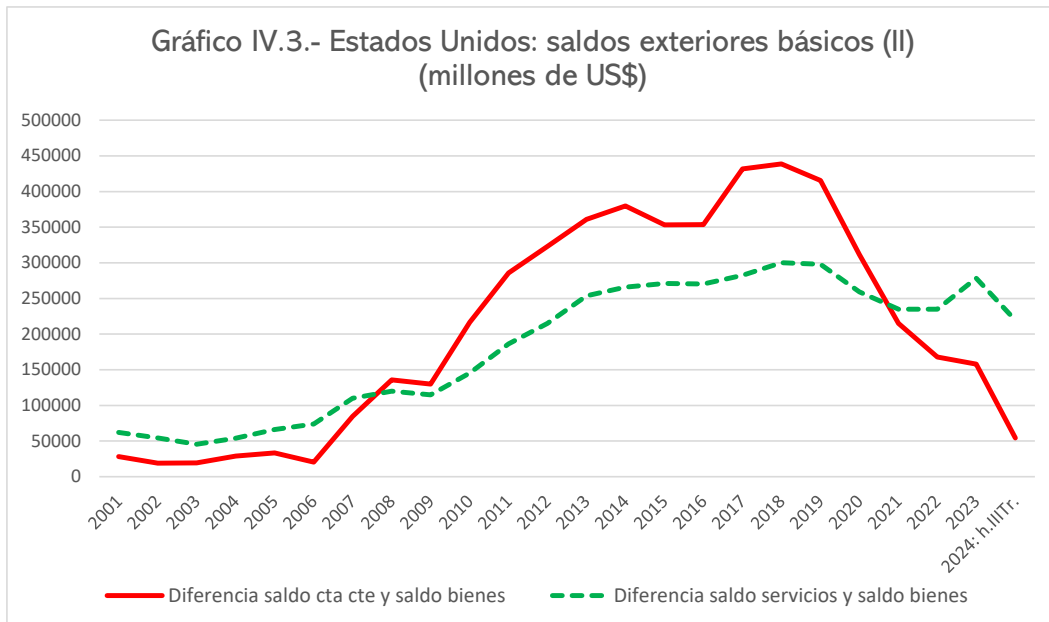


existiendo... y probablemente subiendo, porque el conjunto de políticas apuntadas por Donald Trump van a agravar la brecha entre ahorro e inversión.

Reforcemos con datos esta ineludible realidad. Los gráficos IV.2 y IV.3 nos muestran la trayectoria de los desequilibrios exteriores de Estados Unidos durante el siglo XXI. En el primero de ellos constatamos cómo el déficit por cuenta corriente creció antes de la Gran Recesión, se corrigió parcialmente durante los años centrales de esa crisis, se estabilizó a continuación y se ha deteriorado de nuevo de manera acelerada en los últimos años<sup>10</sup>.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bureau of Economic Analysis (BEA).



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

<sup>10</sup> La corrección que aparenta producirse en 2024 no es tal, sino que se debe a que incluimos solo los resultados de los tres primeros trimestres. Proyectando para todo el año, el déficit total superará los 1.1 billones de dólares.

También se observa que el déficit en el comercio de bienes (en el que aparentemente se centra la atención de Trump y sus asesores) es mayor que el existente por cuenta corriente, lo que significa que existen partidas compensadoras. Esencialmente, se trata del saldo de servicios que, como revela el gráfico IV.3, genera una reducción del déficit exterior situada consistentemente alrededor del cuarto de billón de dólares en los últimos años. Es habitual que las economías más desarrolladas muestren ese superávit en servicios con el exterior, aunque sus posiciones en bienes, para la mayoría de los países, se hayan deteriorado en las últimas dos décadas. Ahí tienen frecuentemente su ventaja comparativa estas economías, y quizás estos sectores merecen más atención.

Hay un elemento adicional, al que no se suele hacer mención, muy perceptible en ese gráfico IV.3. Es cierto que los servicios siguen corrigiendo el déficit de bienes en una magnitud consistente, pero el déficit por cuenta corriente está cada vez más cerca del saldo negativo en bienes, por lo que debe haber otro componente que elimina esa corrección conseguido mediante los servicios. Existe, claro está, y es la balanza de rentas<sup>11</sup>. Aunque en ellas hay diversos elementos, la clave estriba en la diferencia entre la rentabilidad de las inversiones estadounidenses en el extranjero (que generan superávit exterior para el país, por cuanto son ingresos para sus ciudadanos y empresas) y la rentabilidad de las inversiones del resto del mundo en Estados Unidos (que funcionan en sentido inverso). El fuerte crecimiento de la inversión neta extranjera (directa y de cartera) en Estados Unidos en las últimas décadas ha conducido a un escenario en el que hay más activos estadounidenses en manos de extranjeros que activos del resto del mundo en manos de Estados Unidos. Progresivamente, ello ha ido haciendo que, lo que hace unas décadas suponía un superávit en la balanza de rentas haya cambiado de signo.

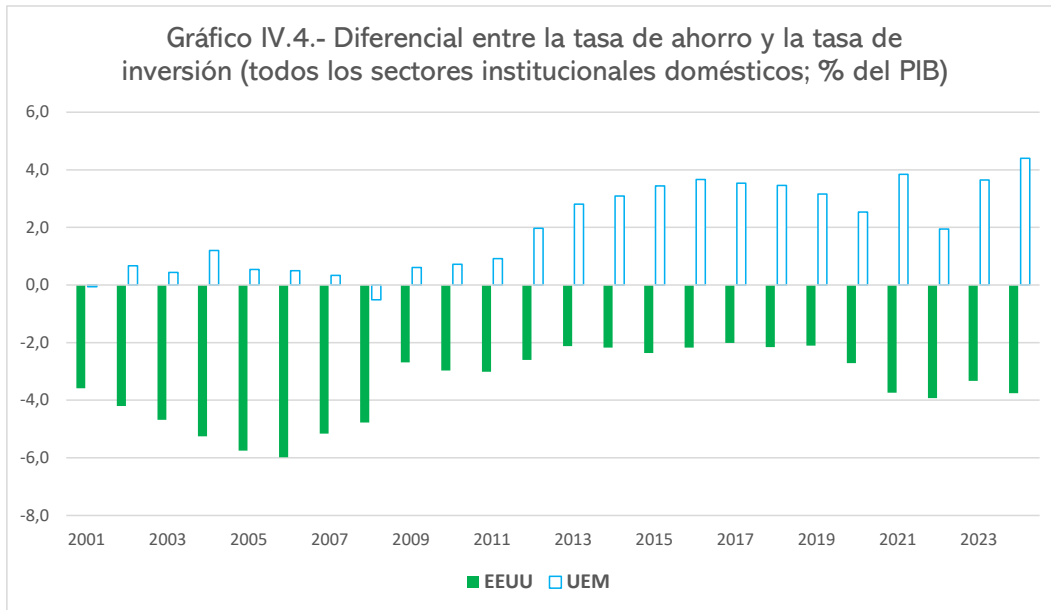
Piense ahora el lector que la política fiscal, conducente a desequilibrios crecientes en las cuentas públicas, más los aranceles, inflacionistas, de Trump redundarán en un aumento de los tipos de interés, por lo que los extranjeros cobrarán más por sus inversiones de cartera en Estados Unidos. ¿Implicaciones? Mayor déficit por rentas y *mayor déficit exterior*. Donald Trump insiste también en exigir mayores inversiones extranjeras en el país. Esto supone más ingresos para extranjeros por sus inversiones directas. ¿Implicaciones? Mayor déficit por rentas y *mayor déficit exterior*. Las políticas anunciadas por la nueva Administración conllevarán (ya lo están haciendo) un dólar más fuerte; esta es la moneda en la que el resto del mundo cobra sus rentas en Estados Unidos, mientras empresas y ciudadanos estadounidenses reciben sus intereses y dividendos del exterior en monedas debilitadas, por lo que valen menos al transformarse en dólares. ¿Implicaciones? Mayor déficit por rentas y *mayor déficit exterior*.

Nótese que no evaluamos aquí las bondades o maldades en general de estas políticas, pero no cabe duda de que todas ellas juegan en contra de corregir el desequilibrio externo del país.

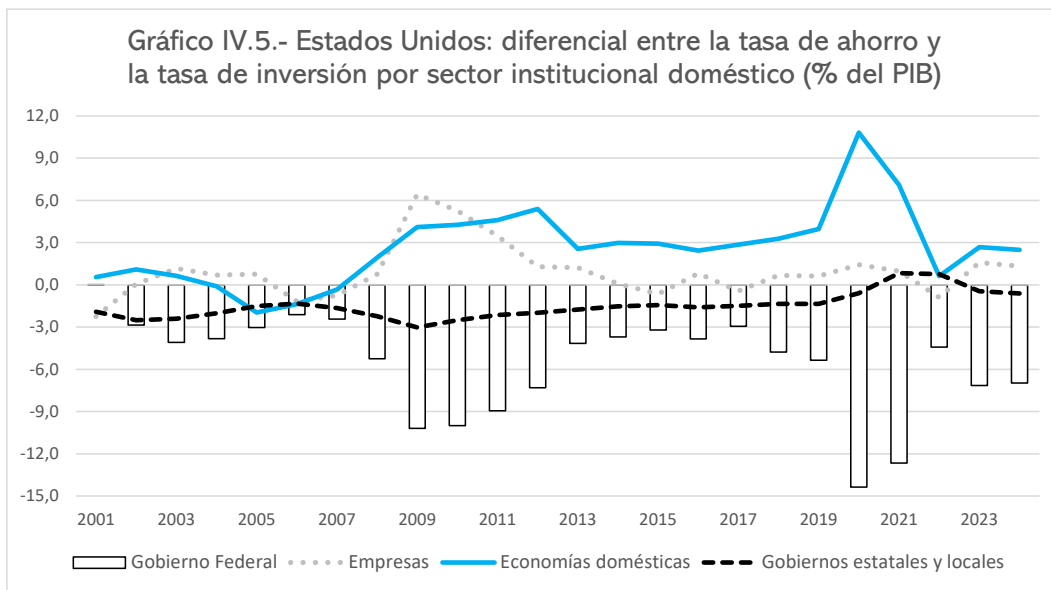
Veamos ahora ese gap, crónico desde hace décadas y creciente en los últimos años, entre ahorro e inversión en Estados Unidos, que es siempre la otra cara del desequilibrio exterior. Para ello, el gráfico IV.4 nos muestra los datos agregados (y el drástico

<sup>11</sup> Divididas en dos sub-balanzas, de rentas primarias y secundarias, si deseamos ser precisos.

contraste con la Eurozona), y el gráfico IV.5 lo descompone entre los diferentes agentes domésticos de Estados Unidos.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Recordemos, en primer lugar, que una tasa de inversión inferior a la de ahorro doméstico solo significa que el resto del mundo nos está financiando esa inversión. Lo que, si se trata de inversión productiva, no tiene nada de negativo. Pero es equivalente a tener déficit exterior<sup>12</sup>. De hecho, y aunque Europa no es objeto de esta reflexión, debiéramos preguntarnos si, con una clara insuficiencia en la inversión en el Viejo Continente, en especial en infraestructuras y sectores de vanguardia, tiene algún sentido presentar una

<sup>12</sup> La afirmación de que, necesariamente, un déficit exterior es negativo, por todo lo indicado, es una demostración de escasa solidez en los conocimientos económicos de quien lo afirma.

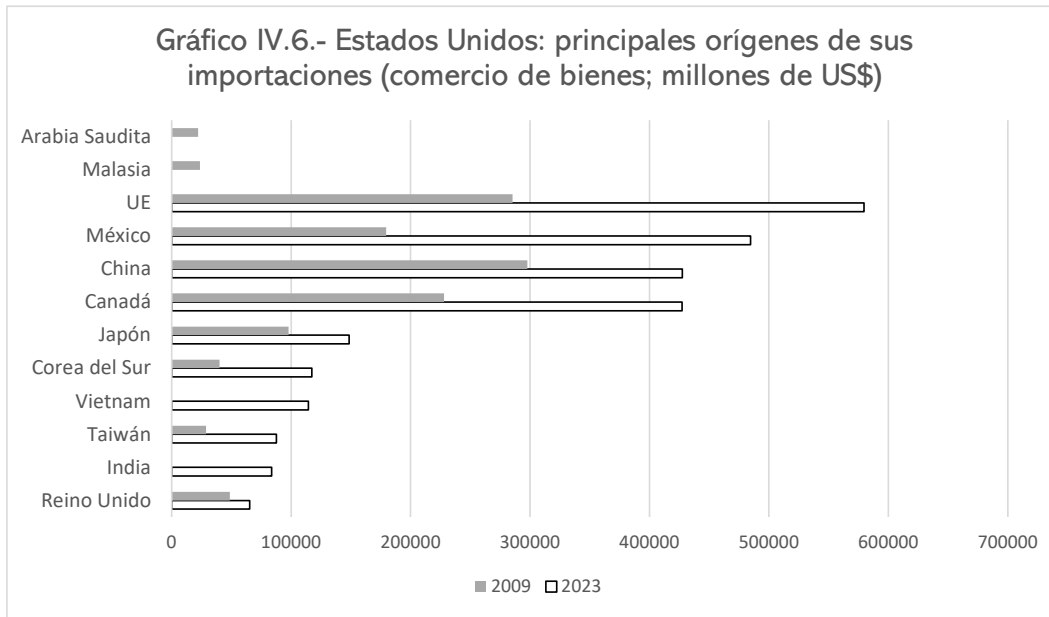
tasa de ahorro sistemática y ampliamente superior a la de inversión, y qué se puede hacer para corregir tal desequilibrio en la Eurozona (el Informe Draghi, ya glosado en nuestro anterior *Informe Trimestral*, da respuesta a esta cuestión).

En todo caso, ¿quién es el culpable de un déficit del ahorro sobre la inversión del 4% del PIB en Estados Unidos? Es conocida la baja propensión al ahorro de las economías domésticas estadounidenses, pero, pese a la caída posterior a la mayúscula acumulación de ahorro (por motivos tanto de precaución como de obligación) durante la pandemia, el saldo respecto a la inversión es positivo (al contrario que en los años previos a la Gran Recesión, con las compras de viviendas a precios inflados de aquel período). Las empresas también mantienen tasas de ahorro levemente superiores a la inversión, resultado llamativo, porque se esperaría que la empresa privada invirtiese más de lo que reservase. En todo caso, el déficit de ahorro no está en el sector privado. Y los gobiernos locales y estatales, sometidos en su mayoría a restricciones respecto a su capacidad de endeudamiento, mantienen desde siempre un modesto déficit de ahorro, menor en los últimos años, en los que se han beneficiado, es cierto, de voluminosos fondos federales en respuesta a la pandemia. Por tanto, como el gráfico IV.5 revela nítidamente, es el Gobierno Federal el responsable del insuficiente ahorro del país... y de su déficit exterior. ¿Qué afirma la bipartidista Oficina Presupuestaria del Congreso sobre el impacto sobre el saldo de ese Gobierno Federal de las políticas preanunciadas por Trump? Que aumentarán notablemente el déficit público, empeorando esa insuficiencia del ahorro.

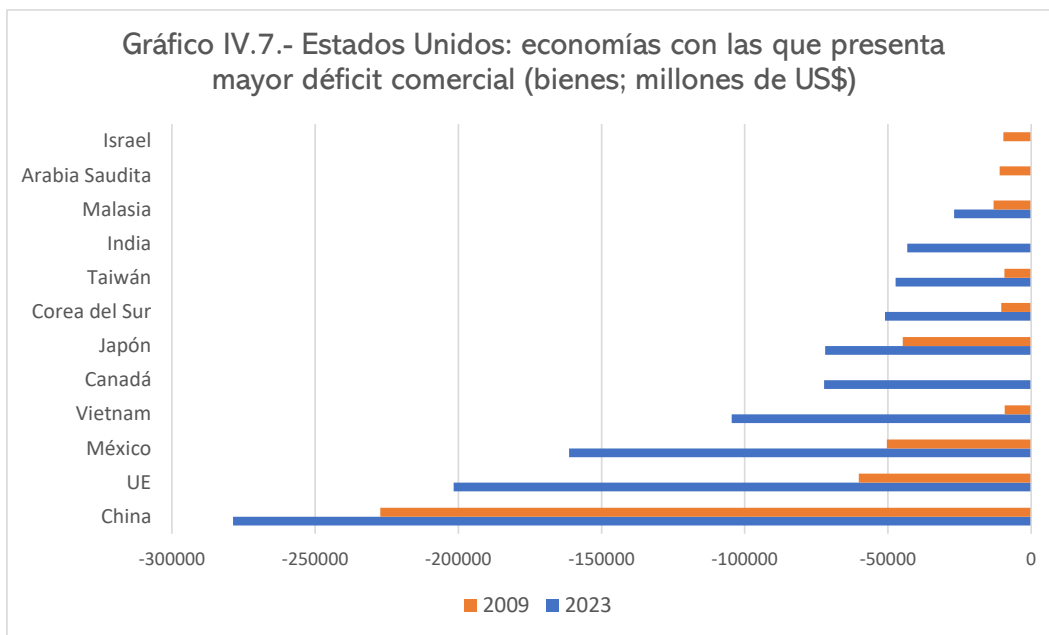
Los lectores seguidores de la realidad de Estados Unidos pueden confiar en que Elon Musk y Vivek Ramaswamy, al frente del nuevo Departamento de Eficiencia Gubernamental (que, paradójicas de la vida, supondrá más gasto público) reduzcan drásticamente los gastos del Gobierno Federal, minorando ese desequilibrio. Yo particularmente no apostaría demasiado dinero en favor del éxito de ese proyecto, pero, al menos, cabe esperar que consigan que no se deteriore más la situación fiscal del país, visto que una deuda estadounidense inmanejable acabaría reverberando en perjuicio de toda la economía mundial.

**3.-** ¿No cambiará nada, entonces, en las relaciones comerciales de Estados Unidos con el exterior? Sí, habrá modificaciones, y también ganadores y perdedores... aunque el déficit persistirá. Como esto último lo hemos probado en la sección precedente, miremos ahora al pasado reciente para identificar la distribución por países del saldo negativo exterior de Estados Unidos, lo que nos podría anticipar los mayores damnificados directos (y beneficiados indirectos, por la desviación de comercio en su favor) de la catarata de nuevos aranceles que anuncia la futura Administración. Centraremos las reflexiones que siguen solamente en los datos de comercio de bienes, en el que se genera el elevado déficit exterior estadounidense y objeto de máxima atención de Trump y su equipo.

El gráfico IV.6 nos presenta los principales orígenes de las compras estadounidenses hace década y media y en el último año con los datos cerrados (2023). Mientras la Unión Europea, China y los vecinos inmediatos (Canadá y México) siguen, previsiblemente, liderando esas exportaciones, es relevante la aparición en esas primeras posiciones de economías del sudeste asiático (con Vietnam a la cabeza) y de India.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

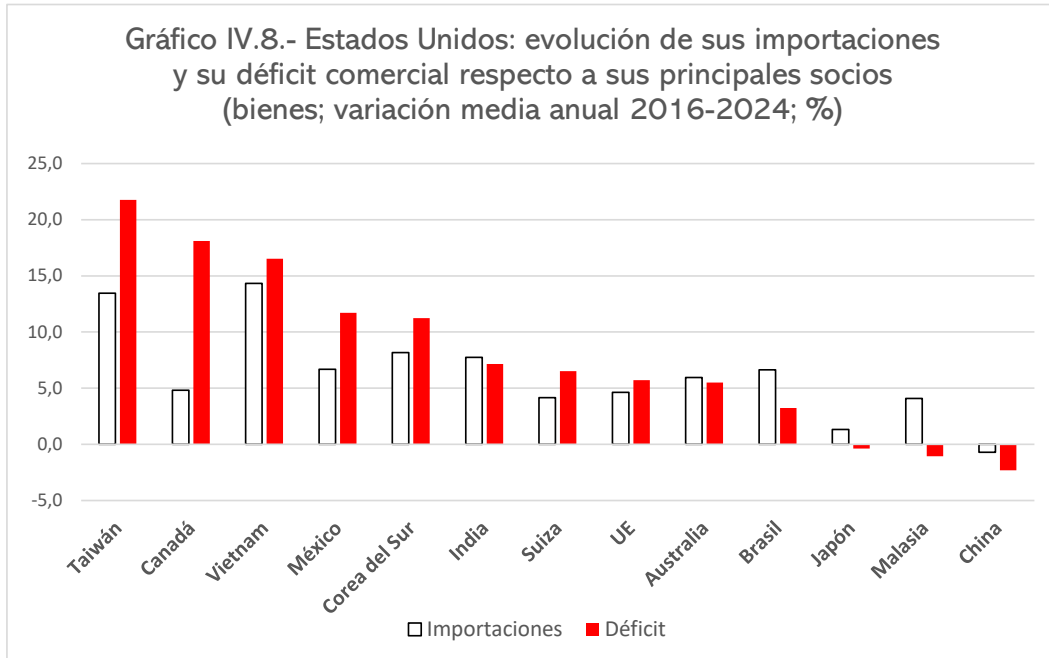


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Cuando fijamos la mirada en el déficit comercial (gráfico IV.7), objeto directo de la indignación de Trump, volvemos a contemplar cómo el mayor crecimiento del mismo en términos relativos se concentra también en esas economías asiáticas, aunque en términos absolutos el deterioro comercial estadounidense es mayor con respecto a la Unión Europea, México y Canadá. Aunque el valor total del déficit seguía alcanzando su máximo con China en 2023, puede comprobarse que el crecimiento del mismo desde 2009 es más lento que respecto al resto de los principales socios comerciales de Estados Unidos.

Acercamos adicionalmente el foco hasta las últimas dos legislaturas presidenciales estadounidenses en el gráfico IV.8, que muestra cómo han evolucionado el volumen de

importaciones y el déficit comercial del país respecto a sus mayores socios comerciales. En este período, 2016-2024, se recoge el impacto de la aceleración del proteccionismo implementado tanto en la primera Administración Trump como, tan intenso pero con menos ruido mediático, en la Administración Biden.

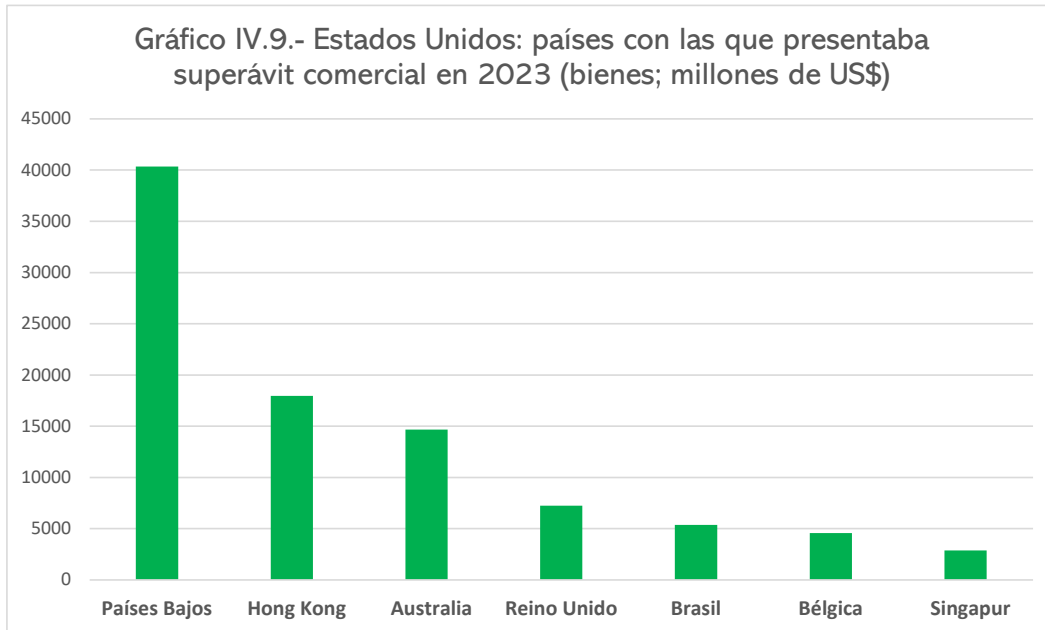


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Una primera y principal observación constata que, pese a toda esa oleada de medidas defensivas, y confirmando lo explicado en la sección anterior, Estados Unidos, con una economía más dinámica (por tanto, con mayor aumento del gasto) que la media de los principales países, y con una mayúscula insuficiencia de ahorro, ha visto sus importaciones y su déficit aumentar con sus doce principales socios comerciales... excepto China. Por tanto, el sentido discriminatorio del ejercicio proteccionista de Trump y Biden sí ha sido efectivo en reducir (escasamente, pero reducir) el desequilibrio con China. Pero, tercera reflexión, esa producción no se ha adquirido en Estados Unidos, sino en otros países, con Taiwán, Vietnam, Corea del Sur y México<sup>13</sup> a la cabeza (con tasas de aumento anual del déficit bilateral estadounidense de dos dígitos en los cuatro casos), que han sustituido a China como origen de los bienes... en una magnitud no pequeña a través de ventas de empresas chinas que se han localizado de manera creciente en esos países para seguir exportando a Estados Unidos. Nótese por último que el aumento del desequilibrio comercial con la Unión Europea ha sido apreciable, pero moderado, y desde luego fruto de los diferenciales en los ritmos de crecimiento económico y en las tasas de ahorro, mientras en Japón el aumento de las ventas a Estados Unidos ha sido tan modesto que incluso ha permitido reducir el déficit, aunque sea testimonialmente.

<sup>13</sup> El fuerte aumento del déficit con Canadá, muy superior al incremento de las compras en el vecino del Norte, sugiere que las exportaciones estadounidenses hacia el mismo han sido poco dinámicas en estos últimos años.

Seguro que una cierta estabilización, como en el caso japonés, aleja, al menos en parte, la atención de la segunda Administración Trump de esos socios. Pero, como cierre a estas reflexiones sobre el comercio de bienes estadounidense, el gráfico IV.9, muestra el no muy elevado número de países con los que Estados Unidos mantiene un superávit comercial, en varios de ellos vinculados a importantes volúmenes de compras de gas natural licuado estadounidense. ¿Habrá ventajas comerciales para ellos, en justa correspondencia con las sanciones sobre aquéllos con los que Estados Unidos presenta déficit?



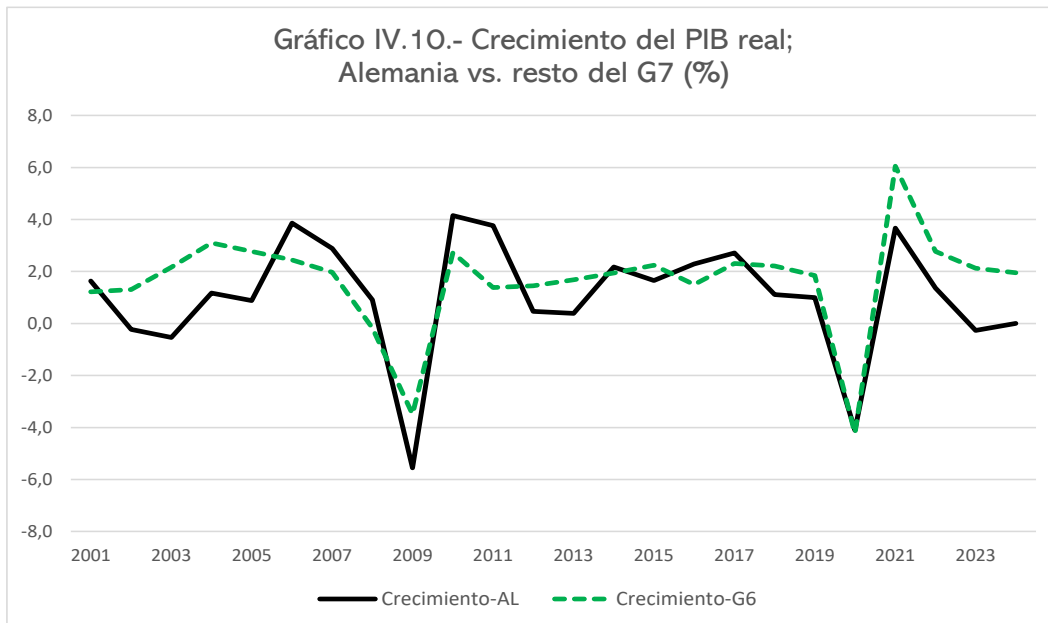
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

**4.-** Si hay un país que contempla con especial preocupación una posible escalada proteccionista (adicional a la ya acontecida desde la Gran Recesión) a nivel global, en especial si afecta a las manufacturas, y coincidiendo con un momento de intensas dudas sobre su situación política y económica, ese país es Alemania. En efecto, después de recuperarse, tras la realización de reformas estructurales necesarias, de la crisis en el tránsito entre los siglos XX y XXI, superar sin demasiados daños la Gran Recesión y crecer a la par que el resto de Occidente (no mucho, para ser precisos) en la segunda década de este siglo, el comportamiento de la economía alemana tras la pandemia ha sido diferencialmente negativo. El gráfico IV.10 muestra este problema, en una comparación, como la realizada en el resto de los gráficos de esta sección, entre Alemania y el resto de las economías del G7<sup>14</sup>.

Alemania se enfrenta, de hecho, a un período especialmente complejo, al haber perdido de manera simultánea los tres pilares que han sustentado el comportamiento relativamente sólido de su economía en las primeras dos décadas del presente siglo.

<sup>14</sup> Denominamos el grupo G-6, integrando a Estados Unidos, Japón, Reino Unido, Francia, Italia y Canadá, empleando las medias de los datos de las seis economías, ponderados por el tamaño del PIB, en términos de Paridad de Poder Adquisitivo, de cada una de ellas.

Primero, el acceso a energía relativamente barata, en forma de gas natural ruso<sup>15</sup>. Segundo, un amplísimo mercado para colocar la producción de su poderosa industria manufacturera, en China. Tercero, una seguridad garantizada por Estados Unidos a bajísimo coste para las cuentas públicas germanas. Con la guerra de Ucrania y la creciente amenaza rusa, la considerable mejora en la competitividad de las empresas chinas en múltiples sectores, derivada tanto de mejoras legítimas como de un campo de juego sesgado por el gobierno chino a favor de sus empresas, más el regreso al poder de Donald Trump, han erosionado hasta hacer caer esos tres pilares.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

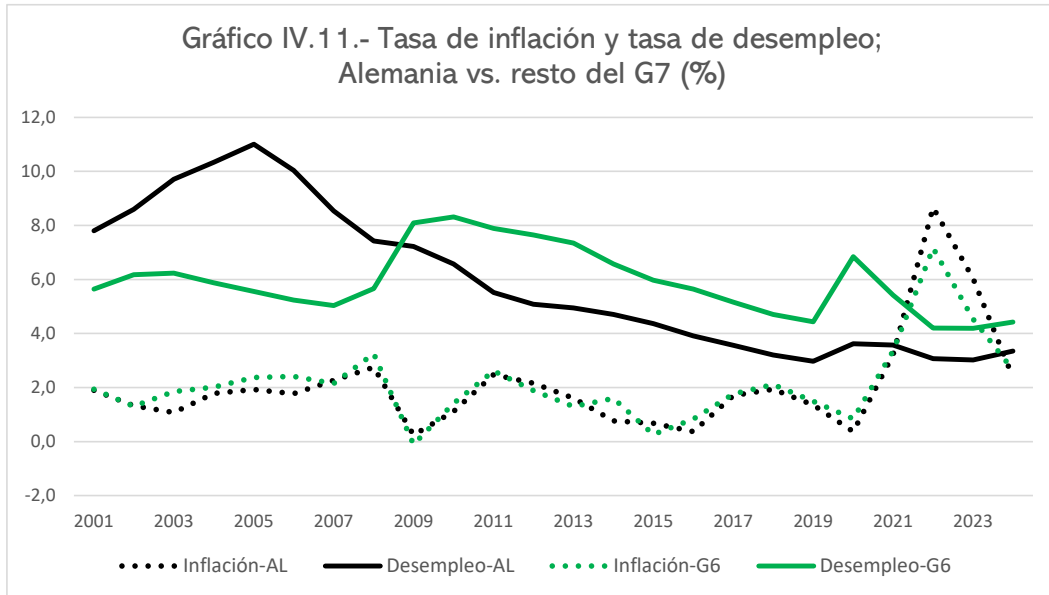
Es en especial el sector industrial, desde multinacionales como Thyssenkrupp, Volkswagen o Bosh hasta la reputada espina dorsal de la manufactura alemana, su mediana empresa ("mittlestand") el que está viéndose en serios apuros para mantener producción, exportaciones y empleos que, de hecho, están cayendo sensiblemente en la industria. Solo el subsector de la defensa (con Rheinmetall al frente) está en auge, aunque el sector servicios, mucho menos intensivo en energía y menos dependiente de mercados exteriores, ofrece un panorama reciente más favorable. Así, el aumento del empleo en el terciario más que absorbe las pérdidas en la manufactura. No obstante, esto no alcanza para acelerar el crecimiento o reducir el lamento por las pérdidas en ese ámbito tradicional de la excelencia germana, la producción de bienes.

Incorporemos a lo anterior un momento político turbulento, con elecciones anticipadas a la vista tras la caída de una coalición de gobierno demasiado dispar para ser efectiva, y el auge preocupante de los extremos del arco político, y nos situamos ante un panorama más bien deprimente.

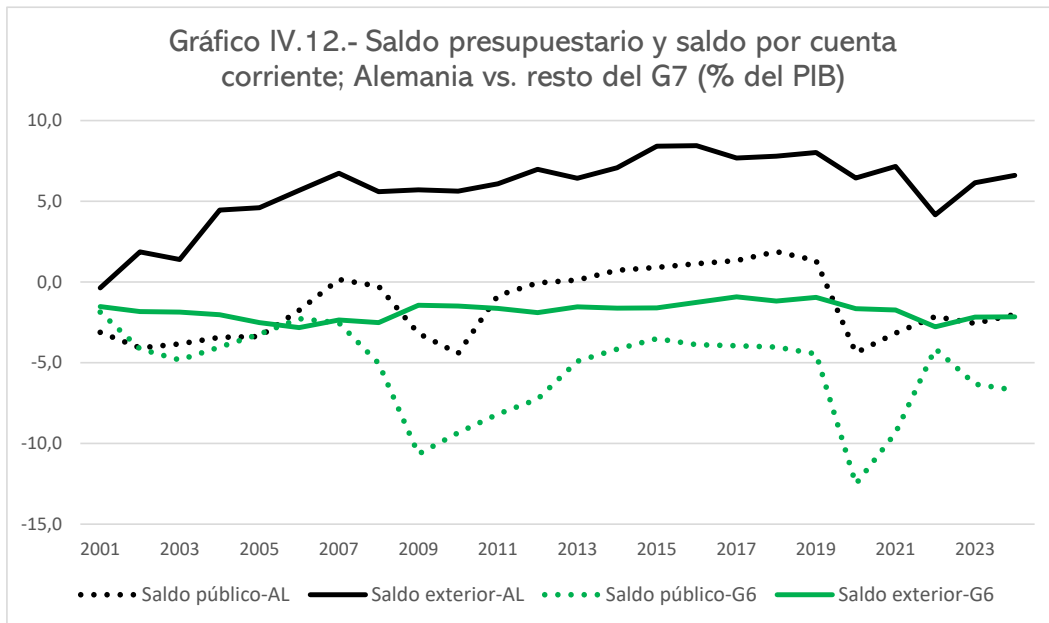
<sup>15</sup> Clausurar las centrales nucleares alemanas tras el maremoto frente a las costas japonesas que afectó a la central de Fukuyima pasará a la Historia como una de las decisiones más absurdas en términos económicos, estratégicos y medioambientales (aumento drástico de la quema de carbón en Alemania para compensar ese cierre) de lo que llevamos de siglo XXI en Occidente. Y se han producido unas cuantas.



Pero, al margen de apuntar que sí hay parcelas de la economía alemana que siguen funcionando y compitiendo de manera notable, a quien suscribe le gusta siempre observar algunos números que ofrezcan una visión sobre cuántos recursos tiene un país para salir de sus problemas actuales, a poco que se apliquen las políticas adecuadas. Y entonces la perspectiva sobre Alemania cambia notablemente.



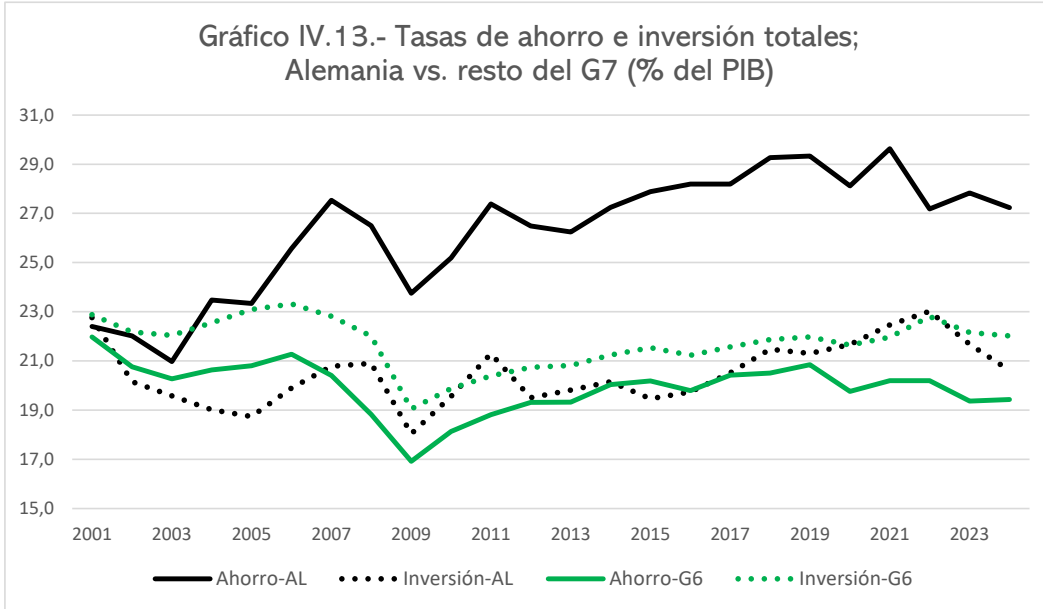
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



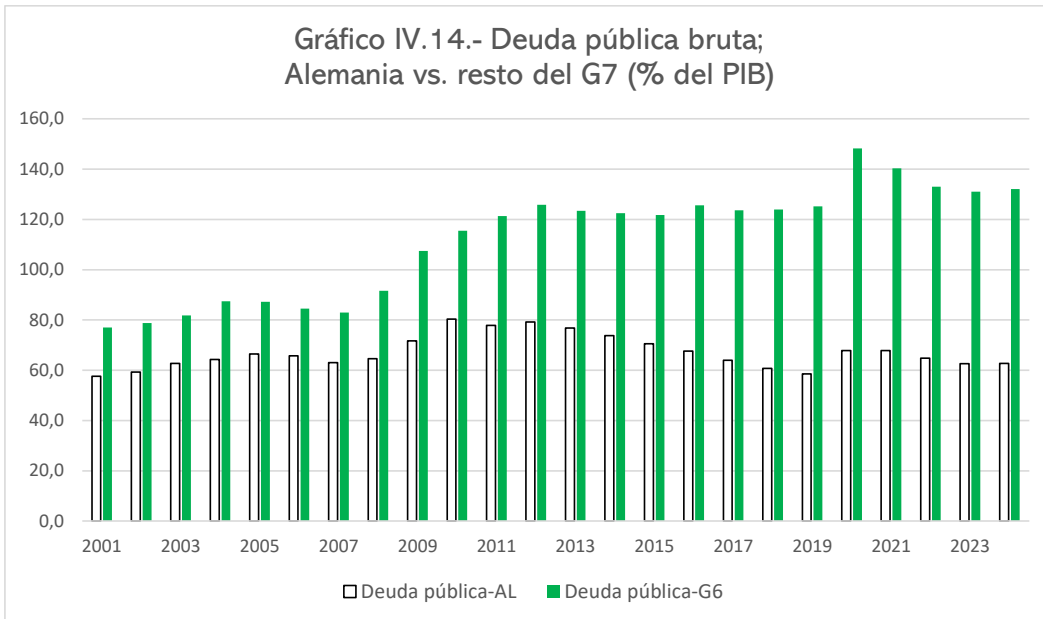
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Primero, las variables macroeconómicas básicas (crecimiento al margen), como revelan los gráficos IV.11 y IV.12, ofrecen resultados más favorables para Alemania que para el resto del G7. Menor desempleo, similar inflación tras un mayor repunte (superior incremento en el coste de la energía) a raíz de la guerra en Ucrania, mucho menor déficit público y considerable superávit por cuenta corriente (frente al saldo negativo en el conjunto de Occidente). Ese superávit, además, y revirtiendo lo escrito más arriba

respecto a Estados Unidos, implica una tasa de ahorro muy superior a la de inversión, de nuevo al contrario que en el agregado de las restantes mayores economías desarrolladas (gráfico IV.13)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

No solo eso. El margen de actuación del gobierno alemán, pese a las a veces lacrimógenas proclamaciones en sentido contrario, es muy superior al de sus equivalentes. El gráfico IV.14 muestra cómo la deuda pública alemana se sitúa en menos de la mitad de la alcanzada por la media ponderada del resto del G7.

Por tanto, Alemania reúne un enorme volumen de ahorro privado que, de momento, se está enviando al resto del mundo, un apreciable margen de expansión fiscal para el gobierno, la conciencia de la necesidad de un cambio en los ejes de funcionamiento de

la economía, la capacidad, por la larga tradición del país, de llegar todavía a competir en los nuevos sectores de vanguardia, dominados crecientemente por Estados Unidos y China... y el amplísimo mercado de la UE, en el que Alemania sigue siendo abastecedor principal.

¿Qué necesita entonces Alemania para pasar de nuevo de “el enfermo de Europa” a “la locomotora de Europa”, un camino ya transitado en ocasiones anteriores? Primero, estabilidad política. Segundo, reformas estructurales que no difieren demasiado de las propuestas por Mario Draghi para el conjunto de la Eurozona, incluyendo reducción de la burocracia, reestructuración de la política de competencia o inversión masiva en infraestructuras y en los nuevos sectores estratégicos, con liderazgo público que movilice el enorme caudal disponible de fondos privados, incluyendo para ello tanto aumento del gasto como reducción de impuestos. Para conseguirlo, y en paralelo, es necesario repensar las reglas fiscales y suavizar el “freno de la deuda” incorporado a la Constitución, que limita el déficit, y eso para inversión con efectos estructurales, al 0.35% del PIB, sin margen alguno para los Estados. Cuando hasta el guardián de la ortodoxia, el Presidente del Bundesbank, Joaquim Nagel, habla públicamente de esa necesidad, es que Alemania ha convertido la prudencia fiscal en una horca que estrangula las transformaciones que el país requiere. Y sería óptimo, para Alemania y para Europa, que los países de la Eurozona apostaran de manera común por esas trascendentes reformas descritas en el Informe Draghi.

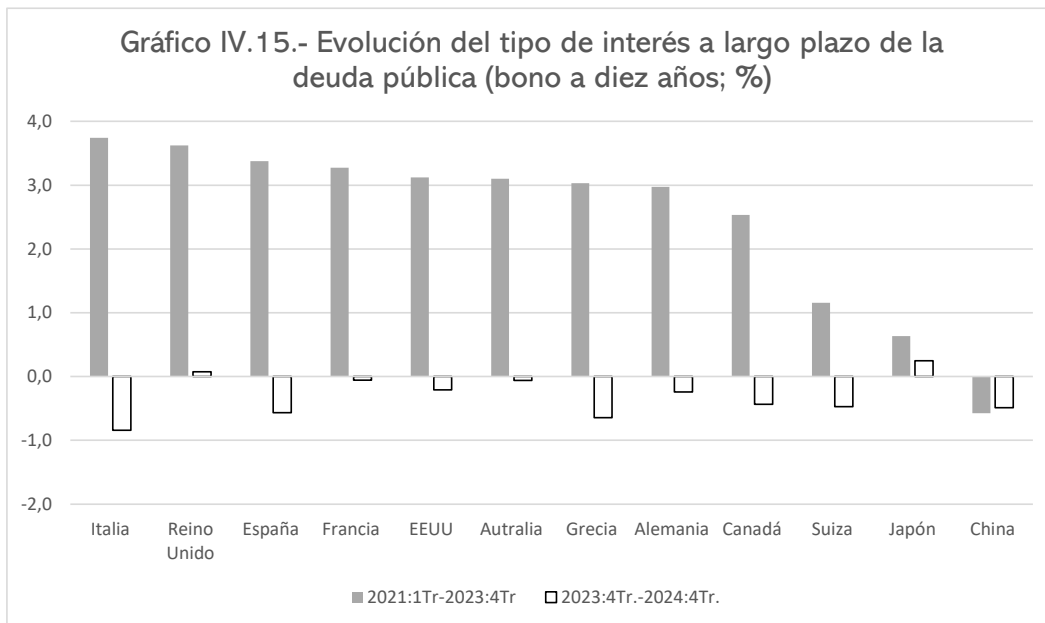
El autor no es muy optimista respecto a este último elemento, pero no apostaría en contra de que Alemania salga de su estupor actual y movilice sus recursos (incluyendo su mucho dinero disponible) para volver a ser vanguardia en Occidente.

**5.-** Los tipos de interés a largo plazo de la deuda pública saltaron a los medios recientemente por algunos hitos históricos en jornadas concretas, cuando Francia pagó más por su deuda que Grecia, China menos que Japón o la deuda británica alcanzó su tipo más elevado en un cuarto de siglo, superando incluso el pico alcanzado bajo el infausto (y breve) Gobierno de Liz Truss<sup>16</sup>. Pero, con un carácter más general, es bueno echar un vistazo a la corrección a la baja en ese coste del endeudamiento a largo plazo que se ha producido en el pasado año, después del intenso incremento del trienio precedente (bien es cierto que desde mínimos históricos, al menos en Occidente, a finales de la pasada década). El gráfico IV.15 nos ayuda a percibir ese cambio de tendencia.

Ciertamente, el aumento de los tipos a largo acompañó al endurecimiento monetario de los Bancos Centrales en respuesta a la inflación, y ahora ha girado a la par que la política monetaria se hace más laxa. En ambos casos los movimientos a largo han sido inferiores a los movimientos a corto, dejando una situación en la que los costes de la financiación muestran de manera implícita unas expectativas más elevadas de inflación en el futuro de la que se alcanzó en la década posterior a la Gran Recesión.

---

<sup>16</sup> Ver la última de las *Claves del Trimestre* de nuestro *Informe de octubre de 2022* para un recordatorio de la insólita situación provocada en el Reino Unido en aquellos meses.



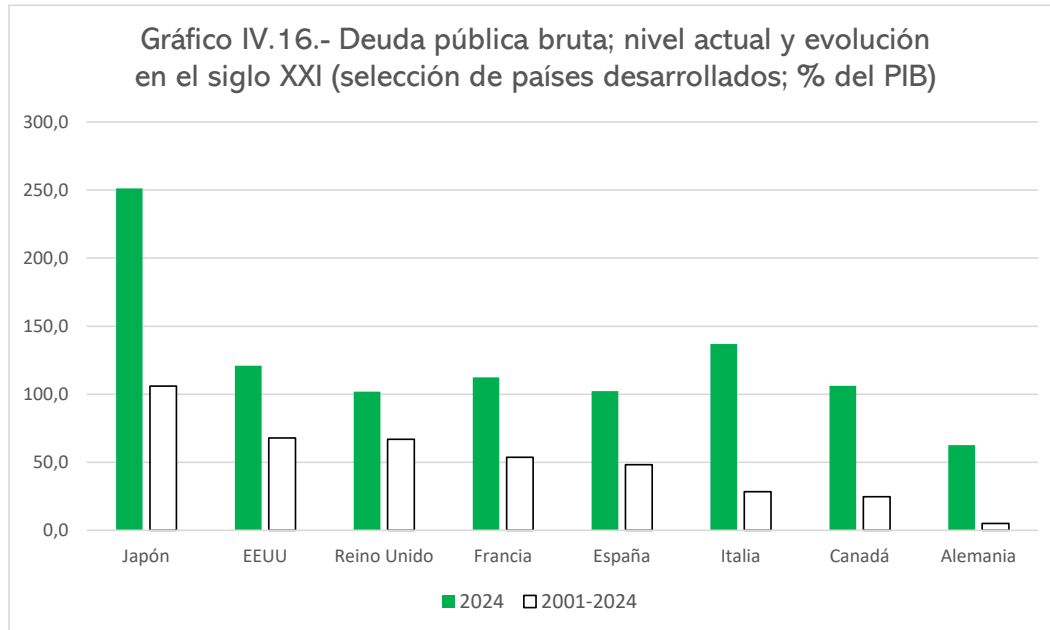
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

El abandono (muy parcial todavía) de la excepcionalidad monetaria japonesa (con tipos de interés negativos en toda la curva temporal hasta hace unos trimestres), justifica que la japonesa sea la única gran economía en el que los tipos a largo plazo han seguido moviéndose al alza. El insuficiente estímulo, al menos de momento, del Gobierno chino para acelerar el crecimiento económico del país explica que, desde la pandemia, la deuda pública china, adquirida de forma masiva por los ciudadanos del país como refugio ante los problemas económicos, haya visto aumentar su demanda y su precio y, por tanto, bajar de forma continuada el tipo de interés, a pesar de las actuaciones oficiales (verbales y efectivas) para frenar esa tendencia.

Un último apunte de interés: en la Eurozona (evidentemente bajo una única política monetaria, por lo que no hay efecto diferencial de la misma en este ámbito entre países miembros), la reducción del coste de la deuda en los países del sur ha sido mayor que en los del norte (ver columnas blancas en el gráfico IV.15 para estos países). Es decir, los mercados valoran más favorablemente la evolución económica reciente de Italia, España, Portugal y Grecia que la de Alemania, Francia o Países Bajos. Que esto sea mérito de los primeros, demérito de los segundos o resultado del sesgo a favor de los países del Sur de los fondos del Next Generation es otro debate. Pero la reducción de la prima de riesgo de los países del Mediterráneo respecto a, por ejemplo, Alemania, es un hecho palpable.

**6.-** Pero, más allá de su coste, ¿cómo queda la grave carga de la deuda pública después de una evolución que, al menos para Occidente, ha sido de casi ininterrumpido crecimiento desde principios de siglo? Ahora que ya no tenemos la inflación no esperada como fórmula, penalizadora para los inversores pero favorable para los Gobiernos, de reducción de la deuda, ¿cómo estamos de margen para atender a los retos del cambio climático, el envejecimiento demográfico, la exigencia de aumentar el gasto en defensa y seguridad, la inversión en los sectores tecnológicos de vanguardia y tantas otras

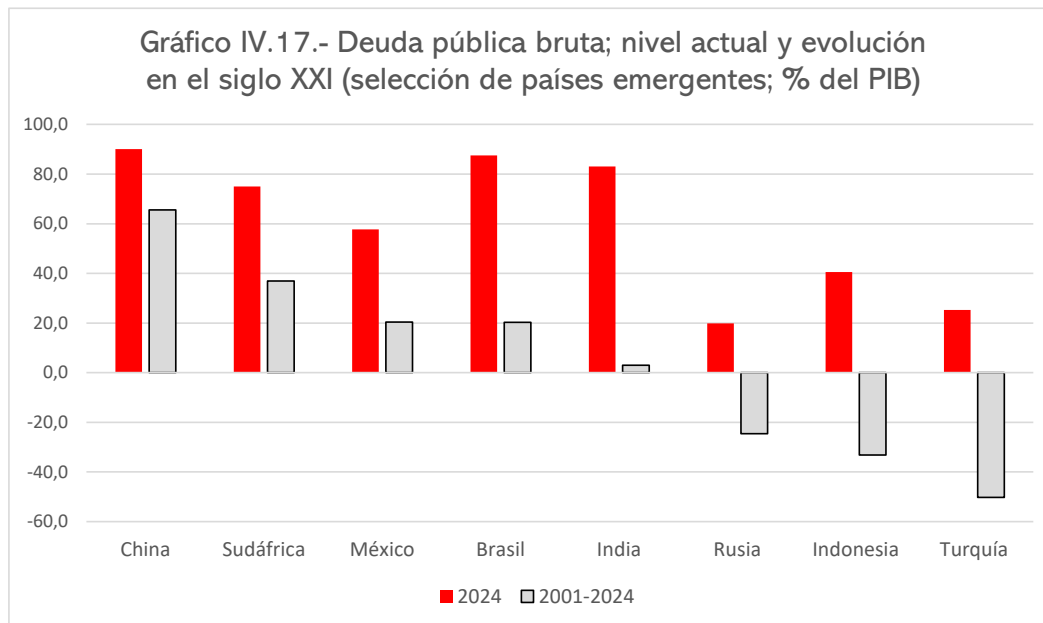
exigencias que compiten por el dinero público? Los gráficos IV.16 y IV.17 nos ofrecen un panorama al respecto, con una respuesta poco halagüeña para casi todo Occidente y más heterogénea para los principales países emergentes.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Comenzando con los países desarrollados, las principales economías presentan niveles de endeudamiento público superiores a sus PIB respectivos, con la remarcable excepción de Alemania donde, además, el nivel de la misma apenas se ha incrementado (siempre en relación a su producto) desde principios de siglo. Frente a ello, para el resto de esos países, la deuda se ha duplicado (o más) en estas dos décadas transcurridas desde 2001, y ello pese al bocado que la inflación superior a lo previsto le ha dado a la misma en el pasado trienio. Con estos datos, no debe extrañar que el de por sí moderado descenso del coste de la deuda reseñado en la sección anterior se haya frenado e incluso invertido en las semanas previas a la realización de este Informe, en especial en los países (Estados Unidos, Reino Unido, Francia) donde las perspectivas presupuestarias parecen contraproducentes, al menos en principio, para frenar este severo aumento del endeudamiento público.

Por desgracia, no es descartable que la pasividad con la que estos pésimos datos se contemplan por autoridades y no pocos expertos, sea, al menos en parte, otra de las consecuencias negativas de la excesiva laxitud monetaria de la pasada década y media. Si los Bancos Centrales pueden adquirir de manera masiva la deuda, reduciendo drásticamente el coste de la misma, ¿para qué preocuparse? Hemos referido en diversas ocasiones, ya desde nuestro primer *Informe Trimestral de julio de 2022*, las graves consecuencias (desde las burbujas en activos financieros y reales al sostenimiento de empresas y empleos zombis que bloquean el desarrollo de nuevos proyectos más productivos, entre otras muchas) de las políticas de expansión cuantitativa practicadas por los Bancos Centrales occidentales, así que mejor no volver a ese camino y corregir los niveles inaceptablemente altos de deuda pública por vías más ortodoxas.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

La panorámica es diferente cuando observamos (gráfico IV.17) la evolución del endeudamiento público en el mundo emergente. Aunque los niveles absolutos están lejos de los occidentales, tanto la disponibilidad de financiación como el coste de la misma son menos favorables, con carácter general, cuanto menor es el grado de desarrollo de las economías, por lo que niveles de deuda pública cercanos o superiores al PIB respectivo, como los observados en el gráfico, deben considerarse ya preocupantes. Lo es singularmente en el caso de China, tanto por el extremo crecimiento de las últimas dos décadas como porque se combina con una escalada dramática del endeudamiento privado. De hecho, la timidez en los estímulos del gobierno central después de la pandemia está ligada a su deseo de aumentar el dinamismo de la actividad económica, pero revirtiendo a la vez el aumento de la deuda, una combinación sin duda complicada.

Mientras países con mediocres cifras de crecimiento económico, con Sudáfrica al frente, se enfrentan a un escenario claramente adverso, entre los grandes países emergentes son varios los casos que han conseguido estabilizar la deuda pública (India) o reducirla (Indonesia, Turquía) gracias a su notable aumento del PIB en este siglo XXI, aunque, desde luego, en el caso turco, la inflación ha contribuido también a esa reducción del valor real de la deuda.

Por último, y dentro de esa amplia variedad de situaciones del mundo emergente, en Rusia la extrema prudencia en la gestión macroeconómica, tanto monetaria como fiscal, antes de la invasión de Ucrania (¿generando con tiempo un colchón macroeconómico para utilizarlo desde el inicio del conflicto, anticipando que éste iba a producirse?) se traslada a esos óptimos datos de deuda, que muestra el gráfico y que no se mantendrán, ni remotamente, cuando las consecuencias del conflicto bélico se plasmen plenamente en las cifras de déficit y deuda.

7.- Dedicaremos nuestra última *Clave* de este *Informe* a una breve reflexión sobre los resultados de la enésima Conferencia de Naciones Unidas sobre el Cambio Climático, en este caso la COP29, celebrada el pasado noviembre en Bakú, capital de Azerbaiyán. Ya hemos comentado en otras ocasiones que la utilidad de estas reuniones anuales, de inequívoco coste económico y medioambiental, es bastante discutible. El trabajo menos estridente y más efectivo de un Secretariado Permanente, en el que se negocie con visión de medio plazo, y no a la desesperada para conseguir un aguado “Comunicado de la Cumbre” cada año, sería más productivo y menos polémico. Una Cumbre cada cinco años, siendo generoso, sería más que suficiente. Parece que existe demasiada gente interesada en conocer el mundo por esta vía, vistos los miles de asistentes y las pocas docenas que de verdad tienen algo que aportar.

En todo caso, esta reflexión se centra en el compromiso de financiación alcanzado, por el que el mundo desarrollado debe contribuir a la lucha contra el cambio climático del mundo emergente y en desarrollo. En este caso, la cifra acordada, pese a triplicar la anterior, pasando de 100 a (“un mínimo de”) 300 millardos de dólares anuales, se ha considerado “abismalmente pobre”, “una ilusión óptica” o “inaceptable”.

Hay argumentos a favor de esta valoración tan negativa. Desde luego, la cifra es insuficiente para el objetivo, el de alcanzar una respuesta efectiva del mundo en desarrollo al reto del cambio climático, en especial cuando se da una década para alcanzar ese nivel de ayuda. Y la comparación es odiosa, cuando los 300000 millones se ponen en relación con el gasto militar solo de Estados Unidos, que triplica esa cifra (por cierto, el coste anual de la deuda estadounidense, sobre la que escribíamos anteriormente, ya es incluso superior a ese gasto de defensa).

Señalado lo anterior, conviene introducir algunos matices que, de tomarse en cuenta, mejorarían notablemente la situación de la respuesta al cambio climático. Primero, resulta necesario que países ricos no occidentales (entre los cuales se encuentran grandes productores de hidrocarburos) asuman parte de ese esfuerzo de solidaridad con los países en desarrollo. Los países desarrollados afrontan sus propios retos específicos (absorción de inmigración, envejecimiento demográfico) que hacen complicado y poco popular desviar cientos de miles de millones de dólares a finalidades no inmediatamente ligadas a sus ciudadanos. Y en regímenes democráticos eso debe tomarse en consideración.

Segundo, no se puede entremezclar la inversión para frenar el cambio climático con ningún otro aspecto, por mucho que también condicione la situación del mundo en desarrollo. Por tanto, la solución al deterioro de la deuda externa o de la situación de pobreza de esos países debe tratarse de manera diferenciada.

Tercero, no todo el esfuerzo debe centrarse en adaptarse al cambio climático, modificando la intensidad energética y, sobre todo, la composición de la provisión de energía global, aumentando el uso de las renovables, entre las que debería encontrarse sin duda la energía nuclear. Es necesario invertir también en mitigar los efectos de esa transformación en el clima, por ejemplo, acondicionando suficientes espacios públicos y privados para evitar los miles de muertos anuales por olas crecientes de frío y calor. Adaptar, mitigar y, no estaría de más, dedicar una pequeña parte del esfuerzo a los



proyectos de geoingeniería que, cierto es, en ocasiones parecen ciencia ficción. Pero no debe descartarse ninguna vía que pueda contribuir a frenar el cambio climático.

Cuarto, el establecimiento de un mecanismo compensador en las importaciones por el uso de carbono en la producción, como desea Europa, sería valioso en la consecución de los objetivos en esta materia (incluyendo evitar un rechazo en el mundo desarrollado por la pérdida de empleos en el mismo en favor de productos procedentes de países altamente contaminantes). Pero esto requiere destinar fondos y expertos a los países menos desarrollados para que puedan adaptar sus exportaciones a las exigencias del nuevo mecanismo, además de conceder cierta laxitud inicial, a eliminar progresivamente, en el cumplimiento de las mismas.

Quinto, existe un hidrocarburo que el mundo en desarrollo necesita durante la transición energética, el gas natural. Sustituir la quema de madera y carbón por gas mientras se extiende una infraestructura suficiente de renovables supondría una mejora drástica en términos medioambientales, humanitarios (se estima que tres millones de personas mueren al año en interiores por la combustión tóxica de esos materiales) y económicos para los países en desarrollo y ciertos emergentes (India). Negar el papel del gas natural es mostrar un fanatismo miope, No se puede convertir África en Noruega sin un período suficiente de transición.

Sexto y último, sin ánimo de exhaustividad, los 300000 millones anuales son suficientes si se emplean para movilizar el elevado volumen de dinero privado dispuesto a comprometerse en la lucha contra el cambio climático si tal inversión puede generar beneficios. No puede ser anatema que los inversores privados obtengan rentabilidad de este compromiso con el cambio, y el dinero público puede destinarse, en parte, a diseñar un esquema de minimización (nunca eliminación, porque invertir supone arriesgar) de los riesgos asociados a tal inversión.



## V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Siguiendo con el ejercicio iniciado en esta misma *sección V* de nuestro pasado *Informe de octubre de 2024*, se presentan a continuación los resultados, para el período 2008-2013, proporcionados por nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional (IECI), cuya descripción pormenorizada se realizó en el mencionado Informe. Recordemos brevemente que 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 internacional<sup>17</sup>. Estas cinco dimensiones son el crecimiento económico, la estabilidad de precios, la incertidumbre (tanto económica como en sentido 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 individuales<sup>18</sup>. 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.

Antes de presentar los resultados para el período abordado en este Informe, conviene realizar algunas precisiones sobre el sentido y el desfase temporal en el que esperamos, a priori y en función de las correlaciones existentes entre cada una de nuestras dimensiones y el crecimiento efectivo del comercio internacional, que esos cinco componentes del IECI nos permitan entender la trayectoria de los flujos comerciales globales.

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 comprendido entre el inicio de la Gran Recesión y el estallido de la pandemia derivada de la COVID-19<sup>19</sup>. Sin embargo, la relación entre cada dimensión y la variable objetivo del análisis (el comercio mundial agregado), es previsiblemente distinta en signo y decalaje temporal.

En primer lugar, 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 y mayor en la primera mitad del mismo). Resulta razonable que, con la

<sup>17</sup> Hacemos referencia con ello a las cifras globales de comercio, no a las específicas de un país o de las transacciones bilaterales.

<sup>18</sup> De nuevo, el lector interesado en el detalle de cada variable, fuente de la misma y razón de su incorporación a las cinco dimensiones del IECI, así como la evolución individual de cada una de ellas, puede hallar la información en el *Informe Trimestral de octubre de 2024*.

<sup>19</sup> 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*.

actividad comercial en un momento del tiempo derivándose de las decisiones tomadas por los exportadores e importadores con anterioridad, el efecto negativo (positivo) de una mayor (menor) inestabilidad de precios y un mayor (menor) proteccionismo se transmite no de manera simultánea sino con cierto desfase temporal.

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

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Crecimiento	-	-	+	+	=	=
Precios	+	-	+	+	-	-
Incertidumbre	-	-	-	-	-	-
Proteccionismo	n.d.	-	-	+	+	+
Calidad institucional	+	+	-	-	-	-
<i>COMERCIO MUNDIAL</i>	=	-	+	+	+	+

Fuente: elaboración propia.

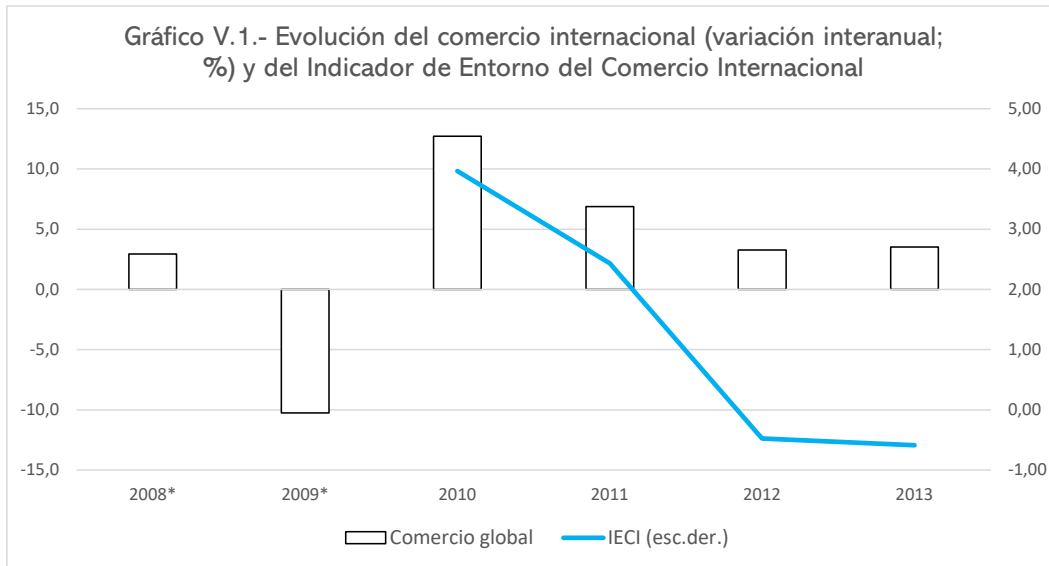
Nota: establecemos un signo +/- para desviaciones en el año considerado superiores/inferiores a 0.05 respecto a la media (por construcción, 0 para cada una de las dimensiones) al conjunto de período. En caso de una desviación inferior, se denota como =. Para el comercio mundial, empleamos un signo +/-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

Respecto a la calidad institucional, encontramos 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, aunque también mayor si consideramos solo hasta el año 2013). Aunque esta dimensión resulta más difícil que altere los flujos de comercio, salvo deterioros o progresos marcados en la misma (lo que es harto complicado cuando se adopta una perspectiva global), en todo caso tiene sentido que lo haga transcurrido cierto tiempo, que permita a los agentes implicados en el comercio asimilar la existencia de un entorno institucional mejor (o peor). Menos intuitivo resulta que, aunque con el signo previsto (negativo), la correlación máxima (ya bastante significativa, -0.58) entre incertidumbre y comercio se produzca con ese mismo gap temporal de dos años. Aunque alguna de las variables incorporadas a esta dimensión pueda estar captando facetas alejadas de la economía, que no influyan o solo lo hagan con mucho retraso sobre los flujos comerciales, al menos una de ellas, el Índice de Presión sobre la Cadena Global de Suministro, debiera tener su reflejo inmediato en esos flujos. En todo caso, será un aspecto por explicar (o modificar esta primera relación) a medida que incorporemos más años a nuestro análisis.

Una vez incorporadas todas estas consideraciones anteriores en términos de desfases temporales, el gráfico V.1 muestra la similitud en el comportamiento del comercio mundial y de nuestro indicador IECI<sup>20</sup> en el período de la Gran Recesión y el inicio de la recuperación tras la misma, perfil semejante que podremos reafirmar (o no) en los

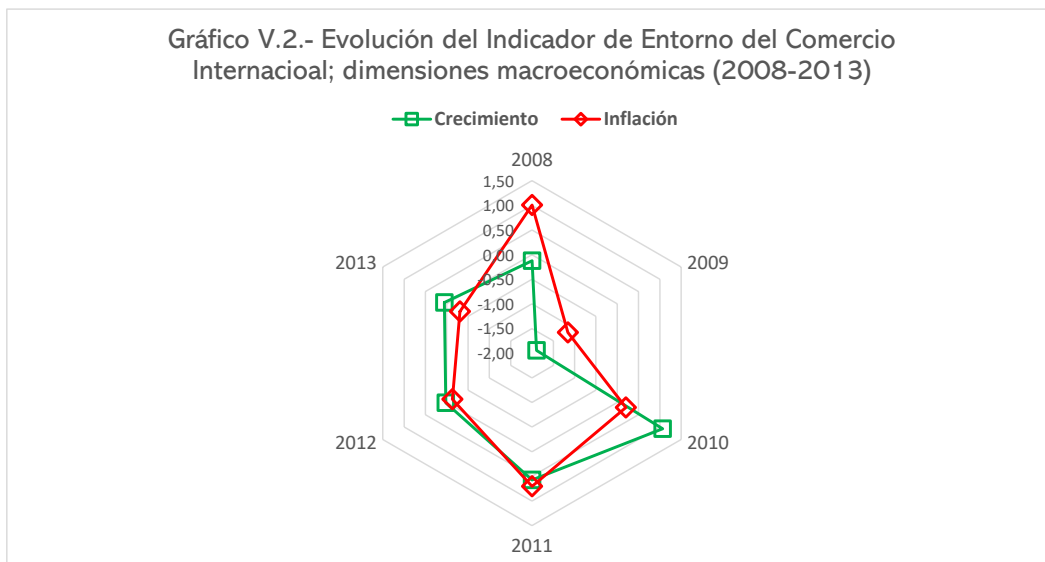
<sup>20</sup> Dados los desfases temporales, explicados en el texto principal, en el impacto entre varias de las dimensiones de nuestro análisis y el comportamiento del comercio mundial, solo tenemos valores del IECI desde 2010.

ejercicios similares que desarrollaremos, para los años siguientes y hasta el corriente, en nuestros próximos *Informes trimestrales*.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

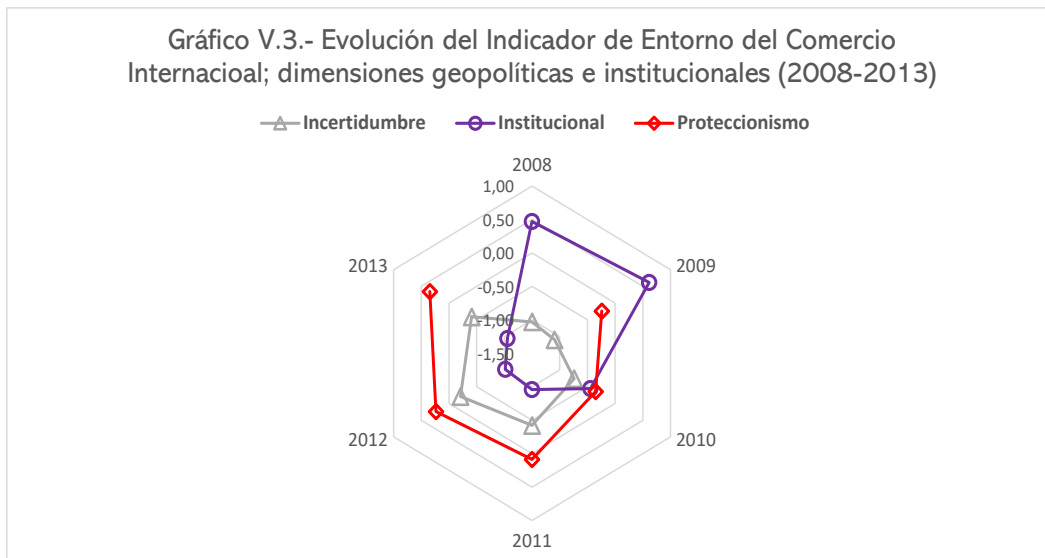
Revisemos a continuación con más detalle lo acaecido durante esos seis años en las cinco dimensiones del IECI y en el comercio internacional. Para ello, los gráficos V.2 y V.3 muestran el comportamiento de los cinco componentes del IECI (los dos macroeconómicos, por un lado, los tres de perfil más institucional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



Fuente: elaboración propia.

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.

Comenzamos el análisis, por tanto, en el año 2008, momento crítico en la economía internacional, con el estallido de la Gran Recesión, cuyo carácter esencialmente financiero y occidental no implica que sus consecuencias no afectaran a todos los ámbitos de la economía global (incluyendo, desde luego, el comercio) y, en mayor o menor medida, a todos los países. De hecho, el aumento de los flujos comerciales globales en ese año fue del 2.9%, poco más de un tercio del crecimiento cercano al 8% anual del quinquenio precedente. La fuerte ralentización del aumento del PIB global, incluso aunque la crisis solo se manifiesta con fuerza en el último trimestre del año, permite explicar ese lánguido avance del comercio, aunque, en línea con nuestras reflexiones anteriores, un fuerte aumento de los precios, en especial de las materias primas, en 2007 y la primera mitad de 2008 probablemente supuso un peso limitador adicional sobre el comercio. Cuando el crecimiento económico se desploma en 2009, y la repercusión de la inflación de materias primas hasta el verano de 2008 se materializa, el comercio mundial exhibe su peor resultado en tiempos de paz, al contraerse más de un 10% en ese año 2009.



Fuente: elaboración propia.

El espectacular rebote en el comercio (que crece un 12.7%) en 2010 encuentra apoyo en la totalidad de las dimensiones del IECI. Como puede constatarse en los gráficos superiores, además de la recuperación de la actividad global, el notable descenso de la inflación en el año 2009, así como el efecto que todavía mantienen las reducciones arancelarias previas a la Gran Recesión<sup>21</sup>, ayudan a esa mejora en los datos del comercio mundial. Además, los años previos revelan unos niveles de incertidumbre relativamente bajos y un mejor comportamiento de las instituciones respecto a la media del período 2008-2019<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Recordemos que ambas variables actúan con un desfase temporal sobre el comercio internacional.

<sup>22</sup> Como ya hemos señalado, también estas dos variables, en la medida en que impactan sobre los flujos comerciales, parecen hacerlo con un gap temporal apreciable. Ciertamente, si los factores bancarios, monetarios y financieros hubieran tenido mayor peso en las variables que hemos seleccionado para estas dos dimensiones del IECI, los resultados habrían sido distintos.

El año 2011 vuelve a resultar positivo para el comercio global (aunque el avance del 6.9% resulta bastante inferior al del año precedente), pero los componentes del IECI se muestran, en especial los macroeconómicos y el de la incertidumbre, menos favorables para el sostenimiento de ese dinamismo.

Finalmente, en el subperíodo en el que centramos nuestra atención en este *Informe*, el bienio 2012-2013 vio desinflarse el impulso al comercio global de los dos años anteriores, hasta crecer de nuevo menos de la mitad (apenas por encima del 3% anual) de lo que lo hacía antes de la Gran Recesión. La economía mundial no recobra su ritmo de crecimiento potencial tras el inmediato rebote posterior a la crisis, y, aunque los precios no entorpecen en estos años el ritmo del comercio, sí lo hacen los componentes institucionales del IECI. Así, la incertidumbre medida por las tres variables del mismo se va incrementando, se percibe un progresivo deterioro de la calidad institucional y, sobre todo, se verifica ya un severo incremento del proteccionismo, en especial de las medidas no arancelarias.

Recuperaremos nuestro análisis en el próximo *Informe Trimestral*, reflexionando sobre otro período de seis años, los previos al estallido de la pandemia, partiendo de un escenario en el que los factores aquí analizados se mueven, en su casi totalidad, de manera poco favorable al aumento de los flujos comerciales globales que, en efecto, como queda reseñado, entran desde 2012 en una fase de poco más que estancamiento.