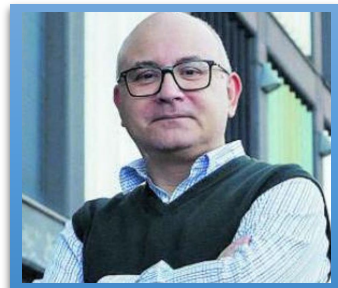


INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Enero-2026



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

INTRODUCCIÓN

El primer año de la segunda administración Trump ha transcurrido sin alterar de manera significativa las grandes cifras de la economía mundial. Y no será por falta de agitación generada por el peculiar presidente estadounidense (aunque, contemplados los primeros días de 2026, parece dispuesto a superarse con creces en este nuevo año). Pero tanto el crecimiento del PIB como el del comercio mundiales se han sostenido en tasas moderadas, similares a las de años anteriores (o las de los previos a la pandemia). Mientras, los mercados de valores (especialmente fuera de Estados Unidos) han disfrutado de un año excepcional.

¿Cómo se explica, pese a la multiplicación de aranceles, tensiones e incertidumbre? Múltiples son los factores que contribuyen a esa explicación: aunque el arancel medio estadounidense se ha multiplicado por 4 (hasta alrededor del 14%), dista de haber alcanzado los valores máximos que se esperaban; los exportadores anticiparon la escalada proteccionista, aumentando sus envíos a Estados Unidos antes de la entrada en vigor de las nuevas tarifas, y redirigiendo el origen de sus ventas hacia países menos castigados por las mismas; los importadores estadounidenses han absorbido la mayor parte del coste de los aranceles, limitando su efecto sobre consumo e inflación; las políticas fiscales globales, ignorando los crecientes niveles de deuda pública, siguen siendo básicamente expansivas, en especial considerando el momento favorable del ciclo, y han impulsado sectores hasta hace nada en el ostracismo, como el de defensa; las autoridades monetarias siguen mostrando, con excepciones, un gatillo más fácil para acomodar que para endurecer; 2025 fue un año, como hemos analizado en estas páginas, eminentemente tranquilo para los precios de la mayor parte de las materias primas, y, finalmente, los colosales niveles de inversión en todas las actividades directa e indirectamente ligadas a la Inteligencia Artificial han servido de contrapunto dinamizador, en la economía y en los mercados. En definitiva, una amplia coalición de factores que explican los resultados de la economía mundial...pero que no necesariamente tendrán continuidad en 2026.

El otro gran frente abierto por Donald Trump, su voluntad de descomponer las estructuras institucionales que sostienen el entramado tanto de la democracia estadounidense como el de las relaciones económicas (y no económicas) internacionales, parece haber sufrido más que las cifras económicas los embates del presidente estadounidense. Nos referiremos en nuestra sección de los *Precios Internacionales de Referencia*, junto a las reflexiones habituales sobre tipos de interés, materias primas y principales divisas, a los ataques, incluyendo la persecución penal, de la administración Trump al presidente de la Reserva Federal. A escala global, baste mencionar cómo las amenazas estadounidenses han conseguido que los casi 150 países signatarios del Acuerdo global impulsado para la OCDE para que las empresas que facturen más de 750 millones de dólares al año tributen al menos un 15% en el Impuesto de Sociedades efectivo (agregando lo aportado en diferentes jurisdicciones), han aceptado eximir a las multinacionales de Estados Unidos de este tipo mínimo, generando una asimetría difícilmente justificable.

En todo caso, no debíamos permitir que los árboles estadounidenses nos dejen ver el bosque, al menos en Europa. Por ello, dedicaremos nuestro *Foco de Atención* al

descomunal coste de la falta de liberalización e integración de los mercados de la Unión Europea. Los estudios del Fondo Monetario Internacional cifran el coste de las barreras intraeuropeas en el equivalente a un arancel del 45% sobre el comercio de bienes y del 110% sobre el comercio de servicios. Si se compara con el 15% adicional de aranceles impuestos a las exportaciones europeas a Estados Unidos, es fácil entender cuál es el campo principal de trabajo en el que deberían estar centrados (y no lo están) los líderes europeos. De la misma forma, aunque el acuerdo de libre comercio UE-Mercosur debe ser saludado (lo debiera haber sido ya hace un buen montón de años) como una noticia positiva, por mucho que los (minoritarios) grupos potencialmente perjudicados se hagan oír mucho más que los (mayoritarios) colectivos probablemente beneficiados, lo cierto es que la magnitud de su impulso a las economías europeas será ínfima en comparación con lo que supondría el establecimiento de un Mercado Único real.

En las *Claves del Trimestre* revisaremos las cifras del mercado laboral europeo, para establecer conclusiones sobre lo acaecido desde antes de la pandemia hasta ahora, con algunas tendencias bastante dispares a las que mostramos en nuestro pasado *Informe Trimestral* para Estados Unidos. Por otro lado, seguiremos insistiendo (predicación en el desierto, diría uno) sobre los costes de los desequilibrios fiscales, tanto en Occidente como en el mundo emergente y en desarrollo. Y no olvidaremos tres debates que se han intensificado recientemente: primero, el papel de los tipos de cambio en la compensación (o no) de los incrementados aranceles estadounidenses; segundo, en qué medida la infravaloración del yuan explica el masivo incremento del superávit comercial chino; y, en tercer lugar, el cambio de la trayectoria fiscal del sur de Europa respecto al centro del continente, con la consiguiente compresión de los spreads en los tipos de interés de la deuda pública.

Finalmente, en la quinta sección del *Informe*, centrada en el comercio internacional, continuaremos con nuestra serie de análisis sobre el comportamiento de los flujos comerciales en el período postpandemia (comparando con el previo a la misma), en bienes y servicios, mostrando la evolución, la distribución y la cobertura, entre otros aspectos, para las economías más representativas en los diferentes niveles de renta. En este *Informe* nos centraremos en lo acontecido para las diez mayores economías desarrolladas.

Damos paso ya a este décimo quinto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, que pretende acercar 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 22 de enero de 2026

II.- FOCO DE ATENCIÓN: miremos dentro de Europa.

El singular estilo de actuación de la administración Trump, con su desprecio del derecho y las instituciones internacionales, el empleo de los aranceles como arma de todo tiempo y motivo, y la consideración de las relaciones económicas como un juego de “suma cero” extremo, en el que solo se siente satisfecha si Estados Unidos gana y la contraparte pierde, está provocando tanta indignación como quebraderos de cabeza en buena parte del mundo, y, singularmente, en los tradicionales aliados europeos.

Al margen de cómo responder adecuadamente a esta insólita forma de hacer política, quizás convendría centrar la atención en cómo Europa debe avanzar, *con independencia* de la relación con Estados Unidos. La intensificación por parte de la Comisión Europea de la negociación y firma de los acuerdos comerciales y de inversión con el resto del mundo está constituyendo una línea, adecuada, para ese necesario avance (con la firma, pendiente de ratificaciones, del históricamente retrasado acuerdo con Mercosur, como punto culminante). Pero la falta de integración del mercado interior de la UE sigue siendo un obstáculo mayúsculo y flagrante para el progreso europeo, como bien ha subrayado el reputado Informe Draghi sobre el futuro de Europa, sobre el que hemos reflexionado en anteriores *Informes Trimestrales*. En efecto, aunque presuntamente el Mercado Único europeo garantiza la libre circulación entre los miembros de bienes, servicios, capitales y personas, esas libertades no se verifican en la práctica más que parcialmente (a veces, muy parcialmente) en ninguno de los ámbitos.

Así, han corrido ríos de tinta sobre el arancel generalizado del 15% a las exportaciones europeas de bienes a Estados Unidos establecido por el gobierno Trump el pasado año¹. Como mostraremos en las *Claves del Trimestre*, el arancel medio efectivo que afrontan esas exportaciones es inferior al 15% y modestamente dispar entre países, en función de excepciones, recargas, tasas preexistentes y también de la composición sectorial de esas ventas. Pero, en todo caso, sírvanos ese número como referencia. Contrástese con las cifras surgidas de un ya famoso informe del Fondo Monetario Internacional, que, en su conjunto, aborda las razones de la lánguida trayectoria de la productividad en Europa². En el mismo se establece que el conjunto de barreras que los países de la UE mantienen al comercio entre ellos equivalen a un arancel del 45% para bienes y nada menos que del 110% para servicios. Aunque las cifras específicas han sido muy discutidas³, y este trabajo del BCE puede resultar más preciso⁴, debe aceptarse: primero,

¹ En el momento de escribir estas líneas, debe sumarse el 10% de arancel a los, de momento, ocho países que han decidido enviar “tropas” (si así se pueden denominar contingentes de entre uno y diez hombres/mujeres, según los casos) a Groenlandia para reforzar la seguridad de la isla (no se sabe bien frente a quién), pero que molestan a la “necesidad para Estados Unidos”, en terminología de Trump, de poseer este territorio autónomo danés.

² IMF (2024); “Europe’s declining productivity growth: diagnosis and remedies”, *Regional Economic Outlook Note*, November.

³ Por ejemplo, en <https://iep.unibocconi.eu/europes-internal-tariffs-why-imfs-44-estimate-doesnt-hold> o en <https://cepr.org/voxeu/columns/no-eu-does-not-impose-45-tariff-itself>

⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2026/html/ecb.ebart202508_01~2e71d52829.en.html

el mercado único dista de haberse completado, y la pérdida de riqueza generada por las barreras existentes (en cualquier de las cuatro "libertades") es significativa; segundo, la situación en el ámbito de los servicios (que generan más del 70% de la producción y el empleo europeos) es especialmente dramática, con al menos la mitad de los obstáculos detectados por la Comisión Europea (CE) en el año 2002 todavía vigentes un cuarto de siglo más tarde, con Alemania, por cierto, como el país más reticente a abrir su intensamente protegido ámbito de las actividades profesionales. Con ello, el comercio intraeuropeo de servicios alcanza apenas un tercio del nivel que supone el comercio de bienes (8% frente a 24 % del PIB en 2024, y esta última cifra se redujo el pasado año por vez primera en una década, año de la pandemia al margen). Tercero, la remoción de estas barreras tendría un impacto sobre la productividad y el crecimiento europeos muy superior al de cualquier cambio favorable en materia arancelaria que pudiera realizar una futura administración estadounidense. Cuarto, la responsabilidad de la permanencia de las barreras no puede atribuirse a la CE, sino a los gobiernos nacionales, mucho más atentos a los intereses específicos de ciertos subsectores o profesionales que a completar el Mercado Único y, con ello, beneficiar al conjunto de los ciudadanos europeos.

Por supuesto, el lector puede sorprenderse de que, en un área tan integrada como la Unión Europea, podamos estar hablando de obstáculos de semejante magnitud, en ausencia de aranceles, pero lo cierto es que proliferan todo tipo de regulaciones y otras barreras no arancelarias que estrangulan las oportunidades de comercio, así como de instalación de las actividades en países de la UE distintos del propio, o dificultan la financiación de los proyectos de negocio. En este *Foco de Atención* mostramos a continuación un mero ejemplo, apoyándonos en el análisis de las barreras al comercio, en sentido amplio, que realiza y actualiza continuamente Global Trade Alert (<https://globaltradealert.org/>).

Tabla II.1. Medidas proteccionistas (netas) establecidas entre 2009 y 2025 entre las seis mayores economías de la Unión Europea.

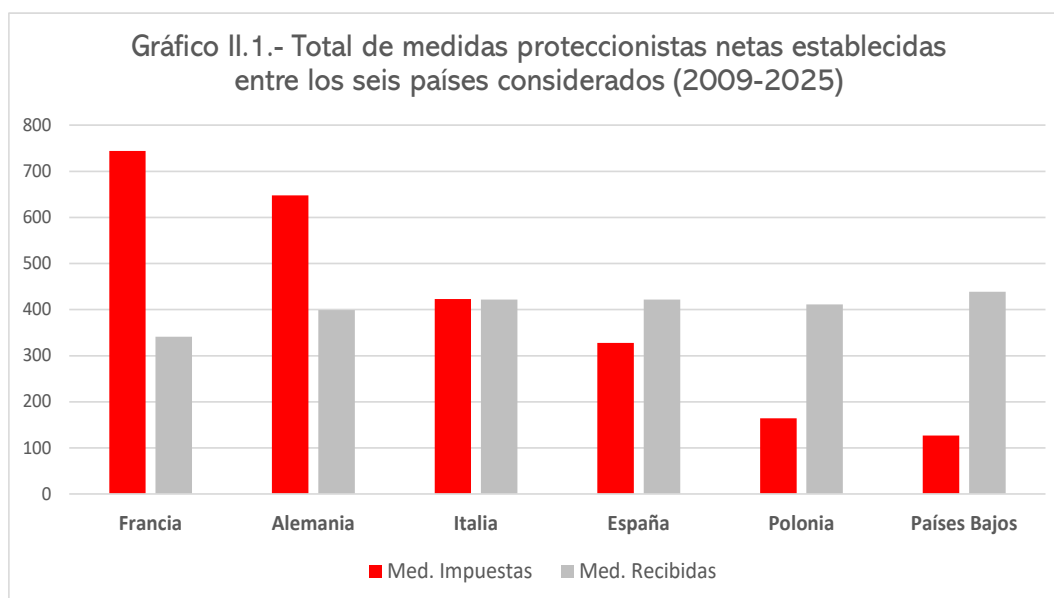
	ALEMANIA	ESPAÑA	FRANCIA	ITALIA	PAÍSES BAJOS	POLONIA
ALEMANIA		123	130	132	135	128
ESPAÑA	73		66	69	61	59
FRANCIA	172	165		169	128	110
ITALIA	81	80	91		81	90
PAÍSES BAJOS	34	22	23	24		24
POLONIA	39	32	31	28	34	

Nota: en horizontal, puede comprobarse el número de nuevas medidas fijadas por cada país respecto a sus socios en los quince años señalados. En vertical, el número de las aplicadas a cada economía por los otros cinco países.

La Tabla II.1 presenta, para los últimos 17 años, el número de nuevas medidas (de todo tipo y para el comercio en su sentido más extenso) aplicadas por cada una de las seis mayores economías de la Unión Europea a las cinco restantes. Estas medidas son de carácter proteccionista, ya detraídas las liberalizadoras, es decir, las que reducen o

eliminan restricciones anteriores⁵. Una misma barrera puede establecerse (es habitual que así sea) frente a todos los socios, por lo que aparecería contabilizada en cada uno de los pares bilaterales. Otras medidas, más focalizadas en uno o varios, pero no todos los países, aparecen recogidas en los casos que corresponde. En total, más de 2000 medidas proteccionistas adicionales (alrededor de 500 distintas, multiplicadas por el número de países afectados en cada caso), incluso detrayendo las de perfil liberalizador. La Unión Europea no parece avanzar hacia el pleno libre comercio interno, sino más bien lo contrario, al menos en los ámbitos que dependen de las autoridades nacionales.

El gráfico II.1 muestra que la actividad proteccionista de esos gobiernos no es homogénea, acumulándose notables discrepancias a lo largo del tiempo. Así, mientras Francia y Alemania revelan un perfil más restrictivo en el acceso a sus mercados, con las medidas impuestas excediendo claramente a las padecidas, Polonia y Países Bajos se sitúan en el extremo opuesto, con España y, sobre todo, Italia, estando más cercanas al equilibrio.



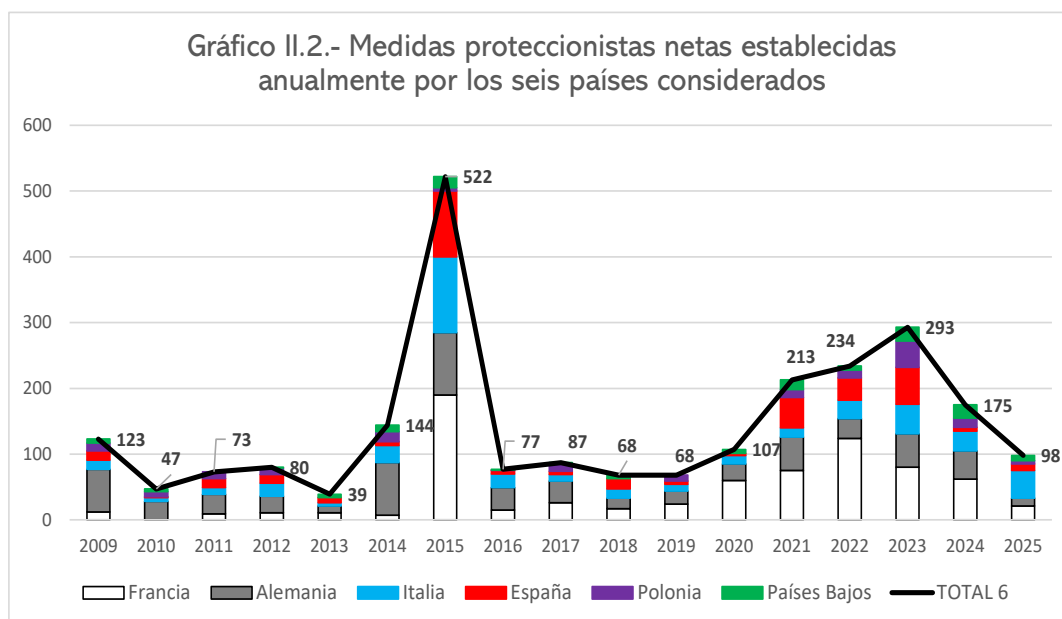
Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Cuando observamos la evolución del proteccionismo neto en términos cronológicos observamos un rasgo adicional muy preocupante: al menos las mayores economías europeas intensifican sus impulsos proteccionistas en respuesta a las crisis, lo que dificulta, claro está, la gestión de las mismas⁶. Así, en el año posterior al estallido de la Gran Recesión (es decir, 2009) se contabilizan más barreras netas que en los posteriores, hasta la explosión de las mismas en 2015, fruto de la crisis migratoria a raíz de la guerra civil en Siria. Además de los obstáculos al movimiento de personas, parece se aprovechó

⁵ Nótese que, al tratarse en este ejercicio de la mera contabilización del número de medidas, no establecemos aquí ninguna valoración sobre la intensidad y, por ello el coste, de las medidas para los socios

⁶ La precisión en la recopilación de los movimientos proteccionistas y liberalizadores realizada por Global Trade Alert, actualmente excepcional, era algo más precaria al inicio del período, por lo que al menos parte de la gran diferencia temporal en el número de medidas se debe a este factor. El resto claro está, a la creciente tendencia hacia el proteccionismo que, a escala global, estamos viviendo en los últimos años.

la situación para intensificar las restricciones, sobre todo, en el ámbito de los servicios, hasta el punto de que la CE se vio obligada a lanzar el Procedimiento 2015/1535, forzando a los Estados miembros a, al menos, comunicar con antelación a su implementación las regulaciones que fueran a resultar en nuevos obstáculos a las libertades del Mercado Único. De nuevo, tras el estallido de la pandemia y con la invasión de Ucrania, después de un año 2020 de cierta contención en pro de la respuesta colectiva a la COVID-19, se incrementa el número de medidas proteccionistas netas que, por el contrario, se ha moderado notablemente el último par de años.



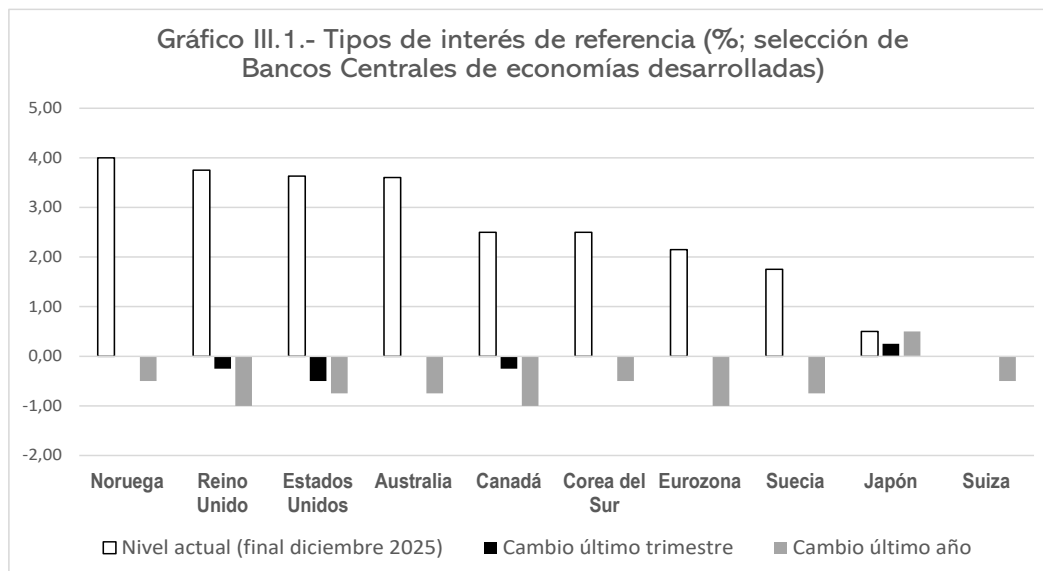
Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Obsérvese que, en este ejercicio, nos hemos limitado a una matriz 6x6 de medidas adoptadas por la mayores economías de la Unión Europea afectando a las libertades en principio garantizadas en el Mercado Único. Si extrapolamos la reflexión a todas las economías de la UE, es fácil comprender el grado de restricción a esas libertades que suponen esos obstáculos internos (aunque no se alcancen los valores sugeridos en el trabajo del FMI).

Por tanto, sin negar la gravedad de las decisiones de la administración Trump, la CE y, muy especialmente, los gobiernos de los países integrantes de la Unión, harían bien en dedicar sus esfuerzos a dismantlar ese prolijo y, además, creciente, entramado de obstáculos regulatorios y de barreras no arancelarias que frenan el crecimiento económico de la UE.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



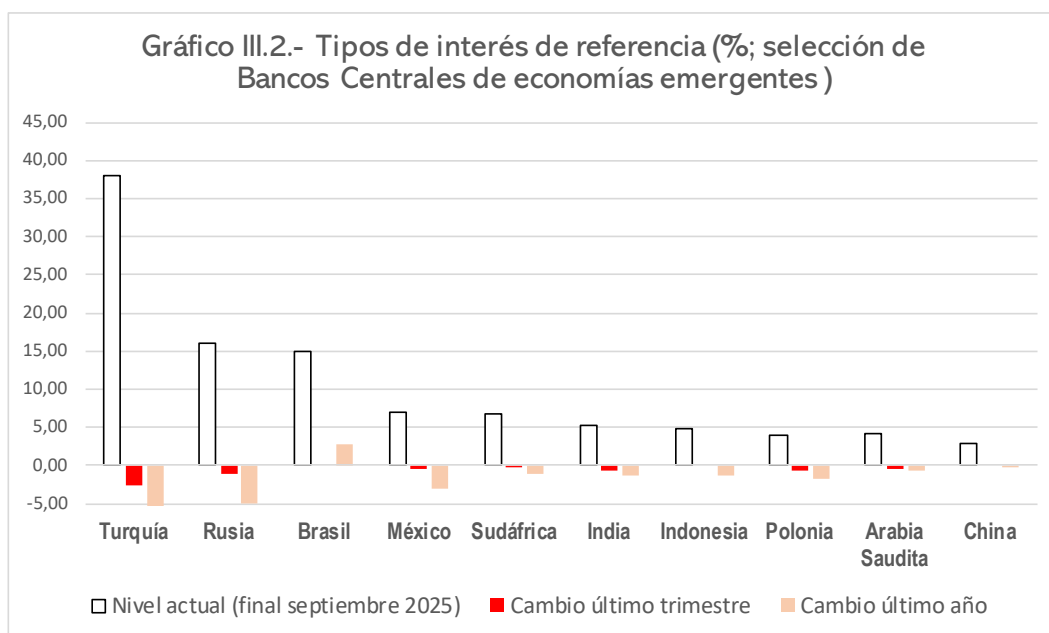
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Los países anglosajones (gráfico III.1), con la Reserva Federal a la cabeza, se han sumado al ciclo de reducciones de tipos de interés, más continuo en el resto de economías occidentales en los pasados dos años. El retraso en conseguir el retorno a tasas de inflación compatibles con el concepto de “estabilidad de precios” está detrás de ese retraso, y, en realidad, la relajación monetaria llega con anterioridad a culminar esa vuelta al añorado 2%. Siguiendo el principio de diseñar una estrategia monetaria “forward looking” (es decir, anticiparse a las tendencias futuras de los precios) que siempre hemos defendido en estas páginas, esas reducciones de tipos son adecuadas, aunque, por el efecto de las políticas de Donald Trump, debatibles en el caso de Estados Unidos. En Europa continental y nórdica, las autoridades parecen encontrarse cómodas, con buenos argumentos en general, manteniendo el tenor monetario actual durante un tiempo. Japón, por su parte, continua con su lentísimo proceso de normalización monetaria, que, de hecho, debiera acelerarse, dada una inflación que permanece ya varios años por encima del objetivo, a sumar a la nueva expansión fiscal que llega de la mano de la primera ministra Sanae Takaichi.

Pero, desgraciadamente, la noticia de las últimas semanas en el ámbito de los Bancos Centrales en los países desarrollados es la nueva línea de ataque de Donald Trump sobre la Reserva Federal. Además de críticas desmedidas (acompañadas de insultos propios de discusiones de taberna) y sin fundamento técnico alguno, de introducir en la Junta de Gobernadores a un financiero (Stephen Miran) que votará lo que el presidente exija, de buscar vías espurias de eliminar a otra de las gobernadoras (Lisa Cook), ahora la administración Trump abre una investigación penal contra el presidente de la Fed, Jay Powell, por su testimonio ante el Congreso sobre la utilización de los fondos empleados en la remodelación de la sede de la institución. El hecho de que todos los antiguos presidentes vivos de la Fed, acompañados de otros muchos prestigiosos economistas, hayan salido en defensa de Powell, denota el temor, creciente y justificado, a que la

independencia de la Reserva Federal esté no solo comprometida (que ya lo está) sino que sea objetivo a destruir por Trump, cuyo desdén por todas las instituciones, nacionales e internacionales, que no se someten a su voluntad, carece de precedentes.

No deja de resultar curioso que Jay Powell, además de ser nominado por el propio Trump en su primer mandato, contribuyera (involuntariamente) en alguna medida a la segunda victoria de éste, con su lentísima respuesta a las intensas tensiones inflacionistas surgidas ya en 2021, que la Fed leyó como íntegramente de oferta y de corto plazo, en lugar de considerar los factores de demanda y estructurales que también había detrás de esa escalada de los precios⁷. Existe unanimidad en considerar que la inflación fue una de las causas de la derrota de los Demócratas en las pasadas elecciones, así que Trump debiera estar agradecido a Powell. Pero su deseo de tener tipos al 1% (ignorando sus potenciales efectos sobre la inflación) para pagar menos por la deuda pública, ha llevado al Presidente a querer someter como sea (estrictamente como sea) a la Fed. Y no olvidemos que, con el dólar como moneda central del Sistema Monetario Internacional, lo que ocurra con la Reserva Federal tendrá implicaciones mayúsculas para todo el mundo financiero global, así que es este un tema que nos afecta a todos.



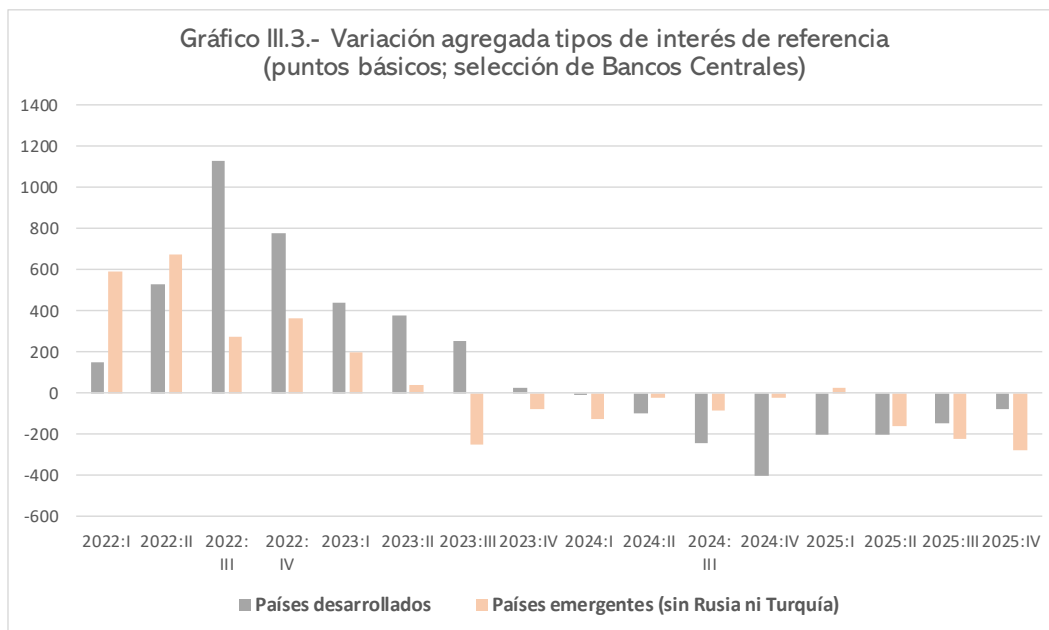
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

En el mundo emergente, por su parte (gráfico III.2) los descensos de tipos de interés fueron generalizados (aunque, en general, modestos) en el último trimestre de 2025, aprovechando la debilidad del dólar, con los tres beneficios a ella asociados para buena parte de los países no desarrollados: menor coste del pago de la deuda emitida en dólares por los mismos; menor inflación importada por las compras de productos, en especial materias primas, con precios nominados en dólares; y mayor atractivo para los inversores internacionales, que recuperan mayor valor en dólares de sus inversiones en otras monedas.

⁷ El lector interesado puede encontrar en nuestros *Informes Trimestrales* de 2022 y 2023 múltiples reflexiones sobre esta cuestión.

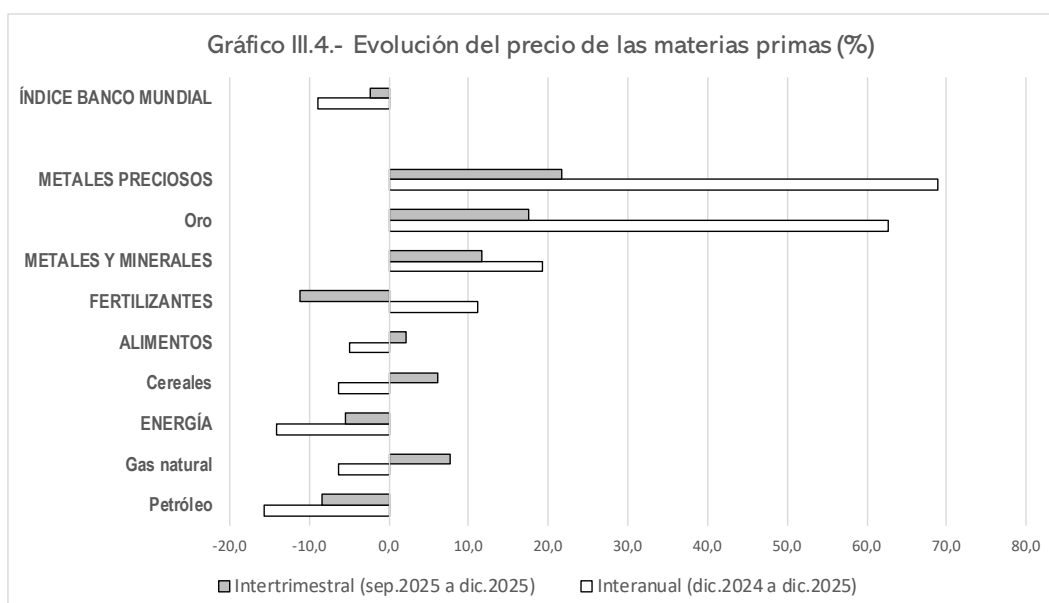
De momento, Brasil, con su perenne tensión entre la autoridad monetaria y la querencia por la expansión fiscal de su gobierno, sigue sin sumarse a esta tendencia a las reducciones de tipos de interés, que, salvo perturbaciones inesperadas, debe continuar, siempre con prudencia, en futuros trimestres.

Como revela el gráfico III.3, la combinación de todo lo anterior nos ha llevado a completar nueve trimestres consecutivos de relajación monetaria global, manteniendo la forma de U para los países desarrollados e intensificándose la relajación para el mundo emergente y en desarrollo.



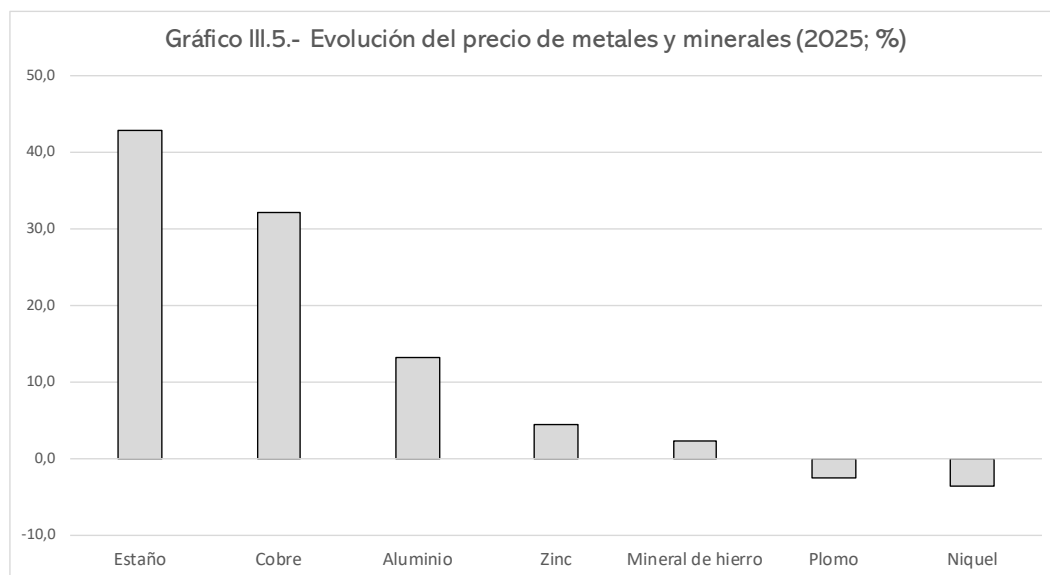
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Fue 2025 un año especialmente confortable para los países importadores de energía (sobre todo) y alimentos, con precios cuyo comportamiento bajista (gráfico III.4) ha contribuido, como anticipábamos en la *Introducción*, a un crecimiento global moderado pero acorde al de años anteriores, pese a las distorsiones y tensiones introducidas en el sistema global por la administración estadounidense. Incluso el componente que enlaza crudo y producción de alimentos, los fertilizantes, cuyo precio sí creció con fuerza durante la mayor parte de 2025, experimentó una corrección notable en el último trimestre del año.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

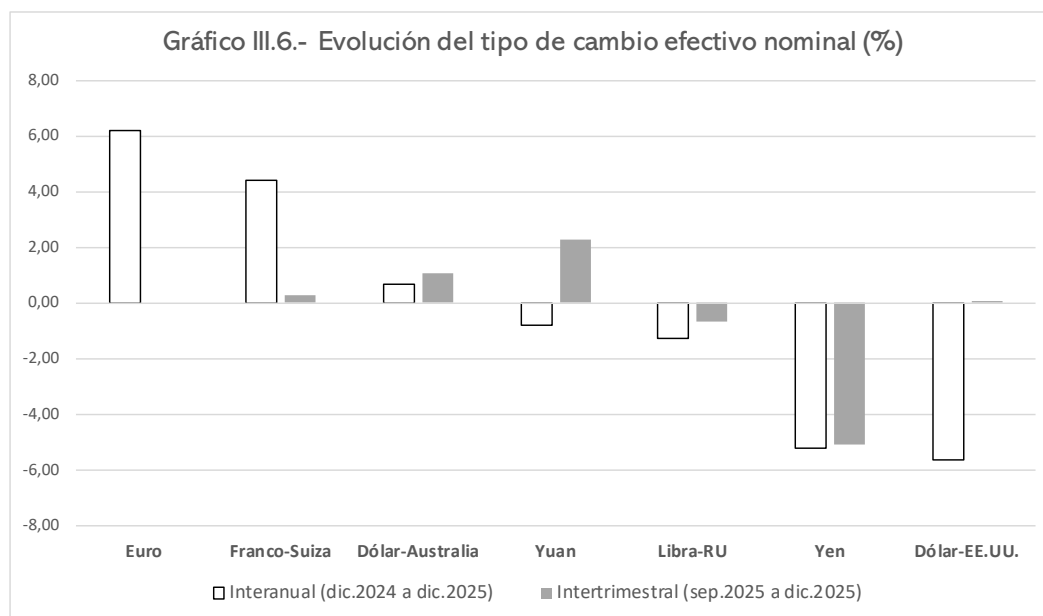
Por el contrario, fue un año excitante para los inversores en metales preciosos (véase esta misma sección de los *Informes de julio y octubre* para el análisis), con un aumento interanual para el conjunto de los mismos del 70% (63% para el oro), que se suma a otro 30% en 2024.

Más novedoso en el pasado trimestre ha sido el intenso repunte de algunos metales y minerales no preciosos, en especial los ligados a la transformación verde. La atención ha estado centrada en el cobre, cuyas previsiones de demanda en futuros ejercicios exceden claramente el potencial de aumento de la oferta, dando lugar a la intensificación de la competencia de varias multinacionales del sector (más la actuación directa de los gobiernos de China y Estados Unidos) por asegurarse fuentes de suministro, sobre todo en África y Latinoamérica. Pero, como revela el gráfico III.5, el aumento de precios durante 2025 ha sido también notable para otros metales también vinculados al cambio energético (estaño, aluminio), mientras permanecían estancados los de otros más ligados a la manufactura de la "vieja economía".

No obstante, debe considerarse que ya se han vivido ejemplos recientes de escaladas de precios de metales con amplia presencia en la transformación verde, que han terminado en correcciones abruptas cuando la respuesta de la oferta y una demanda no tan dinámica han conducido a los mercados a revisar sus expectativas. Así, el precio del níquel se duplicó entre 2019 y 2022, para reducirse un 40% desde entonces.

C.- Principales divisas

Cerramos nuestro repaso a los precios internacionales de referencia, como es habitual, con un recorrido por la trayectoria durante 2025 de las principales divisas, aunque retornaremos a los tipos de cambio en nuestras primeras *Claves del Trimestre*.



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

Existen pocas dudas de que la noticia de este pasado año fue la severa depreciación del dólar que, incluso con la estabilidad del último trimestre, perdió casi un 6% de su valor respecto a las monedas de sus socios comerciales (ponderadas por la importancia de cada país en el comercio de Estados Unidos). Detrás de ese comportamiento encontramos, en especial, la incertidumbre sobre las políticas económicas de la administración Trump y la trayectoria de la deuda pública del país; las expectativas de reducciones de tipos de interés (ya realizados antes en otros países); y el abandono creciente del dólar como moneda de reserva (en favor del oro en su mayor parte) de los Bancos Centrales de diferentes países emergentes y en desarrollo, por el temor a poder ver bloqueados esos activos por la administración estadounidense.

Mientras tanto, el yen, que había mantenido su valor durante buena parte del año tras la depreciación del 4% de 2024, ha vuelto a caer con fuerza en los últimos meses, ante el temor que, tanto para la normalización de la política monetaria como para la corrección de la deuda pública nipona (la primera, precisamente porque conllevaría un encarecimiento de esa – enorme – deuda) suponen las políticas fiscales abiertamente expansivas anunciadas por el gobierno de Sanae Takaichi. Que Japón siga insistiendo en la relajación fiscal en lugar de emprender las necesarias reformas estructurales como fórmula para resolver sus problemas de escaso dinamismo económico se ajusta bastante bien a la definición de locura que se suele atribuir a Einstein, con motivo o sin él: "hacer lo mismo una y otra vez esperando resultados diferentes". De lo que no cabe duda es que estas políticas siempre debilitan el yen.

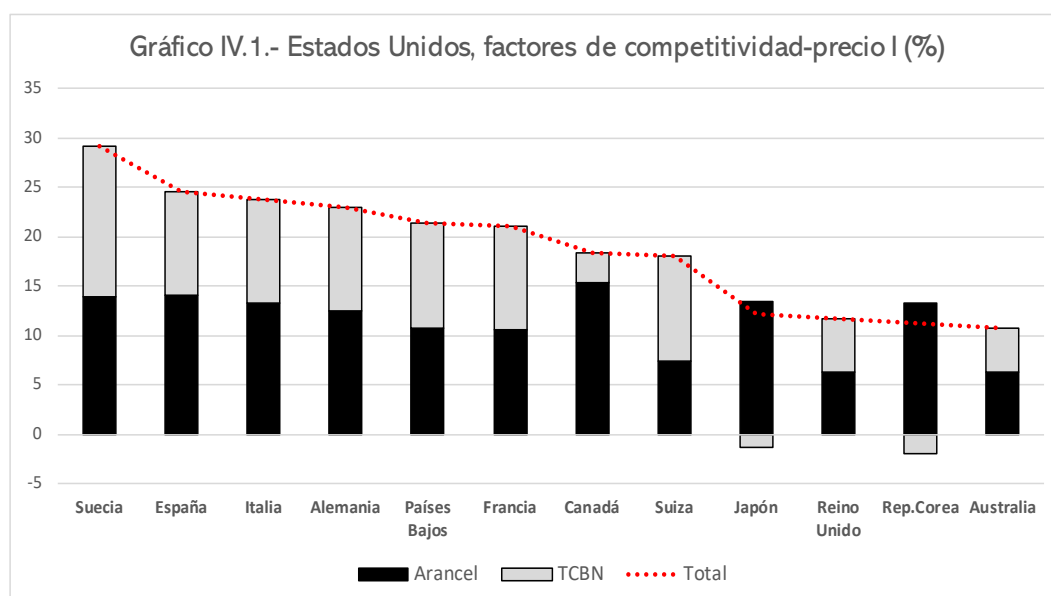
China, por su parte, tras otro año de superávit comercial en escalada libre (más sobre esto en breve) y una trayectoria bajista del yuan, permitió la apreciación de su moneda

en el último trimestre del año, aunque sin llegar a revertir la trayectoria del resto de 2025.

Con todo lo anterior, sumado a las dudas sobre la economía británica, no sorprende que hayan sido las dos grandes divisas de Europa continental las que se apreciaran con fuerza durante el pasado año. El franco suizo, siempre en su condición de activo-refugio en época de elevada incertidumbre, y el euro, impulsado por la esperanza de que las nuevas políticas industriales, tecnológicas, comerciales y de defensa por las que se han apostado en los últimos trimestres acaben dinamizando, más pronto que tarde, una Unión Europea donde cada décima de crecimiento adicional (económico y, más aún, de la productividad) resultaría muy valiosa.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Continuamos con los tipos de cambio. Desde el famoso “día de la liberación” el pasado mes de abril, cuando se inició la escalada arancelaria de Estados Unidos contra el resto del mundo (y antes de las incontables adiciones y sustracciones que, de manera frecuentemente arbitraria y dependiendo de cada país, se han producido desde entonces), se debatió hasta qué punto los movimientos cambiarios reforzarían o compensarían, en términos de competitividad, esos mayores aranceles. Fuera por las propias fuerzas del mercado, por el cambio en los ciclos monetarios de muchos países (en función de si las autoridades monetarias consideraban el nuevo escenario más negativo para la inflación o para el empleo) o por intervenciones más o menos directas en los mercados de divisas, resultaba interesante constatar si depreciaciones cambiarias permitirían mantener a los exportadores la competitividad de su mercancías en Estados Unidos, pese a los mayores aranceles, o apreciaciones de sus divisas las harían todavía menos competitivas.



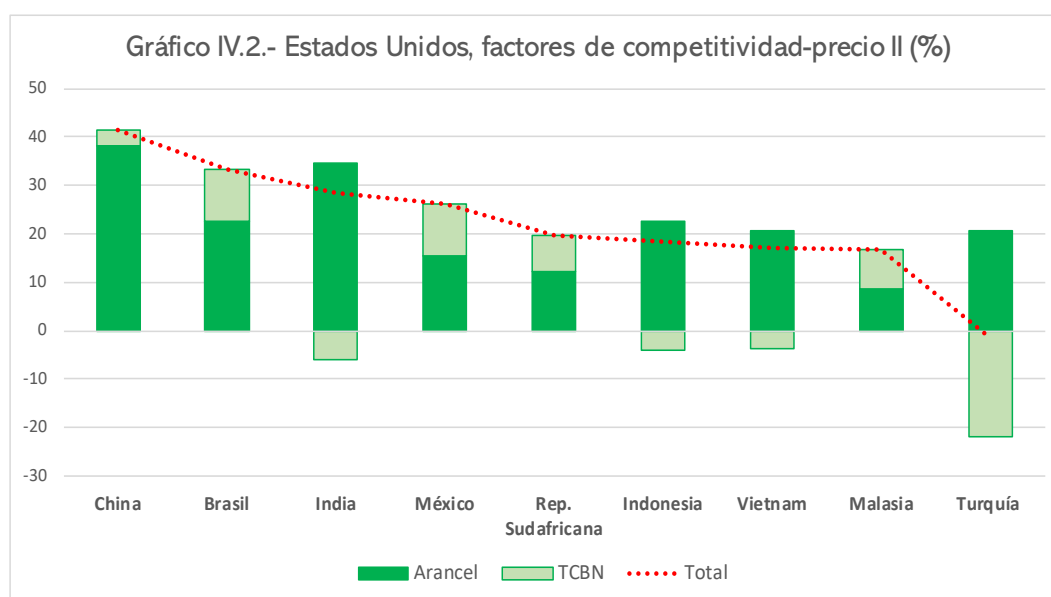
Fuente: elaboración propia. Datos: Tax Policy Center; BIS.

Los gráficos IV.1 (para países desarrollados) y IV.2 (para emergentes) nos ayudan a acercarnos a la respuesta⁸. En primer lugar, debe considerarse que el arancel medio efectivo al final de 2025 se situaba en el entorno del 14.5% (según los cálculos del think tank estadounidense Tax Policy Center), moviéndose entre 38.1% para China y el 6.2% para Reino Unido y Australia. En general, el valor es inferior al habitualmente asociado a cada país (por ejemplo, el 10% a británicos y australianos, o el 15% a los productos de la UE), porque la cifra base debe corregirse por los aranceles preexistentes, los

⁸ Nótese que, para este ejercicio, se considera el tipo arancelario efectivo sobre bienes de Estados Unidos frente a cada uno de los socios a finales de 2025, habiendo fluctuado éste, al alza y a la baja, según las veleidades del día de la administración Trump, a lo largo del año. Además, las empresas adelantaron sus exportaciones, en la medida de lo posible, para anticiparse a los picos arancelarios. Igualmente, la evolución del tipo de cambio es la apreciación/depreciación media en el conjunto de 2025 respecto a 2024. Por tanto, los cálculos y valoraciones tienen un carácter de aproximación, y un estudio académico exigiría precisar mucho más con los cambios de aranceles y tipos de cambio en cada momento del año.

recargos y las excepciones, con un resultado neto en el que éstas tienen mayor peso. En segundo lugar, el tipo de cambio seleccionado es el bilateral nominal frente al dólar estadounidense, como diferencia entre el valor promedio de 2024 y el equivalente de 2025. Cuando la moneda nacional se apreció frente al dólar, se añade como elemento de competitividad-precio negativo para cada país, cuando se depreció como factor compensatorio del aumento de aranceles.

Por tanto, en ambos gráficos, posiciones por encima (por debajo) de cero suponen mejoras (deterioros) de la competitividad-precio de Estados Unidos respecto a cada país durante 2025.



Fuente: elaboración propia. Datos: Tax Policy Center; BIS.

En la mayor parte de los casos, las monedas de los socios comerciales seleccionados se apreciaron respecto al dólar entre 2024 y 2025, haciendo adicionalmente gravosos los aranceles, aunque esta realidad es justo la opuesta para las monedas asiáticas, con la excepción del yuan chino y el ringitt malayo. El caso de China es particularmente interesante: la suma de arancel y apreciación llevaría su pérdida de competitividad-precio más allá del 40% (lo que, claro está, explica la caída de sus exportaciones directas a Estados Unidos), pero, con unos aranceles bastante inferiores y las respectivas divisas perdiendo valor respecto al dólar, las empresas chinas han aprovechado la opción de reexportar a Estados Unidos desde, por ejemplo, Indonesia o Vietnam, con modificaciones meramente cosméticas de los productos. Se trata del famoso "transshipment", al que tantas referencias ha hecho la administración Trump, amenazando con elevar los aranceles a las economías desde las que se efectuase. Pero no es tan sencillo de probar que se está incurriendo en esta práctica.

Sin movernos de Asia, también la pérdida de valor del yen, el won y la rupia india han permitido compensar, aunque solo parcialmente, el castigo arancelario impuesto por Estados Unidos. Solo hay una divisa, la lira turca, cuya depreciación ha compensado íntegramente (de hecho, en exceso) la magnitud del arancel, pero el motivo de esa caída de la moneda, la desaforada inflación del país (alrededor del 35% en 2025), hace que la citada compensación sea un triste consuelo.

Mientras tanto, para el resto del mundo, especialmente Europa y Latinoamérica, un dólar débil se ha sumado al incremento de los aranceles para dificultar las exportaciones hacia Estados Unidos en 2025. El impacto adverso de la apreciación ha sido especialmente marcado para Suecia y Suiza, mientras alcanzaba justo los dos dígitos para la Eurozona, pero también para México o Brasil. Por el contrario, un dólar canadiense apenas apreciado respecto al de su vecino del sur, ha permitido contener el impacto del arancel efectivo más elevado para países desarrollados (15.3%). Curiosamente, para los países de Europa continental, aunque con magnitudes similares, es España quien ha quedado, en función de la composición de sus exportaciones a Estados Unidos, con el arancel más elevado (14%).

Al margen del singular caso de Turquía ya referido, Australia, entre los seleccionados, es el país menos perjudicado por la combinación de mayores aranceles y "billete verde" débil, al acumular una pérdida de competitividad-precio por estos dos factores del 10.7%.

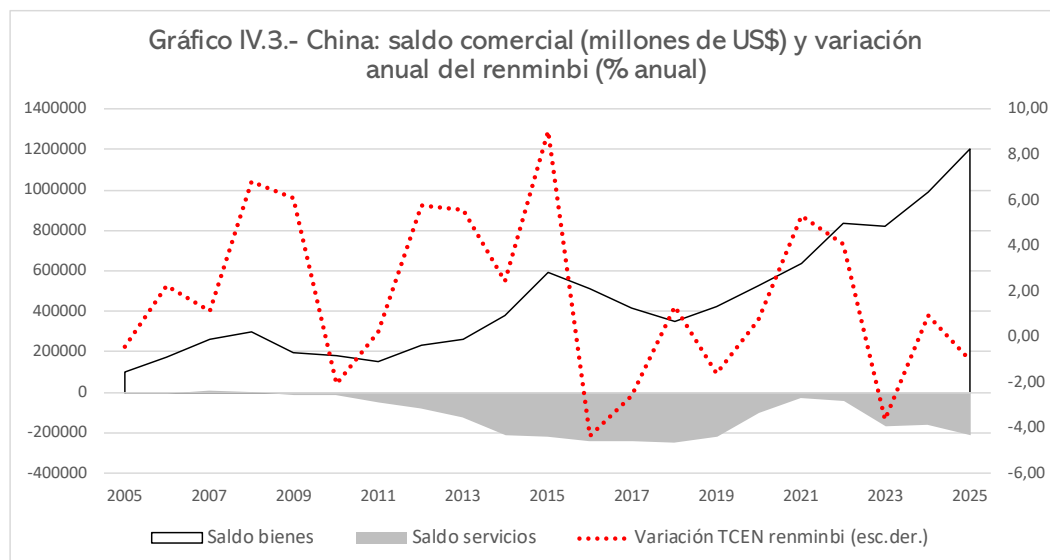
En conclusión, aunque la casuística es muy dispar entre países, la subida de aranceles generalizada (el mencionado 14.5% debe compararse con el 2.2% previo a Trump) y la debilidad del dólar han otorgado una ventaja competitiva a Estados Unidos. ¿Resultados para el país? Casi el mismo déficit comercial (no es tan fácil producir internamente lo que hasta ahora se compraba, ni exportar más en un entorno de rechazo al país) y más inflación, y eso contando con importadores que han absorbido buena parte del incremento de los precios. ¡Menudo éxito!

2.- Para éxito, al menos desde la perspectiva de los mercantilistas, los resultados de la balanza de bienes China. Los resultados provisionales de 2025 apuntan a un superávit que excede por vez primera el billón de euros (gráfico IV.3). El saldo de servicios apenas compensa en una quinta parte ese resultado, con un crecimiento muy moderado frente a la escalada del superávit en bienes. Aunque el desequilibrio (directo) con Estados Unidos se ha reducido en 2025 (ya lo hizo en 2024), el extraordinario incremento con el resto del mundo, sobre todo con Europa y Asia emergente, más que compensa dicha contracción y explica el nuevo superávit de magnitud sin precedentes.

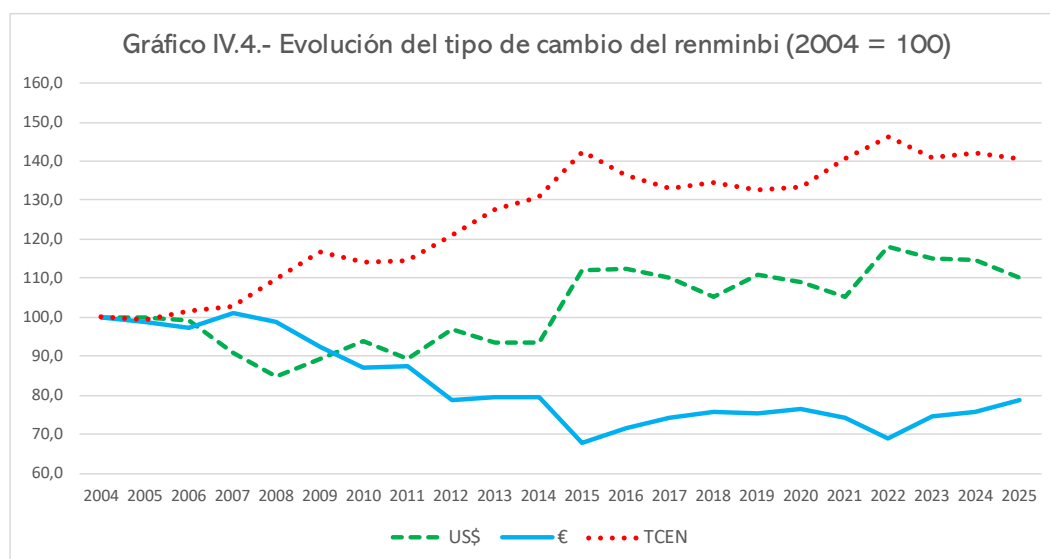
No reiteraremos aquí el análisis sobre las razones y la insostenibilidad de ese superávit (ver las *Claves del Trimestre sexta y séptima* de nuestro anterior *Informe*, en *octubre de 2025*), pero sí nos detendremos en el posible impacto de la cotización del renminbi como factor explicativo de ese nuevo récord comercial.

Durante las pasadas dos décadas, la divisa china se ha apreciado a una tasa del 1.7% anual, muy por debajo de lo que cabría esperar dado el crecimiento económico del país, su condición de foco de atención de la IDE global y el referido superávit comercial. En su conjunto, los movimientos del renminbi parecen estar más explicados por las prioridades fijadas por el gobierno chino (ganar posiciones en sectores críticos en los mercados globales, manejar con prudencia la apertura de los flujos financieros, apoyar un crecimiento económico debilitado por la colosal crisis inmobiliaria y de endeudamiento ligado a la misma vida desde finales de la pasada década) que por lo que determinarían las fuerzas del mercado. En todo caso, la correlación entre la evolución del renminbi y la

del saldo de la balanza comercial china es muy tenue (10-15%, según consideremos un desfase o no entre la primera y la segunda variable) por lo que no ha sido la manipulación de la divisa (y sí otros mecanismos de subvenciones, dumping y/o financiación privilegiada de ciertos sectores) lo que se encuentra detrás del superávit.



Fuente: elaboración propia. Datos: Organización Mundial del Comercio; Administración General de Aduanas de China; BIS.



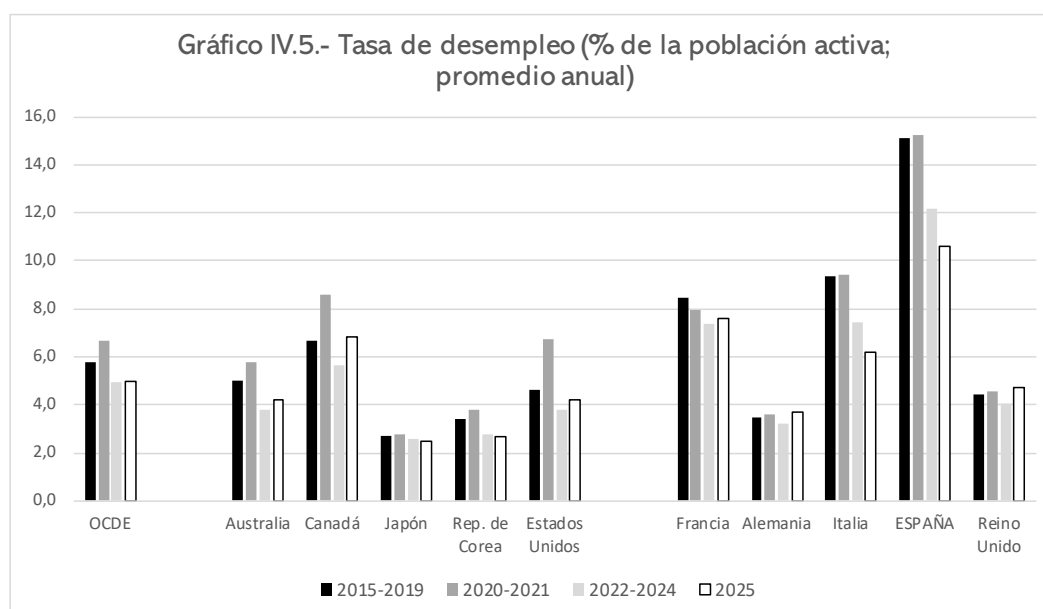
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Sin embargo, es necesario introducir un matiz importante por lo que se refiere a la Eurozona. Como revela el gráfico IV.4, mientras la apreciación acumulada del renminbi de los últimos veinte años, aunque irregular, ha alcanzado un 40% respecto al conjunto de los socios comerciales, ha resultado mucho menor (alrededor del 10%) respecto al dólar estadounidense y se transforma en una *depreciación* de un 20% respecto al euro, lo que se compadece bastante mal con las respectivas trayectorias económicas de China y la Eurozona en estas dos décadas. De hecho, cuando el superávit comercial chino (balanza de bienes) con la zona del euro (que ha ido ascendiendo hasta los 300000 millones de euros) se correlaciona con la cotización relativa de ambas monedas, el valor

resultante, alrededor de un 45% tanto con desfase temporal de un año como sin él, es muy superior al equivalente para el conjunto de los socios de China.

Es decir, parece que para la Eurozona, además del resto de prácticas comerciales muy discutibles desarrolladas por China, también la evolución relativa de las divisas (de nuevo, en nada explicables por la respectiva trayectoria económica) explica el creciente deterioro del saldo comercial europeo respecto a la "fábrica del mundo".

3.- Dejamos ya las vicisitudes cambiarias y nos centramos en una cara más amable de las economías occidentales en los últimos años: el mercado laboral, en sus vertientes de empleo y actividad (menos gozosos, claro está, serían los resultados si, como hemos hecho en anteriores ocasiones, nos refiriésemos a la evolución de la productividad y, con ella, de los salarios reales).

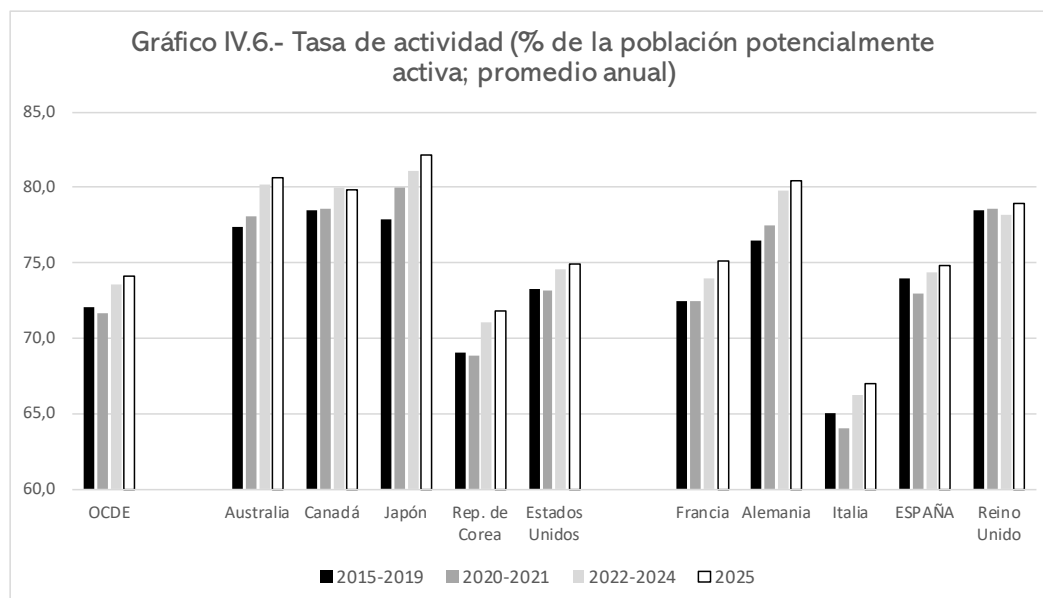


Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

En efecto, como muestra el gráfico IV.5, las tasas de desempleo se encuentran, pese a la sucesión de perturbaciones negativas acaecidas desde el año 2020, en niveles inferiores, o al menos similares, a los vigentes antes de la pandemia. La mayor progresión, además, se ha producido en los países que mantenían (de hecho, pese a la mejora, las siguen presentando) las peores tasas (España, Italia). En realidad, con la extensión de amplísimos mecanismos de protección del empleo, en la Unión Europea ni siquiera se elevó el desempleo en el año central de la pandemia (2020) y, pese al aumento del paro a corto plazo en los países anglosajones en ese año (las ayudas fueron en mayor medida directas a los hogares, en lugar de a preservar los empleos), ese incremento no tardó en revertirse.

No obstante, puede percibirse cómo el desempleo ha rebotado en 2025, leve pero generalizadamente (salvo en el sur de Europa, donde, por otra parte y por desgracia, la notable creación de puestos de trabajo se concentra en los de baja productividad). No debe extrañar, al confluir un crecimiento económico modesto, altos niveles de

incertidumbre que desincentivan la inversión (al menos, la que no está vinculada de alguna forma a la Inteligencia Artificial que, claro está, todavía es la mayor parte), mayores tasas de actividad y el fin progresivo de los empleos (y empresas) zombis que sobrevivieron al complejo período 2020-2023 solo gracias a condiciones financieras ultralaxas y ayudas públicas. Si no se modifica al menos parte de estos factores, el desempleo en 2026 en Occidente volverá a repuntar al alza.

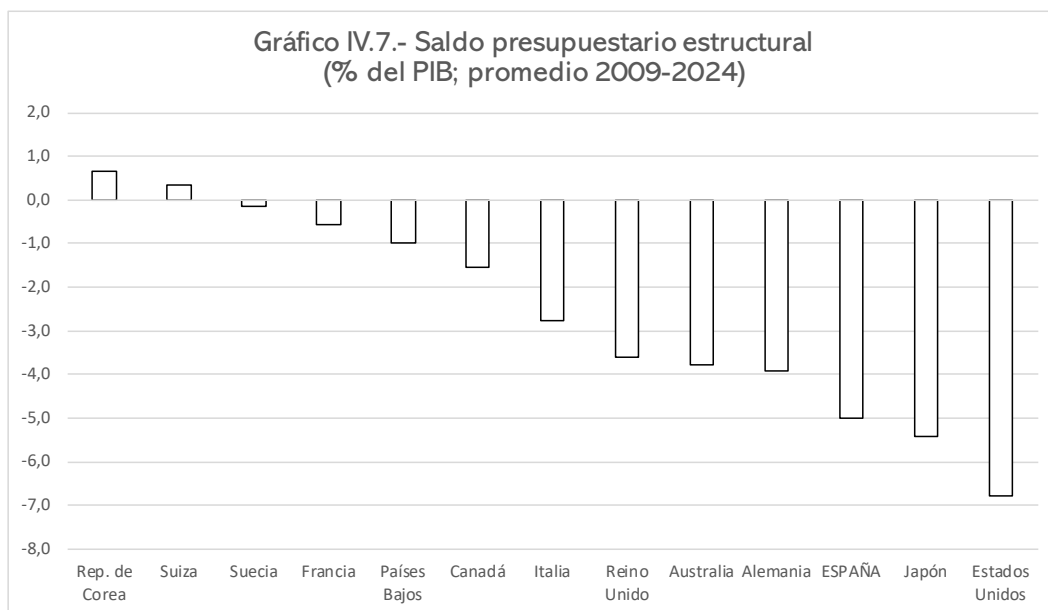


Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

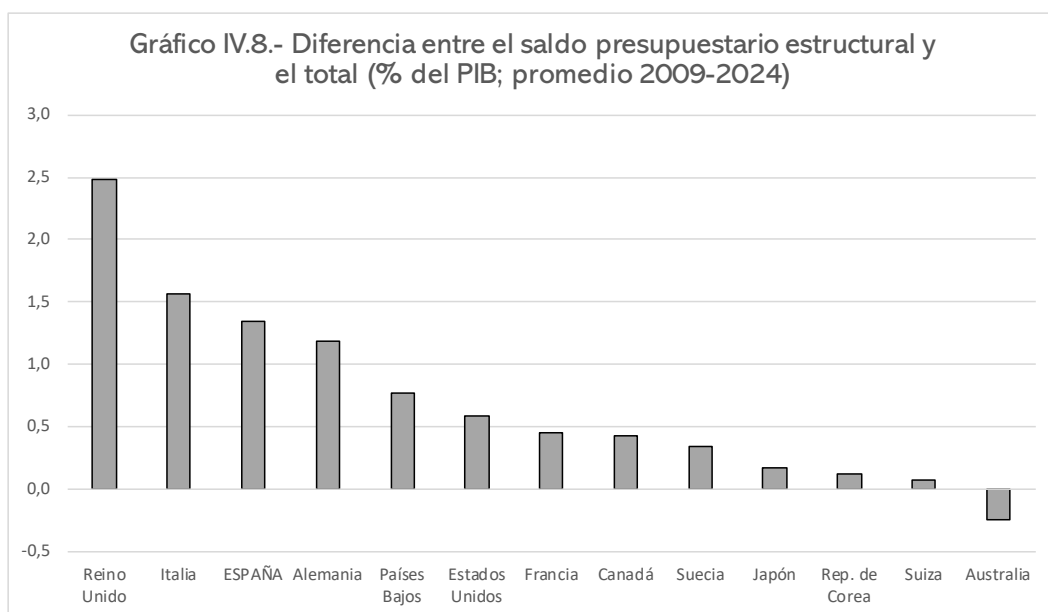
Como queda referido, y reflejado en el gráfico IV.6, una noticia homogéneamente positiva es el crecimiento de las tasas de actividad, hasta máximos históricos en muchos casos, con países que superan ya el 80%, y con el resto de las principales economías occidentales, con la excepción de Italia, rondando o excediendo el 75%. Con el cambio demográfico, se convierte en imprescindible que quien permanezca en edad de trabajar esté efectivamente activo, así como es necesario el facilitar a quien desee extender su presencia en el mercado laboral que pueda realizarlo en condiciones favorables. Todo ello, claro está, si los pronósticos de los tecno-optimistas, que conllevarían una masiva absorción de empleos por parte de la IA, no se cumplen. Si lo hacen, el escenario será muy distinto, y más complejo.

4.- Como complicado es el tema de la sostenibilidad de las finanzas públicas, no solo pero especialmente en los países desarrollados, si no se modifican las tendencias vividas desde la Gran Recesión a la actualidad. Es cierto que se trata de década y media de continuos embates (financieros, sanitarios, energéticos, geopolíticos) a las economías, y que los gobiernos de los países avanzados, que son los que disponen de mecanismos y recursos para actuar, no podían ponerse de perfil ante esas circunstancias adversas. Reconocido lo anterior, incluso en este período que abordamos (2009-2024), han sido menos los años de crisis que los de rebote y expansión. Sin embargo, como revela el gráfico IV.7, los saldos fiscales estructurales (es decir, controlando por el momento del ciclo) han sido deficitarios en todas las grandes economías de la OCDE, con las excepciones de Suiza y Corea del Sur. En algunos casos, esos déficit han superado el

5% anual, valor simplemente injustificable, con Estados Unidos y Japón (pero también España) liderando el desequilibrio.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

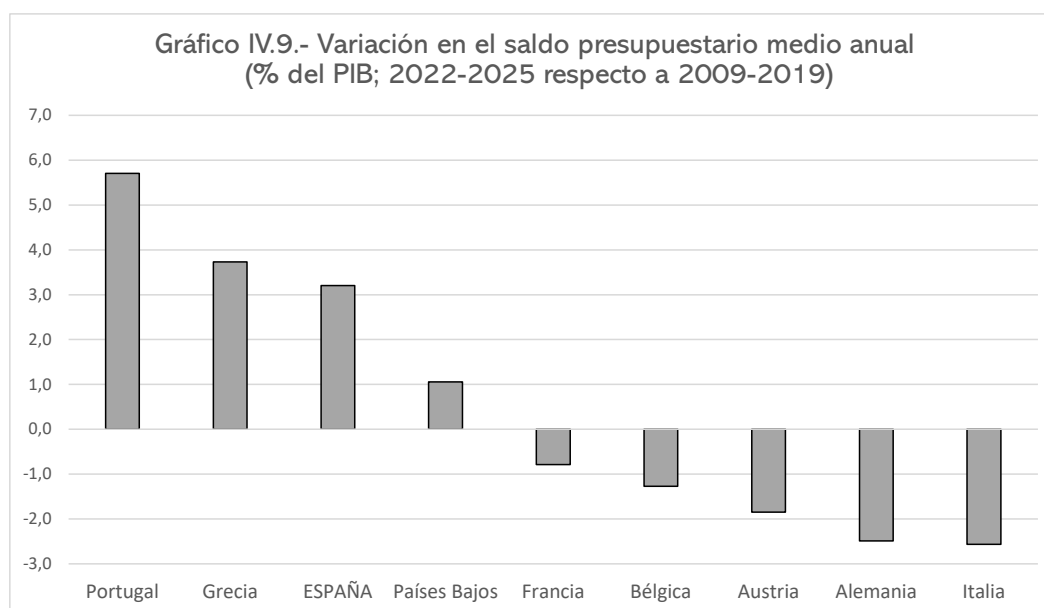


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Ese componente estructural es, además de excesivo, superior al derivado del ciclo económico. Así el gráfico IV.8 presenta la diferencia entre el saldo estructural y el global. Un valor positivo indica que el primero es menor que el segundo, o, en otros términos, que el impacto del ciclo económico es negativo para las cuentas públicas durante el promedio del período (crecimiento inferior al potencial). Previsiblemente, dadas las dificultades atravesadas por las economías desarrolladas en esta década y media, el gap entre ambos indicadores es positivo (con la excepción de Australia), pero lo es con valores modestos.

En definitiva, el ciclo económico explica una parte menor del déficit público en el período en la OCDE, y el desajuste en las finanzas públicas proviene de factores estructurales, con ingresos insuficientes para los gastos realizados.

5.- Dentro de esa pauta general, mercados y analistas parecen reconocer diferente comportamiento en los últimos años, en especial en el seno de la Eurozona, destacando la progresiva corrección del desequilibrio fiscal en el sur de Europa frente al estancamiento de los países centrales, revirtiendo la tendencia de comienzos de la pasada década. Corroboremos a continuación la veracidad (o no) de esa idea, y la implicación fundamental de la misma.



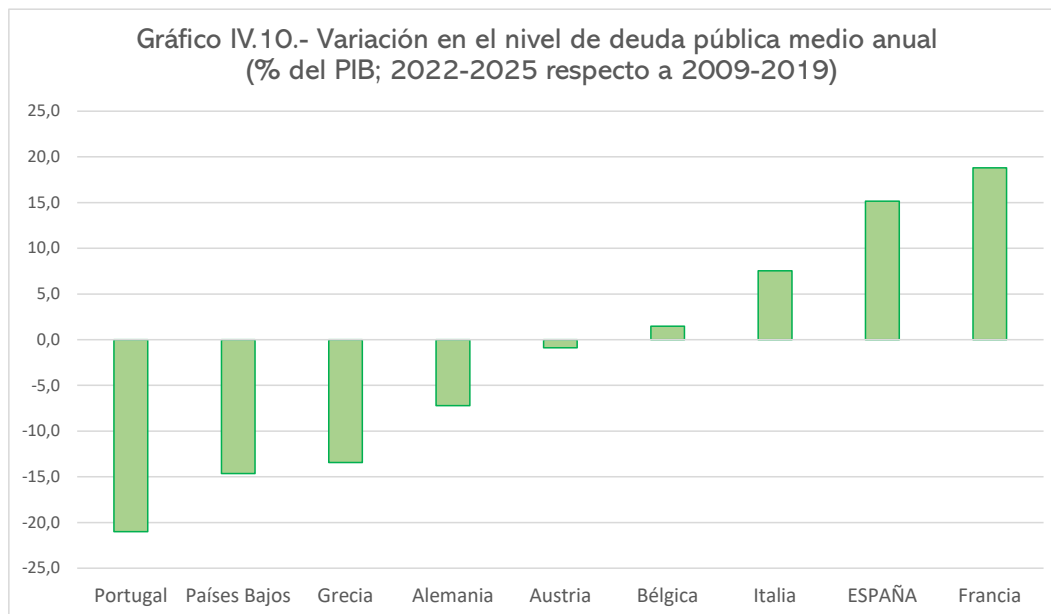
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

El gráfico IV.9 muestra la diferencia en el saldo presupuestario medio, para una selección de países de la Eurozona, entre el período transcurrido desde la Gran Recesión a la pandemia (que incluye los años 2010-2012, de crisis aguda de la deuda soberana de la periferia de la zona euro) y el último cuatrienio⁹. Resulta evidente que la idea comentada está apoyada en estos datos: una mejora drástica para Portugal, Grecia y España, frente a un deterioro en la mayoría de los países centrales. Con todo, deben introducirse dos matices: primero, esta tendencia favorable a los países del sur no es cierta en el caso de Italia; segundo, la mejoría para los países ibéricos y Grecia se beneficia de un punto de partida muy negativo (es decir, un déficit público muy elevado) en el período 2009-2019.

De hecho (gráfico IV.10), esa reducción del desequilibrio en las cuentas anuales no se traslada, al menos de momento, a los niveles de deuda pública, salvo en el caso excepcional de Portugal, donde esa deuda ha descendido más de 20 puntos sobre el PIB desde el promedio de 2009-2019 al de 2022-2025. De hecho, la deuda pública italiana (19 puntos) y la española (15 puntos) son las que más han crecido entre los dos períodos considerados, mientras la reducción de la griega está ligada, al menos parcialmente, a

⁹ Como el resto de los datos en este ejercicio, los de 2025 corresponden a las previsiones del Fondo Monetario Internacional, dado que las cifras no están cerradas en el momento de redactar estas líneas.

las quitas parciales de la misma mediada la pasada década. Por otra parte, en la selección de países centrales contemplamos tanto deterioros (en especial, el de Francia) como mejoras (Países Bajos, Alemania) en el nivel de deuda¹⁰.

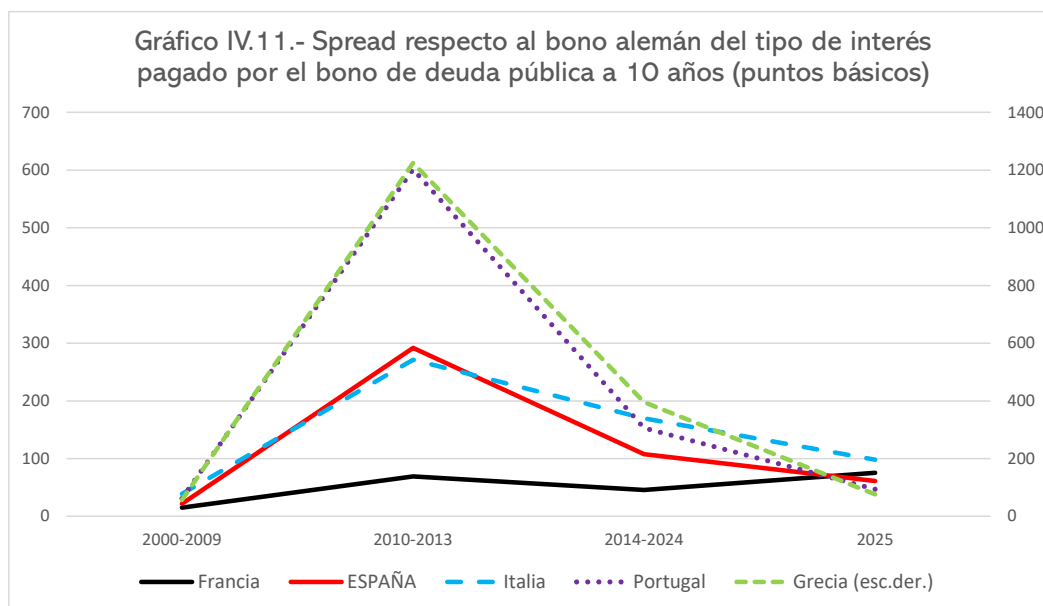


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

En cualquier caso, como revela el gráfico IV.11, los inversores están recompensando el buen comportamiento (relativo, convendría añadir, respecto a su pasado y respecto a economías como la francesa) del sur de la Eurozona con una reducción drástica de los diferenciales que deben pagar por colocar su deuda pública en los mercados respecto a la referencia europea, Alemania. Es realmente remarcable que, durante 2025, el spread para los bonos a diez años haya sido de solo 61 puntos básicos (p.b.) para España e incluso de 47 p.b. para Portugal, lo que supone un menor coste adicional que el pagado por Francia (76 p.b.), que es básicamente el mismo soportado por Grecia (77 p.b.). Con mayor deuda acumulada y menor corrección de sus desequilibrios, Italia sigue pagando una prima mayor (98 p.b. para el promedio de 2025), aunque también en clara convergencia hacia el tipo de interés de la deuda alemana.

Como también puede observarse en el gráfico IV.11, el spread con la deuda germana, pese a su reducción en los últimos años, no ha llegado a los niveles previos a la Gran Recesión y la posterior crisis de la deuda soberana. En aquellos años desde la constitución del euro hasta 2009 los mercados sobrestimaron groseramente la solidez de las economías de la periferia europea, y/o no se creyeron la cláusula que negaba el rescate conjunto por parte de todos los miembros de la Eurozona de los países que pudieran verse en problemas de sostenibilidad de la deuda dentro de la misma.

¹⁰ Los lectores que sean buenos conocedores de la trayectoria de las finanzas públicas en la Eurozona (y en Occidente en general), y/o los que hayan seguido habitualmente estos *Informes de coyuntura*, son conscientes de que una parte notable de la reducción de los niveles de deuda (y eso si se ha producido; en los otros casos el deterioro hubiera sido mayor) se explica por las disparadas tasas de inflación del período 2021-2023, que redujeron el coste de la deuda (no indiciada a los precios en su inmensa mayoría) de los países desarrollados.



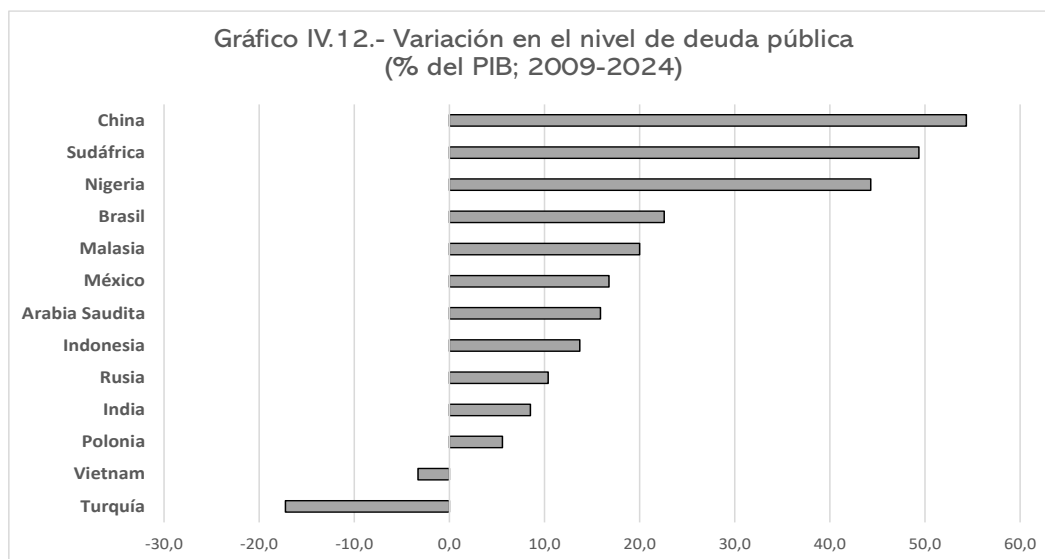
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Hoy en día esos spreads respecto a Alemania vuelven a parecer sospechosamente bajos, al menos si se observan los fundamentos del crecimiento reciente del sur de Europa, en particular en términos de productividad y de sectores en los que se apoya. Pero sea porque tampoco las economías del centro y el norte del continente están funcionando demasiado bien, sea porque se descuenta que el BCE actuaría con mayor prontitud que hace década y media para atajar problemas de financiación (aunque, en teoría, eso solo se produciría si dichas dificultades no estuviesen justificadas por los fundamentos económicos), Portugal, España, Grecia e Italia disfrutaban de condiciones de colocación de su deuda pública no vistas desde hace casi dos décadas. Debería servir para destinar los recursos excedentarios a buenos y productivos usos, y no para endeudarse más.

6.- Dirigimos ahora nuestras *Claves del Trimestre* al mundo emergente, para presentar un ejercicio similar al que realizamos en el reciente *Informe de Octubre* para las principales economías desarrolladas: cómo la trayectoria alcista de la deuda pública, en un entorno de normalización monetaria, supone un progresivo aumento del pago de intereses de la misma, que está detrayendo recursos de otros fines social y productivamente más valiosos.

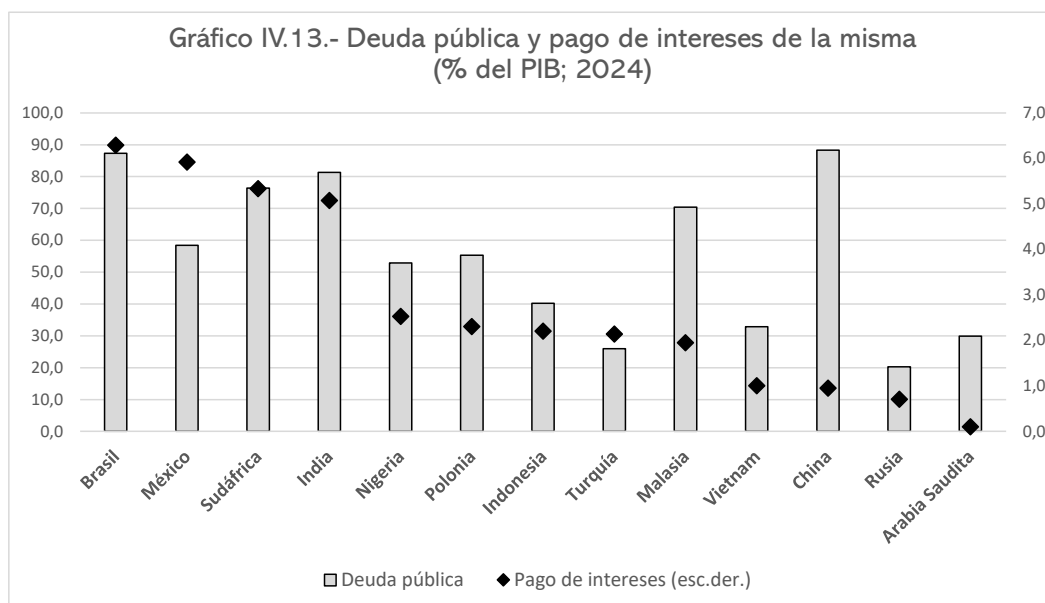
Históricamente, los países emergentes han debido afrontar superiores tipos de interés para su endeudamiento, por la menor confianza de los mercados internacionales en su capacidad de satisfacer las condiciones de la deuda (también, en ocasiones, por un acceso limitado, incluso por los propios gobiernos de esos países, a esos mercados). A cambio, y precisamente por esa mayor dificultad de financiación, han tendido a exhibir menores niveles de deuda pública¹¹.

¹¹ Entre 1900 y 2015, la deuda pública media de los países desarrollados fue del 67% del PIB, frente al 37% del mundo no desarrollado. En la actualidad, esas cifras se superan muy ampliamente, pero la media sigue



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Pero el gráfico IV.12 nos indica que el crecimiento de la deuda pública en las mayores economías emergentes desde la Gran Recesión empieza a adquirir un cariz preocupante, con aumentos considerables de la misma en la mayor parte de los casos. Ciertamente, hay factores que lo explican: la ganancia de credibilidad ante los inversores globales por una mejor gestión macroeconómica, en especial en Asia; el ofrecer mayor rentabilidad en un período de tipos de interés excepcionalmente bajos en Occidente; la acumulación de reservas para hacer frente a eventuales huidas del capital exterior; o el aumento del ahorro interno y/o de la recaudación fiscal con el desarrollo de las economías, son algunos de esos factores que han permitido a ciertos emergentes endeudarse de forma creciente.



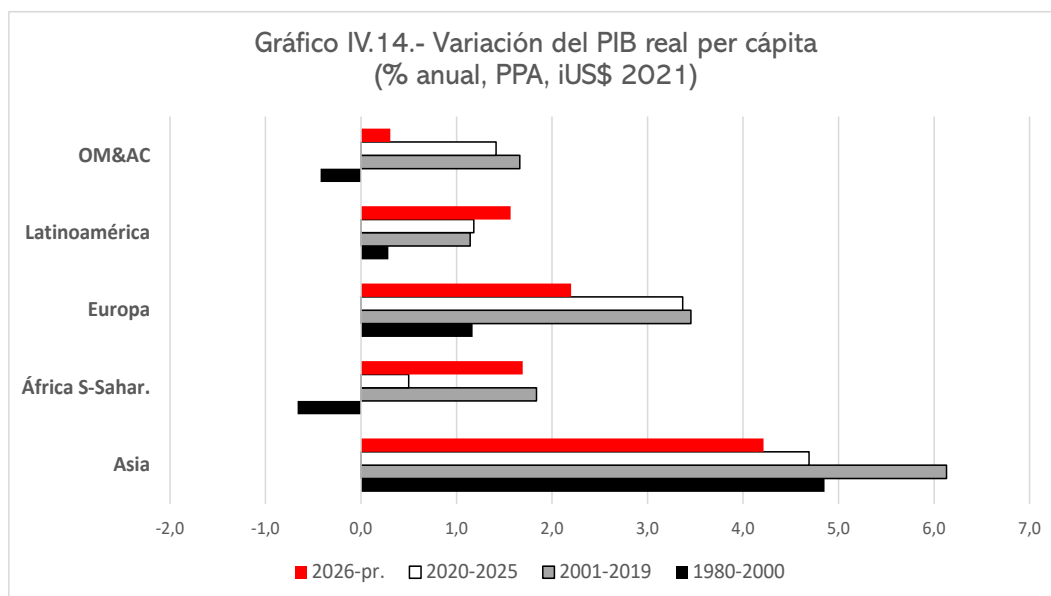
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; OCDE.

siendo mucho mayor para las economía avanzadas que, sin embargo, siguen pagando menos por unidad de deuda.

Sin embargo (ver gráfico IV.13), el pago de intereses para varias de las grandes economías emergentes supone ya más del 5% del PIB (el promedio para las economías desarrolladas apenas supera el 2%), un coste ya excesivo y muy correlacionado, como es de esperar, con el nivel de deuda¹². Salvo en los casos de un ahorro interno que excede con mucho la necesidad de financiación de las administraciones públicas (China), la tendencia a elevar la deuda de manera imprudente, particularmente en países latinoamericanos y africanos, amenaza con crear un círculo vicioso del que resulta difícil escapar: mayor pago de intereses-deterioro presupuestario adicional-mayor emisión de deuda-superior tipo de interés por unidad de deuda-mayor pago de intereses.

Dado que se trata de economías en las que los Bancos Centrales no pueden compatibilizar intervenciones masivas ("expansión cuantitativa") con mantenimiento de la credibilidad (relativa estabilidad de las expectativas de inflación), como, casi milagrosamente, hicieron en Occidente entre 2009 y 2022, parece urgente que más economías emergentes y en desarrollo empiecen a mostrar mayor prudencia fiscal.

7.- Esa prudencia, junto a un amplísimo número de otros medios, debe servir para un fin, el de la mejora del bienestar de los países en cuestión. Bienestar que está directa y robustamente correlacionado con el crecimiento económico. Al inicio de estos *Informes Trimestrales*, hace ya casi cuatro años, reflexionábamos sobre la suerte muy dispar, en términos de crecimiento de la renta per cápita, de las mayores economías del mundo emergente y en desarrollo. Actualizamos a continuación (gráfico IV.14) los datos al respecto, presentados en esta ocasión diferenciando entre las cinco grandes áreas emergentes¹³.



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

¹² Correlación de 0.61, que asciende al 0.82 si omitimos a China.

¹³ Siguiendo la clasificación realizada por el Fondo Monetario Internacional; OM&AC corresponde al grupo de Oriente Medio y Asia Central (y también incluye a las economías del norte de África).

La disparidad de fortunas dentro del mundo no desarrollado es evidente, lo cual determina, claro está, los espacios económicos que se han ido aproximando en renta per cápita a Occidente (Asia y, en menor medida, Europa emergente, que han experimentado, por tanto, convergencia real con las economías ricas) y las que no se han acercado o incluso se han alejado, es decir, han sufrido divergencia real.

En efecto, Asia emergente ha estado creciendo en términos per cápita, con el liderazgo de China (India parece presta actualmente a tomar el relevo), a tasas próximas al 5% durante cuatro décadas. Incluso ahora, con el menor ritmo de avance de la producción inherente a toda economía que va avanzando estadios en su desarrollo, y dado un aumento cada vez más leve (lo que, eso sí, conlleva su propia problemática) de la población, ese crecimiento del PIB por persona va a rondar el 4% anual. En Europa emergente, una vez superado el brutal pero imprescindible shock de la transformación de economías planificadas a otras de mercado a principios de los años noventa, las dos décadas pasadas han verificado también fuertes crecimientos del PIB per cápita (superiores al 3% anual), aunque de nuevo el mínimo dinamismo demográfico explica una parte, menor, de ese resultado.

Por el contrario, en África, Oriente Medio, Asia Central y Latinoamérica (espacio este último, en el que, eso sí, las rentas medias son en general más altas que en los anteriores) ha habido enteras décadas perdidas, con estancamiento e incluso retroceso de la renta per cápita. Incluso en los períodos relativamente más favorables, sus tasas de crecimiento, corregidas por un mayor dinamismo de su demografía, no han sido capaces de superar las (modestas) alcanzadas en Occidente, impidiendo la convergencia real de sus economías.

En definitiva, una historia de manifiesta dicotomía en las trayectorias de las áreas emergentes y en desarrollo, muy nítidamente descrita en el gráfico superior, y a la que la literatura económica ha dedicado incontables (y no siempre coincidentes) líneas de explicación. Pero el detalle de este debate excede el objetivo de esta *Clave* final de nuestro presente *Informe*.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Desde el pasado *Informe* hemos centrado la atención de esta última sección en presentar las tendencias más significativas en el perfil del comercio internacional durante los subperíodos previo y posterior a la pandemia. Transcurrido ya un número de años suficiente tras los efectos directos y de rebote derivados de la COVID-19, pretendemos analizar los datos para intentar detectar las modificaciones, de haberlas, en el comportamiento del comercio internacional.

Después de realizar una revisión de la evolución global y por grandes áreas geográficas del comportamiento del comercio de bienes y servicios (véase el *Informe* del pasado mes de octubre), con una perspectiva más de medio plazo, nos ocuparemos hoy de lo acaecido con las diez mayores economías desarrolladas (Estados Unidos, Japón, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Corea del Sur, España, Canadá y Australia, ordenadas según su población). Centramos la atención en los cambios y continuidades que se detectan entre la década 2010-2019 (posterior a la Gran Recesión¹⁴ y anterior a la pandemia) y el último trienio con datos cerrados (2022-2024), ya tras los ajustes inmediatos al alza de las economías en proceso de normalización tras su parálisis parcial durante el período álgido de la COVID-19.

En primer lugar, la Tabla V.1 muestra los resultados generales para el conjunto de las diez economías (valores promediados de las economías consideradas no ponderados).

Tabla V.1. Evolución de una selección de variables básicas del comercio internacional para el conjunto de las principales economías desarrolladas.

TOTAL PARA LAS 10 ECONOMÍAS	2010-2019	2022-2024
Tasa de crecimiento (export. bienes)	3,2	2,5
Tasa de crecimiento (import. bienes)	3,3	2,8
Tasa de crecimiento (export. servicios)	4,6	10,2
Tasa de crecimiento (import. servicios)	4,0	11,6
Saldo balanza de bienes (% del PIB)	-2,0	-2,9
Saldo balanza de servicios (% del PIB)	0,9	1,0
Tasa de cobertura (balanza de bienes)	89,1	84,6
Tasa de cobertura (balanza de servicios)	119,8	118,5

Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

Es fácilmente perceptible la dualidad entre el comportamiento de los flujos de bienes y los de servicios antes y después de la pandemia. Los primeros, se han ralentizado, y el desequilibrio entre compras y ventas agregadas de las diez economías (por supuesto, con grandes diferencias entre ellas que revisaremos a continuación) se ha agrandado, con un mayor déficit sobre el PIB y una menor tasa de cobertura (4.5 puntos es una caída apreciable en un salto temporal breve como el considerado). Por el contrario, el comercio de servicios, aunque sigue siendo claramente inferior en su volumen respecto

¹⁴ Aunque, al contrario que el resto, las economías de España e Italia se vieron seriamente afectadas por la crisis de la deuda soberana de principios de la pasada década.

al de bienes, ha acelerado notablemente su dinamismo, exportador e importador, en los últimos años, y mantiene un modesto superávit en términos de PIB, a la par que una tasa de cobertura confortablemente superior a 100.

Pero, como ya se ha indicado, las disparidades dentro del grupo son muy marcadas, por lo que pasamos al análisis pormenorizado de las diez economías. Comencemos con el comercio de bienes.

Tabla V.1. Evolución del comercio internacional de bienes para las principales economías desarrolladas

	COMERCIO DE BIENES					
	2010-2019			2022-2024		
	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)
Australia	5,6	2,9	0,7	-0,3	4,2	4,4
Canadá	3,5	3,4	-1,0	3,6	4,1	0,2
Francia	1,6	1,5	-3,3	3,0	1,6	-5,1
Alemania	2,9	2,9	6,9	1,1	0,3	4,3
Italia	2,8	1,3	1,5	3,0	2,7	0,8
Japón	1,9	2,7	-0,5	-2,2	-1,2	-2,0
República de Corea	4,0	4,4	3,7	2,0	0,9	-0,1
España	3,8	2,4	-3,0	3,7	3,9	-3,7
Reino Unido	2,5	2,9	-6,8	2,8	5,3	-8,4
Estados Unidos	4,4	4,7	-4,5	5,4	4,5	-4,5

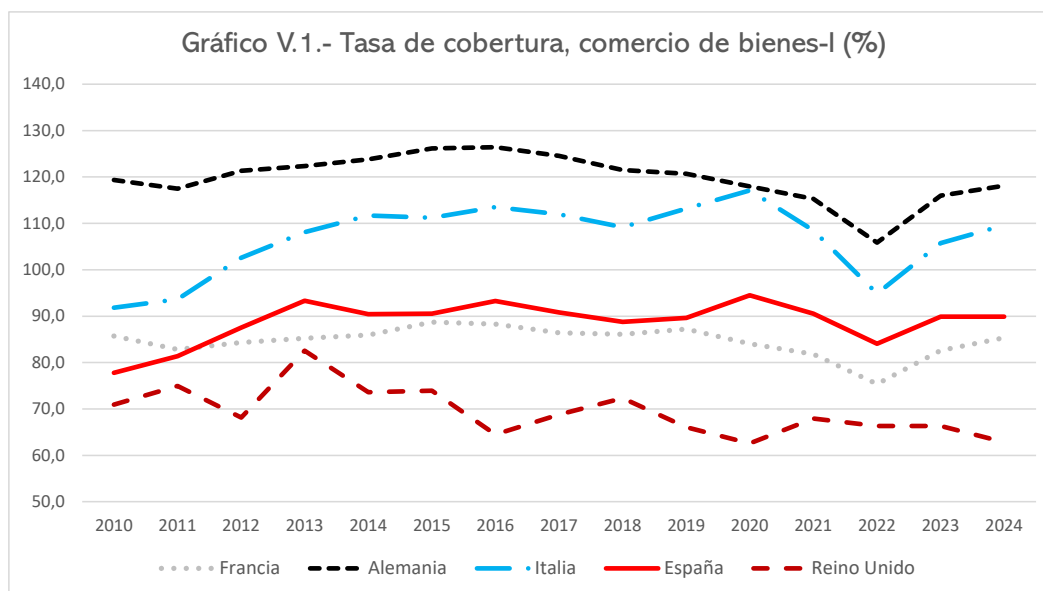
Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

Al descender, sin ánimo de exhaustividad, a los casos concretos, ya no se percibe una desaceleración tan clara de los flujos comerciales. Ese menor dinamismo se concentra de manera palpable en tradicionales potencias exportadoras (Australia, Japón, Corea del Sur y Alemania), mientras se mantienen las tasas (o incluso mejoran, como en Francia y Estados Unidos, en este caso con las ventas de energía de los últimos años explicando el cambio) para el resto de los países. En general, la situación de déficit o superávit en la balanza de bienes para cada economía no se ha modificado entre los dos períodos, con la remarcable excepción coreana, donde su habitual y significativo saldo positivo ha mutado en un leve déficit en el pasado trienio.

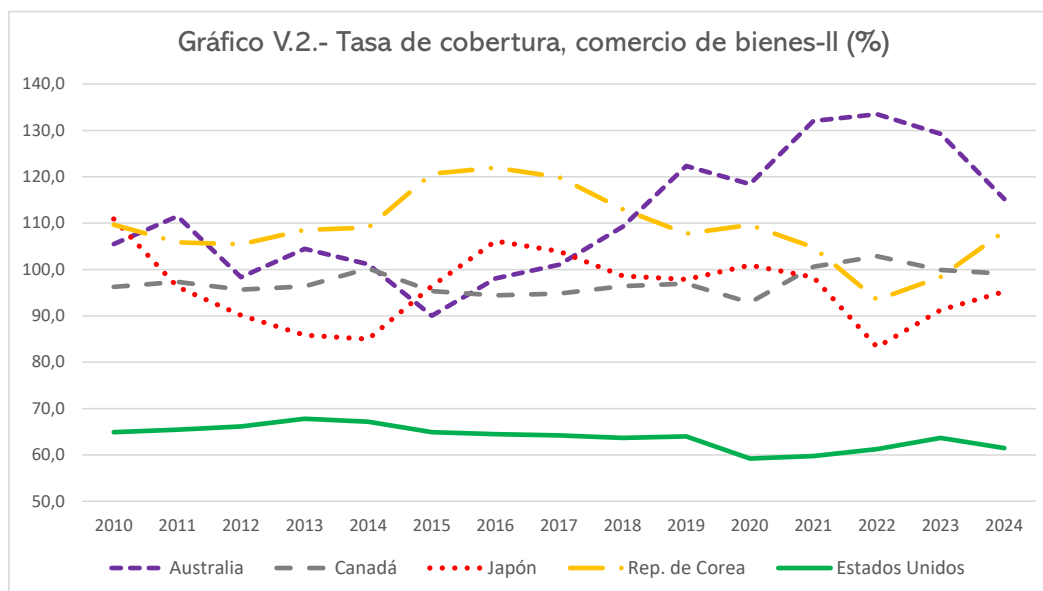
Los gráficos V.1 (para las economías europeas) y V.2 (para las extraeuropeas) muestran la trayectoria de la tasa de cobertura para los bienes (es decir, la ratio entre exportaciones e importaciones) durante la década y media objeto del análisis. Sobresale claramente en ambos gráficos la flexión a la baja en la cobertura de las economías europeas continentales y asiáticas en 2022, frente a las anglosajonas, donde no se produce. La explicación se encuentra en el drástico incremento en los precios de la energía a raíz de la invasión Rusia de Ucrania, que deterioró gravemente el balance comercial de los importadores. De hecho, en el referido caso de Corea del Sur, es solamente esta circunstancia la que explica la desaparición de su superávit comercial en el trienio 2022-2024, aunque ya en este último año la tasa de cobertura vuelve a situarse por encima de 100.

En todo caso, la continuidad, con fluctuaciones (más intensas en Australia, una economía con exportaciones muy vinculadas al precio de las materias primas y a las decisiones del gobierno chino, no siempre derivadas de motivaciones económicas), en las posiciones de los diez países es apreciable, y no se altera palpablemente por la ruptura temporal

introducida por la pandemia y la recuperación tras la misma. Superávits (tasas de cobertura superiores a 100) amplios de Alemania, y, con las matizaciones ya comentadas, de Italia, Australia y Corea del Sur, déficits sostenidos de España y Francia, y mucho mayores de Estados Unidos y Reino Unido (en estos caso con tasas de cobertura inferiores al 70% en buena parte del período), y posiciones alrededor del equilibrio de Japón y Canadá.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.

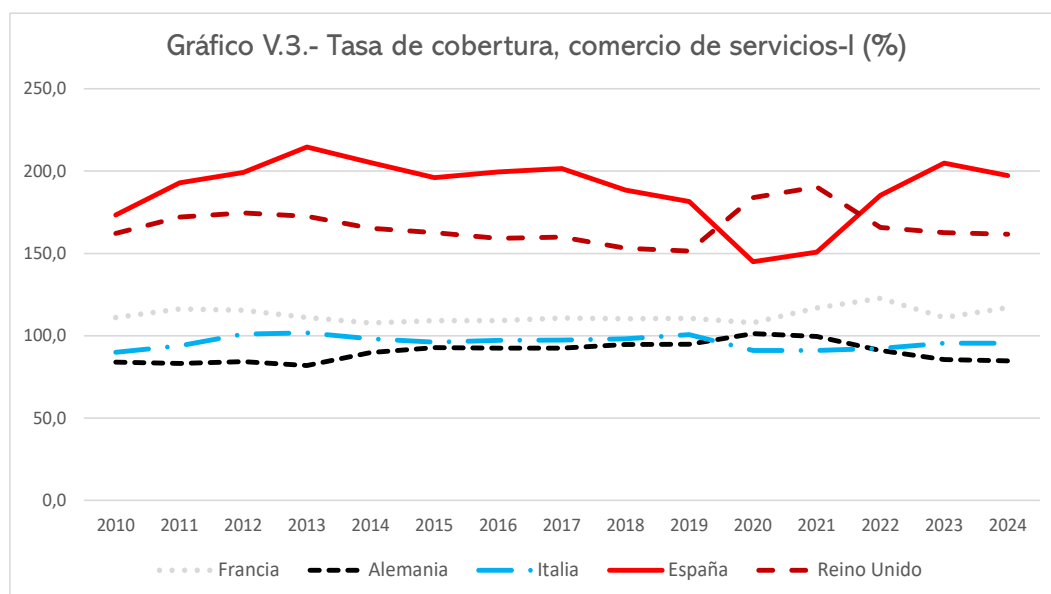
La Tabla V.2 y los gráficos V.3 y V.4 nos presentan los resultados de un ejercicio similar al anterior, pero para el comercio de servicios. En este caso, la intensificación de los flujos comerciales, tanto ventas como compras, sí es generalizada, con la única y singular excepción de las exportaciones alemanas, que siguen creciendo al mismo ritmo antes y después de la pandemia. Son frecuentes incluso los avances a un ritmo anual de dos dígitos en el período 2022-2024, revelando la creciente importancia de los flujos de

servicios (que siguen siendo en su mayoría entre los propios países desarrollados) para las economías avanzadas. En términos de saldo respecto al PIB, no obstante, se mantienen cifras modestas, inferiores al 2%, y no capaces de revertir los desequilibrios, donde existen, en un sentido u otro, de la balanza de bienes, con dos excepciones muy acusadas; primero, España, cuyo margen en la balanza de servicios (esencialmente por el turismo) más que compensa el déficit en la de bienes, habiendo transformado el habitual déficit por cuenta corriente del país (y pese a un saldo negativo también en la balanza de rentas) en superávit desde hace ya más de una década. La otra excepción es la británica, con el mayor margen positivo en la balanza de servicios (en este caso, y de manera muy distinta a la española, sobre todo por los servicios financieros) entre las mayores economías desarrolladas, aunque, en esta pasada década y media, no ha sido capaz de compensar plenamente el déficit en la partida de bienes.

Tabla V.2. Evolución del comercio internacional de servicios para las principales economías desarrolladas

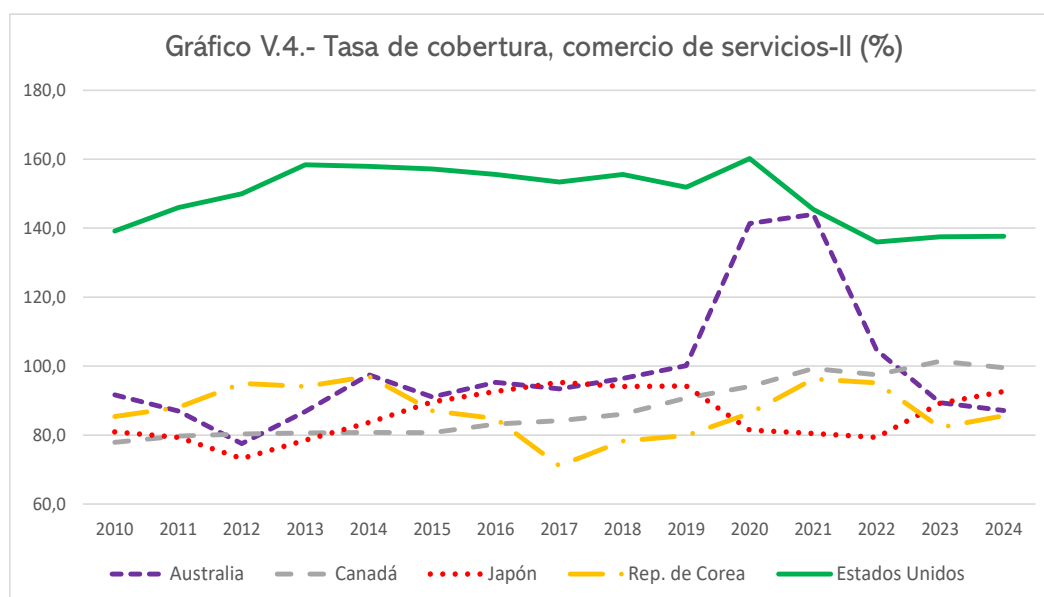
	COMERCIO DE SERVICIOS					
	2010-2019			2022-2024		
	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)
Australia	3,5	5,2	-0,4	9,5	26,2	-0,4
Canadá	5,1	4,1	-1,1	9,2	9,1	0,0
Francia	3,8	4,2	1,0	7,9	7,8	1,8
Alemania	4,9	4,2	-0,9	4,8	10,2	-1,5
Italia	2,3	1,1	-0,1	13,0	11,4	-0,4
Japón	5,5	3,5	-0,5	10,0	5,3	-0,7
República de Corea	3,7	4,6	-1,0	4,9	8,8	-1,0
España	3,1	2,3	4,8	21,1	12,1	5,9
Reino Unido	4,0	4,6	5,2	11,5	16,9	6,6
Estados Unidos	5,6	4,3	1,4	11,5	13,3	1,0

Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.

Los gráficos, como en el caso de los bienes, nos presentan la evolución de las tasas de cobertura para las diez economías. Posiciones holgadamente superiores a 100 para España, Reino Unido y Estados Unidos (en este último caso, con mayor diversificación de los subsectores de servicios que contribuyen a la misma), también mostrando un superávit continuo, aunque menor, para Francia, y niveles inferiores a 100 para el resto, con déficits más significativos para los dos casos asiáticos. Los cierres más estrictos de fronteras con la pandemia son claramente perceptibles en el caso australiano (donde el déficit habitual se transforma en fuerte superávit, al desaparecer el saldo negativo del turismo) y en el japonés, en sentido opuesto (coincidiendo, por cierto, con lo que hubiera sido una explosión de ingresos por los JJ.OO. de Tokyo). Este factor, aunque las restricciones fueron menores en intensidad y extensión temporal, explica también la menor tasa de cobertura de España en 2020 y 2021, así como la mayor británica, siempre, en estos dos casos, con los niveles, ya referidos, ampliamente superiores a 100. Como apunte final, por subrayar la tendencia más homogénea de todas las presentadas, la progresiva elevación de la tasa de cobertura en servicios canadiense, fruto del creciente saldo favorable tanto del turismo como de los servicios a empresas.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.