

INFORME DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

Julio-2025



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

INTRODUCCIÓN

Medio año después de su toma de posesión, Donald Trump sigue marcando el paso, tanto en el ámbito económico como en el geopolítico, en Estados Unidos y a nivel global. Como ya hemos subrayado y explicado cumplidamente en *Informes Trimestrales* anteriores, la hiperactividad del Presidente estadounidense no dota de coherencia al conjunto de sus políticas ni aumenta las posibilidades de alcanzar los objetivos que él mismo proclama, al menos en la vertiente económica.

En las fechas en las que se redacta el presente *Informe* termina de ser aprobada en ambas cámaras legislativas, por el más exiguo de los márgenes y tras muchas presiones desde la Casa Blanca, su ley insignia en materia fiscal, esa “Big Beautiful Bill” (BBB) que anticipa un agravamiento, según todos los análisis no partidistas, de la desbocada deuda pública estadounidense. No es probable que la situación derive en que esa BBB termine siendo el rating crediticio del país (actualmente en AA+ para las tres principales agencias), como anticipan algunos de sus críticos más acervos, pero los inversores observan con preocupación la pérdida absoluta de interés de los responsables políticos estadounidenses por equilibrar las cuentas del Gobierno Federal. En nuestras siete *Claves del Trimestre* abordaremos con detalle esta actitud, que viene de lejos, así como el aumento del coste de financiación de la deuda respecto a los mínimos de la pasada década, generalizado en (casi) todo Occidente. No perderemos de vista cómo se ha comprimido, por el contrario, el spread en el tipo de interés asociado a esa deuda pública entre el núcleo central y la periferia de los países desarrollados, en especial en la Eurozona.

También entre nuestras *Claves* reflexionaremos sobre otro de los leitmotiv de Donald Trump, la exigencia de incrementar el gasto militar, en este caso concentrada en sus presuntos aliados (es difícil creer que Trump dé algún valor a este término) europeos y asiáticos. Así, revisaremos la historia para comprobar si un 5% del PIB destinado a la defensa resulta una cifra razonable, habitual en épocas de mayor tensión geopolítica, o se trata más bien de otro de esos números arbitrarios surgidos de la mente del presidente estadounidense.

Bien sabido es también que en este inicio del mes de julio llega a su término el plazo, no menos caprichoso, establecido por Trump para firmar acuerdos comerciales con el resto del mundo. A la espera de que se sienten las bases de pactos meramente provisionales, que deberán seguir precisándose en el futuro (como lo son todos los acuerdos concluidos hasta el momento), se prorrogue el período de negociación, o se vuelvan a imponer los “aranceles recíprocos” fijados el pasado mes de abril (u otros, porque la incertidumbre al respecto es la norma), de momento, y esta cualificación es muy importante, no se percibe el impacto sobre los precios en Estados Unidos del inicio de la escalada arancelaria, como también revisaremos en nuestras *Claves del Trimestre*. Apuntes sobre la evolución de los salarios reales desde la pandemia y sobre los crecientes problemas para disponer de estadísticas fiables (sin las cuales es imposible el trabajo de analistas, políticos e instituciones) también tienen cabida en esas *Claves*.

Antes, invitamos al lector a disfrutar de lo que denominaríamos un ejercicio veraniego, desarrollado en nuestro *Foco de Atención*, consistente en la construcción de un

“*Trumpómetro*”, en el que, empleando tanto datos como valoraciones cualitativas, hemos ordenado quince de las principales economías internacionales, a partir de ocho de las prioridades señaladas por Donald Trump en su toma de decisiones respecto a otros países, según el grado de adecuación a las exigencias del presidente estadounidense. Por supuesto, dada la volatilidad en los posicionamientos de Trump, no atribuimos a este ejercicio mayor valor académico o conceptual... aunque el país que encabeza el Trumpómetro (Reino Unido), fue el primero en firmar un nuevo acuerdo comercial, que, visto lo visto en otros casos, puede considerarse relativamente favorable a los intereses británicos.

A continuación, en la sección de *Precios Internacionales de Referencia* revisaremos, como es habitual, los movimientos globales en los tipos de interés de las principales economías, con una continuación en el descenso de los mismos, generalizada pero con marcadas excepciones, que incluyen la de la Reserva Federal, que vive un período especialmente complejo para su toma de decisiones. También mostraremos el comportamiento de los precios de los grandes grupos de materias primas (en su mayoría, a la baja, pese a las tensiones en el mercado del crudo durante los días álgidos del conflicto entre Irán e Israel), así como de las principales divisas internacionales. Nos detendremos, además, a revisar la radical diferencia, durante el primer semestre de 2025, en el comportamiento de los que habitualmente se consideran principales activos refugio a nivel global.

Finalmente, en la quinta sección del *Informe*, centrada en el *comercio internacional*, cerraremos los análisis que hemos venido desarrollando a lo largo del último año, ampliando al período 2020-2023 la aplicación de nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional.

Este décimo tercer *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, pretende, una vez más, conferir al lector un mayor y mejor conocimiento de las claves que explican la singularidad de la actual situación económica. Por supuesto, la incertidumbre sigue siendo el término dominante en este panorama, pero esperamos que los contenidos de este *Informe* permitan reducirla, al menos en un cierto grado, a quienes nos leen.

Valencia, a 14 de julio de 2025

II.- FOCO DE ATENCIÓN: construyendo un “Trumpómetro”.

Se atribuye a Lord Palmerston, primer ministro británico en dos ocasiones durante el siglo XIX, en el momento álgido del Imperio de aquel país, el haber pronunciado por vez primera una frase luego muy reiterada al reflexionar sobre las relaciones internacionales: “Las naciones no tienen amigos ni enemigos permanentes, solo intereses permanentes”. Al menos la primera parte de la frase es perfectamente aplicable a la mentalidad con la que Donald Trump aborda las relaciones con el resto del mundo. Respecto a la segunda mitad de la aseveración de Lord Palmerston, los intereses expresados por Trump, sintetizados en el vacuo lema “Make America Great Again”, parecen diferir mucho de los “permanentes” que para Estados Unidos definieron los presidentes anteriores, fueran estos más o menos intervencionistas, más partidarios de la *realpolitik* o más idealistas.

En todo caso, la interpretación trumpista de quién es aliado y quién enemigo, aunque muy volátil, parece estar vinculada a una serie de factores, la mayoría de ellos cuantificables y que, en el ejercicio que presentamos en este *Foco de Atención*, nos van a permitir construir un “Trumpómetro”, que establecerá qué países, entre las quince grandes economías que hemos seleccionado, muestran más proximidad (o lejanía) a los intereses que parecen primar en la toma de decisiones del presidente estadounidense.

Los factores elegidos son: el saldo de la balanza de bienes; el saldo de la balanza de servicios; la evolución de la divisa; la tenencia de títulos del Tesoro estadounidense; la Inversión Directa en Estados Unidos; el gasto de defensa; la entrada a Estados Unidos de inmigrantes y de fentanilo (o sus componentes); y la afinidad ideológica y personal con Donald Trump del máximo mandatario y del gobierno de cada país. Aunque posteriormente se ofrecen más detalles, debe subrayarse que los seis primeros elementos son perfectamente cuantificables, el séptimo fácil de establecer, al menos desde la perspectiva de la Administración estadounidense, siendo el octavo el que se deriva más de la valoración cualitativa del autor de este texto¹.

La selección de países incluye a los dos vecinos de Estados Unidos (Canadá y México); a las cinco mayores economías europeas (Alemania, Francia, Italia, España y Reino Unido); a los BRIC originales exceptuando a Rusia (Brasil, China e India); a cuatro importantes economías asiáticas, dos desarrolladas (Japón y Corea del Sur), otras dos emergentes (Indonesia y Vietnam); y, finalmente, al país refugio por excelencia para los inversores (Suiza), en especial si siguen aumentando las dudas sobre la estabilidad de los propios Estados Unidos.

Ordenando estos quince países objeto del análisis de mejor a peor resultado en cada uno de los ocho factores antes mencionados, otorgamos cinco puntos a los tres mejor posicionados, cuatro puntos a los tres siguientes y proseguimos hasta conceder un único punto a los tres que se alejan en mayor medida de las pretensiones trumpistas en ese ámbito.

¹ Pero, dados los singulares modos de Donald Trump, excluir este factor de afinidad supondría, desde nuestra perspectiva, dejar incompleto el “Trumpómetro”.

No postponemos más la presentación de los resultados globales del “Trumpómetro”, reflejados en la Tabla II.1, con la puntuación más elevada (reducida) correspondiente a los países que responden mejor (peor) a las preferencias de Trump en relación con los factores reseñados. Más adelante, pormenorizamos el análisis factor a factor.

Tabla II.1. Resultados del Trumpómetro

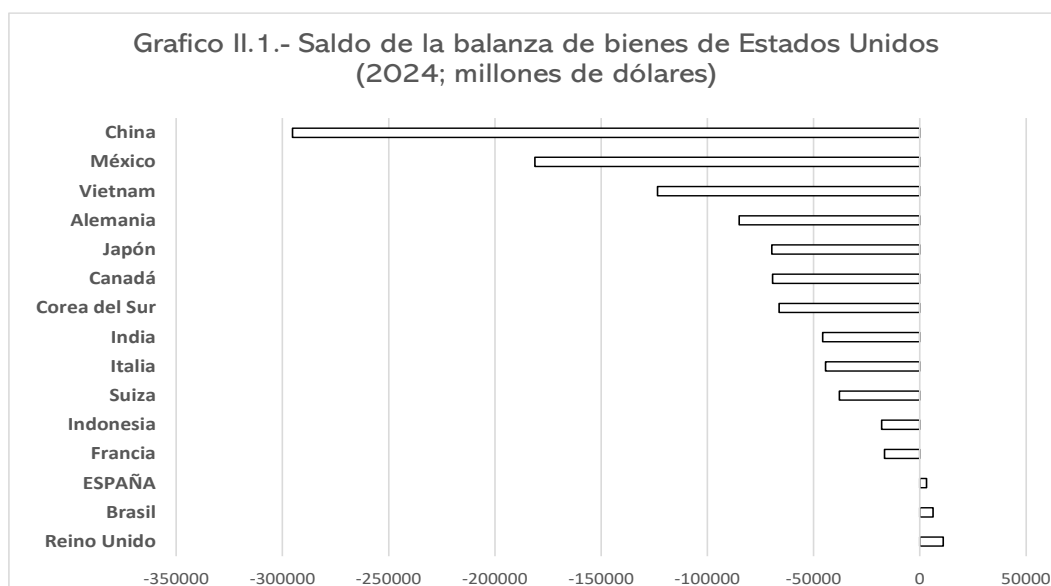
Agregado		Bienes	Servicios	Divisa	Inv.Tesoro	IDE	Defensa	Fentalnm	Afinidad
32	Reino Unido	5	3	4	5	4	5	3	3
29	Suiza	4	5	5	3	5	1	3	3
26	Brasil	5	4	5	3	2	2	3	2
26	Francia	4	1	3	4	4	4	3	3
24	Japón	2	4	1	5	5	2	3	2
24	Corea del Sur	3	4	1	3	3	5	3	2
24	India	3	2	1	4	1	5	3	5
22	Vietnam	1	3	4	1	1	4	3	5
22	Canadá	2	5	2	4	5	2	1	1
22	Alemania	2	1	3	2	4	3	3	4
21	Italia	3	1	3	1	2	3	3	5
21	ESPAÑA	5	2	3	2	2	3	3	1
20	China	1	5	2	5	1	4	1	1
19	México	1	3	5	2	3	1	1	3
18	Indonesia	4	2	2	1	1	1	3	4

Fuente: elaboración propia.

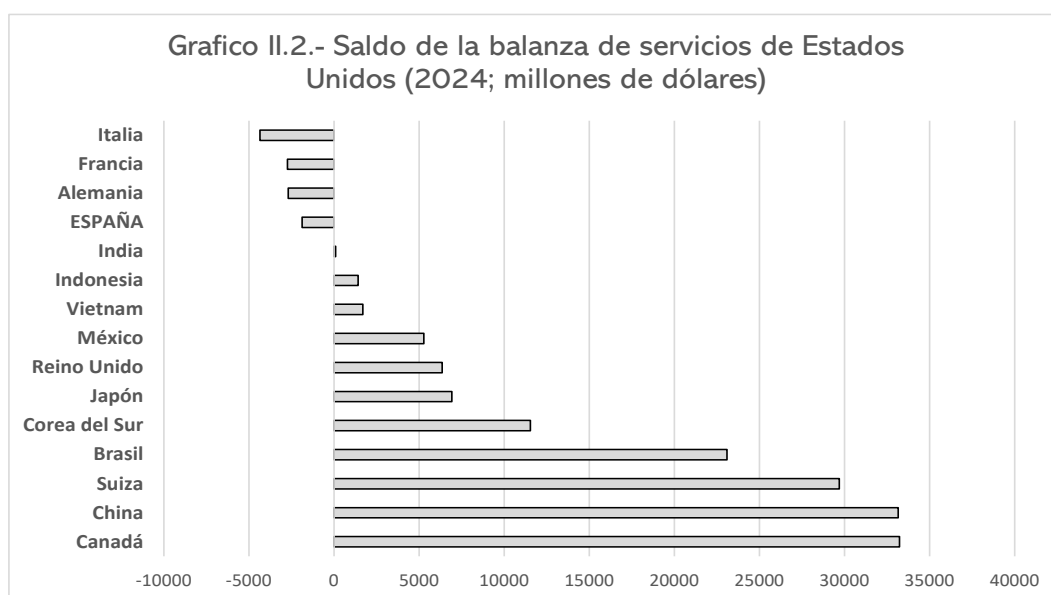
Detalle de los factores empleados en el análisis

1.- Saldo de la balanza de bienes con Estados Unidos: una de las grandes obsesiones de Trump (fomentada por su peculiar asesor en materia comercial, Peter Navarro) es la de equilibrar la balanza de bienes, no solo general, sino con cada socio. Ya hemos relatado en nuestros dos *Informes* anteriores que tal objetivo no solo resulta absurdo sino imposible de alcanzar en una economía que sigue demandando mucho más de lo que produce e invirtiendo mucho más de lo que ahorra (con el déficit de ahorro procediendo, como mostramos en el *Informe de abril*, en gran medida, del gobierno federal). En todo caso, como revela el gráfico II.1, Reino Unido, Brasil y España, como únicas economías entre las seleccionadas que presentaron déficit comercial con Estados Unidos el pasado año, suman la mejor puntuación en este factor, con China, México y Vietnam (centro de la reexportación de manufacturas chinas hacia Estados Unidos) en el extremo opuesto.

2.- Saldo de la balanza de servicios con Estados Unidos: aunque Donald Trump no suele hacer referencia a esta vertiente del saldo por cuenta corriente, porque Estados Unidos mantiene una posición superavitaria con la mayoría de sus socios comerciales, sí se muestra muy susceptible ante cualquier insinuación por parte de alguno de ellos (caso de la Unión Europea, por ejemplo) de tomar medidas proteccionistas en este ámbito de los servicios comerciados. No obstante, son precisamente las economías europeas continentales (ver el gráfico II.2), incluyendo la española, las que presentan superávit con Estados Unidos en materia de servicios (por ello, reciben la peor puntuación), mientras China, Canadá y Suiza compensan (parcialmente) su superávit en bienes con apreciables déficits en servicios.



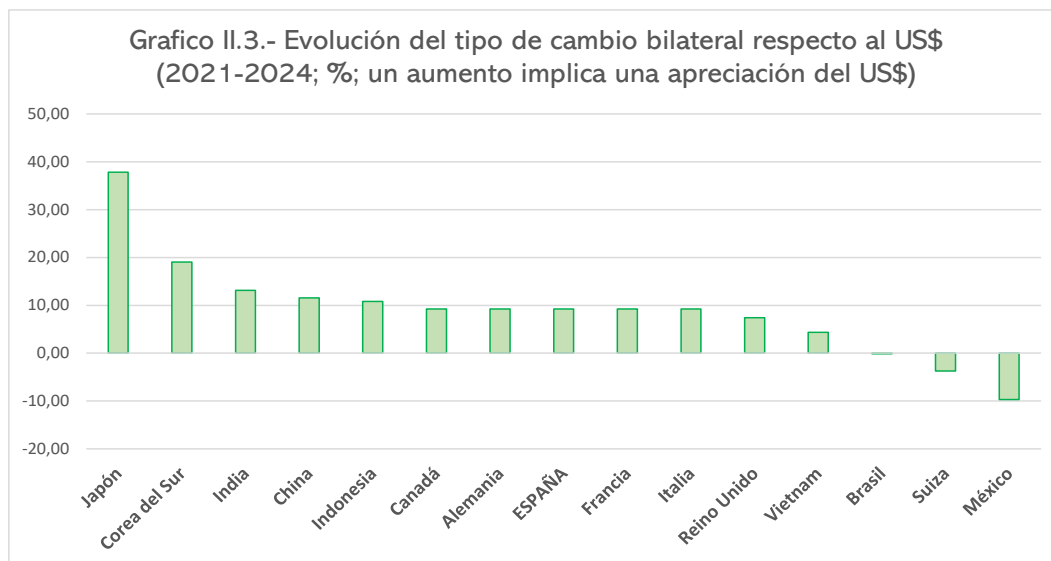
Fuente: elaboración propia. Datos: Bureau of Economic Analysis (BEA).



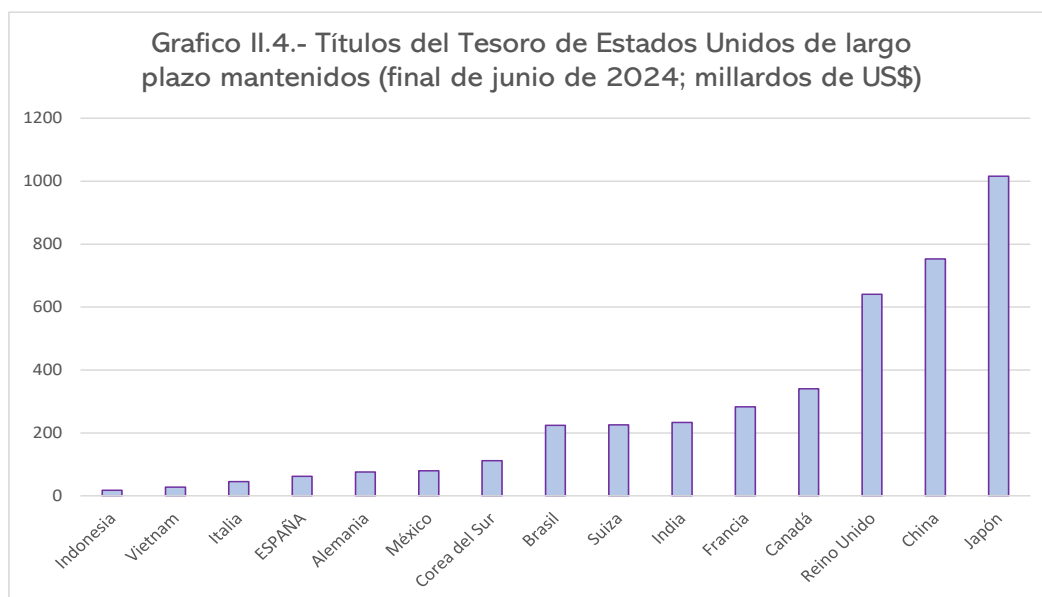
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

3.- Evolución de la divisa: una de tantas contradicciones en los posicionamientos económicos de Trump estriba en su empeño en debilitar el dólar para favorecer las exportaciones estadounidenses, mientras amenaza con aranceles adicionales a quienes impulsen alternativas al “billete verde” y a quienes no inviertan (sea mediante la adquisición de títulos del Tesoro, sea mediante inversión directa) en Estados Unidos, procesos ambos que aprecian el dólar. En todo caso, el gráfico II.3, revela la trayectoria de las monedas de las quince economías seleccionadas en el cuatrienio transcurrido desde el inicio de la superación de la pandemia. Las fuertes depreciaciones respecto al dólar de las grandes divisas asiáticas (encabezadas por el yen y el won) confieren a estas economías las peores puntuaciones, mientras las mejores corresponden a las que han

contemplado la apreciación de sus respectivas monedas (real brasileño, franco suizo, y peso mexicano) en esos cuatro años.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

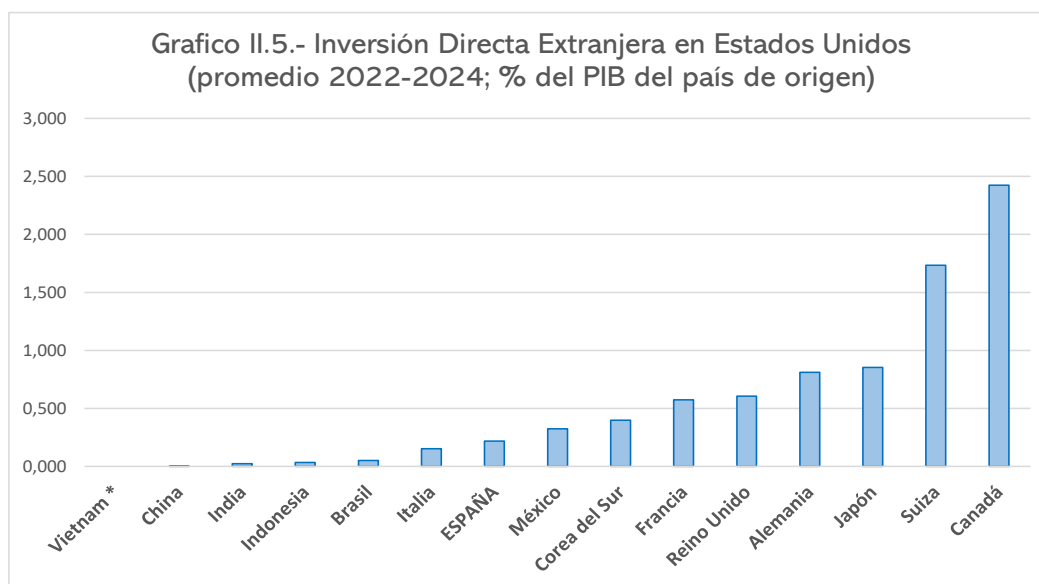


Fuente: elaboración propia. Datos: US Treasury.

4.- Tenencia de títulos del Tesoro: con crecientes dudas en los mercados sobre la financiación de la deuda pública estadounidense a largo plazo, la Administración Trump parece considerar a sus socios exteriores, en particular los “aliados”, como fuente de alimentación de esa financiación, sugiriendo un tratamiento arancelario más favorable para quienes refuerzan (incluso miembros del gobierno Trump han apuntado que en condiciones preferentes para Estados Unidos) esa provisión de fondos a largo plazo. En el gráfico III.4 se muestran los volúmenes de títulos del Tesoro de largo plazo mantenidos, con los últimos datos oficiales disponibles, por las quince economías de nuestro análisis. Como es bien conocido, Japón (con una posición estable) y China (que ha reducido sensiblemente su tenencia de *Treasuries* en los últimos años) presentan los

valores más favorables, seguidos de Reino Unido y Canadá. En el otro extremo, las economías en desarrollo de Asia y las del sur de Europa, apenas inversores en activos públicos estadounidenses.

5.- *Inversión Directa Extranjera en Estados Unidos*: otra de las exigencias de Trump a quienes deseen acceder al mercado estadounidense consiste en exigir (a sus empresas) que inviertan y fabriquen directamente en el país. El gráfico II.5 presenta el nivel medio de IDE efectuado en el pasado trienio en el mercado estadounidense por cada una de las quince economías², corrigiendo por el tamaño de las mismas. Mientras Japón y, sobre todo, Suiza y Canadá, encabezan esta categoría, la presencia del resto de economías asiáticas es muy reducida, aunque bien podría alegarse que, en el caso de China, uno de los factores explicativos es que hay obstáculos explícitos establecidos por parte del gobierno de Estados Unidos a esas inversiones.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

6- *Gasto de defensa*: pocos números más repetidos en los últimos meses que el 5% como objetivo del gasto militar para todo socio de Estados Unidos que quiera ser bien considerado por la Administración Trump. Aunque volveremos sobre la lógica (o no) de ese valor en nuestras *Claves del Trimestre*, aquí (ver gráfico II.6) presentamos los valores medios recientes para los quince países de nuestro análisis. Es cierto que, en esta variable, la exigencia es aplicable a los estados europeos y asiáticos, junto a Canadá, aliados de Estados Unidos. Probablemente, el deseo de Trump sería que China gastase menos, no más, en defensa, o que México invirtiese más en seguridad interna que en temas militares (de hecho, gasta aproximadamente el triple en el primer concepto que en el segundo). Igualmente, no parece que para Brasil o Suiza éste sea un criterio relevante en la visión de estos países por parte de Trump. En todo caso, por mantener la homogeneidad de nuestro análisis, hemos atribuido puntuaciones bajo los mismos

² Salvo Vietnam, para la que no existen datos disponibles; en realidad, lo que revela esa falta de datos es la práctica ausencia de IDE vietnamita en Estados Unidos, por lo que se otorga una valoración de 1 a Vietnam en esta categoría.

criterios que en los factores presentes. Por tanto, las valoraciones más altas son para Corea del Sur, India y Reino Unido, y las menores para México, Indonesia y Suiza.



Fuente: elaboración propia. Datos: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

7- Fentanilo & Inmigración: aunque son pocos los países afectados por estos dos factores, que hemos agrupado en uno para nuestro análisis, la persistencia de la Administración estadounidense en cerrar la vía a la droga (y los componentes para su elaboración) que ha causado un elevado número de muertes e incapacidades en los últimos años en todas las grandes urbes del país y, aún más, en reducir al mínimo la inmigración ilegal, nos induce a incluir este séptimo elemento en el Trumpómetro. En todo caso, lo valoramos con la peor puntuación (1) para los tres países afectados por el doble problema, al menos desde la perspectiva estadounidense (México, China y Canadá), y una puntuación neutra (3) para todo el resto de las economías.

8- Afinidad ideológica y personal con Donald Trump: aunque supone introducir una valoración cualitativa en un análisis esencialmente apoyado en cifras, parece difícil excluir la proximidad de los máximos dirigentes y de sus gobiernos con Donald Trump y su visión del mundo en una evaluación completa de la disposición más o menos favorable de la Administración estadounidense hacia cada uno de los quince países de nuestra selección. Las peores puntuaciones se han asignado a China, Canadá y España. En el primer caso, es indudable que la rivalidad estratégica esencial entre Estados Unidos y el coloso asiático prima sobre la que parece ser una relativamente respetuosa relación personal entre Donald Trump y Xi Jinping. El ascenso de Mark Carney al poder en Canadá se ha cimentado en su oposición, desde posicionamientos liberales, a las políticas de Trump, además de a la surrealista propuesta trumpista de incorporar a Canadá como 51er Estado de la Unión. Por su parte, un gobierno inequívocamente en la izquierda del espectro político y la abierta oposición de Pedro Sánchez a la visión de Trump en aspectos clave tanto en el ámbito de la política internacional (gasto militar, ayuda al desarrollo, Israel) como en el de la política social, justifican la puntuación para España. Ascendiendo en la puntuación, pero todavía por debajo de la media, encontramos a las dos potencias desarrolladas asiáticas (Japón y Corea del Sur), a las que Trump ha afeado ya desde su primer mandato su insuficiente compromiso en la financiación del despliegue

militar estadounidense en ambos países y en la oposición a los intereses chinos, y a Brasil, ideológicamente muy alejado del trumpismo y con iniciativas de política internacional (incluida las relativas al sistema monetario internacional) muy distantes de las deseadas por el mandatario estadounidense. Otorgamos puntuaciones superiores (3 o 4) en este criterio a varios de los restantes países europeos y asiáticos, a los que Trump se ha referido de manera esporádica o alternando críticas y alabanzas a lo largo del tiempo, y también a México, país con el que mantiene serias diferencias, reflejadas en anteriores aspectos de nuestro “Trumpómetro”, pero con cuya presidenta, Claudia Sheinbaum, parece mantener, pese a la distancia ideológica, una relación razonablemente respetuosa y funcional. Por último, nos inclinamos por conceder las mayores valoraciones en este factor de afinidad (5) a Italia, por la que parece excepcional relación con Giorgia Meloni, India, dada la indiscutible proximidad, por filosofía nacionalista y laxa concepción democrática, a Narendra Modi, y Vietnam, país con el que ha firmado con relativa prontitud un nuevo acuerdo comercial y con el que, a pesar del gobierno comunista y la masiva reexportación de productos chinos, la relación se ha mantenido llamativamente fluida.

Aceptando que el lector pudiera modificar las valoraciones en este último elemento de nuestro análisis, aunque no creemos que sustancialmente, el resultado final del Trumpómetro queda marcado por factores cuantificables, que reportan el ranking de proximidad a los intereses de los Estados Unidos de Donald Trump que recoge la Tabla II.1. Que el primer país en firmar un acuerdo comercial (no demasiado oneroso para los intereses británicos) fuera el primero de nuestra lista, Reino Unido, quizás no sea una casualidad, pero tampoco le atribuimos mayor valor.

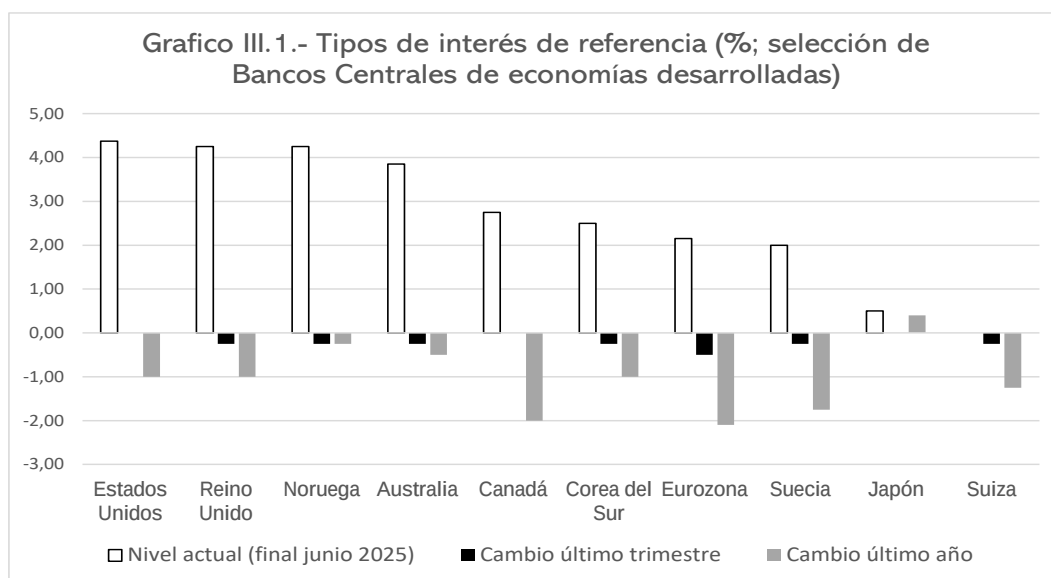
En todo caso, será interesante constatar cómo les va a las economías situadas en la parte alta respecto a las que están más abajo en el ranking en sus relaciones con la Administración estadounidense, así como los movimientos que en esta ordenación se van produciendo con el transcurso del tiempo. Quizás sea un ejercicio curioso que repetir en el futuro.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia

Pendientes de la Reserva Federal. Nunca deja de estarlo la economía internacional, pero necesariamente lo está más aún en momentos en los que debe decidir si la incertidumbre que afectan a la economía mundial, en especial por la política arancelaria de su propio gobierno, requiere una respuesta conservadora (manteniendo el tono monetario a la espera de que se aclare la situación) o más agresiva, reduciendo los tipos en consonancia con los del resto de los países desarrollados. Decisión, además, a tomar bajo la enorme presión ejercida por el presidente Trump (amenazas y descalificaciones al presidente de la Fed, Jerome Powell, incluidas), así como por el aumento del coste de la deuda pública estadounidense, que, obviamente, no es ajeno a la evolución de la decisiones, tanto de tipos de interés como del tamaño y la estructura temporal de su balance, de la Fed.

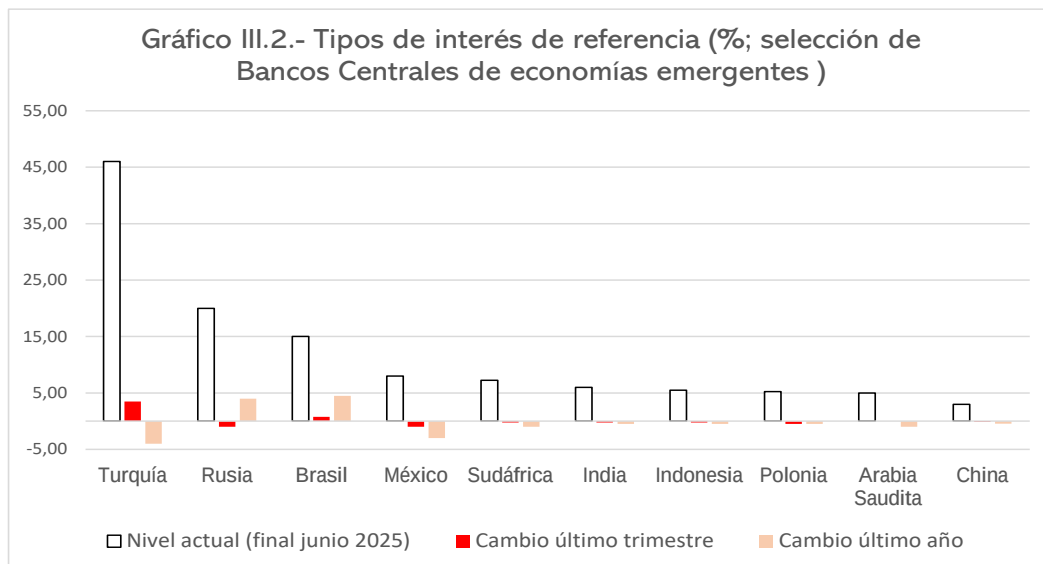
Porque, como revela el gráfico III.1, la Fed mantiene, a mediados de año, el tipo de referencia más alto de los principales Bancos Centrales de los países desarrollados, tras los últimos recortes del Banco de Inglaterra y el Banco Central de Noruega. Esta de las moderadas reducciones en el último trimestre ha sido la norma (salvo en el caso canadiense, pero allí su Banco Central fue, junto al BCE, el más agresivo en sus recortes en trimestres anteriores), incluyendo al Banco Central de Suiza, que ya ha retornado al tipo de interés cero, en su desesperado intento por frenar la continua apreciación del franco. Mientras tanto, el Banco Central de Japón ha congelado su normalización monetaria, pese a que la inflación permanece por encima del objetivo, a la espera del mayor o menor daño que el nuevo acuerdo comercial con Estados Unidos, que no parece ir por buen camino en el momento de redactar estas líneas, pueda hacer al sector exportador nipón.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Y un pronóstico: la Fed reducirá los tipos de interés al menos en 50 puntos básicos en la segunda mitad del año, porque el impacto adverso sobre el crecimiento de las políticas comercial y fiscal de Trump va a ser mayor que las presiones que generen sobre la

inflación. Con la Fed iniciando ese camino de relajación y el dólar débil, aumenta el margen para descensos adicionales de tipos de otros Bancos Centrales desarrollados, BCE incluido, que podía entenderse se hallaban ya al final del ciclo de recortes.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

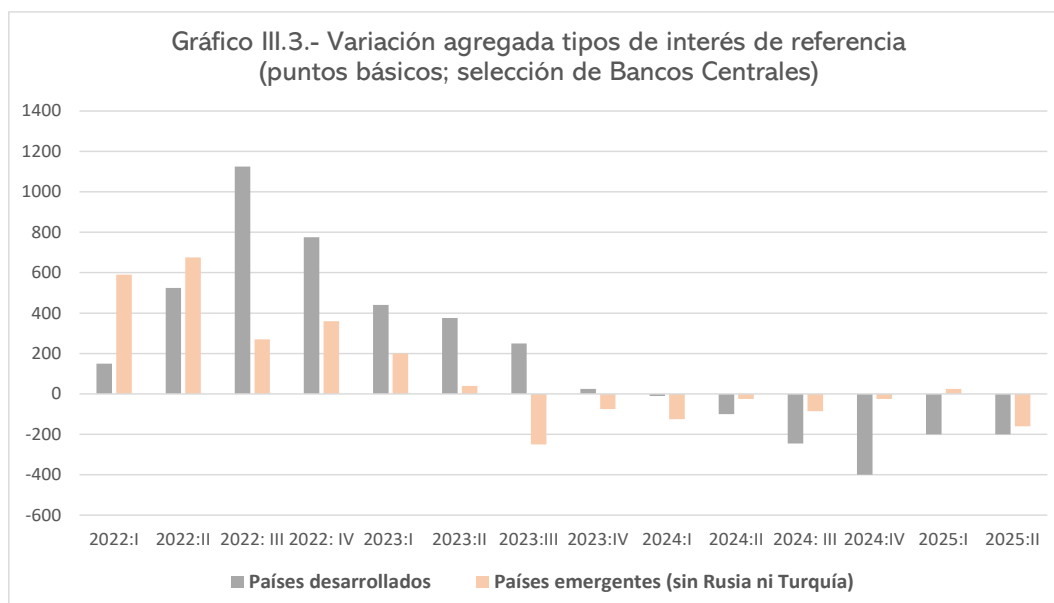
Mientras tanto, en los principales países emergentes, también dominan los ajustes tímidos a la baja en los tipos de referencia (gráfico III.2), con dos excepciones significativas, que denotan los peligros de una política monetaria que, además de atender a los problemas estructurales y a las perturbaciones externas que sufre toda economía, debe compensar las actuaciones de los respectivos gobiernos. Ninguno de los dos casos es ajeno a nuestros lectores habituales, y ambos muestran una preocupante divergencia de intereses entre autoridades públicas.

Por un lado, en Turquía, los esfuerzos del gobernador, Fatih Karahan, por articular una política monetaria ortodoxa, situando los tipos de interés hasta en el 50%, habían conseguido ir reduciendo una inflación disparatada, y cosechando un primer fruto con la reducción de hasta 750 puntos básicos en el tipo de referencia en los dos trimestres anteriores. Por desgracia, la campaña de persecución a la oposición democrática del presidente Erdogan ha roto la confianza de los inversores internacionales y los ahorradores domésticos, presionado a la baja el valor de la lira y amenazado un nuevo repunte inflacionista, a lo que Karahan (cuya continuidad no está asegurada vistas las veleidades de Erdogan) ha debido responder con una subida de 350 p.b. del tipo de referencia.

En paralelo, en Brasil continua el endurecimiento monetario (con el tipo principal ya en el 15%), pese a una inflación solo moderadamente alta, en lo que sigue pareciendo un intento de afianzar su independencia del Banco Central, ahora bajo su nuevo gobernador, Gabriel Galipolo, ante los ataques a la misma que llegan desde el Gobierno de Lula da Silva, enfrascado, a su vez, en una continua expansión fiscal severamente criticada desde la autoridad monetaria.

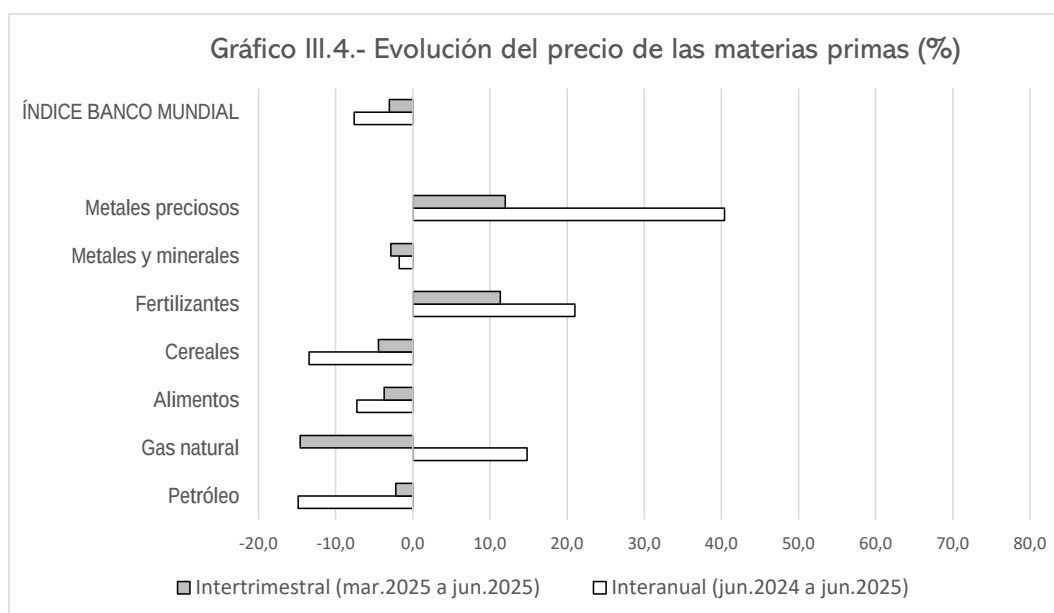
En su conjunto, como revela el gráfico III.3., la economía mundial sigue siendo testigo de un proceso de relajación monetaria que se prolonga ya año y medio y, salvo

excepciones, apuntala el crecimiento siempre con un ojo puesto en repuntes inflacionistas en este período presidido por un notable grado de incertidumbre.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas

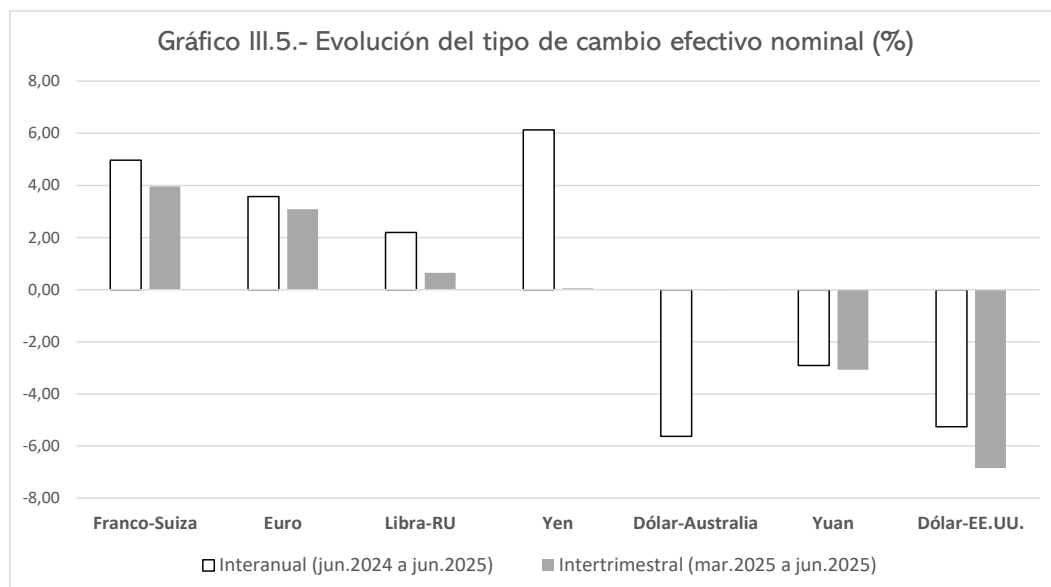


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

A pesar de la abrupta – y breve – escalada del precio del petróleo en la fase álgida de la guerra entre Israel e Irán, los precios de las materias primas, en absoluto ajenos a la propia debilidad del crecimiento económico global, están también ejerciendo en los últimos meses de apoyo al mismo. Como muestra el gráfico III.4, y exceptuando los metales preciosos (y, en menor medida, los fertilizantes, cuyos precios está fluctuando muy intensamente en una y otra dirección durante los últimos años), los grupos principales de *commodities* han visto reducirse sus precios tanto en el último trimestre como con carácter interanual. Después de la fuerte aceleración del trimestre invernal, el

coste del gas natural ha corregido a la baja su trayectoria y los precios de los alimentos, en especial los cereales, sostienen descensos modestos desde hace ya algunos trimestres, a los que se han sumado también metales y minerales (especialmente notable la caída del precio de mineral de hierro en el pasado año).

C.- Principales divisas



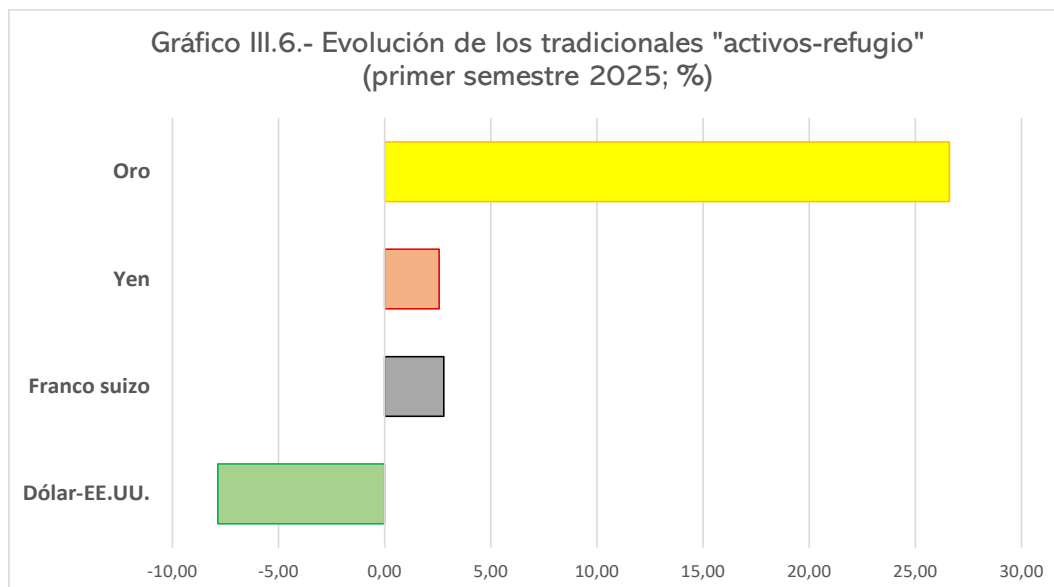
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

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.

Por el contrario, las fluctuaciones en la evolución de las principales divisas internacionales, en particular del dólar, sí están concitando mucha atención en los últimos meses. La debilidad de la divisa estadounidense en los últimos meses, a pesar de tipos de interés significativamente mayores que en el resto de las grandes economías, es remarcable, con un insólito descenso del 7% en términos efectivos (es decir, en relación con el conjunto de los socios comerciales ponderados por la importancia de los mismos) en el pasado trimestre. Las enormes dudas que suscita la trayectoria de la deuda estadounidense y el desconcierto (y la desconfianza) que genera el conjunto de las políticas económicas de la Administración Trump, se están imponiendo a la tendencia histórica al fortalecimiento del dólar en épocas de incertidumbre como la actual. Como puede observarse en el gráfico III.5., el yuan ha acompañado al dólar en los últimos meses, lo que puede atribuirse a dudas sobre el crecimiento chino bajo la presión de la escalada arancelaria trumpista, pero más bien corresponde al tutelaje estricto de las autoridades chinas sobre el comportamiento de su divisa. La apreciación del yen de pasados trimestres concluyó en el último, porque existe la convicción generalizada de que la normalización monetaria nipona va a quedar interrumpida por un tiempo (si es que se reanuda) porque también aquí existen dudas sobre cuánto puede castigar al crecimiento japonés la batalla comercial lanzada por Estados Unidos.

Por tanto, como muestra el gráfico, los últimos meses la apreciación, dentro de las grandes divisas, está concentrada en las europeas, lo que preocupa seriamente por sus consecuencias sobre la competitividad, tanto en Suiza como en la Eurozona. Mientras el

Banco Central de Suiza ha conducido, como indicábamos anteriormente, hasta cero su tipo de referencia, y no se descarta que vuelva a intervenir directamente en los mercados cambiarios para frenar la apreciación del franco, como hizo durante años de la pasada década, el Banco Central Europeo, de momento, solo ha manifestado que está poniendo especial atención a la trayectoria del euro. Cabe anticipar alguna bajada más de tipos de interés de las esperadas si esa apreciación no se revierte en los próximos meses.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; Banco Mundial.

Nota: para las tres divisas, movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) de la moneda en términos efectivos.

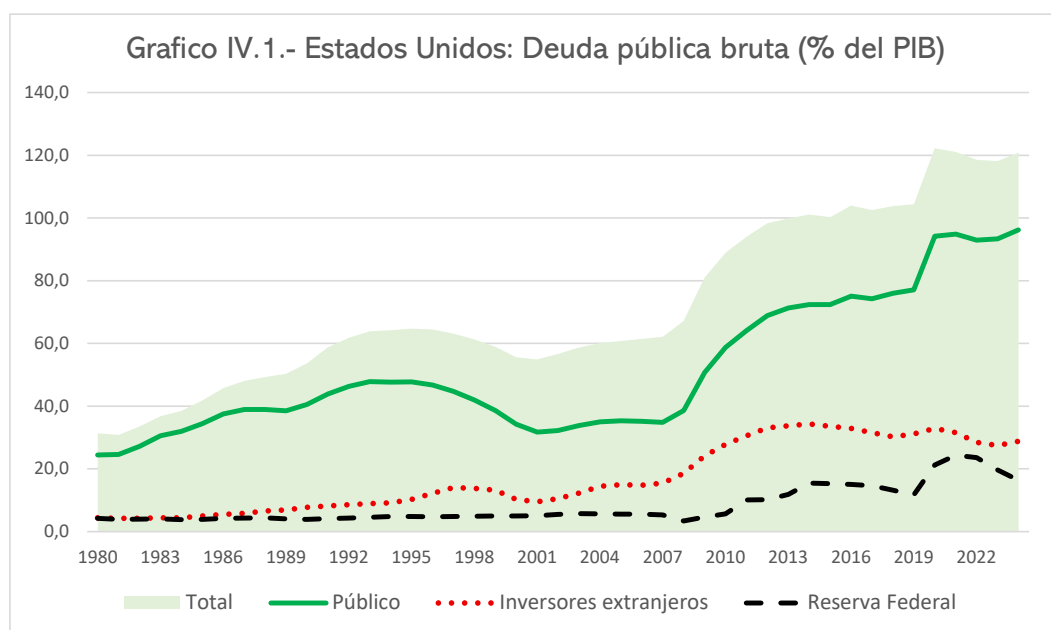
Mencionábamos antes la inusual evolución (bajista) del dólar en una época de elevada incertidumbre, período en el que los tradicionales activos-refugio, se fortalecen por la búsqueda de seguridad por parte de la mayoría de los inversores. Sin embargo, como muestra el gráfico III.6, el último semestre ha sido singular en este ámbito. El "billete verde" se ha desplomado casi un 8% en términos efectivos, por los motivos ya referidos, mientras el yen escalaba con una política monetaria a contracorriente con el resto de Occidente... hasta que, como ya hemos indicado, las expectativas de más subidas de tipos a corto plazo se han evaporado. El franco suizo sí está jugando su papel habitual con una apreciación que no ha sido mayor por los crecientes esfuerzos del Banco Central del país por revertirla. Pero donde de verdad se están escondiendo los inversores, quién lo diría en la época de la IA y la computación cuántica, es en el más viejo de los refugios, el oro. El incremento de su precio en un 27% en el primer semestre de 2025 no es sino la culminación de un aumento del 100% en los últimos dos años, alcanzando máximos históricos, superando al euro como segundo activo de reserva global (tras el dólar).

Eso sí, no conviene olvidar que escalada ha sido impulsada, en buena medida, por un buen número de Bancos Centrales del mundo emergente, que han estado adquiriendo oro a un ritmo sin precedentes, al extenderse las dudas sobre el dólar, tanto por su debilidad ligada a los desequilibrios fiscales de Estados Unidos, como por su utilización como eje de las sanciones sobre países no afines a los intereses estadounidenses.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Se aprobó la “One, Big, Beautiful Act”, con márgenes de uno y dos votos en los dos pases por la Cámara de Representantes y el de calidad del vicepresidente Vance en el Senado. La BBB ya está en marcha, con la extensión de los recortes fiscales de la primera era Trump (muy sesgados en favor de las rentas altas), un fuerte incremento en los gastos de seguridad interna y defensa, y recortes considerables, pero insuficientes para equilibrar los elementos anteriores, en protección social y asistencia sanitaria. Las expectativas de diferentes organismos e instituciones no partidistas señalan a un incremento de unos 3 billones de dólares adicionales en los próximos diez años en la deuda pública estadounidense. Esto en un momento en el que el pago de intereses de la deuda excede ya al gasto militar del país.

La Administración Trump afirma que, sumando el impulso al crecimiento procedente de los recortes fiscales a los ingresos procedentes de la escalada arancelaria en marcha frente al resto del mundo³, los números salen y no habrá aumento de deuda. Pero, la verdad, las cifras solo le cuadran al gobierno estadounidense, y los mercados financieros tienen cada vez más dudas de la sostenibilidad de la deuda pública del país, cuya trayectoria hasta máximos históricos mostramos en el gráfico IV.1.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Un nivel de deuda del 120% era inimaginable a finales del pasado siglo, cuando tanto Estados Unidos como Europa se movían en la mitad de esa cifra. Después, dos graves recesiones y la poca voluntad correctora en épocas de expansión han conducido a semejante escalada. Nótese en el gráfico que dos agentes con participación menor (o casi nula) hace tres décadas han jugado un papel decisivo en absorber el aumento de títulos del Tesoro. Primero, la intensificación de las compras de los inversores

³ Para una evaluación de estos ingresos, remitimos al lector a nuestro *Informe Trimestral de abril* de 2025, pp. 30-33.

internacionales, predominantemente asiáticos, públicos y privados, que cuadruplicaron el porcentaje de deuda pública estadounidense en su poder entre mediados de los noventa del siglo XX y mediados del pasado decenio... pero que más bien han reducido su presencia, y lo siguen haciendo, en los últimos años. Sin inversores extranjeros no es ni remotamente factible seguir colocando tanto papel del Tesoro en los mercados. De ahí el estupor causado por la sección 899 de la Ley BBB, que permitía imponer sanciones a los tenedores de deuda pública estadounidense de países con un “comportamiento fiscal injusto” con los intereses de Estados Unidos. Aunque esta parte de la BBB ha sido finalmente eliminada, no es forma de reforzar la confianza de los inversores internacionales.

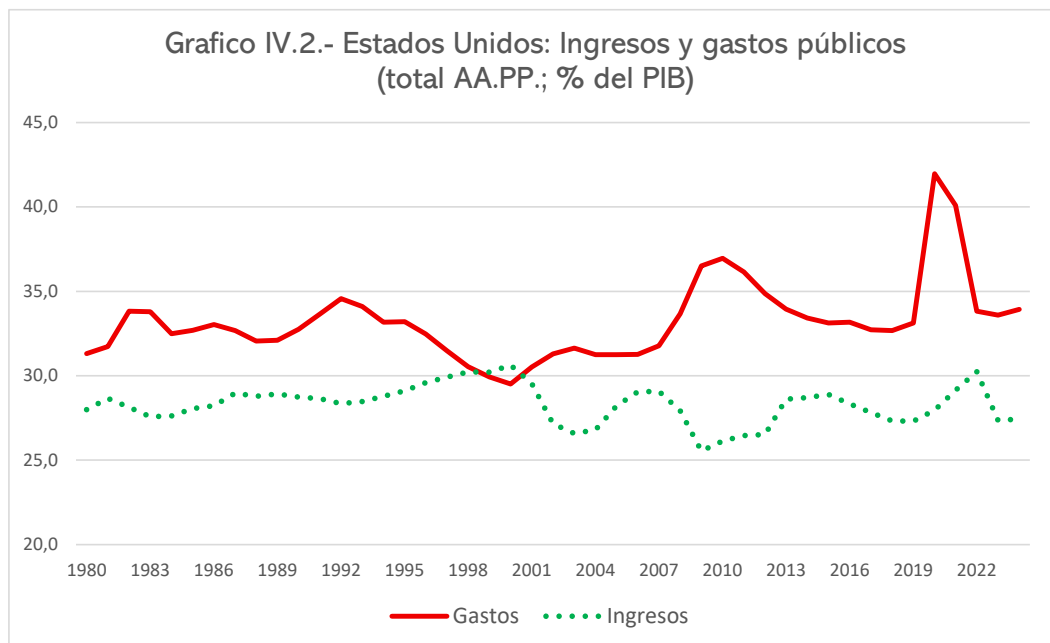
El otro gran adquiriente de deuda pública estadounidense en la última década y media ha sido, claro está, la Reserva Federal. Entre 2009 y 2021 más que quintuplicó su peso en ese mercado de deuda, en un ejercicio que la condujo a atesorar una cuarta parte de la deuda viva en el año posterior a la pandemia (lo que, por otra parte, es bastante menos que el porcentaje acumulado por el BCE o el Banco Central de Japón). Ese porcentaje cayó ocho puntos entre 2021 y 2024, primero con el freno a nuevas compras y luego con la lenta (más todavía en los últimos meses) restricción cuantitativa, es decir, la venta en el mercado de una pequeña parte de esa deuda. Existen pocas dudas de la capacidad de la Fed para volver a incrementar sus posiciones en caso de serias dificultades de financiación por parte del Tesoro. O si un nuevo presidente de la Fed, a partir de mayo de 2026 (porque ni Trump va a despedir antes - por haber sido declarado ilegal por el Tribunal Supremo, no por falta de ganas - a Jay Powell, ni éste va a dimitir) se muestra especialmente sumiso a los deseos de la Administración Trump: tipos mucho más bajos y nueva expansión cuantitativa.

Pero que pudiera hacerlo no ocultaría las serias consecuencias negativas de esas políticas para la inflación, la estabilidad de los mercados financieros, la distribución de la riqueza, el deseo de los inversores extranjeros (que todavía atesoran casi el doble de deuda estadounidense que la Fed) de mantener sus posiciones y el papel del dólar en el sistema monetario internacional. Sería, por tanto, un pantanoso terreno en el que se deslizaría la Reserva Federal.

En todo caso, como ya se observa claramente en el gráfico IV.1, no vaya a pensarse que el problema de la deuda pública en Estados Unidos nace con la BBB de Trump y el desequilibrio entre ingresos y gastos que conlleva. Para comprobarlo, nos remontamos al año 1980, con el ascenso al poder de Ronald Reagan, y, en el gráfico IV.2 recogemos los ingresos y gastos del conjunto de Administraciones Públicas desde entonces y hasta 2024⁴. Nótese la disparidad persistente entre ingresos y gastos. Los primeros no alcanzan el 30% del PIB, con la excepción del tramo final de los años noventa, cuando el fuerte crecimiento impulsado por la implementación de nuevas tecnologías (TICs) y un cierto aumento de la presión fiscal sobre las rentas altas durante el segundo mandato de Bill Clinton permitieron alcanzar ese techo. Por el contrario, los gastos, más

⁴ Las administraciones estatales y locales suelen mostrar saldos bastante equilibrados, con no más de un punto de superávit y no más de dos de déficit en prácticamente todo el período, con gastos e ingresos entre el 12% y el 15% del PIB en ambas variables. Por tanto, los desequilibrios que refleja el gráfico IV.2 corresponden a la cuentas del Gobierno Federal en su inmensa mayoría.

fluctuantes con el momento del ciclo, tienen el 30% del PIB como suelo, con un techo no solo mayor, sino creciente. De nuevo, al excepción acontece en la segunda mitad de los noventa, donde los “dividendos de la paz”, tras el desplome de la Unión Soviética, permitieron reducir sensiblemente los gastos de defensa, que volvieron a crecer tras el 11-S.

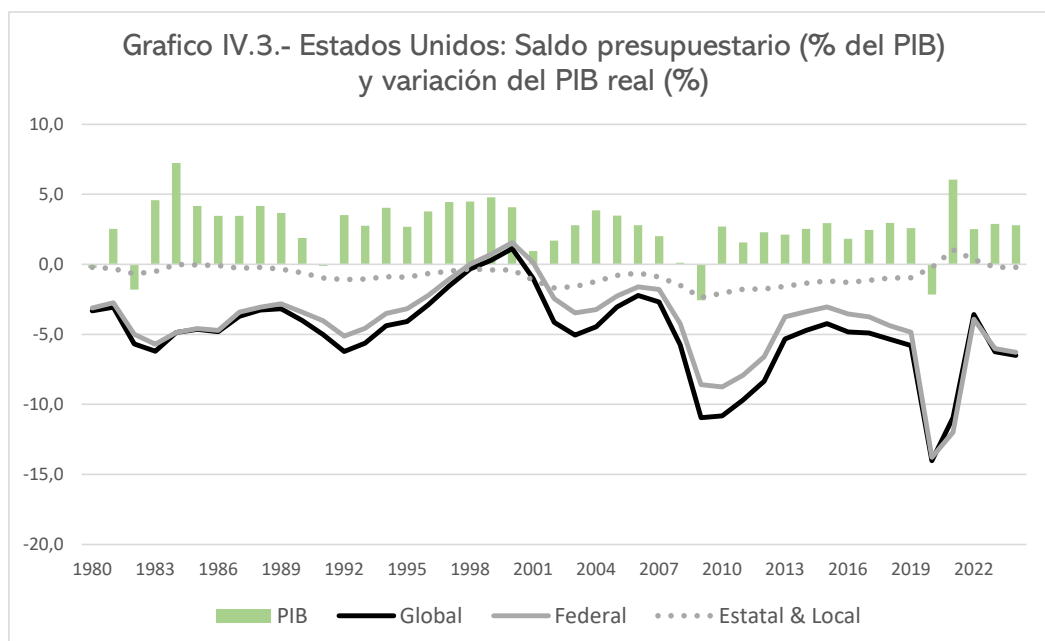


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

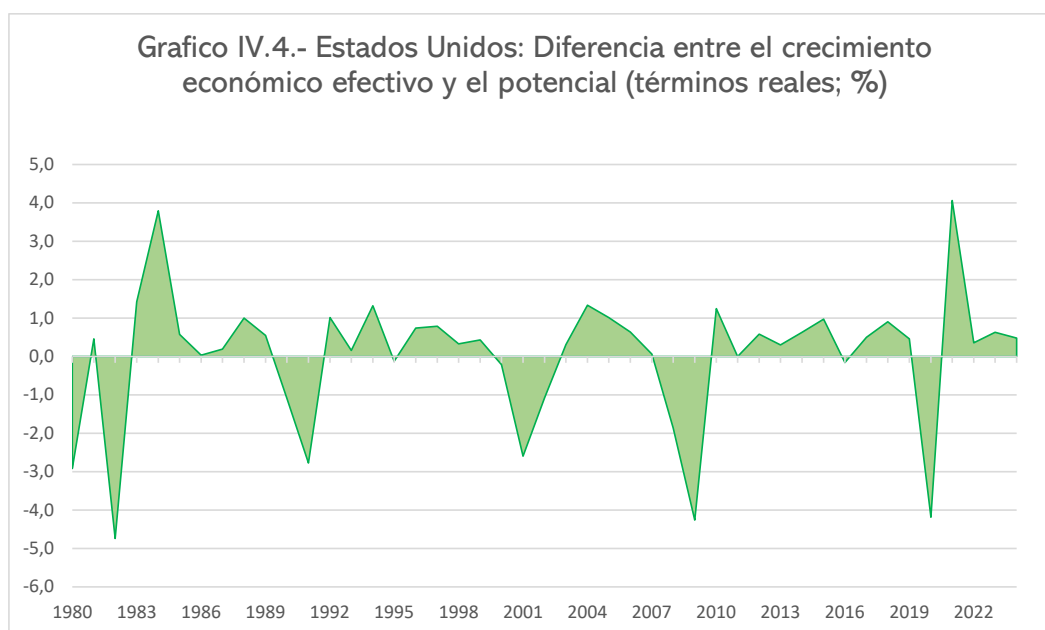
No sorprende, por tanto, que, en cuatro décadas y media, los únicos superávits públicos en Estados Unidos se limiten a los años 1999 y 2000. El gráfico IV.3 recoge esa posición presupuestaria a lo largo del tiempo, descompuesta por niveles de gobierno y cómo los déficit han sido dominantes en esa larga etapa, pese a que los períodos de recesión han sido mucho más breves que los de expansión. Incluso se han mantenido posiciones negativas (insistimos de nuevo, básicamente responsabilidad del Gobierno Federal), incluso cuando el crecimiento ha sido superior o ampliamente superior al potencial de la economía estadounidense (gráfico IV.4).

Ello no implica que no haya existido una correlación entre posiciones fiscales y ciclo económico: el resultado ha sido más favorable en períodos expansivos y más deficitario en fases recesivas (más claramente con un año de desfase, denotando el decalaje que siempre conlleva la respuesta de la política fiscal al ciclo). Pero esa correlación no ha sido suficientemente intensa, en especial cuando correspondía ahorrar y sobre todo en lo que llevamos de siglo XXI. La preferencia de los Demócratas por un mayor gasto y la de los Republicanos por unos menores impuestos nunca se ha visto compensada por decisiones en sentido opuesto, en especial desde que George W. Bush eliminó a principios del presente siglo la regla presupuestaria establecida durante el segundo mandato de Ronald Reagan, que indicaba que cualquier aumento de gasto / reducción de ingresos debía compensarse íntegramente con decisiones en sentido contrario que equilibrasen el impacto de esa medida sobre el presupuesto. En este sentido, una vez más, los recortes fiscales en el ámbito social de la BBB, más allá de su conveniencia o

justicia, son insuficientes para compensar las reducciones de impuestos y el incremento del gasto en seguridad y defensa.



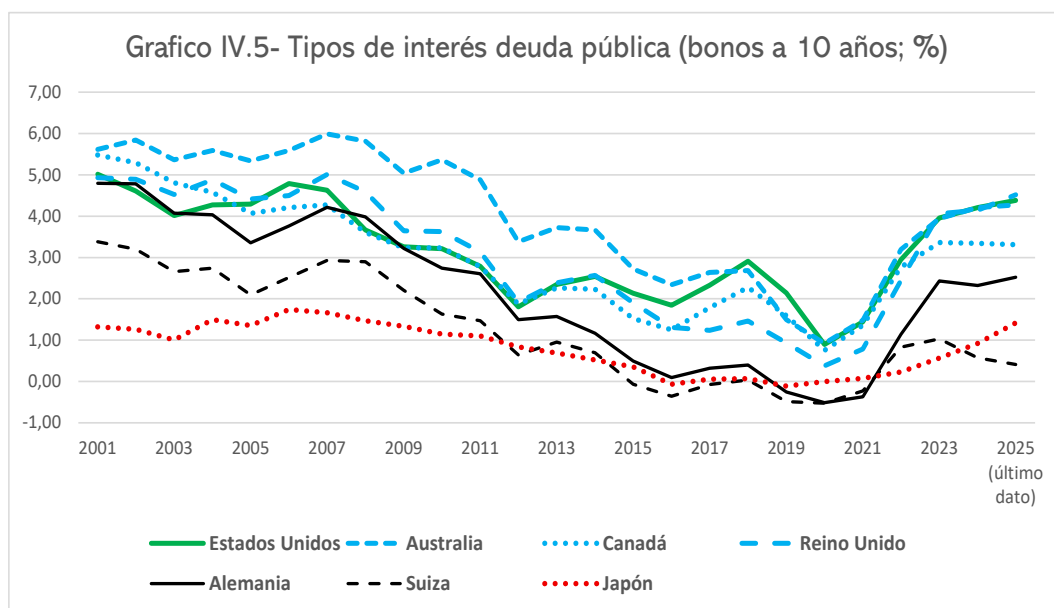
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED II).

2.- La trayectoria (y las expectativas sobre la misma) de la deuda pública estadounidense ha empezado a suscitar notable inquietud en los mercados financieros. La caída del precio de los bonos de deuda pública del país (es decir, el incremento de su tipo de interés y, con ello, del coste de financiación para el gobierno) ha sido apreciable en los últimos meses, acercándose a mínimos (el precio del bono) de las pasadas dos décadas. No obstante, deben introducirse dos matices. Primero, ese ha sido un

comportamiento generalizado entre los países occidentales (gráfico IV.5). La primera razón es que la excesiva carga de la deuda pública no es exclusiva de Estados Unidos. La segunda, la relativa normalización de la política monetaria en los países desarrollados, no solo dejando atrás el largo período de tipos de interés nulos, sino entrando en una etapa de (lenta) restricción cuantitativa, o sea, de reducción del tamaño del balance de los Bancos Centrales, con menores volúmenes de deuda pública (y privada) en los mismos. La tercera, la intensa incertidumbre sobre la inmediata situación económica y geopolítica. Cuando la deuda pública está en niveles moderados y los tipos de interés de nuevo en cero (véase el caso de Suiza), el coste de aquella sigue bordeando el cero.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

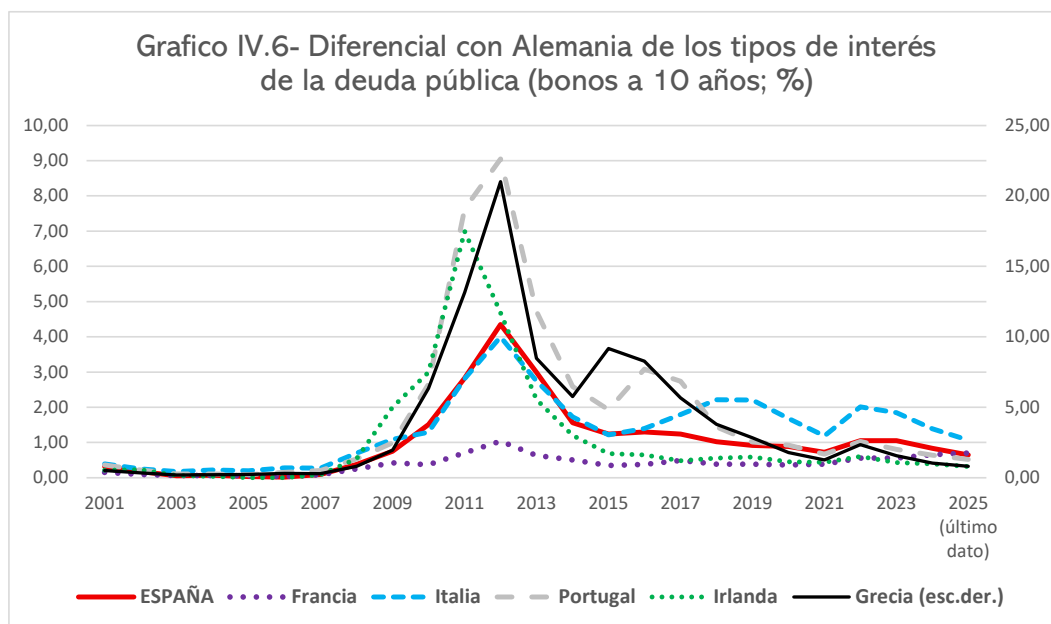
El segundo matiz es que, al menos de momento, el coste actual de la deuda pública está por debajo del vigente en el período expansivo de principios de siglo, siendo este un período en el que tampoco cabe hablar de tipos inasumibles. En realidad, resultaba inevitable (y positivo) una cierta normalización en el coste de la deuda pública de los países occidentales, en particular pero no solo en Europa, tras una larga década en la que el mismo fue básicamente eliminado (cuando no situado por debajo de cero, incluso para títulos emitidos a 30 años, en países como Alemania o Suiza) por la intervención masiva de todos los Bancos Centrales de esos países, tan necesaria al principio como desmedida en volumen y extensión con posterioridad. Resulta saludable que los gobiernos vuelvan a pagar a los inversores por recibir su financiación

Por tanto, no se trata tanto de entrar en un alarmismo exagerado respecto a la deuda pública estadounidense, pero sí de recordar que, no solo allí sino en buena parte de Occidente, la situación de las finanzas públicas es muy poco halagüeña: los niveles de deuda actuales son excesivos, y las perspectivas futuras de ingresos y gastos no parecen orientarse hacia el equilibrio.

3.- Un detalle que no pasa desapercibido, en especial en el sur de Europa, en este ámbito del coste de la financiación pública, es cómo se ha revertido el diferencial sufrido por la periferia de la Eurozona respecto al bastión de la misma, Alemania, desde la crisis

iniciada en la primavera de 2010, que afectó inicialmente a la deuda griega y se extendió posteriormente al conjunto de esa periferia. Aunque los spreads actuales aún distan de los (injustificablemente) bajos de finales de la primera década del siglo, cuando España, Italia, Portugal y Grecia se financiaban apenas una o dos décimas más caro que Alemania ¡a diez años!, sí se ha producido una ostensible convergencia.

El inicio de la misma, qué duda cabe, debe agradecerse al Banco Central Europeo, y a su entonces presidente, Mario Draghi. Después, las reformas, en especial de lusos y griegos, costosas y reticentes, pero significativas en algunos ámbitos, contribuyeron a proseguir con la reducción. La falta de rigor presupuestario en algunos países centrales, como Francia, también ha ayudado a contraer los diferenciales. Finalmente, en los últimos meses, y aunque la lectura es mayoritariamente positiva, anticipando mayor crecimiento alemán en el futuro y, por tanto, tipos de interés más altos, el encarecimiento de la deuda alemana ante los programas de gasto y tolerancia al déficit del nuevo gobierno teutón, ha terminado por conducir a spreads tan reducidos que algunos analistas comienzan a pensar en que los mercados están de nuevo sobreactuando en esa contracción del diferencial en el coste de la deuda centro-periferia, dadas las serias carencias estructurales que persisten en los países del sur de Europa.

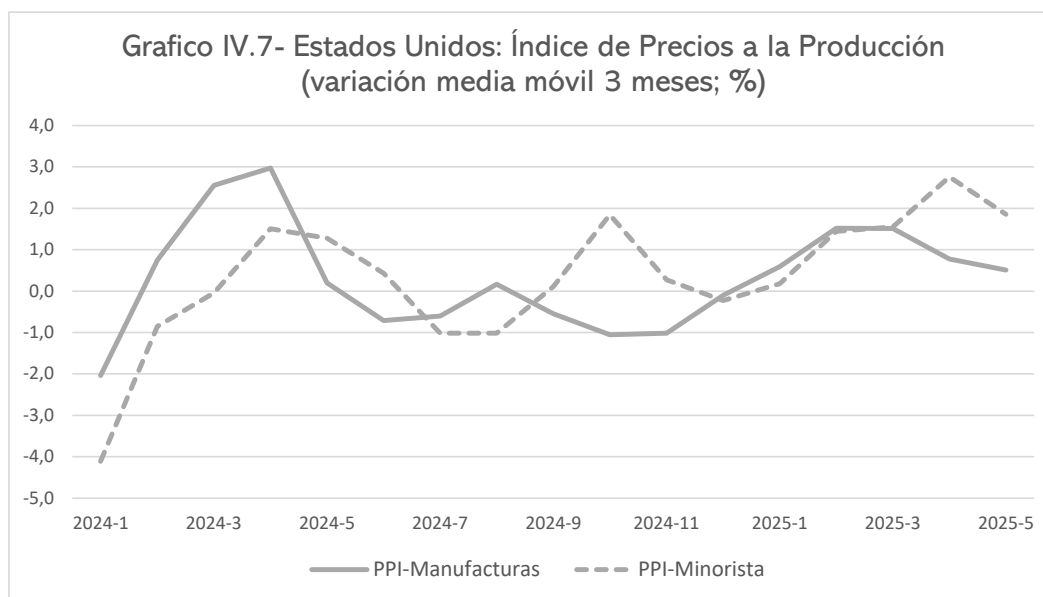


Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

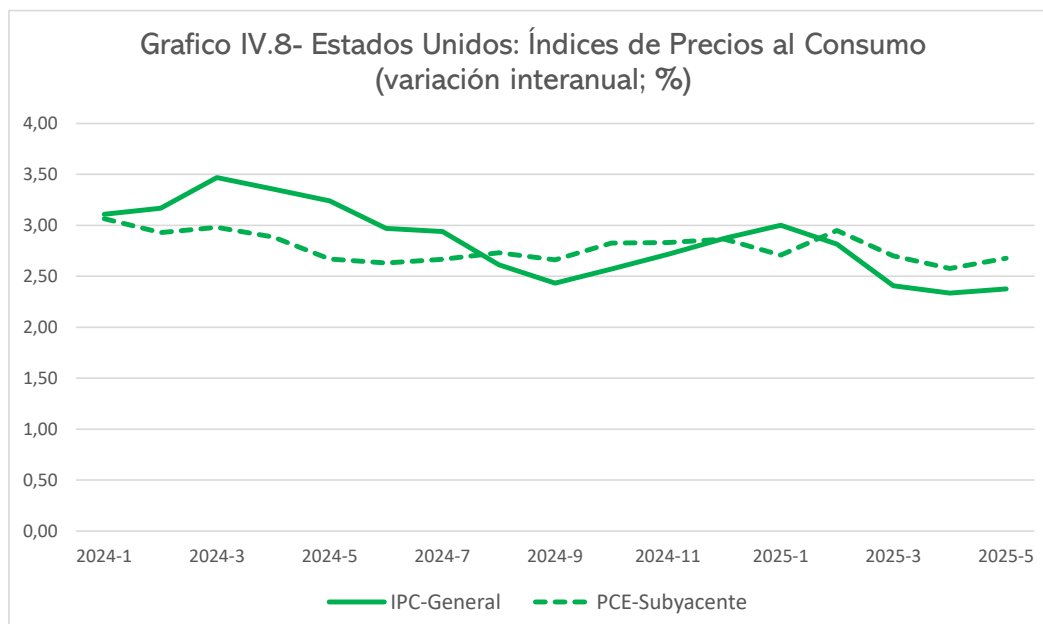
En todo caso, aunque solo sea como detalle, en el primer semestre de 2025, España y Portugal, en promedio, se han financiado a *menor* coste que Francia. Posiblemente sea más demérito galo que mérito ibérico, pero ahí queda el dato.

4.- Dejamos los (des)equilibrios fiscales y sus costes, y nos centramos en esta *Clave* en una de las consecuencias anticipadas de la escalada arancelaria de Donald Trump: el incremento de la inflación en Estados Unidos. Los bienes importados que continúan entrando en el país son más caros, la producción estadounidense que pueda sustituir las importaciones también lo es (por ello se compraba fuera antes de los aranceles) y la

propia producción estadounidense se ve igualmente afectada por el incremento del coste de los inputs comprados en el exterior. A menos que los aranceles deprimiesen mucho la demanda causando una recesión (circunstancia improbable en una economía relativamente cerrada, como lo es la de Estados Unidos) debíamos percibir tensiones inflacionistas. Probablemente, pero no todavía, como revelan los gráficos IV.6 y IV.7. Y eso complica la labor de la Fed, haciendo difícil mantener los tipos si no se materializan tales tensiones.



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

En el primero de los gráficos mostramos la evolución de los precios al nivel de la producción, para manufacturas y comercio minorista. Aunque puede percibirse una sutil

tendencia al alza, la tasa de inflación sigue sin superar el 2%. Cuando nos movemos al nivel del consumo (gráfico IV.8), la progresiva reducción de los años 2023 y 2024 se ha estancado, todavía por encima de ese valor deseado por la Fed 2%, algo más de medio punto en su indicador preferido (el *Personal Consumption Expenditure* subyacente, más estable que el clásico IPC). Pero, desde luego, tampoco se observan repuntes en estos índices. ¿Por qué? Desde luego, en la visión trumpista, porque los aranceles “se los comen” productores, importadores y transportistas, y no llegan al consumidor final. Posible, pero improbable. El autor apostaría por otros factores: primero, se está vendiendo y produciendo con stocks acumulados (mayores de lo normal, dado lo que se anticipaba) antes del infausto “día de la liberación” y el inicio de la escalada arancelaria; segundo, las empresas están absorbiendo en sus márgenes el coste de los aranceles, solo en el corto plazo (Walmart estuvo, para enfado de Trump, entre las primeras compañías en hacer público que tal comportamiento no se mantendría mucho más); tercero, todavía con aranceles moderados en muchos productos y numerosas excepciones afectando a otros tantos, en una economía donde las importaciones son solo el 14% del PIB, realmente no se podía esperar un traslado perceptible a los precios internos.

Todo lo anterior implica temporalidad. Veremos los precios flexionar al alza en Estados Unidos, en especial si la Fed, como es probable, reduce los tipos de interés en varias ocasiones en la segunda mitad del presente año. Pero tampoco esperen graves tensiones inflacionistas en una economía como la estadounidense cuando por fin los aranceles queden en el nivel deseado por Trump para cada socio comercial.

5.- ¿5% del PIB destinado al gasto en seguridad y defensa? ¿Existe alguna lógica más que la pura arbitrariedad para establecer esta cifra como objetivo para los países de la OTAN, y, más genéricamente, para los socios de Estados Unidos? Comencemos por establecer algunas realidades que, ciertamente, sostienen las exigencias de la Administración Trump en este ámbito. Primero, Estados Unidos ha estado soportando una fracción desproporcionada del coste económico del mantenimiento de la seguridad de los países occidentales y del orden geopolítico internacional. Aunque, claro está, todo ello fue perfilado por sucesivos gobiernos estadounidenses y el país se ha beneficiado de ese orden durante décadas, lo que explica su disposición, hasta ahora, a asumir esa parte excesiva de la carga. Segundo, el escenario geopolítico actual convierte en ridícula la posición de países que han estado destinando poco más del 1% del PIB a seguridad y defensa. Tercero, el concepto de gasto en seguridad se ha ampliado a mucho más que máquinas y municiones, tradicionales o de llegada reciente al campo de batalla (drones); debe incluirse la ciberseguridad, el control de actividades ilegales en mares y océanos, la vigilancia sobre “estados fallidos” en los que se van gestando movimientos hostiles a los países democráticos, las migraciones masivas o la potencial extensión de las versiones menos sofisticadas, pero no por ello no letales, de las armas de destrucción masiva.

Señalado lo anterior, la Tabla IV.1 nos revela que el 5% es una cifra a la que no se aproxima ningún país occidental (ni del centro, sur y este de Asia) desde los años ochenta, con la Guerra Fría en su tramo final. Solamente algunas potencias en Oriente

Medio han mantenido un gasto militar superior a esa cifra, e incluso allí en la mayor parte de ellas, como revelan los casos de Turquía, Irán o Egipto, la tendencia ha sido claramente a la baja.

Tabla II.1. Gasto de defensa (promedios anuales; % del PIB)

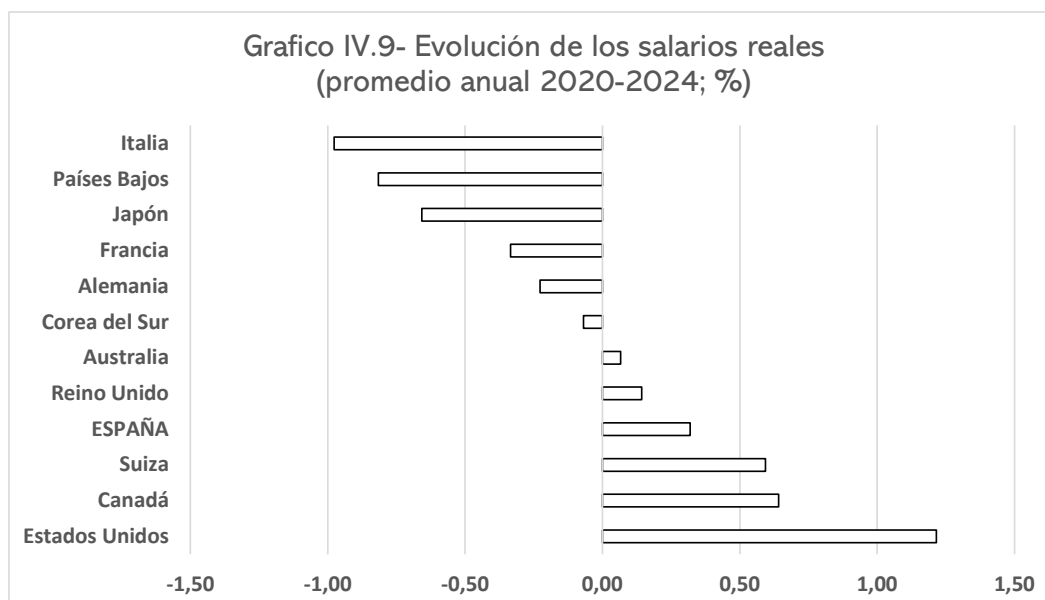
PAÍS	1981-1990	1991-2000	2001-2010	2011-2020	2021-2023
Polonia	2,79%	2,12%	1,88%	1,92%	2,65%
Francia	3,09%	2,50%	2,03%	1,88%	1,97%
Italia	1,98%	1,68%	1,62%	1,37%	1,68%
ESPAÑA	2,65%	1,91%	1,45%	1,28%	1,42%
Alemania	2,82%	1,58%	1,26%	1,19%	1,40%
Suiza	1,66%	1,32%	0,86%	0,67%	0,71%
Rusia	n.d.	3,81%	3,44%	4,08%	4,58%
Corea del Sur	5,09%	3,07%	2,44%	2,50%	2,80%
India	3,56%	2,72%	2,80%	2,58%	2,52%
China	2,45%	1,88%	1,89%	1,72%	1,66%
Japón	0,95%	0,93%	0,92%	0,95%	1,08%
Estados Unidos	6,21%	3,98%	3,91%	3,88%	3,44%
Reino Unido	4,86%	3,11%	2,46%	2,19%	2,14%
Australia	2,34%	2,02%	1,84%	1,85%	1,96%
Canadá	2,00%	1,55%	1,16%	1,18%	1,29%
Arabia Saudita	15,94%	11,26%	8,96%	9,18%	7,38%
Israel	15,94%	9,42%	6,35%	5,52%	5,01%
Irán	6,18%	2,20%	2,74%	2,41%	2,13%
Turquía	3,58%	3,87%	2,87%	2,12%	1,76%
Egipto	6,52%	2,98%	2,62%	1,52%	1,01%

Fuente: elaboración propia. Datos: SIPRI.

Para favorecer una mejor acogida del incremento del esfuerzo en seguridad, sobre todo en países que no se sienten directamente amenazados por otro estado, uno sugeriría la siguiente combinación: un aumento del gasto de defensa hasta el 2.5-3% en lo que tradicionalmente se entiende como tal ("tanques y munición"), con un 1-1.5% adicional orientado hacia esas nuevas exigencias, desde la ciberseguridad a la gestión de la inestabilidad en espacios en desarrollo. Segundo, una explicación suficiente e inteligente de la pertinencia de este esfuerzo. Tercero, éste debe ir ineludiblemente ligado al desarrollo de las tecnologías y la capacidad productiva (manufacturera) propias en los países que realizan el gasto (aumentar drásticamente el gasto militar para comprar en Estados Unidos solo sería satisfactorio para la Administración Trump y las compañías de defensa del país). Cuarto, no puede vincularse este cambio esencial respecto a la disminución tendencial en el gasto militar que revela la Tabla IV.1 con la respuesta solo a uno o dos países; la inestabilidad en muchas zonas del mundo debe estar también presente en el debate. Al sur de Europa, por ejemplo, le preocupa, con toda lógica, mucho más el desarrollo de movimientos radicales, los estados fallidos y las migraciones masivas en y desde África que una imposible de interiorizar amenaza rusa.

Sinceramente, el principio del 5% porque lo dice Trump no va a llegar muy lejos, más allá del asentimiento inicial para quedar bien con el irascible presidente estadounidense.

6.- Breve parada en uno de los temas que hemos seguido con regularidad en nuestros *Informes Trimestrales*. Después de la sucesión de shocks adversos acaecidos desde 2020, de la combinación de políticas macroeconómicas ultra expansivas más intensa que se ha implementado nunca en respuesta a esos shocks, de la inflación descontrolada del período 2021-2023 y de la respuesta, groseramente tardía aunque contundente, de los Bancos Centrales a ese desanclaje de los precios, ¿cómo ha quedado el poder adquisitivo de los trabajadores en Occidente? ¿Han primado los aspectos adversos o los favorables? El gráfico IV.9 nos da la respuesta, a finales de 2024, para una selección de economías desarrolladas.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Como puede comprobarse, el resultado es mixto. El mayor crecimiento de los salarios reales ha tenido lugar en Estados Unidos, única economía con una ganancia de poder adquisitivo de más del 1% anual, fruto de un mayor crecimiento del PIB (en no poca medida, por la descomunal inyección fiscal de los gobiernos de Trump-I y Biden) y de un mercado laboral con serios problemas de escasez de oferta (ya antes de cualquier persecución de los inmigrantes). En general, el mundo anglosajón, junto a Suiza, sigue a Estados Unidos en ese aumento de los salarios reales, mientras en Europa continental y Asia desarrollada todavía la pérdida de poder adquisitivo en el pasado cuatrienio es un hecho, en parte por unas escaladas de precios superiores en 2022 y 2023 (coste de la energía) a las sufridas por sus contrapartes anglosajonas, y en parte por la priorización al mantenimiento del empleo respecto al aumento salarial que es más habitual en esos países. Puede percibirse que España, aunque con apenas un tercio de punto porcentual por año, es una excepción entre las principales economías europeas, gracias a un mayor

crecimiento económico (por desgracia, en absoluto asistido por una mejora de la productividad, lo que augura problemas en el horizonte).

En realidad, con mercados laborales que presentan las menores tasas de desempleo en décadas, y donde los problemas se centran cada vez más en la adecuación de la oferta y la demanda, por las diferentes cualificaciones y capacidades que los trabajadores ponen en el mercado y las que las empresas persiguen en el mismo, el crecimiento en sectores de vanguardia será el que determine si se puede dinamizar o no el comportamiento de los salarios reales. Ahora mismo, las dudas en este sentido son muy considerables en prácticamente todo Occidente.

7.- Sin datos fiables no podemos realizar nuestro trabajo. Ni analistas de coyuntura, ni operadores en los mercados, ni economistas académicos, ni instituciones, incluyendo los Bancos Centrales, ni decisores políticos en los gobiernos. Y los problemas en la construcción de estadísticas fiables se están multiplicando.

Siempre ha sido un reto adaptarse a los cambios que, en pro de una mejor calidad de la información, los expertos de los servicios de estadísticas nacionales e internacionales introducen en las series que facilitan al público. Por ejemplo, cuando en 2013 el Internacional Comparison Program del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, en su esfuerzo por mejorar el cálculo de la Paridad del Poder Adquisitivo en la comparación entre países y por recoger mejor las actividades del sector servicios en el mundo emergente, incrementó de la noche a la mañana en un 20% el PIB de China, en un 34% el de India y en un ¡80%! el de Nigeria, por ejemplo, ello obligó a un replanteamiento considerable de numerosos análisis y evaluaciones de situación, en especial en términos comparados. Todo sea por una mejor calidad de los datos.

Pero de lo que hablamos ahora es justo de lo contrario. Menor disponibilidad de datos, y de inferior calidad. Desde luego, las series basadas en el contacto directo con la población mediante encuestas llevan tiempo sufriendo unas tasas de respuestas que introducen dudas sobre su fiabilidad. Es llamativo que el Servicio de Estadísticas del Reino Unido, tras un considerable esfuerzo por mejorar los datos sobre un ámbito tan esencial como el mercado laboral, considere un éxito una tasa de respuesta del 35% en la primera oleada con la nueva metodología... y un 14% en la quinta.

Aún más determinante que las de trabajo, de hecho la básica para la comprensión de cualquier economía, es la contabilización de la población. Pero son diversos los organismos y expertos que inciden en los crecientes problemas para la realización de los censos, que se retrasan en el tiempo, son realizados con un volumen insuficiente de recursos económicos y humanos y/o no son capaces de incluir a una población reticente (por motivos de tipo legal o por desconfianza) a siquiera hacer constar su presencia en el país.

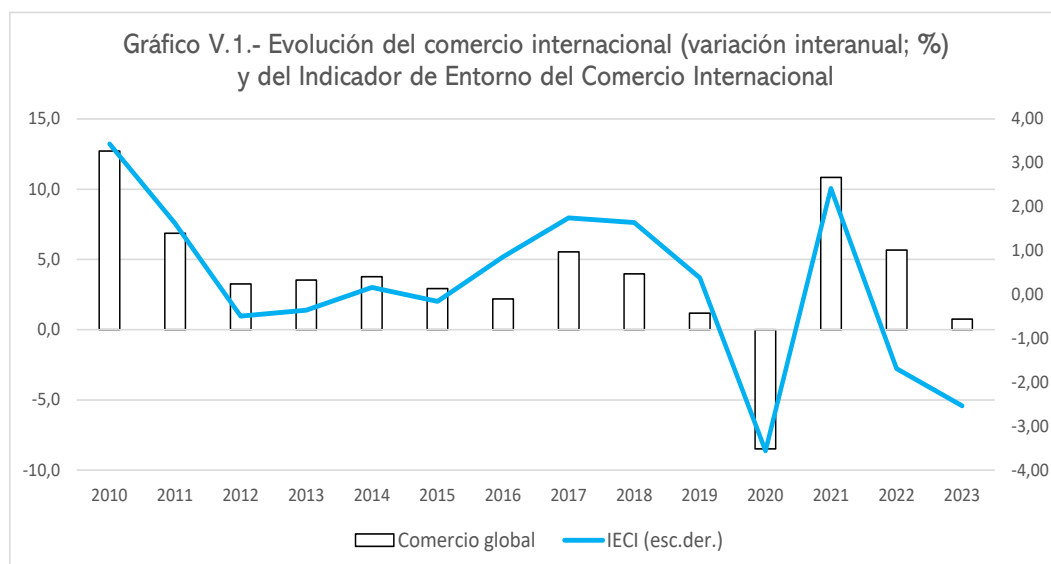
Adicionalmente, han existido siempre gobiernos que falsean los datos, suspenden la publicación de las series que no se mueven en el sentido deseado o se consideran “sensibles” (China y Rusia se están mostrando crecientemente activas en ese sentido) o asfixian con una insuficiente provisión de recursos a sus servicios de estadística. La

alarma se acentúa porque la Administración Trump se ha lanzado a tumba abierta por esta vía: reducción de personal y desaparición de series estadísticas (hasta el punto de que grupos privados están salvando toda la información posible para mantenerla disponible, aunque obviamente no podrán actualizarla) en el que, hasta ahora, era el paraíso de la información macro y microeconómicas constituyen un problema quizás con menos consecuencias vitales pero no menos relevante a medio y largo plazo que otros mucho más publicitados ligados a la actuación del nuevo gobierno estadounidense.

En fin, por el bien de todos esperemos que los gobiernos que están avanzando en esta pésima dirección reviertan el paso, y todos sustenten con los recursos necesarios las agencias estadísticas y la puesta a disposición de toda persona e institución interesadas los datos recopilados. El coste de todo ello es mucho menor que el de tomar decisiones basadas en información de calidad deficiente y/o volumen insuficiente.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Concluimos en el presente *Informe* el ejercicio desarrollado a lo largo del último año en esta sección. Nuestro Indicador de Entorno del Comercio Internacional (IECI), presentado de manera pormenorizada en octubre de 2024 nos ha permitido encontrar algunas claves para entender la trayectoria del comercio global, más allá de su evidente e inmediata dependencia del crecimiento económico. Una vez completado en el presente *Informe* el período objeto de estudio (2008-2023) podremos realizar algunas precisiones al decalaje temporal con el que las cinco dimensiones del IECI afectan en mayor medida a los datos de comercio internacional⁵. Antes de recordar algunos puntos críticos señalados en las fases anteriores de este trabajo, de introducir los matices necesarios al incorporar el período de la pandemia y la recuperación de la misma, y de mostrar de manera más minuciosa los resultados correspondientes a estos últimos años, el gráfico V.1 muestra con nitidez la elevada correlación (0.83) entre el IECI y la evolución efectiva del comercio internacional.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: FMI.

En síntesis, el índice IECI recoge cinco dimensiones que, de manera inmediata o con una perspectiva más de medio plazo, influyen de manera significativa en la trayectoria del comercio internacional. Estas cinco dimensiones son, además del propio crecimiento de la economía mundial, la estabilidad de precios, la incertidumbre (económica y global), el grado proteccionismo y la calidad institucional. Mientras la dimensión del crecimiento está configurada por una única variable, el resto lo están por dos o tres indicadores individuales⁶. 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

⁵ Hacemos referencia con ello a las cifras globales de comercio, no a las específicas de un país o de las transacciones bilaterales.

⁶ El lector interesado puede encontrar todos los detalles sobre las variables en el *Informe Trimestral de octubre de 2024*.

las dos o tres empleadas en ese componente de nuestro indicador de entorno del comercio.

La relación entre los cinco componentes del IECl y la variable objetivo del análisis (el comercio mundial agregado), es previsiblemente distinta en signo y decalaje temporal. Una vez incorporados los datos de la década y media que abarca nuestro análisis, comprobamos que la dimensión del crecimiento afecta de manera positiva, simultánea (es decir, en el mismo año) y extremadamente significativa 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, período razonable para que las consecuencias de la evolución de estos obstáculos al comercio afecten a éste.

La dimensión relativa a la calidad institucional muestra 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. Eso sí, la correlación es modesta y el período de máximo impacto relativamente largo, aunque es razonable en la medida en que se corresponde con el 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 entre incertidumbre y comercio se produce con un desfase temporal bastante dispar según subperíodos, alcanzando justo en el último (2020-2023) su nivel máximo y de manera simultánea. Parece que cuando la incertidumbre se sitúa en valores muy elevados y/o fluctúa muy marcadamente (como ocurre en el año de la pandemia y los posteriores), su efecto sobre el comercio internacional es intenso e inmediato. Por el contrario, al menos según nuestro análisis (que, recordemos, incorpora variables que se refieren a la incertidumbre en las cadenas de suministro, en la economía y en la geopolítica), niveles más moderados de esa incertidumbre afectan de forma limitada y no muy definida temporalmente a los flujos comerciales.

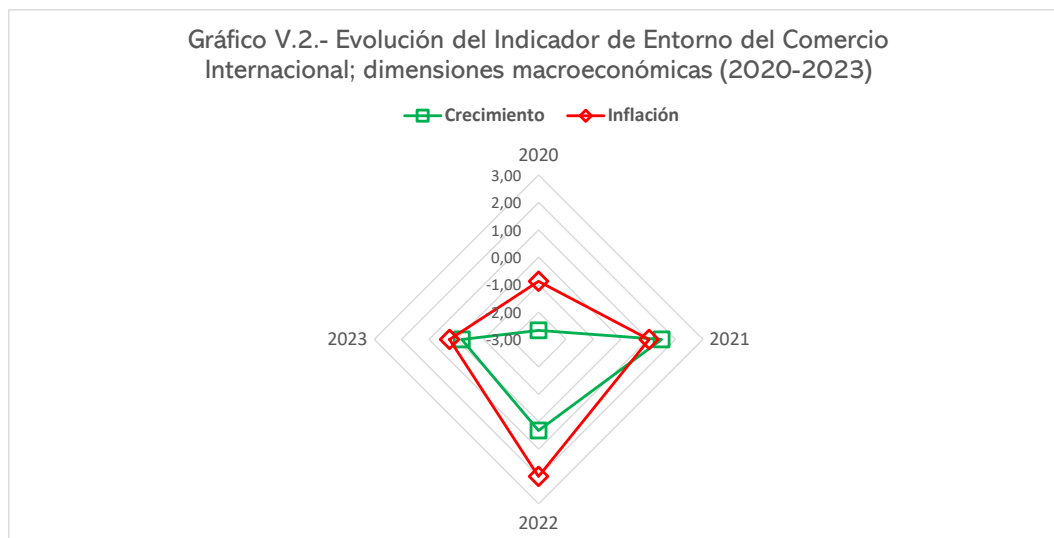
Tabla V.1. Dimensiones del IECl, y su desviación en los últimos años respecto a la media del período 2008-2023

	2020	2021	2022	2023
Crecimiento	-	+	+	-
Precios	-	+	+	+
Incertidumbre	+	+	+	=
Proteccionismo	+	+	+	-
Calidad institucional	+	+	-	-
COMERCIO MUNDIAL	-	+	+	-

Fuente: elaboración propia.

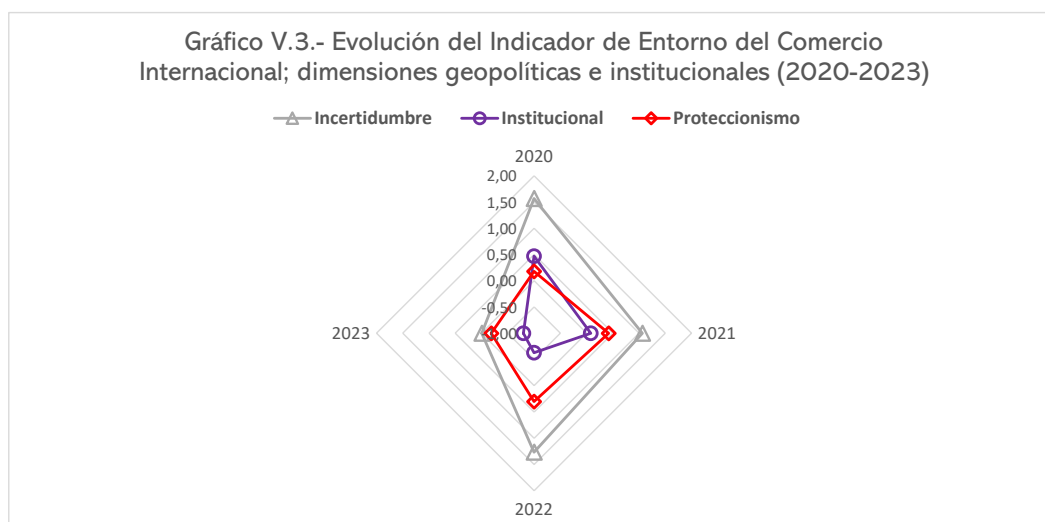
Nota: establecemos un signo +/- para desviaciones en el año considerado superiores/inferiores a 0.05 respecto a la media (por construcción, 0 para cada una de las dimensiones) al conjunto de período 2008-2023. En caso de una desviación inferior, se denota como =. Para el comercio mundial, empleamos un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

Actualizada la conexión que hemos establecido para el conjunto del período entre las cinco dimensiones del IECI y el comercio mundial, mostramos los resultados específicos para el período 2020-2023. Primero, 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 2008-2023, para esos cuatro años⁷.



Fuente: elaboración propia.

A continuación, los gráficos V.2 y V.3 muestran con más detalle lo acaecido durante el subperíodo 2020-2023 en las cinco dimensiones del IECI y en el comercio internacional, incorporando el comportamiento de esos cinco componentes (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 2008-2023) cuanto más alejado se encuentra del centro del hexágono, en el que cada año considerado ocupa uno de sus

⁷ En los *Informes de enero y abril de 2025* se realiza el mismo ejercicio para los doce años precedentes.

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.

Inevitablemente, el año 2020, en el que estalla la pandemia ligada a la COVID-19, ofrece valores extremos, en la totalidad de la década y media que comprende nuestro análisis en dos de las cinco dimensiones del IECI; por una parte (ver gráfico V.2), el peor dato de crecimiento económico en esta década y media (en realidad, desde la Segunda Guerra Mundial); por otro, el mayor nivel de incertidumbre (gráfico V.3), igualmente en todo el período. El grado de proteccionismo, por su fuera poco, también detrae al comercio en este ejercicio, fruto de los efectos de la escalada de medidas negativas del final del primer período Trump. Aunque el comportamiento de las instituciones y la estabilidad de precios, contribuyen positivamente en este año, los tres factores restantes, dos presentando los mencionados valores extremos, conducen al IECI (gráfico V.1) al valor, con mucho, más bajo de los 16 años, en correspondencia con la evolución del comercio internacional, que se desplomó un 8.5% en 2020.

La intensa recuperación del crecimiento económico en 2021, fruto del éxito científico en el desarrollo y provisión de vacunas, de la colosal contribución de las políticas macroeconómicas y de la agilidad demostrada por sectores claves en la producción y el transporte globales (todo ello más cierto en Occidente y en ciertas economías avanzadas del este de Asia que en el resto del mundo) se trasladaría a un espectacular rebote del comercio (avanza un 10.8 % en el año), incluso si contribuciones adicionales. Pero, además, aunque la incertidumbre se mantiene muy por encima de la media del período, se reduce algo respecto al año anterior, la baja inflación de 2020 aún impulsa el comercio, el proteccionismo se toma un respiro (recordemos, como la estabilidad de precios, incidiendo sobre los flujos comerciales con un año de decalaje) y la calidad institucional sigue por encima de la media del período analizado.

La mayor parte de componentes del IECI se deterioran en el bienio 2022-2023. Desde luego, el que lo hace en mayor medida (ya desde mediados del año precedente) es la estabilidad de precios, que muestra los peores resultados de todo el período. Los shocks de oferta (pandemia, invasión de Ucrania, reajustes de las cadenas de suministro globales), la desmesurada respuesta de las políticas macroeconómicas a la pandemia y la exasperante lentitud en el cambio de ciclo de la política monetaria provocaron las mayores tasas de inflación en medio siglo en la economía mundial, en especial en Occidente, dañando el comercio. Un progresivo regreso del proteccionismo y el empeoramiento de la calidad institucional (muy marcado en el principio de la presente década según las tres variables que configuran esta dimensión del IECI) no ayudan tampoco a sostener los flujos comerciales. Aunque la incertidumbre global se va alejando de los máximos alcanzados en 2020, su capacidad para equilibrar el resto de los factores es limitada, porque, además, dista de retornar a los valores más bajos de nuestro período de análisis. Así, el crecimiento del comercio se reduce a la mitad en 2022 respecto a 2021, a pesar de que las políticas expansivas de muchos gobiernos aún sostuvieron un crecimiento del PIB global algo superior a la media del período 2008-2023. Cuando el radical cambio del ciclo de la política monetaria se sumó a la retirada de los apoyos fiscales y a la confirmación de los problemas estructurales (el más relevante, el estancamiento en el avance de la productividad) que han ido limitando el crecimiento

potencial de la economía mundial, el comercio mundial no podía sino sufrir seriamente, y así lo muestran tanto nuestro IECI como el dato efectivo de aumento del mismo en 2023, un minúsculo 0.8%, el peor dato de la serie, con excepción de los valles provocados por la Gran Recesión (en 2009) y la pandemia (en 2020).

Cerramos aquí este ejercicio en cuatro fases en el que hemos vinculado, con una razonablemente elevada capacidad explicativa, la evolución del comercio global con los componentes del Indicador de Entorno del Comercio Internacional aquí construido. Quizás podamos revisitar este ejercicio cuando el tiempo transcurrido nos permita incorporar más años al período analizado.