

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Octubre-2025



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

INTRODUCCIÓN

Durante los primeros meses de la presidencia de Donald Trump, la economía mundial (en realidad, las relaciones internacionales en su conjunto) han estado condicionadas especialmente por la escalada arancelaria, de ida y vuelta, intensificación y retroceso, lanzada por el máximo mandatario de Estados Unidos. En realidad, este interminable proceso sigue consumiendo episodios cual serie televisiva que se precie (de no demasiada calidad y menos fundamento, para ser sincero), incluyendo, en el momento de redactar estas páginas, el último paquete de medidas y amenazas de represalias entre Estados Unidos y China. Además, como no podía ser de otra forma, pese al empecinamiento de los partidarios del proteccionismo en defender lo contrario, la economía estadounidense va padeciendo de manera progresiva los costes de la mencionada escalada, desde los problemas para determinadas industrias, incluyendo la del automóvil, al encarecimiento de los precios al consumo.

Sin embargo, el último trimestre ha sido testigo de un cambio del foco de interés (aunque no son temas nuevos y ya los hemos apuntado en *Informes Trimestrales* anteriores) hacia la necesidad (o no) de modificar los objetivos y el funcionamiento de la Reserva Federal, por una parte, y hacia el deterioro en el mercado laboral estadounidense, por otro. Dedicamos nuestro *Foco de Atención* al primero de estos temas, recuperando, por cierto, algunas de las reflexiones que realizamos en esa misma sección en el ahora ya lejano primer *Informe Trimestral de Julio de 2022*. Posteriormente, en nuestras siete *Claves del Trimestre* revisaremos la trayectoria de ese mercado de trabajo de Estados Unidos desde la pandemia. Por cierto, recordarán nuestros lectores que cerrábamos esa sección de las *Claves* hace tres meses clamando por el reconocimiento de la importancia de invertir en la generación de estadísticas económicas fiables, además de respetar la independencia de los organismos que las calculan. Triste resulta que, precisamente en Estados Unidos, y afectando no solo pero especialmente al seguimiento de la situación del mercado laboral en un momento de notable interés, se haya producido la absurda destitución por parte de Trump de la máxima responsable del Bureau of Labor Statistics, Erika McEntafer. La acusación sin sustento (presunta manipulación de los datos revisados de empleo en contra de la actual Administración), el despido sin respetar trámite alguno y la chapucera elección de un candidato carente de cualificación que el propio Trump ha retirado, establece un sombra a sumar a la parálisis que el “cierre del gobierno” ha generado entre las instituciones estadísticas del país.

También reflexionaremos en nuestras *Claves del Trimestre* sobre la economía china y sus dificultades de oferta y de demanda para reavivar la vertiente interna del crecimiento económico, mientras sus masivas exportaciones provocan reacciones cada vez más adversas en un número creciente de socios comerciales. Igualmente abordaremos la problemática de cómo, pese al encauzamiento de las tasas de inflación en los trimestres más recientes, un gran número de ciudadanos sigue mostrando su indignación, con buenas razones, por la trayectoria de los precios. Es el coste de una situación geopolítica adversa... y de reaccionar tarde a la amenaza inflacionista. No olvidaremos tampoco revisar las razones por las que, al menos de momento, la exagerada acumulación de deuda pública en Occidente (volveremos sobre la tendencia en el resto del mundo en el

futuro) no termina de forzar un cambio de actitud de los gobiernos hacia una mayor frugalidad fiscal.

Antes, no olvidaremos actualizar para el lector la situación de los *Precios Internacionales de Referencia*. Comenzaremos por los tipos de interés de las principales economías, con la intensificación del descenso (en general) de los mismos en el mundo emergente contrastando con el progresivo final del ciclo de recortes (salvo para la Reserva Federal, que lo ha reiniciado, como estaba previsto) en los países desarrollados. Realizaremos también un par de apuntes sobre recientes cambios al frente de varios Bancos Centrales (no solo se mueve el sillón de Jay Powell). Seguiremos con el comportamiento de los precios de los grandes grupos de materias primas, en general mucho más estables en los últimos trimestres de lo que sugiere la escalada imparable del precio del oro, que ya hemos abordado en pasados *Informes*. Cerraremos, como es habitual, con un vistazo a la trayectoria de las principales divisas internacionales, con el reforzamiento de las europeas y el debilitamiento de las de Asia-Pacífico y el dólar estadounidense, aunque éste se ha estabilizado después de la abrupta depreciación del segundo semestre de 2025.

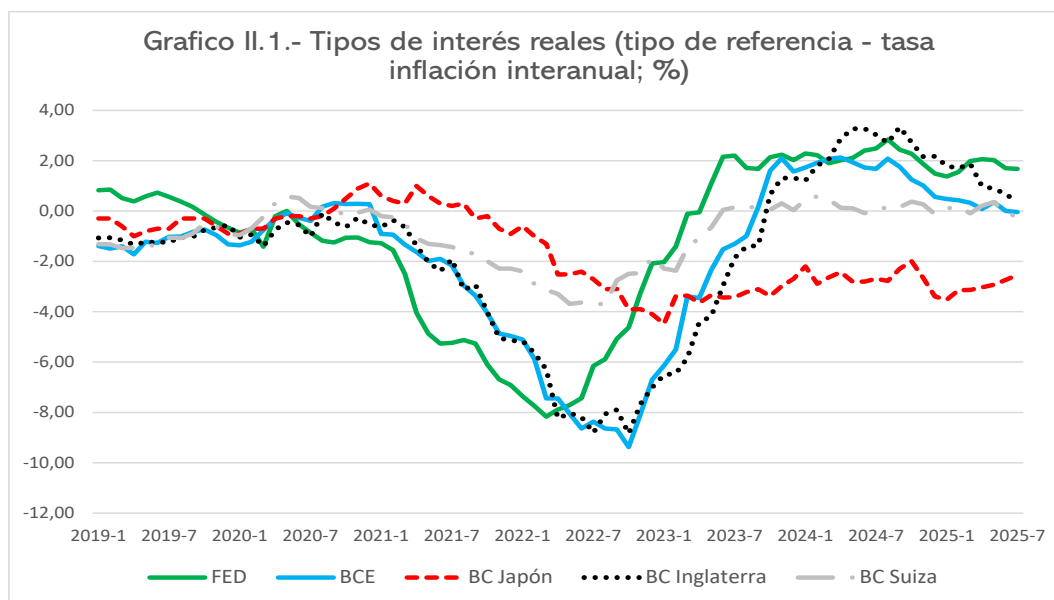
Finalmente, en la quinta sección del *Informe*, centrada en el *comercio internacional*, iniciamos una serie de análisis sobre el comportamiento de los flujos comerciales en el período postpandemia, en bienes y servicios, en el que recorremos la evolución, la distribución y la cobertura, entre otros aspectos, para las economías más representativas en los diferentes niveles de renta. En este *Informe*, iniciamos las reflexiones con las relativas a las tendencias generales, por áreas geográficas y por estadios de desarrollo.

Este décimo cuarto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, pretende acercar, como es habitual, al lector a los elementos, datos y cuestiones más relevantes de la actual economía internacional. Esperamos que los contenidos de este *Informe* conduzcan a quienes nos siguen a una mejor comprensión del presente estado de la misma.

Valencia, a 20 de octubre de 2025

II.- FOCO DE ATENCIÓN: más allá de los tipos de interés.

Siguiendo las exigencias dictadas por la realidad económica, nuestros *Informes* han dedicado un muy amplio espacio a analizar la trayectoria de los tipos de interés en los países desarrollados en los últimos años, en especial a raíz del mayúsculo retraso en implementar las subidas de tipos necesarias para frenar la escalada inflacionista iniciada a mediados de 2021. No regresaremos en esta ocasión a evaluar el nivel actual de los tipos de interés, aunque, como refleja el Gráfico II.1, el último ciclo monetario apenas ha servido para dejar los tipos reales alrededor del nivel cero, salvo en Estados Unidos (para indignación, tan ruda y repetidamente expresada, de Donald Trump) y Japón, donde el tipo real, ante la persistente inflación de los últimos años, sigue claramente en territorio negativo.



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

Nuestras reflexiones, por el contrario, van a dirigirse a tres aspectos que el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Scott Bessent, ha criticado vehementemente sobre la actuación de la Fed en los últimos años: su “politización”, la ampliación de sus objetivos más allá de lo que definen sus estatutos, y la utilización del balance de forma extremadamente activa para generar una expansión monetaria que, según Bessent, ha provocado un fuerte aumento de la desigualdad en el país. Aunque, por supuesto, esta intervención se inserta en la guerra abierta de la Administración Trump contra la Reserva Federal y su actual gobernador, Jay Powell, los tres aspectos merecen una reflexión que, además, afecta a todos los Bancos Centrales, al menos en Occidente. Vayamos por partes.

Con la extrema polarización de la vida sociopolítica estadounidense, el discurso de la “politización” de la Fed, aunque empleado con singular agresividad por Donald Trump y sus asesores, con la interpretación de que actúa en beneficio del Partido Demócrata (acusaciones opuestas, más moderadas y educadas, se escucharon en sentido contrario

hace unos años, por cierto, ya con Jay Powell al frente de la Fed), se aleja del debate habitual, centrado en la independencia de la autoridad monetaria respecto al gobierno de turno.

Una larga tradición, teórica y empírica, sobre las bondades de esa autonomía, al menos en el diseño y ejecución de la política monetaria (con el objetivo de la misma pudiendo delegarse en ella misma o siendo definido por el gobierno, y siempre con la obligación para el Banco Central de dar cuenta de sus actuaciones, a cambio de la independencia funcional) dio paso, desde principios de los años noventa y de manera progresiva, a que todas las economías desarrolladas – y un buen número del resto – fueran aceptando la conveniencia de esa independencia. A pesar de las críticas, generalmente desde la izquierda del espectro político, sobre lo inadecuado de conferir a una autoridad “no elegida” semejante poder, los desastres inflacionistas e incluso hiperinflacionistas generados por Bancos Centrales al servicio del gobierno de turno hacían pensar que la independencia de la autoridad monetaria respecto al poder político había llegado para quedarse.

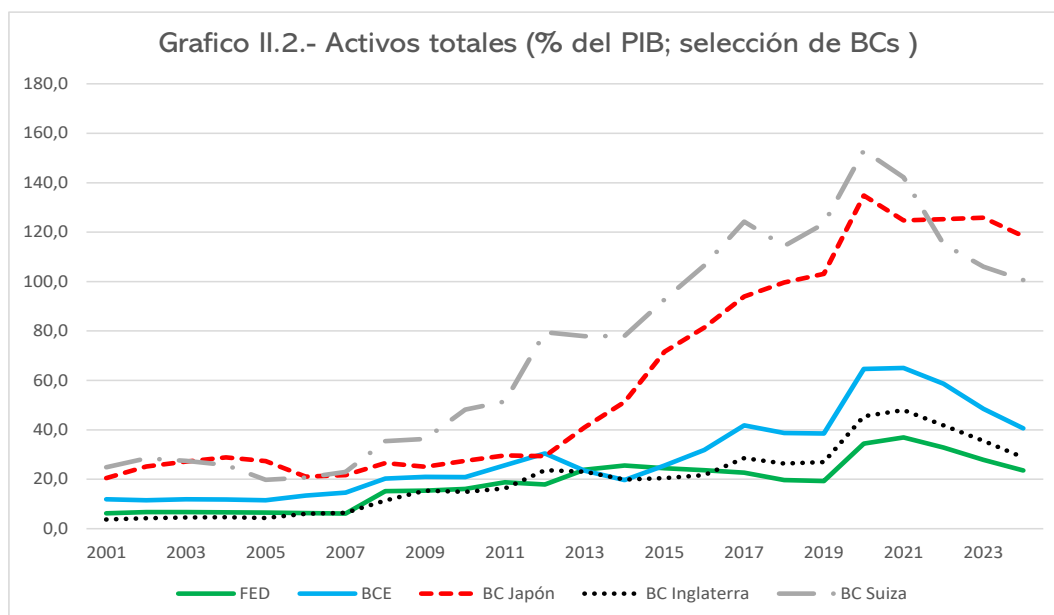
Sin embargo, desde la Gran Recesión, ha aumentado la preocupación (incluyendo la de quien suscribe) sobre la creciente cercanía de los Bancos Centrales a los intereses de los gobiernos respectivos. Entre otros motivos de esa preocupación podemos referir: una llamativa propensión a que los principales responsables monetarios procedan, directamente o tras alguna escala breve intermedia, de órganos políticos; una extensión de los objetivos a los que atiende la autoridad monetaria (tema al que volveremos de inmediato) más allá de los definidos en sus estatutos; y, sobre todo, la desmedida ampliación de los balances de los Bancos Centrales (también más al respecto en breve), la famosa expansión cuantitativa, que ha permitido financiar/abaratarse la colosal acumulación de deuda pública de la última década y media, en una monetización siempre justificada por los banqueros centrales bajo los argumentos de evitar la deflación y facilitar la transmisión monetaria.

Garantizar la independencia de los Bancos Centrales, evitando la primacía fiscal (es decir, que olviden sus objetivos establecidos en beneficio de atender los requerimientos del gobierno, en particular la financiación asequible de la deuda provocada por los ininterrumpidos déficits fiscales de la gran mayoría de países occidentales) es una demanda de Scott Bessent que merece un indudable respaldo. El problema es que las declaraciones y las actuaciones de la administración de la que es Secretario del Tesoro se mueven en sentido exactamente opuesto, desde la incorporación a la Fed de asesores del Presidente del país a la presión para reducir los tipos de interés no porque lo justifique la inflación, sino para pagar menos por la deuda. Así que, en este punto, del dicho al hecho...

Retornemos al segundo problema planteado por Bessent, la necesidad de que las autoridades monetarias se circunscriban a perseguir los objetivos que tienen definidos, sin ampliar el número de los mismos o desviarse en favor de otros que ni siquiera les están atribuidos. De nuevo, resulta una idea adecuada. Los Bancos Centrales, en general, tienen el mandato de garantizar la estabilidad de precios y contribuir a la financiera. Su responsabilidad sobre el primer objetivo es inequívoca, y sobre el segundo suele ser compartida, porque la supervisión y regulación bancarias y financieras suelen

repartirse, con modelos dispares según los países, entre diferentes organismos, incluyendo, pero no en exclusiva, los Bancos Centrales. Algunas autoridades monetarias tienen también un objetivo de empleo (incluyendo la propia Fed), que suele ser compatible, con ciertas tensiones – más graves si se trata de shocks de oferta negativos, que generan a la vez más inflación y más desempleo – con el de estabilidad de precios. En ocasiones la defensa de un régimen cambiario fijo sustituye a otros objetivos más convencionales, pero suele entenderse en tal caso que es la opción que mejor ofrece una ancla monetaria, y con ella una inflación baja y estable, a la economía.

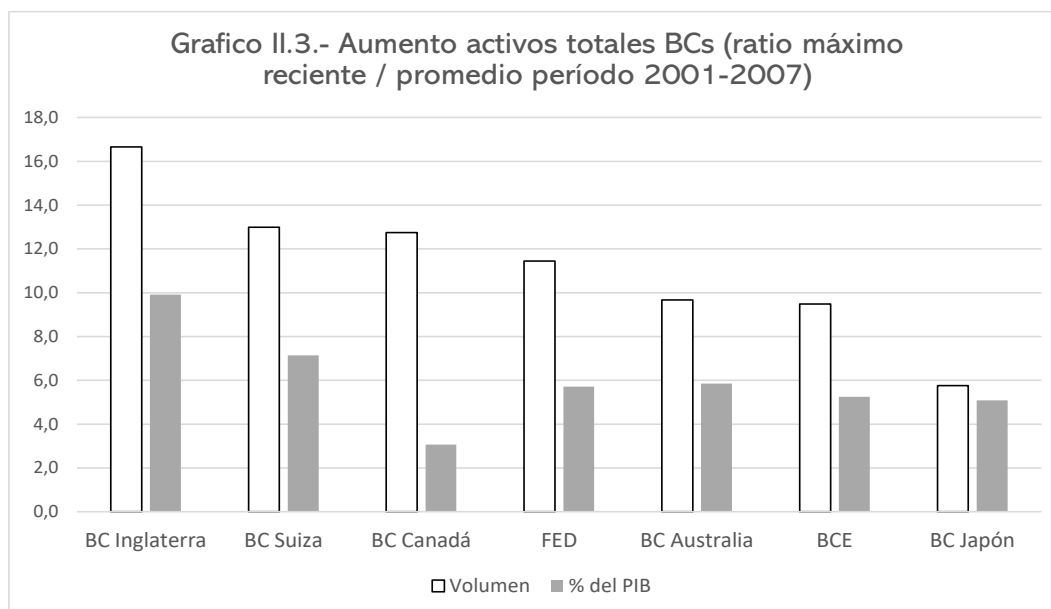
Sin embargo, añadir a la cartera de objetivos un estímulo adicional al crecimiento que la economía está en condiciones de alcanzar (como recientemente ha hecho Indonesia) o pretender vertebrar objetivos sociales muy legítimos e incluso necesarios, como la modernización sectorial del aparato productivo o el freno al cambio climático, a través de la política monetaria, terminará, con gran probabilidad, en no conseguir ni los objetivos convencionales ni los que se añaden. Así, por ejemplo, avanzar en la “economía verde” o la transformación tecnológica mediante el sesgo de las decisiones de la autoridad monetaria respecto a los activos que admite o no como colateral de sus operaciones de financiación, es una propuesta enrevesada y que debiera desestimarse. Las autoridades fiscales y/u otros organismos deben lidiar con esas responsabilidades. Bessent acierta en este argumento.



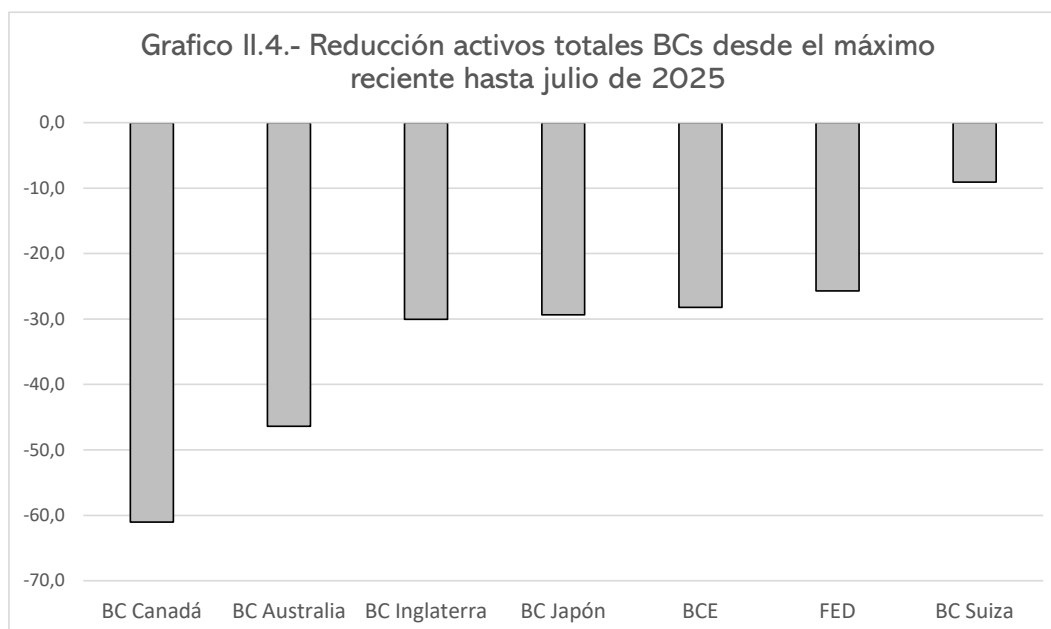
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS

La tercera crítica del Secretario del Tesoro hacía referencia a los costes generados por el crecimiento desmedido de los balances de los Bancos Centrales, que se inició con la Gran Recesión y acentuado durante la década posterior, y alcanzó máximos con la pandemia. Los gráficos II.2 y II.3 revelan, por un lado, la magnitud de ese aumento y, por otro, que la Reserva Federal no fue la más extrema en esa expansión cuantitativa. El primero de ellos muestra cómo escalaban, y cómo se han reducido parcialmente desde

los máximos de 2021, esos balances en relación a los PIB respectivos¹. El segundo revela, de manera más precisa, cuanto supusieron esos máximos respecto a los niveles “normales” (es decir, los previos a la Gran Recesión) del tamaño del balance. Incluso corrigiendo por el tamaño del PIB, los balances se quintuplicaron, sextuplicaron y hasta decuplicaron (en el caso del Banco de Inglaterra)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS

¹ Conviene aclarar que, mientras en el resto de los casos la espiral ascendente en el balance de los Bancos Centrales se debió a una respuesta, muy probablemente excesiva en magnitud y tiempo, a los shocks adversos acaecidos en la década larga posterior a 2007, en el caso suizo, en gran medida, fue un ejercicio tendente a contener la apreciación imparable del franco en ese extenso período de turbulencias, comprando activos en divisas fuertes contra inyecciones de la moneda nacional.

Finalmente, el gráfico II.4 nos indica que, cuatro años después de iniciarse la restricción cuantitativa (es decir, la reversión de la ampliación previa del balance, vendiendo activos o, más frecuentemente, no renovando los vencidos, en su mayoría deuda pública) el proceso está muy lejos de haber normalizado el tamaño de los balances, entendiendo siempre por tal el previo a la Gran Recesión. Los tres principales Bancos Centrales, por ejemplo, solo han reducido entre un 25% y un 30% de las posiciones máximas alcanzadas en 2021.

Sin duda, Scott Bessent tiene razón al considerar – y esto es cierto en especial para Estados Unidos – la expansión cuantitativa como fuente del incremento de la desigualdad, al inflar el precio de los activos financieros, evidentemente concentrados en manos de las rentas altas. Pero no debiera olvidar otros costes, entre ellos el de generar una localización inadecuada del crédito, al hacer las condiciones financieras tan laxas que se ha prolongado la vida de proyectos empresariales sin futuro (“evergreening”), obstaculizando el crecimiento de otros más productivos y el cambio sectorial, problema muy perceptible en Europa².

De nuevo, la contradicción aparece cuando esta adecuada crítica se contrasta con la presión de la administración Trump en favor de que la Reserva Federal facilite la financiación de la inmarcesible deuda pública estadounidense³, además al alza con las políticas fiscales de esa administración. La fórmula sugerida por Trump y sus asesores es la de una drástica reducción de los tipos de interés, pero el efecto favorable de este movimiento se vería compensado por la vertiginosa caída en la demanda de títulos del Tesoro si realmente se acelera la restricción cuantitativa hasta restaurar un tamaño de balance (en términos del PIB) parecido al de principios de siglo. Aunque, con varios candidatos a próximos gobernadores de la Fed coincidiendo con las apreciaciones de Bessent, quizás pudiéramos contemplar a partir de mediados del próximo año, con el relevo al frente de la Fed, un trade-off, de consecuencias difíciles de anticipar, de ese tenor: tipos más bajos con restricción cuantitativa más rápida.

En todo caso, y aunque probablemente se utilizará con mayor prudencia que entre 2008 y 2021, la utilización del balance del Banco Central como instrumento de política monetaria a la par de los tipos de interés ha llegado para quedarse, y lo hará partiendo de balances sustancialmente mayores de lo habitual antes de la Gran Recesión. En momentos en que las políticas macroeconómicas, incluyendo la monetaria convencional, tenían poco margen para frenar turbulencias económicas extremas (aunque muy distintas en su origen, financiero en 2008, epidemiológico en 2020), la expansión cuantitativa cumplió una labor fundamental de salvavidas para las economías occidentales, evitando, probablemente, que las mismas entraran en una fase depresiva. Debe ser más restringido en tiempo y volumen, pero no es un instrumento del que las autoridades monetarias vayan a prescindir.

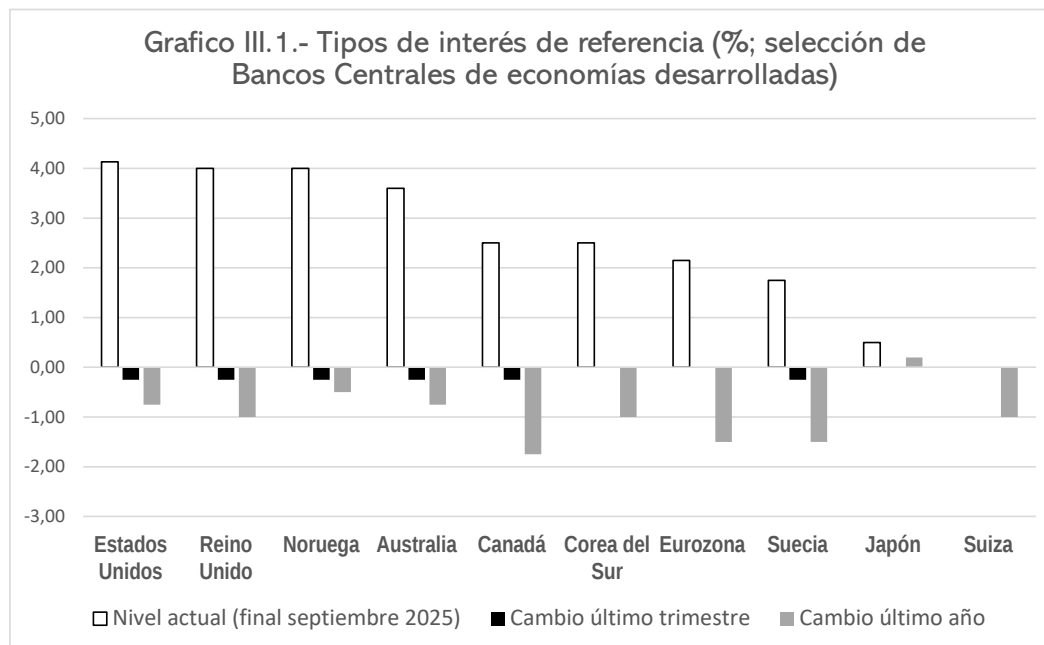
² Podríamos añadir, sin ánimo de exhaustividad, entre los costes de la exagerada expansión cuantitativa, los de favorecer el desarrollo de nuevos segmentos en los mercados financieros altamente volátiles y especulativos, difuminar la línea entre política monetaria y política fiscal, generar pérdidas no modestas a los Bancos Centrales al vender en un período de tipos de interés crecientes los activos antes adquiridos, o el de forzar a asumir riesgos mayores a entidades como fondos de pensiones o compañías de seguros.

³ Como curiosidad, a mediados de 2025, 36211469000000 dólares.

En todo caso, bienvenidas las reflexiones de Scott Bessent, razonables aunque se pueda discrepar de las mismas, frente a las palabras gruesas de Donald Trump. Ahora solo hace falta que el comportamiento de la Administración estadounidense sea más compatible con las palabras del Secretario del Tesoro.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

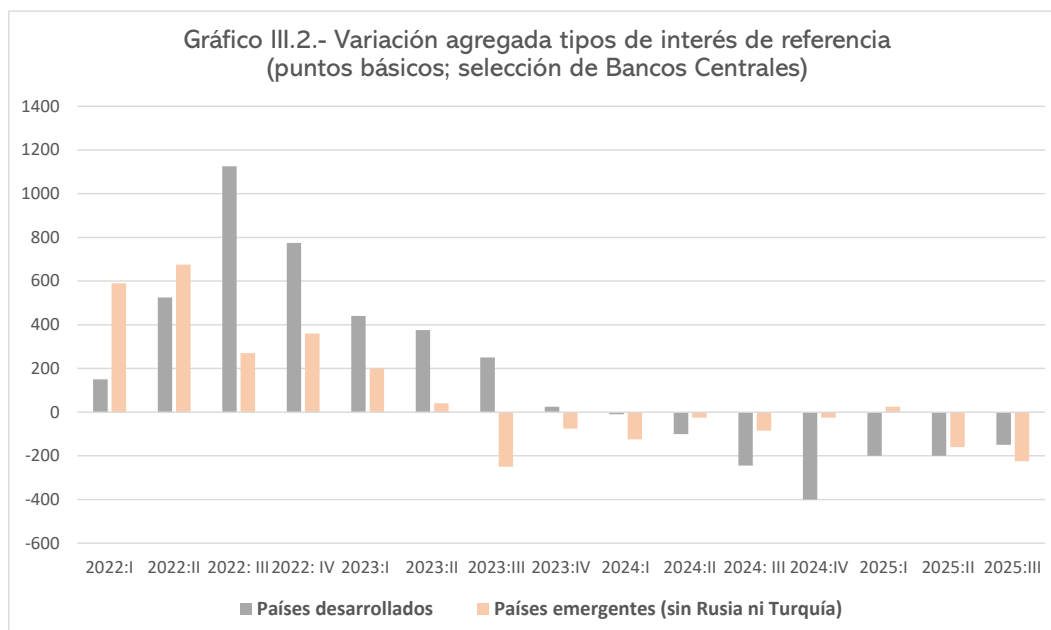
Últimos retoques (gráfico III.1) durante el pasado trimestre en el ciclo de descensos de tipos de interés que ha seguido la mayoría de los Bancos Centrales de los países desarrollados desde la primavera de 2024. Agregando los descensos de 25 puntos básicos (p.b.) y las decisiones de mantener los tipos estables contemplamos la menor reducción conjunta en los últimos cinco trimestres, señal inequívoca de situarnos en un período de pausa, en el que los próximos movimientos pueden ser tanto al alza como a la baja, con dos marcadas excepciones.

La primera, claro está, la Reserva Federal. Bajo la presión de la Administración Trump, la atonía del mercado laboral y una inflación persistentemente por encima del objetivo, las dos reuniones restantes en 2025 (28-29 de octubre y 9-10 de diciembre) requerirán hilar muy fino por parte de los responsables monetarios estadounidenses. La credibilidad de la institución, en términos de su independencia del poder político, asegura que no habrá movimientos “jumbo” (superiores a 25 p.b.), pero tampoco parece probable que el descenso de septiembre quede en un movimiento aislado: iniciar ese camino implica que la Fed estima problemática la trayectoria del mercado de trabajo (más al respecto en la siguiente sección de este *Informe*), por lo que cabe esperar dos descensos adicionales de 25 p.b. en lo que resta de 2025.

En el extremo opuesto se encuentra Japón, cuyo proceso de normalización de tipos, que ya se presumía lento, está llamativamente paralizado desde inicios de año, a pesar de que la inflación se mantiene tercamente por encima del 3%, lo que ha contribuido (entre otros factores de un mandato tan nefasto como breve), a la caída del primer ministro, Shigeru Ishiba, tras menos de un año en el poder. No tiene mucho sentido que el Banco Central siga esperando, primando pretéritas historias de subidas precipitadas de tipos

hace 30 años sobre lo requerido por una economía que, además, tiene un elemento inflacionista permanente enrocado en la debilidad del yen. Sin embargo, si como parece probable, Sanae Takaichi se convierte en la nueva primera ministra del país, se da por descontado que presionará en favor del mantenimiento de la laxitud monetaria, en su intento – condenado a generar más problemas que beneficios – de reeditar la “Abenomics” con mayúsculas expansiones fiscal y monetaria, que apenas se vieron acompañados del tercer elemento, que es el que de verdad requiere Japón, de reformas estructurales significativas. Más de lo mismo, por tanto.

Y un último detalle en el mundo de los BCs occidentales: Nueva Zelanda ha recorrido medio mundo (largo) para encontrar a la nueva y primera gobernadora de su Reserva Federal, la hasta ahora número dos del Banco Central sueco, Anna Breman. Resulta un poco extraño tener que recurrir a una experta tan alejada de la realidad diaria del país, pero su competencia técnica, la compleja situación actual de la economía neozelandesa y la tensa relación entre la autoridad monetaria y el gobierno ayudan a explicar esta elección.



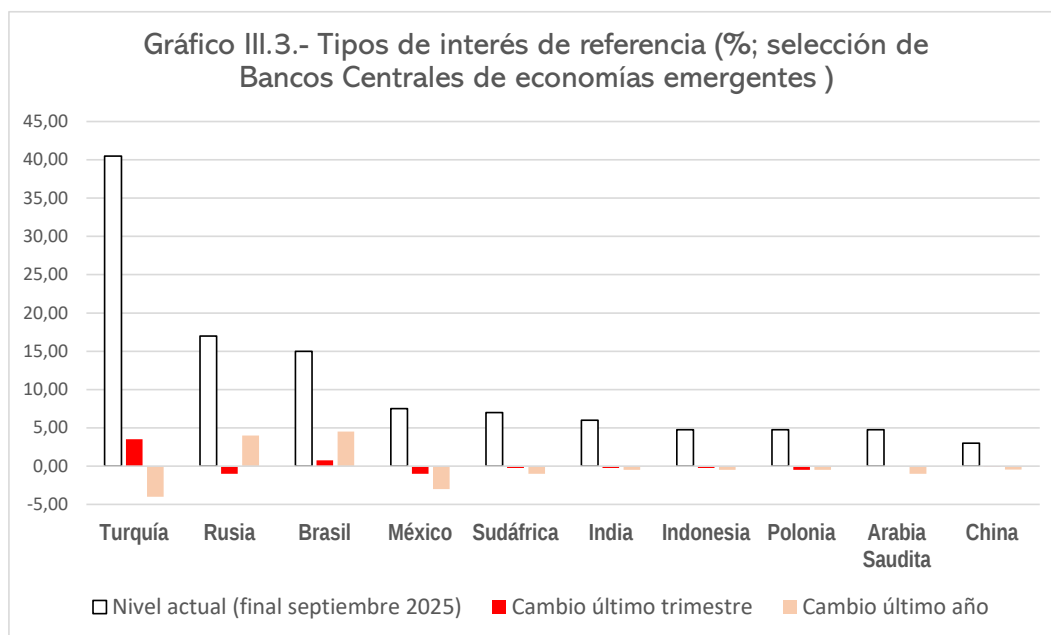
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

En el mundo emergente, la tendencia es la opuesta a la de los países desarrollados (partiendo desde tipos ostensiblemente superiores, eso sí), con una leve aceleración en la reducción de tipos en términos acumulados (gráfico III.2). Este resultado requiere, como es habitual, excluir las decisiones del BC de Turquía, tan condicionadas por tasas de inflación superiores todavía al 30% como por las implicaciones económicas (en especial el impacto sobre la lira) de las decisiones políticas del presidente Erdogan.

No obstante, frente a la tendencia general a tímidos recortes de tipos (en ocho de los restantes nueve países de nuestra selección), sigue sobresaliendo (gráfico III.3) la consistencia del Banco Central de Brasil, que sigue endureciendo su tenor monetario, no tanto por la inflación vigente en el país (en un 5%, lo que genera tipos reales del 10%, insólitamente elevados para cualquier gran economía en la actualidad), sino por la

amenaza que percibe para la estabilidad de precios por la prodigalidad fiscal del Gobierno brasileño.

Por desgracia, en otra gran economía emergente tenemos un claro ejemplo de cómo evitar que el Banco Central intente frenar los desmanes del Gobierno. El presidente indonesio, Prawobo Subianto, además de destituir a su respetada y ortodoxa ministra de Finanzas, Sry Mulyani, arremete contra la independencia del Banco Central al querer fijarle un objetivo de crecimiento que puede ser incompatible con el de estabilidad de precios y financiera (además de la de la rupia, que ha iniciado la senda de la depreciación), además de facilitar la destitución por parte del Parlamento de los responsables monetarios. Estos, antes esta perspectiva, no han dudado en encadenar reducciones imprevistas de tipos, en apoyo del inalcanzable objetivo de crecimiento anual del PIB real (8%) en el que el populista Presidente anda empeinado. Es más, el Banco Central asumirá parte del coste de los subsidios masivos que, a costa también de una fuerte reducción de la inversión en infraestructuras, ha articulado Subianto. Ya puede el lector anticipar que a Indonesia, uno de los países emergentes con mejor desempeño económico en la pasada década y media, la va a ir bastante peor en el futuro.

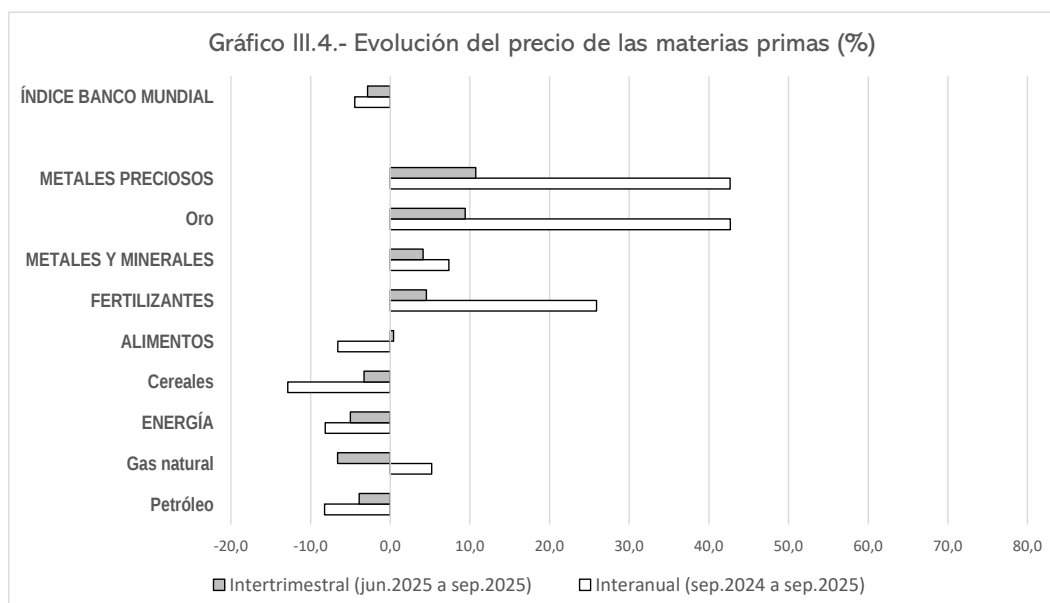


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas

El precio del oro sigue su escalada (gráfico III.4) y acapara buena parte del interés en los mercados de materias primas. De hecho, al incremento de casi el 10% en el trimestre cerrado en septiembre (42% interanual en esa fecha), hay que agregar aproximadamente un 15% en el momento de redactar estas líneas, mediado el mes de octubre. Como ya hemos explicado en alguna ocasión, detrás de ese ascenso vertiginoso se hallaba, en buena medida, la adquisición de oro a un ritmo sin precedentes por parte de Bancos Centrales del mundo emergente, en respuesta a la extensión de 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. Con todo, la acentuación reciente en el aumento del precio se corresponde a las compras crecientes del sector privado en todo el mundo, que, acertado o no⁴, considera este metal precioso como refugio ideal contra la incertidumbre del actual panorama global, tanto geopolítico como económico. Mientras tanto, el precio de la plata se ha movido en paralelo al de su “pariente rico”, y también ha alcanzado máximos históricos.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

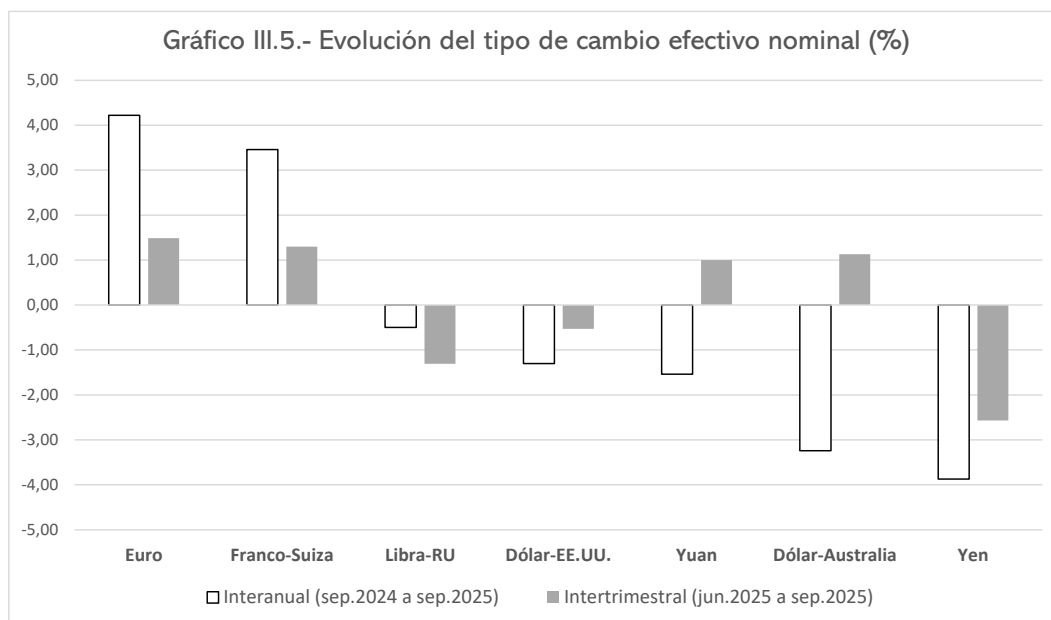
Por el contrario, como también muestra el gráfico III.4, los grupos principales de *commodities* siguen mostrando (fertilizantes al margen, junto a los metales preciosos, claro está) una remarcable estabilidad, con modestas tendencias bajistas. De momento, los sucesivos incrementos en la producción de la OPEP, revirtiendo los recortes que se fueron implementando en el pasado reciente, no han alterado demasiado la trayectoria del mercado del crudo, que sigue acumulando contenidos descensos en los últimos trimestres.

C.- Principales divisas

Respecto a la evolución de las divisas internacionales de mayor relevancia, los últimos meses han reforzado la tendencia, ya mostrada en trimestres previos, hacia la apreciación de las monedas europeas (excepto la libra, para la que las dudas sobre la política económica del gobierno laborista pesan más que los relativamente altos tipos de interés que mantiene el Banco de Inglaterra). Aunque en términos macroeconómicos hay pocos motivos de euforia respecto a la trayectoria de la Europa continental, parece

⁴ Sea usted partidario (o no, como el autor de este *Informe*) del oro como relevante activo de inversión, no debiera dejar de leer el reciente artículo de Willem Buiter en el Financial Times: Buiter, W. (2025); “Gold bubble should prompt central banks to sell the metal”, Financial Times, 10/10/2025.

que las dudas son aún mayores respecto a las grandes economías asiáticas, cuyas monedas se han depreciado en términos efectivos de manera nítida el último año, en especial el yen (mientras yuan y dólar australiano recuperaron en el último trimestre parte de las posiciones perdidas con anterioridad).



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

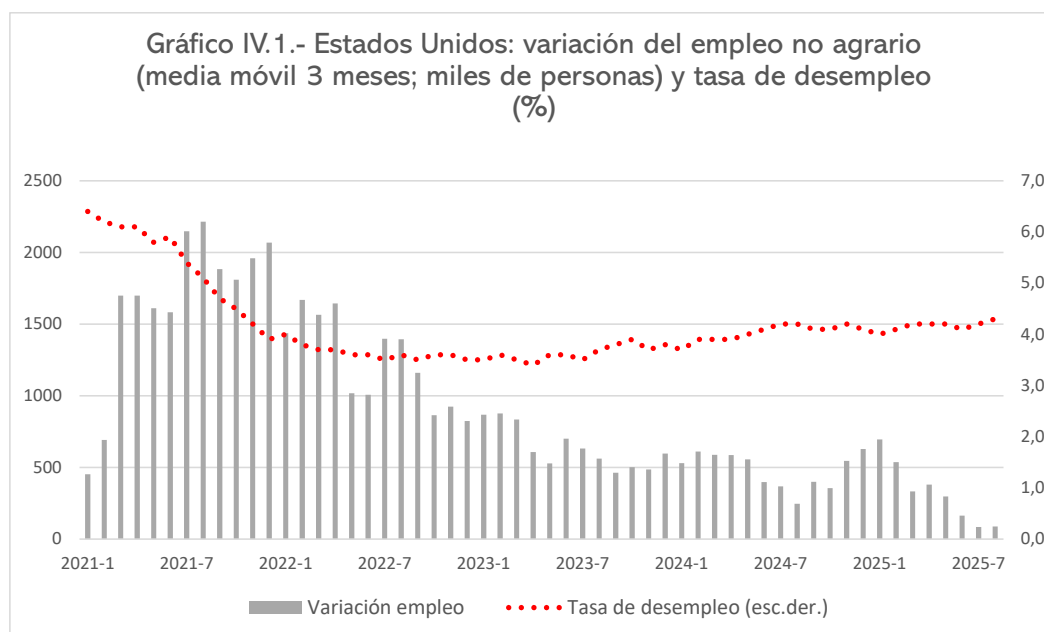
Nota: Movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) de la moneda respecto a las del conjunto de los socios comerciales del país.

La noticia más relevante en este ámbito, en todo caso, es el acuerdo alcanzado por Suiza y Estados Unidos por el que el Tesoro acepta que las intervenciones del Banco Central helvético para frenar la apreciación del franco son razonables, en su intento de paliar episodios de desorden o volatilidad excesiva en los mercados cambiarios. El reconocimiento de que tales intervenciones para poner un techo al fortalecimiento del franco suizo no constituyen un ejercicio para ganar competitividad por la puerta de atrás, es más que pertinente: la divisa suiza, en términos efectivos, se ha apreciado un 25% desde la pandemia, a sumar a otro 45% entre la Gran Recesión y el estallido de la COVID-19. Sin intervenciones del Banco Central, la situación hace mucho que se hubiera convertido en insostenible, en términos de presiones deflacionistas y de pérdida de competitividad de las exportaciones helvéticas.

Señalado lo anterior, y con este acuerdo alcanzado, será curioso comprobar si Donald Trump seguirá manteniendo sobre Suiza los aranceles más altos (39%) de cualquier país desarrollado, una de cuyas justificaciones, parece ser, era la manipulación cambiaria practicada por los suizos, según el presidente estadounidense.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Entre los mediocres datos de generación de empleo durante los meses de verano, incluyendo la primera destrucción de empleo mensual desde ¡diciembre de 2009! (exceptuando, claro está, los meses que siguieron al inicio de la pandemia asociada a las COVID-19) y la revisión a la baja en 911000 empleos netos en los creados entre abril de 2024 y marzo de 2025 (la mayor corrección de la historia) es obligado centrar la atención en el reciente deterioro del mercado laboral estadounidense. El gráfico IV.1 muestra con nitidez esa tendencia a la menor creación de empleo en el país.

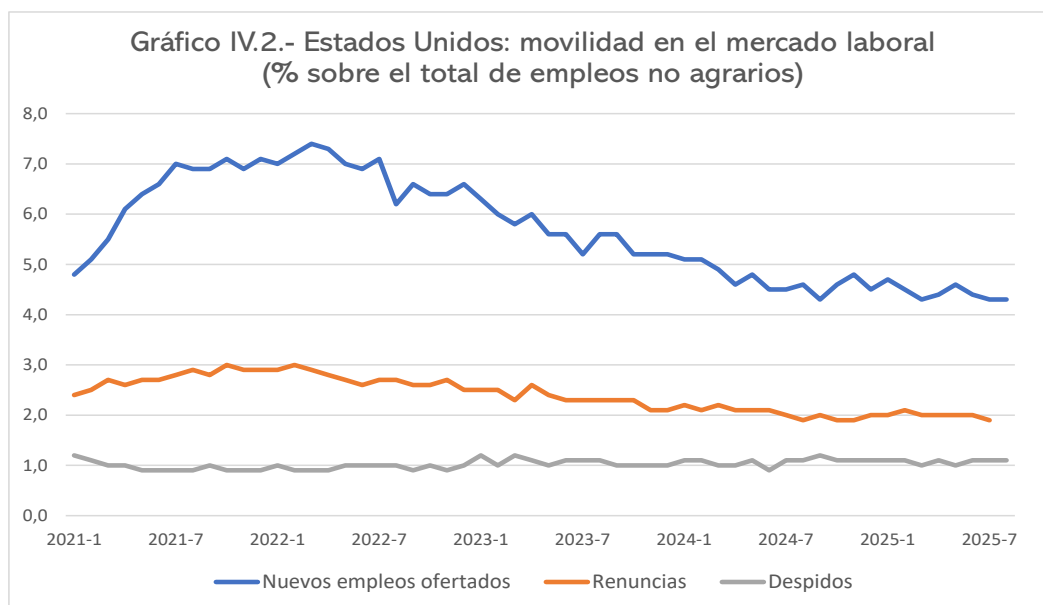


Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis (FRED II).

Como anticipábamos en la *Introducción*, estos resultados condujeron a Donald Trump a destituir a la máxima responsable del BLS y a redoblar sus acusaciones a la Fed de estrangular el crecimiento y el empleo por su política monetaria, muy restrictiva en opinión del Presidente. Sin embargo, resulta difícil ignorar que las políticas de la propia Administración Trump no están ayudando a la generación de puestos de trabajo. Primero, por los despidos masivos (y parálisis en la contratación) en el sector público, incluyendo educación e investigación. Segundo, porque, según ha puesto de manifiesto la propia Fed, son las empresas importadoras y de venta minorista estadounidenses las que están absorbiendo el coste de la escalada arancelaria y lo compensan reduciendo márgenes... y costes, conteniendo la contratación. Por último, la incertidumbre que introducen los bandazos en las políticas de la Administración Trump y sus ataques a diferentes instituciones, Fed incluida, no ayudan en nada a las decisiones de inversión y contratación del sector privado.

Por el contrario, las decisiones del actual gobierno estadounidense están permitiendo lo que el gobernador de la Fed, James Powell, ha denominado “curioso equilibrio”: cada vez se crea menos empleo, pero la tasa de desempleo apenas aumenta (ver de nuevo el gráfico IV.1). La razón, claro está, es que la oferta de trabajo se ha reducido a la par

que la demanda, por los obstáculos a la inmigración (cualificada o no) y la expulsión de decenas de miles de trabajadores foráneos ya asentados en Estados Unidos.

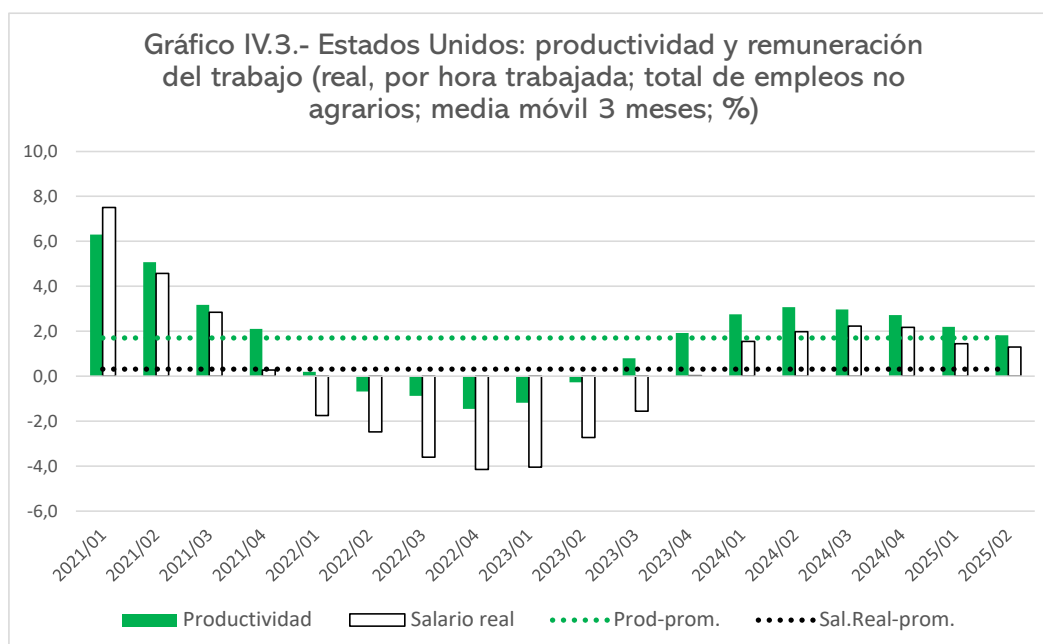


Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis (FRED II).

El gráfico IV.2 incorpora información adicional para mostrar la atonía del actual mercado laboral de Estados Unidos. Mientras el número de despidos mensuales se sigue situando alrededor del habitual 1% de todo el empleo del país, la creación de nuevas vacantes se halla en los mínimos desde la pandemia (el propio Powell ha subrayado el comportamiento adverso de esta variable en su reciente giro a favor de reducir el tipo de interés de referencia) y, como es habitual en épocas de debilidad en el mercado, la tasa de abandonos voluntarios del puesto de trabajo se ha reducido notablemente, situándose en el nivel más bajo (siempre al margen del momento álgido de la pandemia) desde finales de 2014.

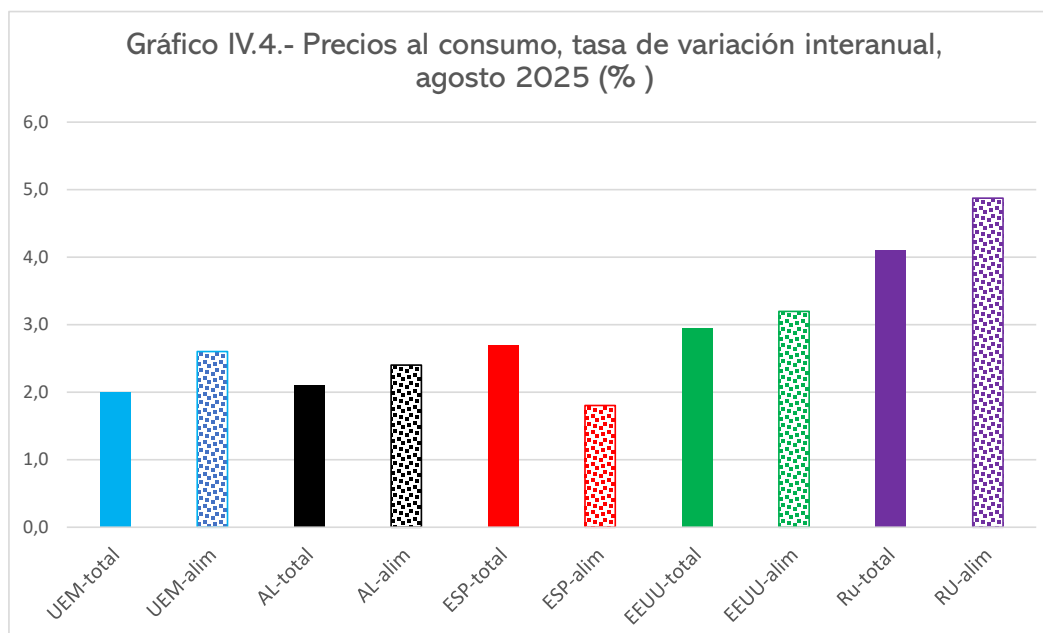
En el otro extremo, revelando una tendencia, aunque aún modesta, más positiva, está el aumento de los salarios reales que se viene sosteniendo en el pasado año y medio en Estados Unidos (ver gráfico IV.3), a la par que se verifica un sólido crecimiento de la productividad por hora trabajada. Ello implica que, aunque el dinamismo en cantidades es inusualmente bajo para lo habitual en el mercado laboral estadounidense, quienes están ocupados en el mismo ven mejorar su situación, lo que, en el fondo, cuadra bien con la voluntad de la administración Trump. En todo caso, como revelan los promedios también recogidos en el gráfico, el avance de los salarios reales a raíz de la pandemia ha sido de apenas un quinto de la mejora de la productividad, aunque esa ratio ha mejorado notablemente en los pasados trimestres.

Si realmente la colosal inversión en nuevas tecnologías (en particular en Inteligencia Artificial Generativa y sus fuentes de alimentación – microchips y energía) paga réditos en forma de un salto de la productividad, que no de creación de empleo (más bien lo contrario), pudiera ser que estuviésemos ante el inicio de una tendencia de medio y largo plazo a menor creación de puestos de trabajo, pero mejor remuneración de quienes permanecen en el mercado laboral.



Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de St. Louis (FRED II).

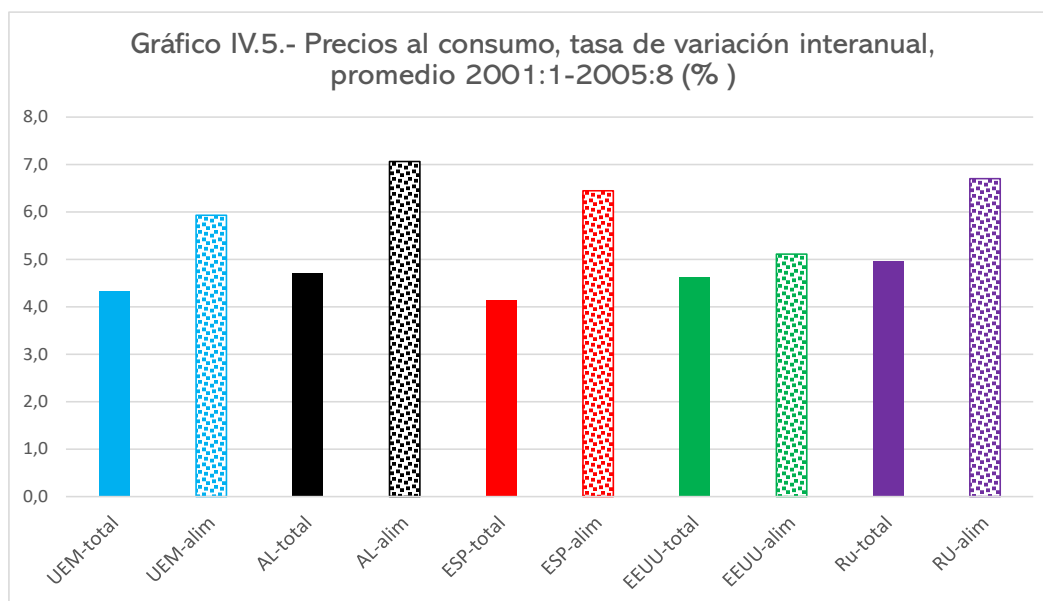
2.- No solo en Estados Unidos, sino en el conjunto de los países desarrollados, se manifiesta un considerable hastío de la ciudadanía respecto a la evolución de los precios. Habiéndose ya reconducido la inflación, tras el ostensible descontrol de la misma entre 2021 y 2024, a niveles próximos a los que se entienden como compatibles con la estabilidad de precios (2%), da la sensación de que ciertas autoridades no entienden ese enfado. Pero hay dos razones que lo hacen fácilmente comprensible.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE

En primer lugar, a nada resultan más sensible los consumidores que a los precios de la alimentación, por lo cotidiano de las compras y por lo inevitable de su adquisición. Si uno observa el gráfico IV.4, es cierto que, sobre todo en Europa continental (las tasas

de inflación, no solo las relativas a los alimentos, están claramente por encima en los países anglosajones), el comportamiento del precio de la comida incluso se alinea ya notablemente con el general y se aproxima al 2% interanual. Pero la memoria del ciudadano se extiende algo más en el tiempo y, como revela el gráfico IV.5, la tasa de inflación de la alimentación en el último quinquenio (entre 5.5% y el 7% anual) ha sido ostensiblemente más elevada que la ya de por sí excesiva que afecta al conjunto de precios al consumo.

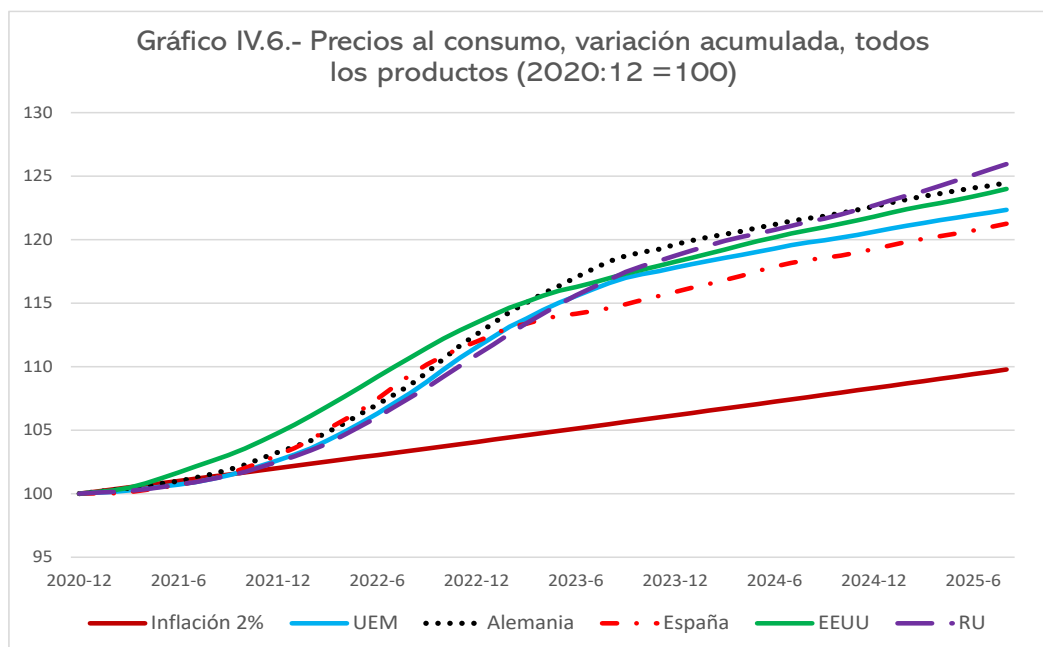


Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

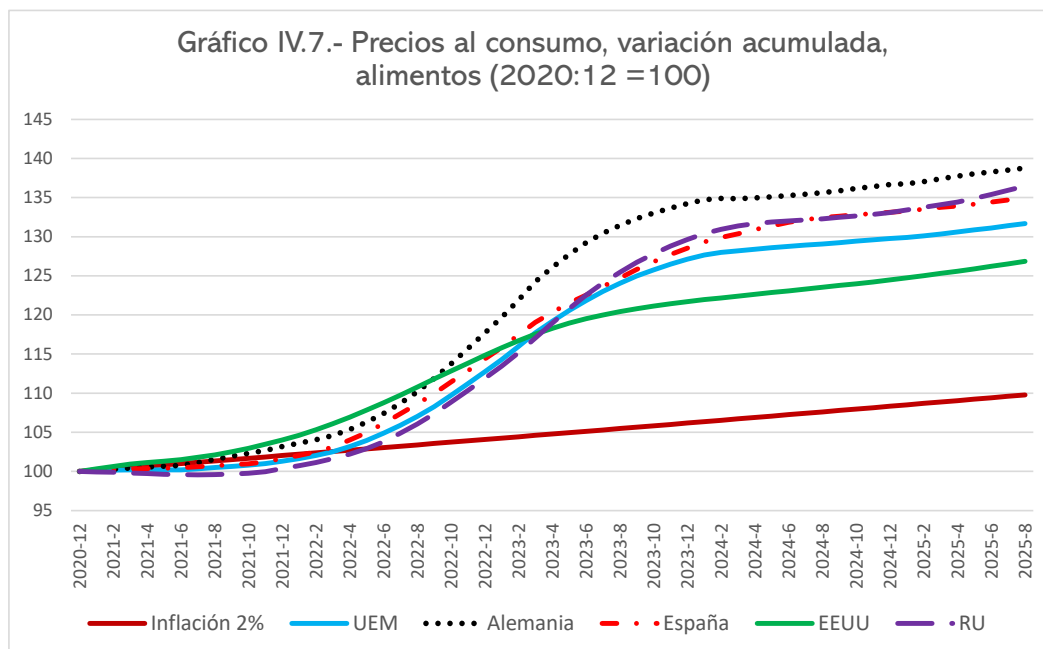
El segundo motivo es precisamente los efectos acumulados del aumento de precios sobre el poder adquisitivo de las familias. Hemos insistido en ello desde el principio de estos *Informes trimestrales*. Definir el objetivo del Banco Central en términos de tasas de inflación interanual, con una perspectiva temporal de medio plazo, puede tener sentido conceptual y operativo, además de fijar bien las expectativas en un número invariable (alrededor del 2%). Pero supone minusvalorar la relevancia de lo acontecido en el pasado, lo que no hacen los ciudadanos, en especial cuando el comportamiento de los precios ha sido inusualmente atípico, sobre todo si es al alza, como ha sido el caso en la presente década. Es algo que podría resolverse definiendo el objetivo en términos de nivel de precios, no de inflación, aunque, debe reconocerse, esta alternativa es más difícil de explicar (se buscarían tasas de inflación menores cuando las pasadas han estado por encima del ritmo deseado de incrementos de precios, y a la inversa).

Los gráficos IV.6 y IV.7 muestran la enorme desviación entre el nivel de precios que debiera existir en agosto de 2025 si la inflación hubiera sido del 2% desde 2021 y el realmente vigente. En términos del conjunto de bienes y servicios, la diferencia ronda los 15 puntos porcentuales, tanto en Estados Unidos como en las economías europeas seleccionadas (que no han sido las más inflacionistas en el período). Peor aún, la distancia en el precio de los alimentos es de alrededor de 25 puntos porcentuales en Reino Unido y España, y casi 30 en Alemania (en Estados Unidos la distancia es algo inferior, porque no sufrió la repercusión del encarecimiento del precio de la energía en la producción agrícola, vía combustibles y fertilizantes a raíz de la invasión de Ucrania).

Dado que los Bancos Centrales no van a actuar en favor de la corrección de estas diferencias (porque no está en su mandato), aún tendrá que pasar un cierto tiempo para que los ciudadanos occidentales dejen caer en el olvido el comportamiento de los precios tras la pandemia.



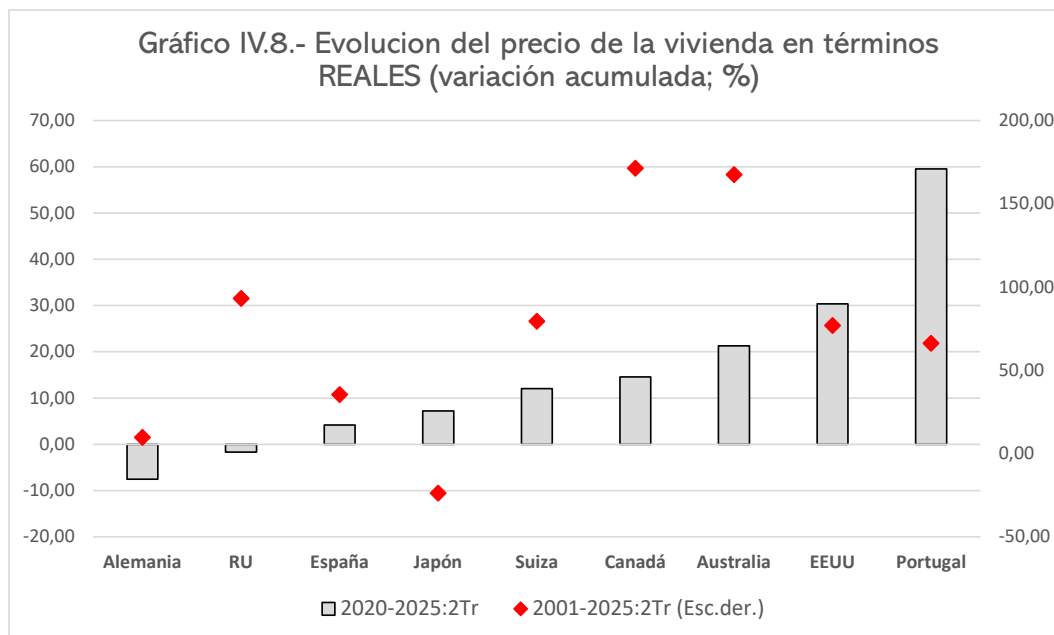
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

3.- Pero no solo bienes y servicios preocupan a las familias, que también deben ponderar la evolución de sus recursos con la de los activos que desean adquirir, el más relevante de los cuales, claro está, es la vivienda. El gráfico IV.8 nos ofrece una panorámica, para una amplia muestra de países desarrollados, del comportamiento del precio de ese crucial activo en el conjunto del siglo XXI y en el período transcurrido desde la pandemia.

Nótese que los datos se han tratado ya en términos *reales*, es decir, descontada la inflación.



Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de Dallas.

Aunque existe una considerable disparidad de situaciones y en algún caso (Portugal en especial), la acelerada subida del precio de la vivienda en los últimos años equilibra un menor aumento del mismo respecto a la media en los países desarrollados antes de la pandemia (justo lo contrario ocurre en Reino Unido), solo existe una economía, la alemana, en la que la vivienda haya evolucionado a la par de la inflación de bienes y servicios en el presente siglo⁵. En Japón todavía se compensaron durante las primeras dos décadas del siglo XXI los excesos que condujeron a la incomparable burbuja inmobiliaria (y bursátil) de finales de los 80's, con el valor de la vivienda moviéndose a la baja. Lo contrario es especialmente cierto para los países anglosajones, con subidas acumuladas de entre el 30% y el 60% en el período considerado.

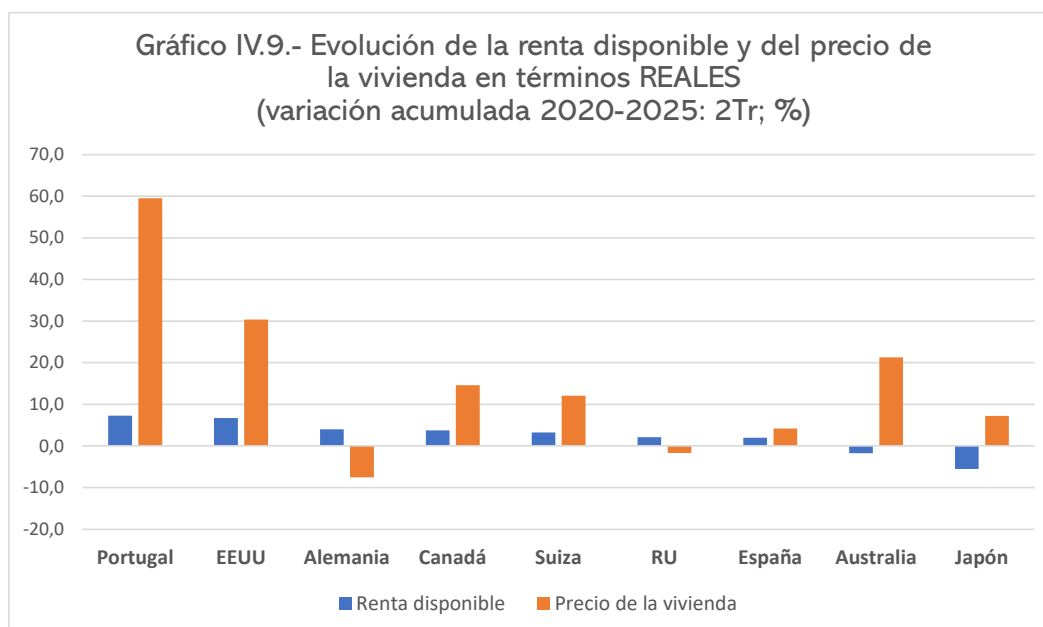
En todo caso, y para la mayoría de Occidente, se percibe un encarecimiento real de la vivienda, con pocas excepciones reforzado a raíz de la pandemia, que se suma a la inflación de precios al consumo para complicar la gestión económica de las familias.

No obstante, aquí debe introducirse una distinción fundamental, entre propietarios y aspirantes a serlo. Los primeros ven incrementarse su riqueza, en no pocos casos concentrada en "el ladrillo". Además, incluso para quienes siguen afrontando una hipoteca, los pagos por las mismas fueron históricamente reducidos en la década previa a 2022. Sumemos la notable reducción de deuda (por devuelta o por impagada) en su deuda no hipotecaria, y entenderemos que, en estadísticas agregadas, la salud financiera de las familias aparezca como mucho más favorable de la existente, por ejemplo, antes de la Gran Recesión. Por el contrario, para los aspirantes a la propiedad de una vivienda (en esencia, los jóvenes), el aumento del precio real de la vivienda se agrega a la ya

⁵ Incluyendo una caída del precio (siempre refiriéndonos a términos reales) desde la pandemia, que se corresponde bien con la fragilidad del crecimiento alemán en este quinquenio.

analizada inflación superior a lo que se puede aceptar como estabilidad de precios. En adición, padecen unos salarios cuyos incrementos son, en el mejor de los casos, contenidos, como no puede ser de otra forma mientras en Occidente, en especial en Europa, sigamos sin abordar de manera efectiva, y con ello empezar a corregir, el problema del escaso avance de la productividad del trabajo. No es el mejor de los escenarios para ellos, ciertamente.

4.- Para cerrar esta reflexión sobre precios y poder adquisitivo en los últimos años, el gráfico IV.9, pone en relación la trayectoria del coste de la vivienda (de nuevo, con la inflación al consumo ya detraída) con la evolución de la renta disponible (también real) de las economías domésticas en la misma selección de economías desarrolladas. Nótese que esta variable está incorporando también el impacto de los cambios impositivos (sobre el trabajo y sobre la renta) en este período.

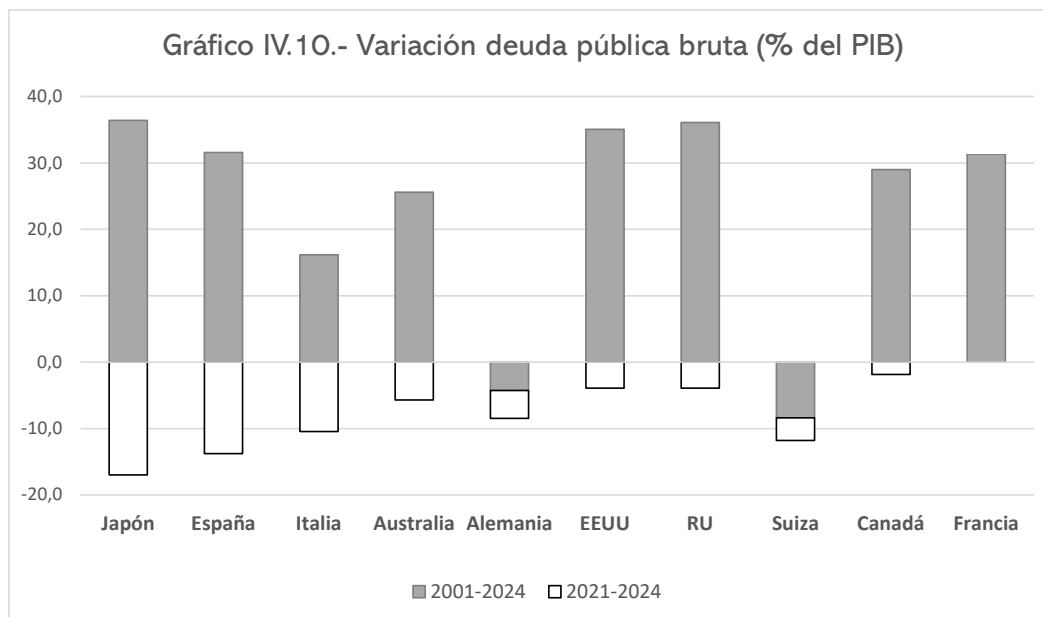


Fuente: elaboración propia. Datos: Reserva Federal de Dallas.

Los resultados revelan que la mejora de la renta realmente disponible para los ciudadanos, que ha sido muy limitada en este período, no ha sido suficiente para acompañar el encarecimiento de la vivienda, con la doble excepción de Alemania y Reino Unido, donde las propiedades residenciales, en promedio, se han abaratado desde la pandemia. En el otro extremo están los países anglosajones no europeos y, como caso singular (por ello incorporado en este relato), Portugal, centro de la mayor escalada de precios inmobiliarios de los últimos años en Occidente. Nótese que España presenta una posición intermedia, con un incremento del precio de la vivienda (en propiedad) muy moderado y no muy superior al de la renta disponible.

Por supuesto, y además de la diferencia entre propietarios y potenciales compradores, ya referida, el análisis aquí esbozado debiera precisarse en función de niveles de renta y completarse con los precios de los alquileres que, en buena parte de Europa, se han incrementado de forma mucho más intensa que los de compraventa en los últimos años. Volveremos sobre ello en un futuro *Informe*.

5.- También los gobiernos occidentales tienen sus compromisos a satisfacer, y es bien conocido que la dimensión de los mismos se disparó de manera desmesurada desde 2008 a 2021, año en el que alcanzó un máximo histórico en tiempos de paz (y, para algunos países no es necesaria esta última precisión). El gráfico IV.10 nos recuerda esta realidad, y nos muestra que para algunas economías centroeuropeas (Alemania, Suiza) ha sido posible romper la tendencia a la espiral creciente de endeudamiento público.

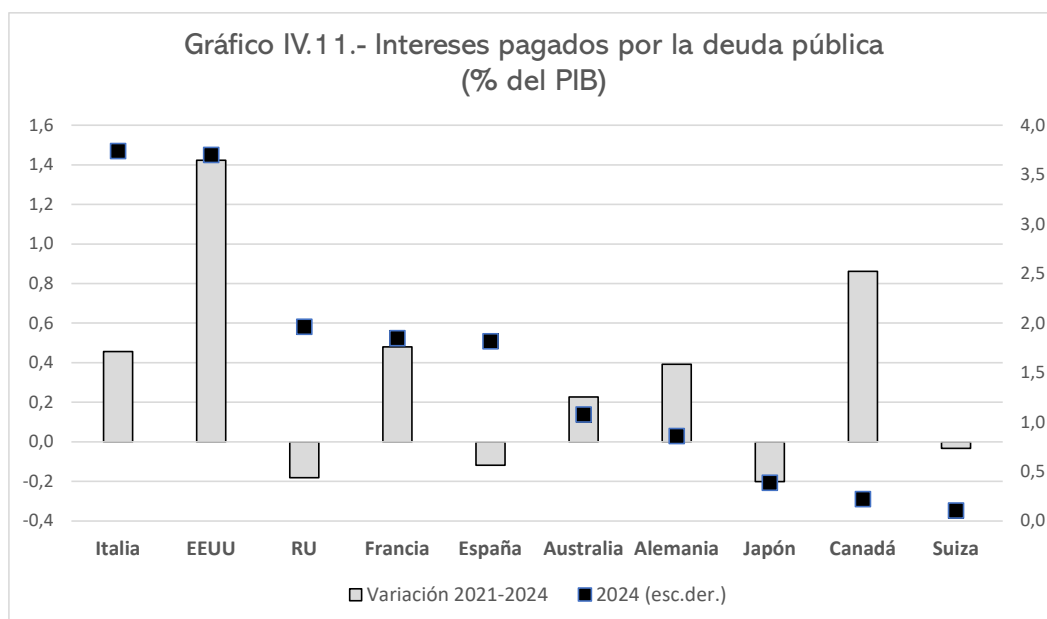


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

El gráfico también revela que, desde esos máximos históricos, la mayor parte de gobiernos en los países desarrollados han ido reduciendo, aunque de manera muy pausada, sus niveles de deuda, lo que explica la preocupación por aquellos pocos casos en los que tal corrección no se ha producido (Francia). Pero, como el lector seguidor de estos *Informes* bien conoce, tal disminución ha estado mucho más ligada al exceso de inflación, que erosiona el valor de una deuda en su mayoría no indexada, que a la austeridad – más bien escasa – de los gobernantes occidentales. De hecho, la directora-gerente del Fondo Monetario Internacional, Kristalina Gorgeva, ha conminado recientemente a los países desarrollados a poner su casa fiscal en orden, bien es cierto que pensando, en buena medida, en Estados Unidos.

La pregunta, en todo caso, debe ser el motivo por el que estos gobernantes, en su mayoría, parecen sentir poca presión por equilibrar sus presupuestos, más en un momento en el que se agolpan gastos adicionales en partidas que van a ser difíciles – o imposibles – de eludir: lucha contra el cambio climático, seguridad y defensa, adaptación a la última oleada tecnológica (su producción y su incorporación al uso de empresas, instituciones y particulares), o intensificación del gasto en sanidad y pensiones a la par que se acentúa el envejecimiento demográfico, por citar unos cuantos. La respuesta, no cabe duda, puede vislumbrarse en la información recogida en el gráfico IV.11. El coste que, pese a la deuda creciente, han tenido que afrontar los gobiernos por la misma ha sido muy moderado, gracias, claro está (como veíamos en el *Foco de Atención* en este mismo *Informe*), a la expansión cuantitativa de los Bancos Centrales. Ese coste de los intereses de la deuda sigue siendo bajo en la mayor parte de los casos, en el entorno o

por debajo del 2% del PIB, e incluso se ha reducido para algunas economías desde la pandemia. En parte porque, en época de incertidumbre, hay inversores que siguen eligiendo la deuda pública occidental y no se mueven, por ejemplo, hacia presuntas alternativas, en el fondo más volátiles, como el oro o las “stablecoins”. Segundo, porque los Bancos Centrales solo han revertido muy parcialmente (recuérdese el gráfico II.4) la mencionada expansión cuantitativa. Y tercero porque, hábilmente, los Tesoros de la mayoría de los países occidentales aprovecharon los momentos de tipos más bajos a medio y largo plazo (incluyendo tipos negativos en bonos a 30 años, por ejemplo en Alemania, Suiza o Japón) para emitir deuda de esa duración, que sigue saliendo virtualmente gratis.

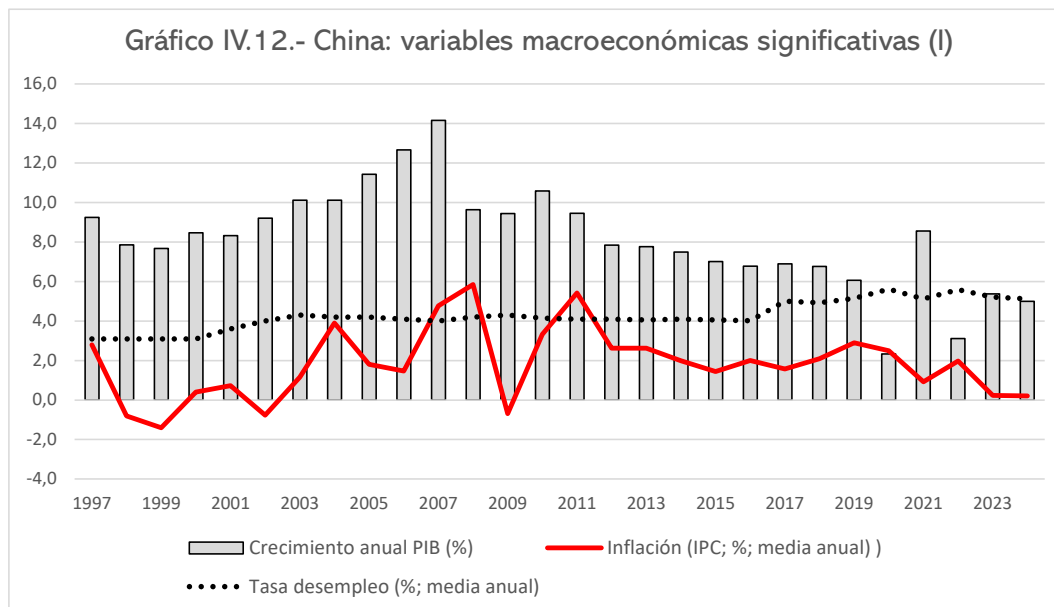


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

¿Por qué entonces debemos preocuparnos por tales niveles de deuda? Centre su atención en la parte izquierda del gráfico IV.11. Cuando los tipos de interés (a medida que vence la deuda emitida la pasada década y se renueva por otra más cara, y con una política monetaria menos condescendiente) tienden a normalizarse, el coste puede crecer con prontitud. Estados Unidos dedicó en 2024 el 3.7% de su PIB⁶ al pago de intereses, un 40% de incremento en solo tres años y más de lo destinado a defensa. La condición de divisa de reserva internacional del dólar sigue confiriendo a Estados Unidos (aunque se debate hasta qué punto este privilegio está amenazado por las políticas de la Administración Trump) una clara ventaja a la hora de financiarse. Pero el resto de las economías no pueden permitirse el lujo de desviar varios puntos de PIB adicionales a los tenedores de deuda, vistos los fuertes compromisos presupuestarios antes enumerados. Es crucial actuar antes de que el margen concedido por la financiación a costes mínimos se acabe.

⁶ Mismo porcentaje que Italia, donde llama menos la atención, porque el coste de la deuda en el país ha sido un lastre más que notable desde hace décadas.

6.- Centremos la parte final de nuestras *Claves del Trimestre* en la (en términos de paridad poder adquisitivo) mayor economía del mundo y sus dificultades, de oferta y de demanda, para equilibrar, sin rebajar el ritmo en demasía, su crecimiento económico.



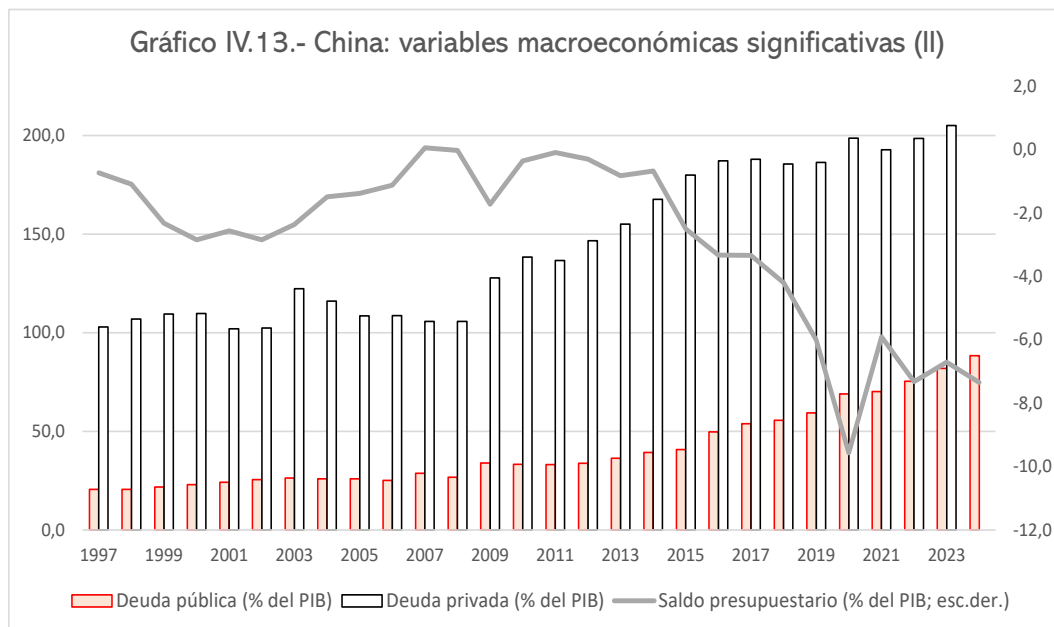
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Debate sobre la fiabilidad de las cifras oficiales al margen, la progresiva reducción en la tasa de crecimiento chino (ver gráfico IV.12) entra perfectamente dentro de lo razonable para una economía que ha pasado en medio siglo de la pobreza más abyecta a una renta per cápita superior a la media mundial. Pero la estructura de ese crecimiento, que sigue sostenido por descomunales niveles de ahorro e inversión, con una producción que excede sistemáticamente el consumo interno y se dirige a mercados exteriores que ya no pueden absorberla sin un severo coste para los sectores productivos de esos socios, sí constituye un problema que las autoridades chinas no son capaces de resolver.

No solo el enfado de los socios comerciales, incrementado con la desviación de exportaciones chinas al resto del mundo en respuesta al drástico descenso en las dirigidas a Estados Unidos, fruto de los crecientes obstáculos establecidos a ese flujo por las tres últimas Administraciones estadounidenses, pone en duda la sostenibilidad de este modelo. Las dificultades internas también son remarcables.

Así, aunque el desempleo general solo ha crecido levemente en los últimos años (gráfico IV.12), lo ha hecho de manera muy notable entre los jóvenes. La evolución de los precios flirtea claramente con la deflación (gráficos IV.12, y IV.14 para los datos más recientes). Las excesivas tasas de inversión en ciertos sectores han conllevado el hundimiento de los niveles de rentabilidad y el desplome de la crítica ratio producción/inversión. Es decir, la eficiencia derivada de cada unidad de inversión es cada vez menor, mientras la competencia en precios en esos sectores es tan extrema que ha sido criticada por el propio presidente, Xi Jinping. Por si todo ello no fuera suficiente, la construcción, en especial la inmobiliaria, que llegó a sostener un tercio de todo el crecimiento durante buena parte de la pasada década, sigue sujeta a series dificultades y su bajo dinamismo condiciona no solo el PIB y el empleo, sino las finanzas de los gobiernos locales y

regionales, alimentadas durante mucho tiempo por los ingresos derivados ese sector construcción, lo que ha conducido al estrés en esas cuentas. De hecho, cuando se observa la muy preocupante evolución de los datos fiscales chinos (gráfico IV.13), esta tiene mucho más que ver con las entidades subestatales que con el gobierno central.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

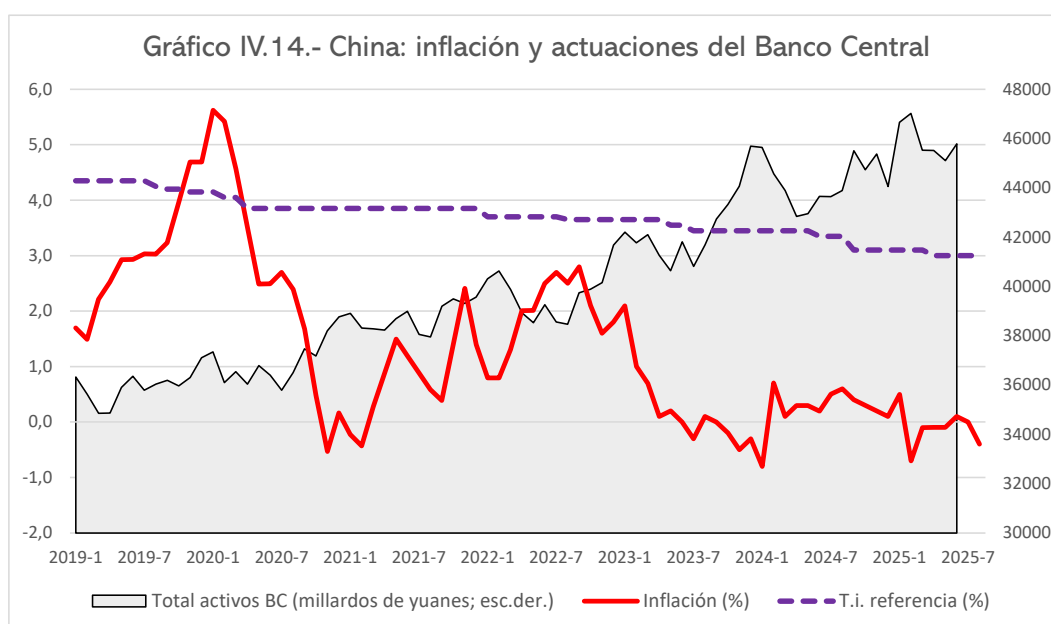
Por tanto, y con una coincidencia casi generalizada sobre que la única salida para China pasa por aproximar su modelo de crecimiento al occidental, apoyándolo en el consumo privado, parece extraño que no se hayan producido movimientos efectivos (aunque sí declaraciones esporádicas, incluyendo del propio presidente Xi) que favorezcan esa evolución. La razón es que los obstáculos para tal transformación no son en absoluto menores.

Para empezar, el endeudamiento privado chino (gráfico IV.13) ha escalado de manera tan preocupante como el público, duplicándose respecto al PIB (pese al fuerte crecimiento de éste) desde principios de siglo. La adquisición de vivienda, entre otros gastos de una creciente clase media que descubría en las últimas tres décadas una cierta capacidad de gasto antes inexistente, se encuentra tras esa deuda. Aunque el ahorro de las economías domésticas chinas sigue batiendo por varios órdenes de magnitud al de, por ejemplo, los países occidentales, la ausencia de mecanismos generalizados y efectivos de protección social pone freno a la utilización de ese ahorro.

¿Y la intervención pública para gestionar esa demanda? Ya hemos mostrado el deterioro fiscal chino, en un país donde, en todo caso, la prioridad de las autoridades sigue siendo avanzar en una transformación productiva (las ya famosas “new quality productive forces” de Xi) que confiera a China mayor competitividad estratégica global y una creciente autonomía, en todos los sectores críticos (e incluso en los que no son tanto) frente al exterior. Es decir, más inversión, no más consumo.

Siguiendo la experiencia occidental, se podría recurrir a la política monetaria de manera mucho más enérgica para estimular el cambio de modelo. El gráfico IV.14 revela que las

autoridades chinas, incluso pese a la amenaza deflacionista, han sido poco activas en esta dimensión. El tipo de interés de referencia apenas se redujo 50 p.b. en respuesta a la pandemia y lo ha hecho en otros 85 p.b. desde entonces. Nada que vaya a estimular la economía, en la que, en todo caso, los tipos de interés juegan un rol mucho menor al que desempeñan en Occidente. En cuanto al balance del Banco Central, es cierto que ha crecido en un tercio desde la prepandemia... pero el PIB lo ha hecho un 26%. Compárese este mínimo incremento con los mostrados en el gráfico II.3 para las principales economías desarrolladas. En realidad, dado que las autoridades desean limitar el crecimiento de la deuda, tanto pública como privada, y que los propios ciudadanos han mostrado pocos deseos de aumentar de manera significativa su gasto, tampoco la solución de la financiación barata parece que fuese a ayudar demasiado a modificar el modelo de crecimiento chino.

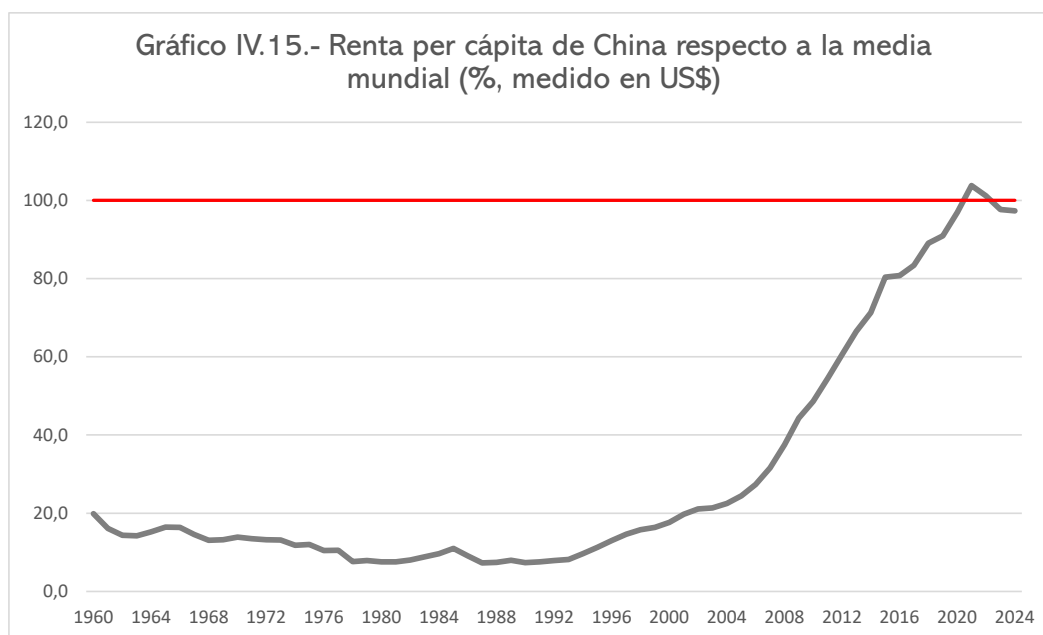


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; BIS.

En definitiva, quizás la visión que el Secretario del Tesoro de Estados Unidos ofrecía recientemente al Financial Times refiriéndose a las últimas medidas proteccionistas, especialmente las ligadas a los “metales raros”, chinas (“un signo de cuan débil es su economía...”; “tal vez hay un modelo de negocio leninista donde dañar a tus propios consumidores es una buena idea...”; “su economía está en medio de una recesión/depresión...”) sea un tanto exagerada, si no torticera. Pero lo que sí es cierto es que China precisa cambiar su modelo de crecimiento, y las dificultades para hacerlo son, como se ha explicado, ostensibles.

Mientras tanto, el resto del mundo, que durante varias décadas tras la apertura china al exterior, pudo absorber las exportaciones de una, entonces, pequeña economía, ahora no puede hacer lo mismo ni remotamente (en especial si Estados Unidos no contribuye a ello), dada la cantidad de exportaciones que la enorme economía china de 2025 necesita colocar en los mercados exteriores para seguir creciendo.

7.- Y precisamente en este sentido, es reseñable la decisión china de no reclamar, en negociaciones presentes y futuras de la Organización Mundial del Comercio, el estatus de nación en desarrollo, con los beneficios que del mismo se derivan. Anunciada en la pasada Asamblea General de Naciones Unidas, es un cambio de postura imprescindible, además de tardío e incompleto. En efecto, aunque necesario, llega con retraso y, de hecho, el mantenimiento de esa condición de nación en desarrollo era incompatible con la propia doctrina oficial china que proclamó hace años su condición de país de renta media. El gráfico IV.15 muestra hasta qué punto ha avanzado China desde 1960, cuando su renta per cápita en términos de poder adquisitivo apenas alcanzaba un quinto de la media mundial, hasta el momento actual, donde ha alcanzado ese nivel promedio.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Así que esta nueva posición china puede insuflar algo de aire al dudoso futuro de la OMT (aunque que se trate de un momento de inflexión, como apunta su Directora General, Ngozi Okonja-Iweala, es una apreciación más bien optimista). Pero, la verdad, como ha reclamado la Unión Europea, una decisión completa y más relevante para el resto del mundo es que China renunciase a esa condición de país en desarrollo para los acuerdos *ya vigentes* de la OMC. Eso es demasiado pedir, me temo.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

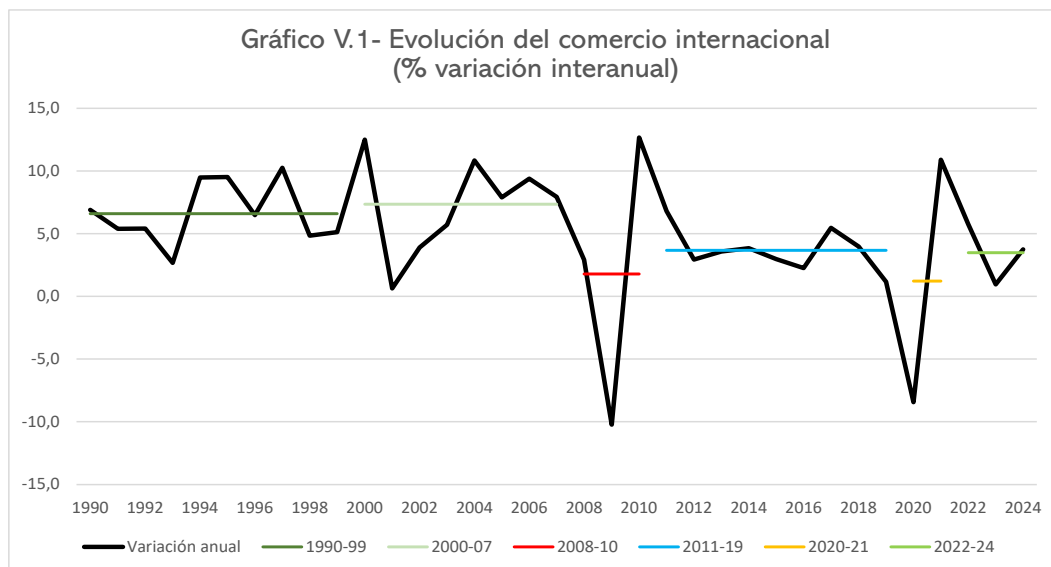
Durante los últimos trimestres hemos presentado y mostrado en sucesivos *Informes* los resultados de un modelo de interpretación del comportamiento del comercio internacional, el Indicador de Entorno del Comercio Internacional (IECI), que nos permitió revelar algunos factores explicativos de la trayectoria del mismo, más allá del más relevante, que ciertamente es la propia evolución de la economía mundial.

En el presente y los próximos *Informes* vamos a centrar nuestra atención, por el contrario, en establecer los cambios más significativos (y las continuidades más notables) entre el perfil del comercio internacional previo y el posterior a la pandemia. Transcurrido ya un número de años suficiente tras los efectos directos y de rebote derivados de la COVID-19, analizaremos los datos para intentar detectar esas modificaciones, de haberlas, en el comportamiento del comercio. Nótese, en cualquier caso, que el análisis se produce en un período en el que, sin llegar a la ruptura brutal que supuso el cierre (y la acelerada apertura posterior) de buena parte de la economía mundial por la pandemia, el escenario contempla transformaciones que van mucho más allá de lo coyuntural. Entre ellas: las relativas a la cadena global de valor, al percibirse los riesgos asociados al principio rector único de la misma (la eficiencia) antes de la pandemia, con las consideraciones de seguridad (fuentes, cadenas, socios) ganando importancia. La incertidumbre introducida por el escenario geopolítico, con conflictos abiertos, restricciones cruzadas crecientes (en exportaciones tanto como en importaciones, una interesante novedad) y el imprevisible “factor Trump”. El impacto sobre el comercio de la lucha (o no) contra el cambio climático. O el efecto para las transacciones internacionales de la aceleración en la transformación tecnológica actual, que se caracteriza, más allá de su profundidad, por su velocidad, con la Inteligencia Artificial Generativa al frente.

Por tanto, un panorama muy cambiante respecto al de hace unos años, que se contrapone a las inercias que las relaciones establecidas suponen para los flujos comerciales, dado el coste hundido que implica la consolidación de las mismas y el que implica un cambio sustancial en esas relaciones. Antes de comprobar cómo han conducido esa disyuntiva las principales economías internacionales (en esta sección y durante los próximos *Informes* analizaremos las diez más relevantes para cada estadio de renta, desarrolladas, emergentes y en desarrollo) comenzaremos con una revisión de la evolución global y por grandes áreas geográficas.

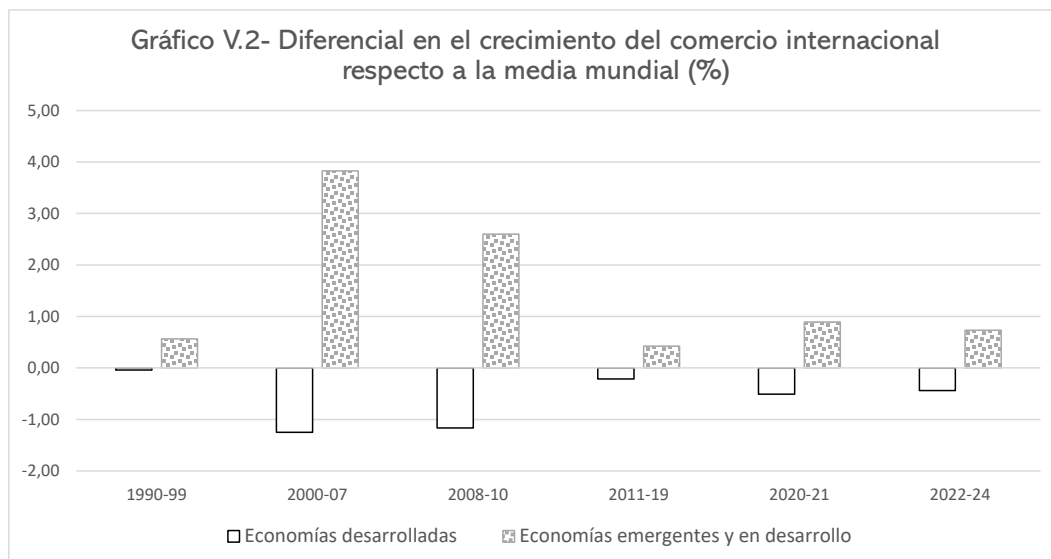
El gráfico V.1. introduce la perspectiva que emplearemos en la mayor parte de este análisis para recoger, como necesario punto de partida, la trayectoria del comercio mundial desde el (aproximado) inicio de la fase de globalización acelerada que ha marcado las últimas tres décadas. En él se verifica una bien conocida tendencia, reflejada por el escalón a la baja entre las tasas de crecimiento medias desde 1990 hasta la Gran Recesión, situadas alrededor del 7% anual (con mayor dinamismo incluso en los primeros años de este siglo), y las tasas posteriores a la Gran Recesión. Entre 2008 y 2024 el comercio ha crecido menos de la mitad (3% anual) que en el período anterior, fruto de un crecimiento del PIB tenue, un progresivo aumento del proteccionismo, el agotamiento de la intensificación de las cadenas globales de valor y los inevitables

efectos a medio plazo de dos shocks negativos de la magnitud de la crisis financiera y la pandemia.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: FMI.

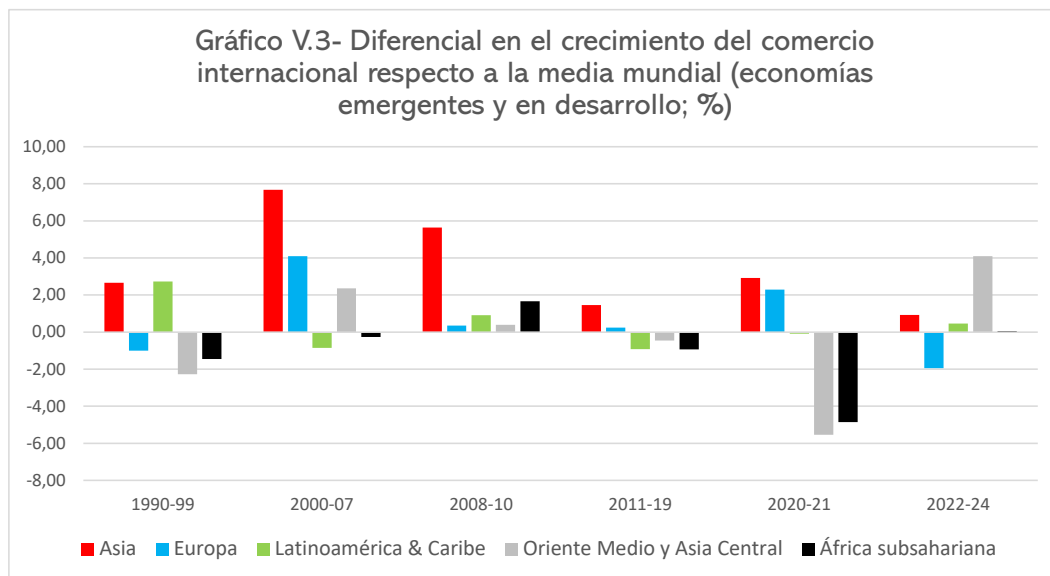
Resulta ampliamente conocido que el mayor tirón en las cifras de comercio ha procedido en todo este período de los países emergentes y en desarrollo, históricamente sitos en niveles de profundización comercial muy inferiores a las de las economías desarrolladas. El gráfico V.2 muestra esa tendencia, especialmente marcada en la primera década del siglo XXI, con el crecimiento del comercio de Occidente sistemáticamente por debajo de la media mundial, exactamente lo contrario que para el resto del mundo.



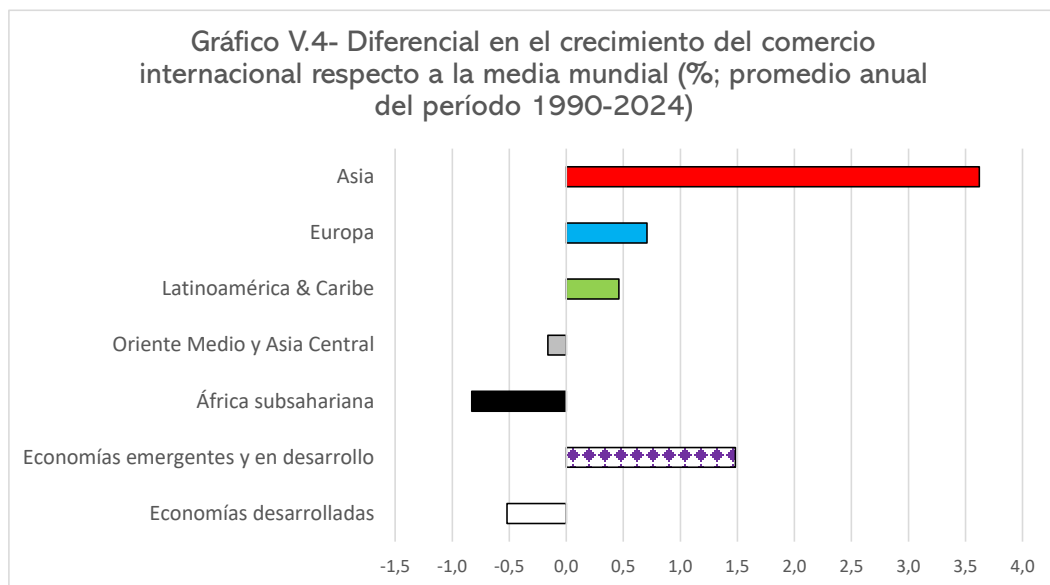
Fuente: elaboración propia. Datos comercio: FMI.

Pero nótese también en este gráfico una segunda característica menos mencionada, la de una ralentización del comercio mundial que afecta, de manera desproporcionada, a esas mismas economías emergentes y en desarrollo que han estado protagonizando su crecimiento. Son países que siguen precisando del impulso del comercio en su proceso

de crecimiento económico y de modernización productiva (y, frecuentemente, del cambio sociopolítico que la mayor apertura al exterior supone), por lo que el freno del comercio los afecta de forma particularmente adversa. En todo caso, la casuística en el conjunto del mundo no desarrollado es muy diversa, y podremos establecer las diferencias por economías en *Informes* posteriores.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: FMI.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: FMI.

De momento, los gráficos V.3 y V.4 revelan ya las nítidas diferencias existentes por áreas emergentes y en desarrollo⁷. Ambos representan diferencias de crecimiento respecto a la media mundial (de nuevo, con los países desarrollados mostrando menor dinamismo

⁷ Las áreas y los países integrantes de las mismas corresponden en estos gráficos a la categorización realizada por el Fondo Monetario Internacional en su informe de referencia, el World Economic Outlook (y la base de datos asociada al mismo).

en su evolución durante todo el período), y es bastante sencillo descubrir los grandes ganadores (y perdedores) del proceso globalizador en términos de comercio. Asia ha experimentado un crecimiento comercial que ha superado, en promedio anual, en más de un 3.5% al avance del conjunto de los flujos globales. Un simple cálculo nos indica que, a lo largo de los 35 años considerados, esto implica que el comercio de Asia emergente y en desarrollo ha multiplicado por 3.3 al del conjunto de la economía mundial. Aunque con intensidades dispares, ese mayor aumento se ha reproducido en cada subperíodo seleccionado, con independencia del momento del ciclo económico global.

Lejos de los resultados de Asia, pero Europa emergente también ha ganado importancia en el comercio mundial a lo largo de esta etapa, una vez superados, eso sí, los primeros años (final del siglo pasado) de la transición de economías planificadas a economías de mercado. El último trienio ha roto esta tendencia favorable, pero no se olvide que, en la clasificación del FMI, Ucrania y Rusia aparecen como integrantes de la Europa emergente y en desarrollo.

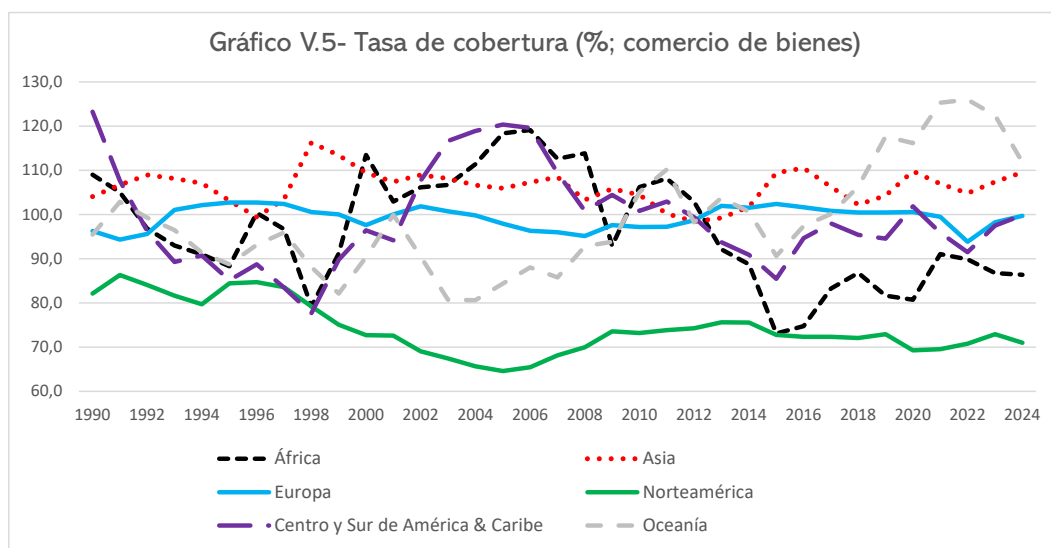
En el otro extremo, escasa sorpresa también, África subsahariana, la gran olvidada del proceso globalizador, no solo en términos comerciales, sino también financieros. Precisamente por ello, el único momento de las pasadas tres décadas y media en las que el comercio creció más en África que en el conjunto del mundo fue durante la Gran Recesión, porque los flujos internacionales (de capital, pero también de bienes y servicios) se vieron muy afectados por la crisis, salvo en África, por su relativa desconexión del resto de la economía mundial. Pero, con los pobres datos para el resto de los subperíodos, el comercio exterior del África subsahariana ha crecido un 24% menos que el global entre 1990 y 2024.

Por debajo también del crecimiento del comercio mundial, y con las mayores fluctuaciones de todos los grupos, se sitúa la evolución de Oriente Medio y Asia Central, zona que incluye también el norte de África, y para la que las fluctuaciones cíclicas de la economía mundial (con el consiguiente impacto sobre el precio de los hidrocarburos, fuente crucial de ingresos para múltiples países de la zona), las tensiones geopolíticas y una integración limitada en las cadenas globales de valor marcan los vaivenes del comercio internacional.

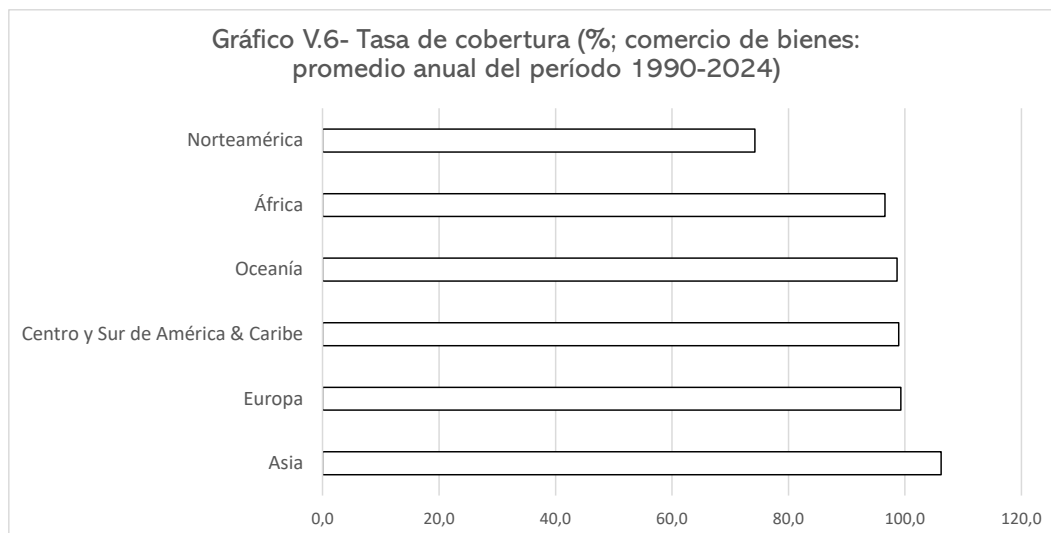
Por último, el área de Latinoamérica y el Caribe es la que ha mostrado una trayectoria más cercana a la del comercio mundial (lo que significa, tras descontar al mundo desarrollado, inferior a la de los países emergentes en su conjunto), con una década de los noventa diferencialmente más favorable que lo acontecido en lo que llevamos de siglo XXI. En todo caso, las diferencias nacionales son muy ostensibles también en esta zona.

En este relato global, la última reflexión de este *Informe* nos lleva a la diferenciación entre comercio de bienes y comercio de servicios, al objeto de mostrar la tasa de cobertura en ese comercio (es decir, la relación entre exportaciones e importaciones, tan de moda en estos momentos por obra y gracia de las obsesiones de la Administración Trump).

Por necesidades de los datos, ahora extraídos de las bases de la Organización Mundial de Comercio, modificamos tanto el período temporal de análisis en el caso de los servicios (información solo disponible desde 2005) como la distribución geográfica, que en este caso se realiza por continentes y no por niveles de desarrollo. No obstante, con matices, existen tres espacios eminentemente desarrollados (con un peso mucho menor de emergentes), los de América, Europa y Oceanía, y otros tres esencialmente constituidos por economías en desarrollo y emergentes, los de África, Latinoamérica y Asia (aunque, en este último caso, la presencia de Japón y los “tigres” da un componente de desarrollo significativo al bloque).



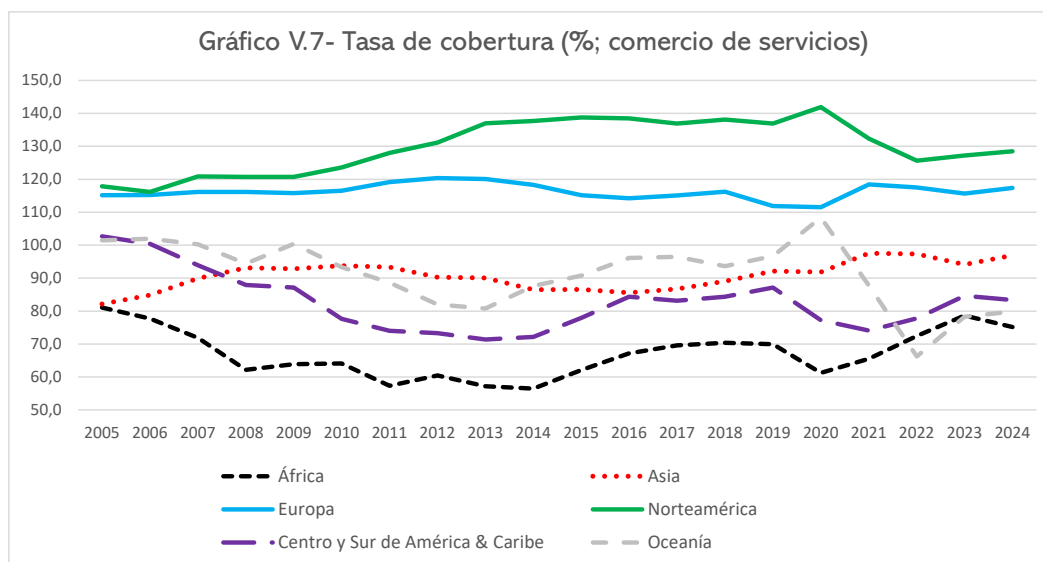
Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.



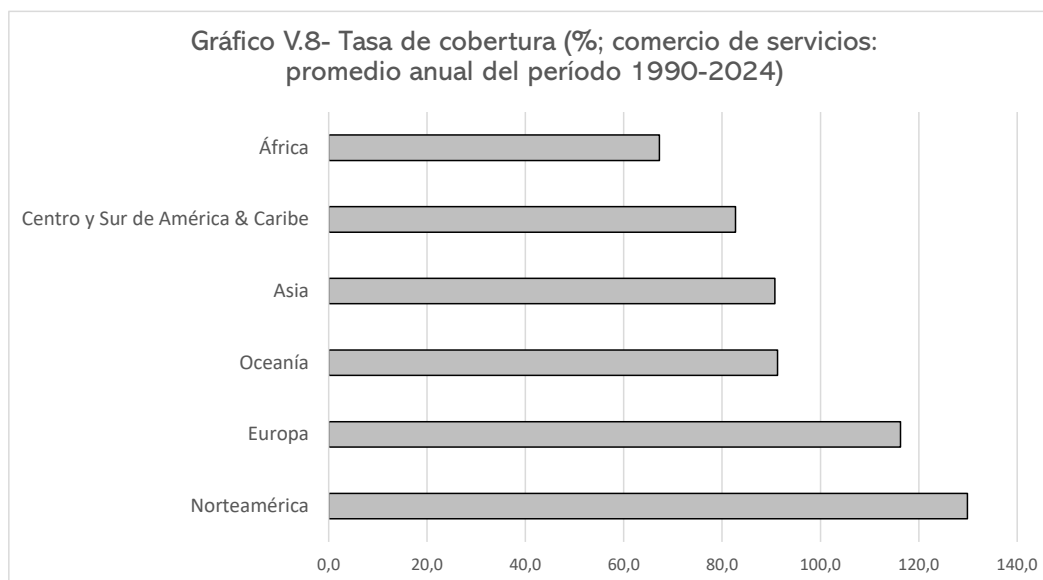
Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

Los gráficos V.5 y V.6 recogen los resultados para el comercio de bienes. Los promedios para todo el período, alisando las fluctuaciones que hay en diferentes etapas y que muestra el primero de estos gráficos (particularmente marcadas, por ejemplo, para África y Oceanía) se observan en el segundo de ellos. Resulta notable cómo, para casi todas las áreas, la tasa de cobertura a lo largo del tiempo se sitúa al borde de la unidad

(es decir, las exportaciones igualan a las importaciones⁸). La excepción más destacada, claro está, es la pobre tasa de cobertura de Norteamérica, condicionada sobre todo por los datos estadounidenses. En el extremo contrario, Asia ha mantenido durante todo el período una cobertura superior al equilibrio (con un promedio de 106), resultado esperable dado los superávits comerciales de la mayor parte de sus principales economías, especialmente las del este y sudeste del continente.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.



Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

El panorama para los movimientos de servicios (gráficos V.7 y V.8), como ya se ha indicado, centrado en las últimas dos décadas, es radicalmente distinto, con tasas de

⁸ Nótese que, por las dificultades inherentes a los procesos de cómputo de las estadísticas internacionales de comercio, las cifras oficiales de exportaciones e importaciones totales no coinciden (y no lo hacen para las economías individuales en sus relaciones comerciales con el resto del mundo). De hecho, los valores agregados ofrecidos por la OMC muestran, en todos los años, un mayor volumen de exportaciones que de importaciones mundiales de servicios, y exactamente lo contrario para los bienes.

cobertura holgadamente por encima de la paridad para las áreas más desarrolladas en promedio (Norteamérica y Europa) y sensiblemente inferiores a 100 (es decir, con importaciones de servicios claramente inferiores a las exportaciones) en los casos de África y Latinoamérica.

Es esta segmentación entre el comportamiento de los flujos de bienes y los de servicios lo que se esperaría de un normal desarrollo de la economía global integrada, con el desplazamiento de las producciones manufactureras (salvo las más avanzadas tecnológicamente) al mundo emergente y en desarrollo, mientras los nuevos sectores, habitualmente más ligados a los servicios, expandiéndose (y exportándose al resto del mundo) en las economías más avanzadas. En unos años será muy interesante constatar si esta lógica económica sigue prevaleciendo sobre las estrategias geopolíticas que intentan modificar esos parámetros, por cierto siempre desde la más que discutible (de hecho, absurda) concepción simplista de que exportar es bueno e importar es malo.

Mientras tanto, en nuestro siguientes *Informes* seguiremos observando el pasado reciente, con un estudio detenido de la evolución comercial de las diez mayores economías de cada uno de los tres estadios de desarrollo.