

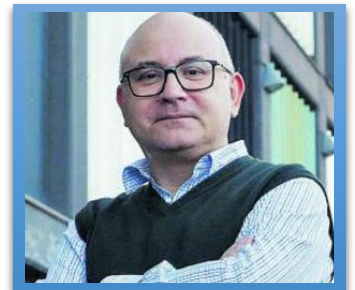
Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



VNIVERSITAT
E VALÈNCIA

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Mayo-2026



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

INTRODUCCIÓN

Con algunas semanas de retraso, en un intento (vano) de realizar este *Informe* con el conflicto en el Golfo Pérsico concluido (y, por tanto, con la posibilidad de realizar una evaluación, aunque preliminar, relativamente completa del mismo), acudimos a nuestra habitual cita trimestral en el mismo entorno de incertidumbre (o, más bien, con una intensificación de la misma) que ha caracterizado los cuatro años que ahora se cumplen desde el inicio de estos *Informes* sobre la situación económica global. Aunque esa valoración general, por tanto, no será posible, la guerra Estados Unidos/Israel-Irán y, en especial, las consecuencias del cierre de uno de los cuellos de botella (aunque la traducción literal del término inglés *chokepoint* - punto de estrangulamiento - sería más precisa en este caso) geográficos más importantes a nivel global, el estrecho de Ormuz, impregnará el conjunto de nuestro *Informe*. Así, comenzaremos en nuestro *Foco de Atención* con algunas reflexiones, no todas ellas cómodas de aceptar, sobre el aluvión de medidas de compensación que, sobre todo en las economías occidentales (en las emergentes y en desarrollo son mucho más habituales las políticas de adaptación) han emprendido los gobiernos para aliviar los efectos de la crisis. El enfoque más frecuente, de nuevo demasiado generalizado, conlleva efectos económicos (y medioambientales) contraproducentes, como señalaremos en esa sección.

Las páginas dedicadas a los *Precios Internacionales de Referencia* debían estar centradas en este *Informe* en el nada sencillo nombramiento (aunque mucho más compleja será su tarea) de Kevin Warsh como nuevo Presidente de la Reserva Federal, y no omitiremos algunas reflexiones al respecto, pero no cabe duda de que las implicaciones de los acontecimientos del Golfo Pérsico sobre los precios de las materias primas y los tipos de interés (vía su impacto estanflacionista), tanto en el mundo desarrollado como en el emergente, requieren algunos apuntes específicos, que encontrarán su sitio (junto a las consideraciones habituales respecto a la evolución de las principales divisas internacionales) en esta sección.

A continuación, también en nuestras *Siete Claves del Trimestre* dedicaremos parte de las mismas a cuestiones relativas a las fuentes de energía, la sostenibilidad y la competitividad, así como al momento en el que reciben este shock negativo las economías domésticas en Occidente, revisando la situación de dos variables que nos han ocupado desde el inicio de estos *Informes*, el ahorro y los salarios reales. Habrá espacio también para atender a dos de las cuestiones que han centrado más atención en estos últimos años de lo que venía siendo habitual, la evolución del empleo manufacturero en los antaño denominados países industrializados (hoy sería mucho más apropiado llamarlos terciarizados) y, no podemos dejar de presentar datos al respecto, el comportamiento del saldo comercial de Estados Unidos tras el primer año de la segunda administración Trump y su singular visión del comercio internacional. Y no olvidaremos un movimiento, el del reciente y marcado incremento de la pendiente de la curva temporal de tipos de interés, que puede tener implicaciones relevantes en el medio plazo.

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), tanto en bienes como en servicios, mostrando la evolución, la distribución y la cobertura, entre

otros aspectos, para las economías más representativas en los diferentes niveles de renta. En paralelo a lo realizado en el trimestre precedente para las principales economías desarrolladas, en este *Informe* nos centraremos en lo acontecido en este ámbito para las diez mayores economías emergentes.

El presente décimo sexto *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, será el último en la actual serie, cumplido el período de vigencia previsto de la *Cátedra*. Retornaríamos con nuestros análisis de la coyuntura económica internacional en caso de establecerse un nuevo convenio entre las instituciones que sustentan este proyecto (Autoridad Portuaria de Valencia y Universidad de Valencia), a quienes agradecemos su apoyo durante este período. Nuestra gratitud también a nuestros lectores, ocasionales o continuos en estos cuatro años, por su atención a las reflexiones que se han ido elaborando (sin contribución de la Inteligencia Artificial Generativa, por insólito que esto suene ya hoy en día) y presentando en estas páginas. Esperamos que los contenidos de estos *Informes* hayan conducido a quienes nos siguen a una mejor comprensión del estado de la economía internacional.

Valencia, a 20 de mayo de 2026

II.- FOCO DE ATENCIÓN: un enfoque erróneo, con consecuencias adversas.

El estrecho de Ormuz constituye uno de los puntos geográficos de carácter estratégico más relevantes para la economía mundial, en especial cuando nos referimos al comercio de hidrocarburos y sus derivados. Alrededor de un quinto del gas natural y un 30% del petróleo comercializado internacionalmente fluye de forma habitual por este cuello de botella de apenas 21 millas náuticas de ancho. Es más, esos porcentajes se elevan hasta un tercio de los fertilizantes y casi la mitad del azufre, lo que implica que Ormuz es no solo crítico en términos energéticos, sino también para la producción agrícola, y, con ello, la seguridad alimenticia global¹.

En función de lo anterior, era previsible que la guerra iniciada al final de febrero, y todavía en marcha a la redacción de estas líneas, entre Estados Unidos e Israel, por un lado, e Irán, por otro, al colapsar el tráfico en el estrecho de Ormuz, alterara de forma significativa y previsible (al alza sobre los precios y a la baja sobre el crecimiento), la situación económica en todo el mundo, aunque el grado de impacto es dispar según los países. Los efectos se acumularán a medida que la solución de la situación se siga difiriendo, y ese "regreso a la normalidad" (si tal cosa es factible, algo muy discutible) implica no solo la reapertura de Ormuz, sino la recuperación de las capacidades productivas destruidas por el conflicto, lo que en algunos casos requerirá años.

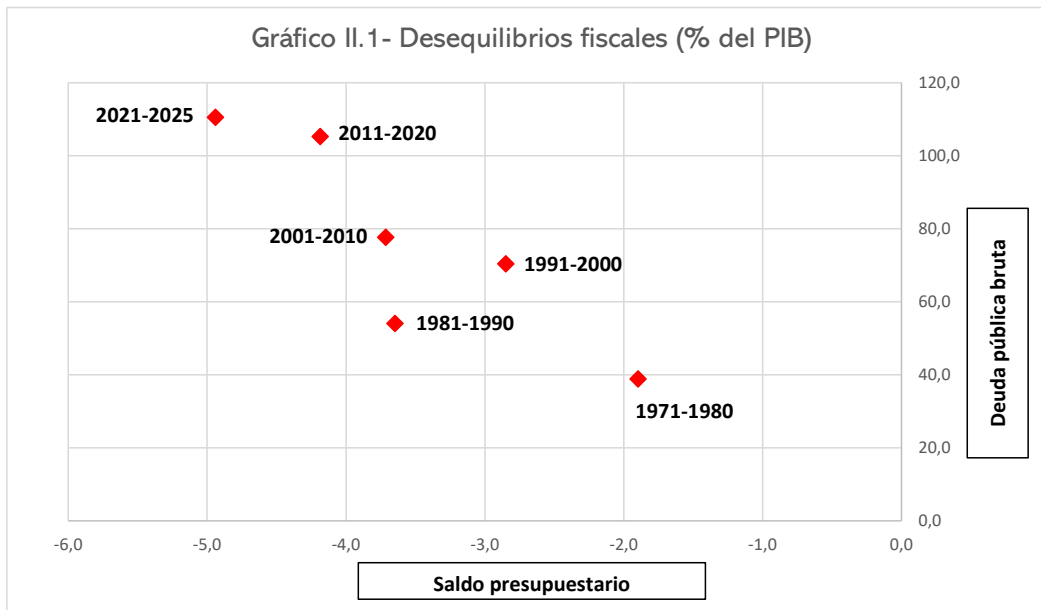
De momento, el impacto inicial para consumidores y empresas se centra en el encarecimiento de la energía (ampliaremos detalles en la siguiente sección de este *Informe*) y, siguiendo los pasos de las actuaciones que, entonces con mayor retraso en general, se llevaron a cabo en la no tan lejana anterior crisis energética (primavera de 2022) derivada de la invasión rusa de Ucrania², los gobiernos europeos se han lanzado a implementar paquetes de ayudas compensatorias frente a ese aumento del coste energético. Y, la verdad, independientemente de los réditos políticos, en su mayoría esos programas de apoyo resultan, en lo económico, mal orientados, caros e ineficientes. Reflexionemos al respecto.

En primer lugar, aunque la obviedad es de tal calibre que no debiera ser necesario resaltarla (pero lo es, escuchando a ciertos agentes sociales y políticos), "there is no free lunch". Es decir, el dinero de las ayudas no se materializa de la nada, y, por tanto, esos fondos se financian o con recortes en otras partidas, o con incrementos impositivos o, la opción favorita de los gobiernos de la UE (unos más que otros), con más deuda. El lector habitual de estos *Informes* es bien consciente de ello, pero reiteraremos una vez más que la posición fiscal de la mayor parte de economías desarrolladas es lo suficientemente preocupante como para evaluar de manera rigurosa hasta el menor programa, sea de

¹ Igualmente, se mueven por la zona cantidades relevantes de otras materias primas, desde el aluminio al helio, el conjunto de las cuales son esenciales para industrias tan diversas como las del plástico, la farmacéutica o la de los semiconductores.

² También se encuentra todavía en marcha después de más de cuatro años. Es llamativo lo equivocados que están algunos de los principales mandatarios mundiales cuando afirman que sus acciones militares (u "operaciones especiales", por usar el eufemismo de moda) tendrán un final rápido y satisfactorio. Ni lo primero ni lo segundo, ciertamente.

ingresos o de gastos, que la deteriore adicionalmente. Véase en el gráfico II.1 el empeoramiento ininterrumpido de esa posición fiscal en el pasado medio siglo. Tanto en términos de flujo (saldo presupuestario crecientemente negativo sobre el PIB), como de stock (volumen total de deuda en aumento, igualmente con relación al tamaño de la economía) los resultados fiscales del conjunto de economías desarrolladas son cada vez más desfavorables. Si las ayudas públicas frente a las crisis energéticas de los años setenta se produjeron desde niveles de deuda que rondaban el 40% del PIB, en la actualidad el punto de partida supera el 110%, lo que requiere ser aún más consciente de que existe un coste asociado a las mismas.



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

Una vez subrayada esa necesidad de prudencia en la articulación de los programas de ayuda, dos deberían ser los principios fundamentales que perfilasen los de tipo horizontal (para el conjunto de ciudadanos y empresas): por una parte, deben tratarse de ayudas concentradas en los grupos más vulnerables; segundo, no deben impulsar comportamientos que acentúen la necesidad de un mayor soporte público. Sin embargo, tanto en la respuesta a la crisis derivada de la invasión de Ucrania como a la actual, no parece que esos principios se hayan tenido en cuenta.

Así, por ejemplo, según el análisis del Instituto Bruegel, el 78% de todas las ayudas (vía límites a los precios o vía rentas compensatorias) a las familias para hacer frente al aumento de los costes de la energía entre el otoño de 2021 y el invierno de 2023 tuvieron carácter no discriminatorio, con independencia de niveles de renta o gasto energético. A la par, en no pocos casos, la magnitud de esos apoyos desincentivó el comportamiento natural de ahorrar en el consumo; en otros términos, el bloqueo del sistema de precios derivado de las intervenciones públicas evita (con coste no solo económico, sino también medioambiental) la reducción de la demanda.

En sentido contrario, mecanismos como el “price brake” implementado en Alemania³, en la medida en que mantienen el precio de mercado al menos como determinante parcial de las ayudas, sugiere una vía más adecuada para estas, como también lo sería una segmentación de la contribución pública según niveles de renta, con una correlación inversa (progresiva si se quiere, para evitar escalones) entre esos niveles y el porcentaje de cobertura de las ayudas.

Adicionalmente a esas ayudas horizontales, son omnipresentes también las de tipo específico, destinadas a sectores o subsectores de actividad particularmente damnificados por el incremento del precio de la energía, dada su relativamente alta intensidad en el consumo de la misma. La lógica de estas líneas de soporte implementadas por los gobiernos parece evidente: a impacto negativo diferencial, ayudas preferentes. Lo que no parece tan razonable es la asimetría sistemática de esas líneas: cuando los costes de la energía ascienden por shocks adversos, se producen demandas de ayuda (o el sector en cuestión, se alega, sufrirá pérdidas inasumibles), atendidas con mayores o menores prontitud y generosidad. Pero cuando los precios de la energía se desploman por debajo de su tendencia de largo plazo, circunstancia relativamente frecuente, *jamás* hay compensaciones a la inversa desde esos sectores al resto de la sociedad, que financia (menos gastos en otras partidas, más impuestos o más deuda) esos programas de soporte.

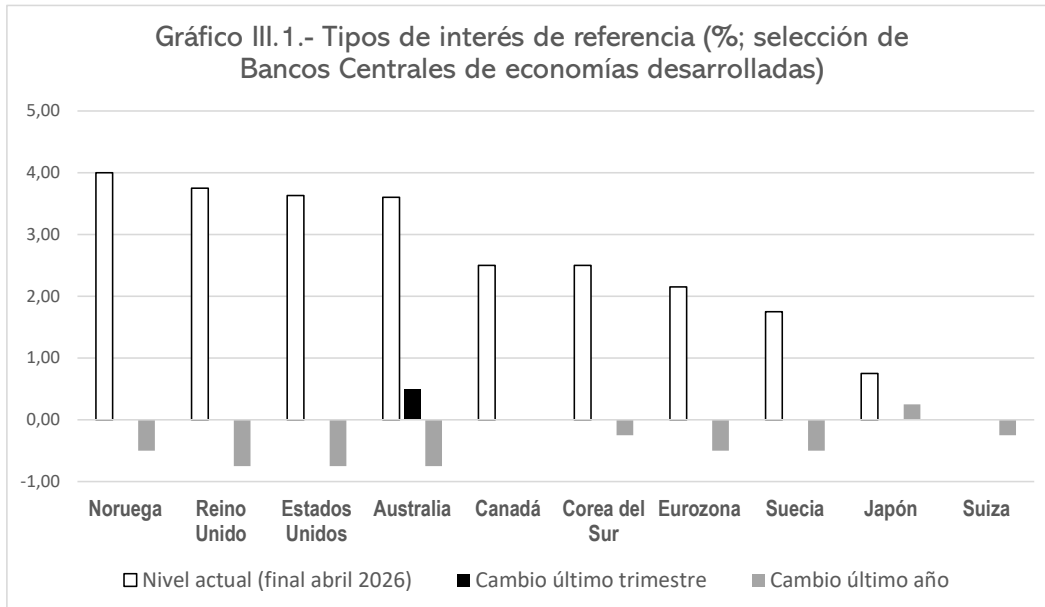
Resultaría apropiado que, en épocas especialmente favorables, desde los sectores que así lo eligieran, se fuera alimentando un *fondo de contingencia* (en la tradición de los “rainy day funds” de las entidades subfederales de Estados Unidos), que se emplearía para subsidiarlos en los períodos de escalada de los precios. Y solo esos sectores adscritos al fondo de contingencia podrían ser receptores de ayudas. Uno debe ser especial en lo bueno y en lo malo, o no serlo. La definición de esos grupos y de los límites a partir de los cuales se alimentaría el fondo de contingencia o se articularían las ayudas debería ser realizada fuera de períodos de tensión y con la mayor precisión posible.

En definitiva, las perturbaciones negativas, aunque es de esperar que menos frecuentemente que en los últimos años, seguirán produciéndose y alterando de manera notable precios críticos (energía, alimentos) para el ciudadano medio y para las empresas. Es razonable que los gobiernos respondan, pero no pueden seguir haciéndolo como si las restricciones presupuestarias no existiesen y la situación de las finanzas públicas no fuera hartamente preocupante. Deben cambiar a programas que, por un lado, no bloqueen los mecanismos de mercado, donde el encarecimiento debe llevar a una contención en el consumo, útil en lo económico y en lo medioambiental; por otro, circunscriban las ayudas en forma de rentas de apoyo a los grupos menos favorecidos; y, finalmente, muestren una mayor simetría en el tratamiento de los sectores que, con total legitimidad o con no tanta, requieren subvenciones en los períodos de dificultad, pero no previenen en los de bonanza. Recuérdese, “there is no free lunch”.

³ Los precios a la energía se subsidiaron solamente hasta el 80% del consumo histórico reciente de cada familia (el 70% en el caso de las empresas), de tal forma que la ayuda se planteó en paralelo a un claro incentivo a recortar el consumo.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

“Stand by”. Los acontecimientos en Oriente Medio han obligado a los Bancos Centrales occidentales a permanecer a la espera⁴ (gráfico III.1), ante un shock de perfil estanflacionista, que presiona al alza sobre los precios y a la baja sobre el crecimiento. Como bien señalaba al inicio del conflicto Christine Lagarde, presidenta del Banco Central Europeo, ante este tipo de perturbación negativa de oferta las autoridades monetarias podrán mantenerse a la espera siempre que el conflicto sea breve y no altere de forma muy notable los precios de la energía; si estos crecen mucho, aunque no de manera prolongada, el discurso tendrá que endurecerse, y se deberá acompañar de alguna subida de tipos de interés; si el shock energético es no solo intenso sino largo, los Bancos Centrales tendrán que adoptar una posición más restrictiva, para evitar el enquistamiento de la inflación mediante efectos de segunda ronda, con una traslación entre los precios de los factores (incluyendo los salarios) y los precios de bienes y servicios que se realimente y provoque serios problemas a medio plazo. En el momento de escribir estas líneas, nos encontramos en la deriva, ya peligrosa, del segundo al tercer escenario. Aunque con un crecimiento económico poco boyante en el conjunto de Occidente es probable que los Bancos Centrales sean muy conservadores a la hora de elevar los tipos de interés, proyecciones de inflación cercanas o superiores al 4% interanual van a hacer inevitable cierta restricción monetaria, que evite el peor escenario posible, el de una segunda escalada inflacionista en menos de un lustro. La primera fue, en parte, por un craso error de las autoridades monetarias (múltiples veces analizado en

⁴ Con la excepción de la Reserva Federal australiana, aún incapaz de revertir los excesos de inflación de los años pasados hasta algo parecido a la estabilidad de precios, cuyo reciente aumento de tipos parece reconocer un error en los sucesivos recortes de trimestres anteriores.

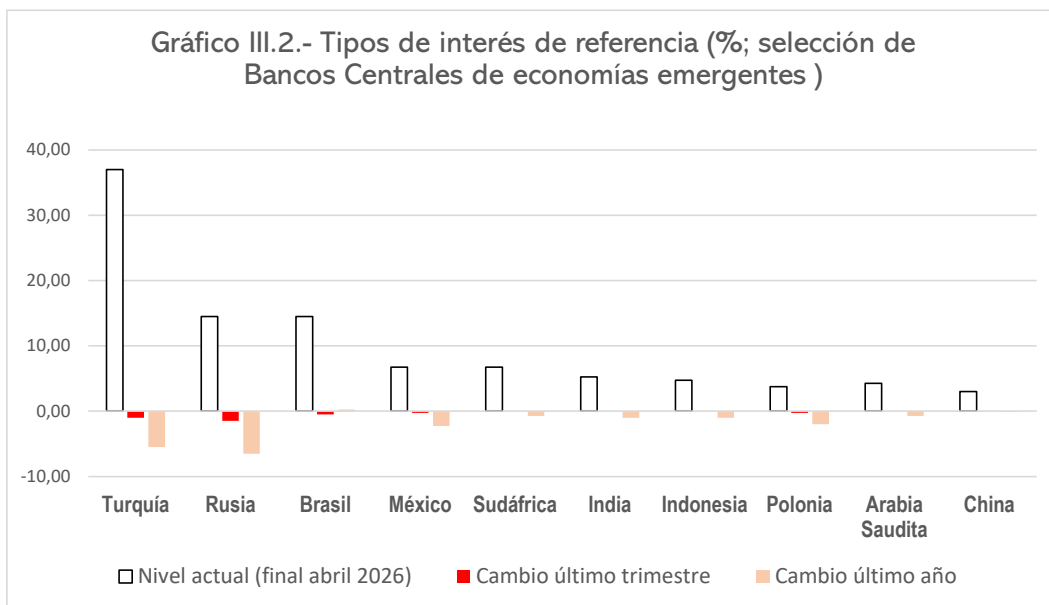
estos *Informes*); una repetición sería muestra de una desidia intolerable en el cumplimiento de sus responsabilidades.

Quien peor lo va a tener para atajar esas tensiones inflacionistas en el gran protagonista en el mundo de los Bancos Centrales en estos últimos meses, Kevin Warsh, el por fin ratificado como nuevo gobernador de la Reserva Federal de Estados Unidos. Primero, porque el presidente Trump, después de no conseguir doblegar la resistencia de Jay Powell, volverá a la carga en un intento de que su nuevo nominado reduzca los tipos. Es irónico que el mayor obstáculo para ello (aranceles, expansión fiscal no financiada, guerra contra Irán) sea el propio Trump. Segundo, porque el punto de partida, con la inflación claramente por encima del 2% antes del cierre del estrecho de Ormuz, era desfavorable respecto al de otras economías avanzadas. En abril se situó ya en el 3.8%. Tercero, porque su estrategia de restricción monetaria favorece la progresiva eliminación de la expansión del balance de la Fed más que un ajuste vía tipos de interés. No parece que el momento sea propicio para esa, por otra parte conveniente, reducción del volumen de activos acumulados por la Reserva Federal, dado que la deuda pública estadounidense está creciendo de manera descontrolada y que los deseos de adquirirla por parte de los inversores extranjeros, tanto públicos como privados, no son precisamente muy elevados, bajo el caos y las amenazas que caracterizan a la administración Trump. Y cuarto, por su muy discutible perspectiva de que la Inteligencia Artificial, tendrá efectos a la baja sobre los tipos de interés. En realidad, parece mucho más probable que, en la medida en que impulsa el crecimiento económico, elevando la inversión por encima del ahorro, la IAG (junto al resto de nuevas tecnologías) conducirá a tipos de interés más elevados que los recientes a medio y largo plazo, en una regularidad histórica (tipos a largo plazo y crecimiento de la productividad y la producción se han movido siempre de forma paralela).

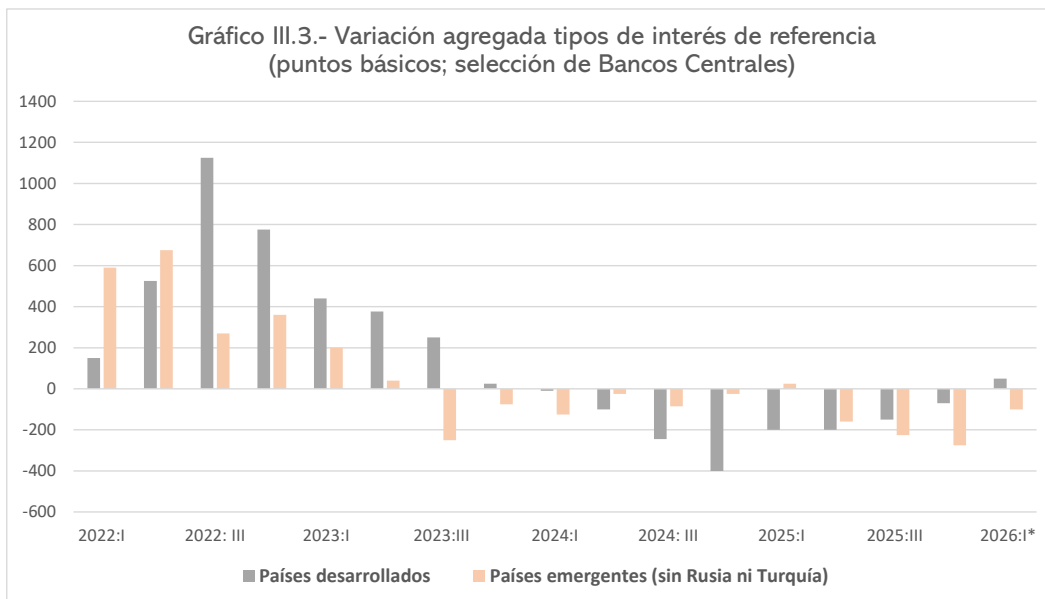
Sumando todo lo anterior, aceptando que Warsh ejercerá un claro liderazgo, como es la norma, en las decisiones de la Fed, y a pesar de las advertencias de varios gobernadores regionales de la Fed sobre la necesidad de evitar una inflación cada vez más lejos del objetivo, el autor no es muy optimista sobre la recuperación, incluso a medio plazo, de la estabilidad de precios en la economía de Estados Unidos.

Lógicamente, también las autoridades monetarias de los países emergentes han debido modular sus recientes decisiones a las consecuencias de la guerra en el Golfo Pérsico. Eso es especialmente cierto para las economías asiáticas, las más dependientes de los hidrocarburos y sus derivados procedentes de la zona del conflicto. En la mayoría de los casos, las sucesivas rebajas de tipos de anteriores trimestres se han congelado, o ralentizado notablemente (véase el gráfico III.2). La excepción más remarcable es el cambio de ciclo iniciado por el Banco Central de Brasil (una economía, conviene recordar, con necesidades energéticas cubiertas con fuentes nacionales). Después de asentar de manera inequívoca su independencia monetaria, con sus críticas a lo que entiende como política fiscal extremadamente laxa del gobierno de Lula da Silva y, en consecuencia, fijando tipos restrictivos que rondan el 10% *real*, el mantenimiento de la inflación en el rango definido como objetivo ha permitido al Banco Central brasileño reducir en dos ocasiones su tipo de referencia (aún situado en el 14.5%).

En su conjunto, como revela el gráfico III.3, la situación bélica en Oriente Medio ha conducido al final de ocho trimestres consecutivos (es verdad que en los últimos, de manera decreciente) de reducción de los tipos de interés en el conjunto de las diez economías desarrolladas incorporadas a nuestro análisis. En paralelo, el proceso de reducciones de estos tipos de referencia en el conjunto de nuestra selección de economías emergentes, que se intensificaba en los tres trimestres finales de 2025, ha quedado contenido en el inicio del presente año. Como se ha apuntado, con la prolongación del cierre del estrecho de Ormuz, y por grandes que sean los esfuerzos de sustituir los suministros de materias primas críticas que de allí emanan habitualmente, las tensiones inflacionistas derivadas de este escenario, incluso con el impacto negativo sobre el crecimiento, hacen más que probable que veamos aumentos generalizados de los tipos de interés en buena parte del mundo durante los próximos trimestres.



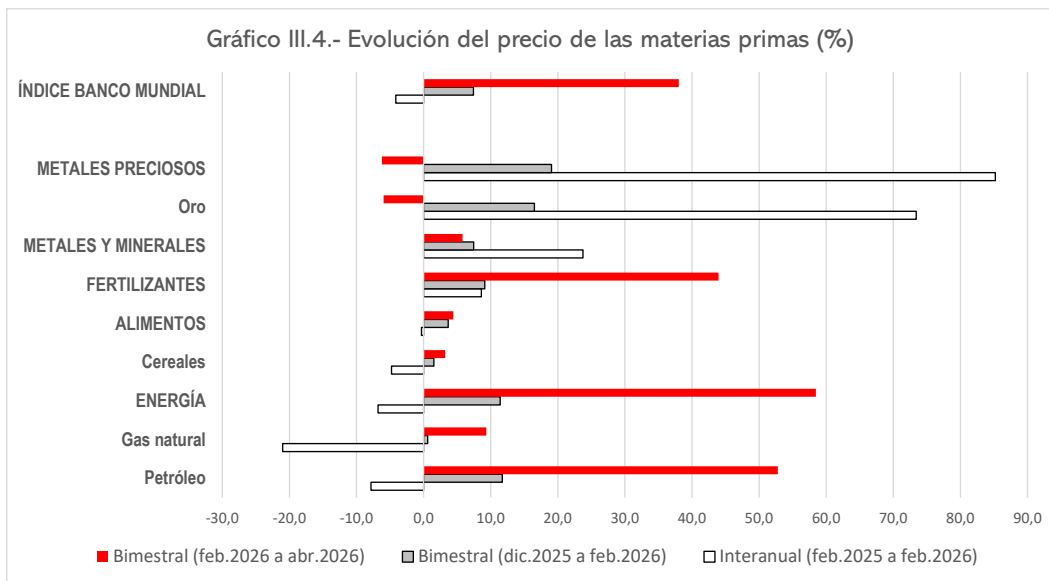
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas

Desde luego, a raíz de los acontecimientos iniciados al final de febrero, el mundo de las materias primas se ha vuelto del revés en los pasados dos meses, y en aquellos grupos en los que parece percibirse menos, en especial el de los alimentos, las perspectivas a escasos meses vista resultan particularmente preocupantes. Para una mejor percepción de lo ocurrido, hemos modificado la presentación gráfica habitual; en lugar de mostrar la evolución interanual y la intertrimestral previas al *Informe*, hemos dividido la segunda en los cambios vividos en enero y febrero, por un lado, y los acaecidos en marzo y abril, por otro (véase el gráfico III.4).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

En general (nótese el Índice del Banco Mundial), a principios de 2026 se había producido ya una modesta corrección respecto a la caída mayoritaria de los precios de las materias primas (por supuesto, con la bien conocida y convenientemente analizada en ediciones anteriores de estos *Informes* excepción de los metales preciosos) del año 2025. Pero la aceleración del aumento de precios después del inicio de la guerra tiene escasos precedentes. Por supuesto, son los componentes energéticos y sus derivados los más afectados. El precio del petróleo se ha elevado un 52% entre el promedio de febrero y el de abril; el ascenso para los fertilizantes ha sido del 44%. Si se proyecta a cifras anuales, nos remitiríamos a una escalada no vista en el último medio siglo.

El, en comparación modesto, repunte en el precio de los alimentos en general y los cereales en particular, no puede llamarnos a engaño. El agropecuario es un sector que revive las tendencias de lo acontecido en la energía con cierto decalaje; aunque el efecto del aumento del precio de los combustibles es inmediato (con alguna frecuencia es parcialmente compensado con subsidios gubernamentales), es el encarecimiento de los fertilizantes, que dificulta a muchos productores preparar las tierras de forma adecuada para la siguiente cosecha, el que complica más la situación a trimestres vista, y el que terminará trasladándose al precio de los alimentos, generando inflación en muchas economías y escasez en otras tantas.

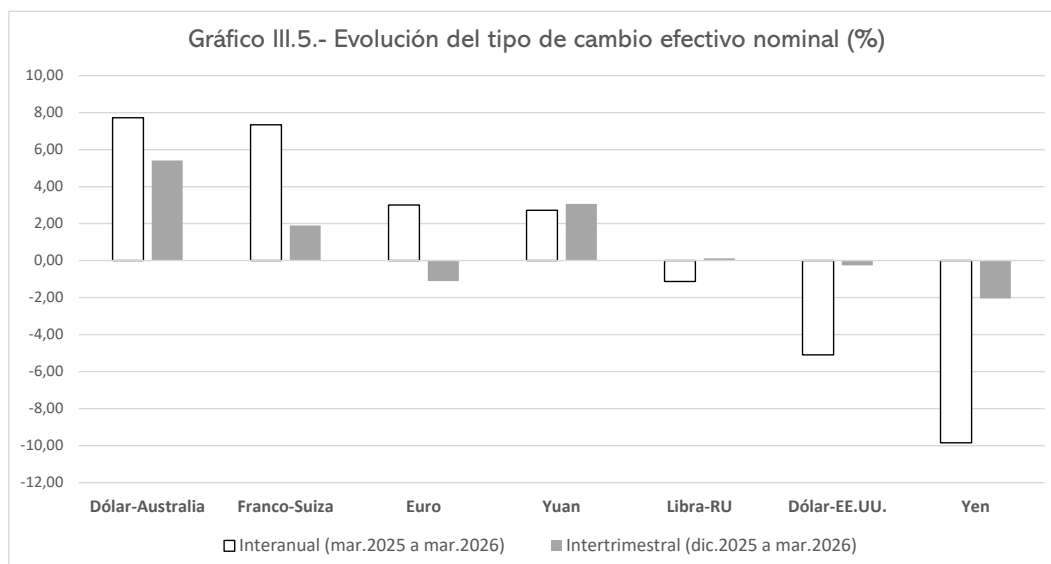
Como puede observarse, en el grupo de metales y minerales el impacto de Ormuz es el contrario, el de una desaceleración en el aumento de los precios. La razón, claro está, al margen de no situarse en esta área geográfica productores significativos de estas materias primas, es que se ve afectado por el reverso de la moneda: las expectativas de menor crecimiento económico. Recordemos que éste es el grupo más claramente procíclico de entre todos los de *commodities*.

Mientras tanto, el oro (los metales preciosos en general) siguen una vida diferenciada; tras llegar a superarse los 5000 dólares por onza, a la inevitable toma de ganancias del sector privado después de la espiral ascendente de los anteriores trimestres, la acompaña el final de las compras (y, posiblemente, algunas ventas) por parte de los Bancos Centrales, un buen número de los cuales, sobre todo de países emergentes, han estado disminuyendo el peso relativo del dólar en sus reservas mediante la adquisición de oro, ahora ya demasiado encarecido como para no hacer de la continuación de esas compras una apuesta demasiado arriesgada.

A menos que el conflicto en Oriente Medio, o al menos el cierre del estrecho de Ormuz, concluya en breve (semanas a lo sumo), las noticias procedentes de los mercados de materias primas pueden ser (todavía) más preocupantes en un futuro inmediato.

C.- Principales divisas

La evolución en el primer trimestre del 2026 de las principales divisas internacionales ha mostrado menos tensiones que en los restantes precios internacionales de referencia. Como revela el gráfico III.5, los movimientos desde finales del pasado año han sido inferiores al 2%, con un par de excepciones.



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

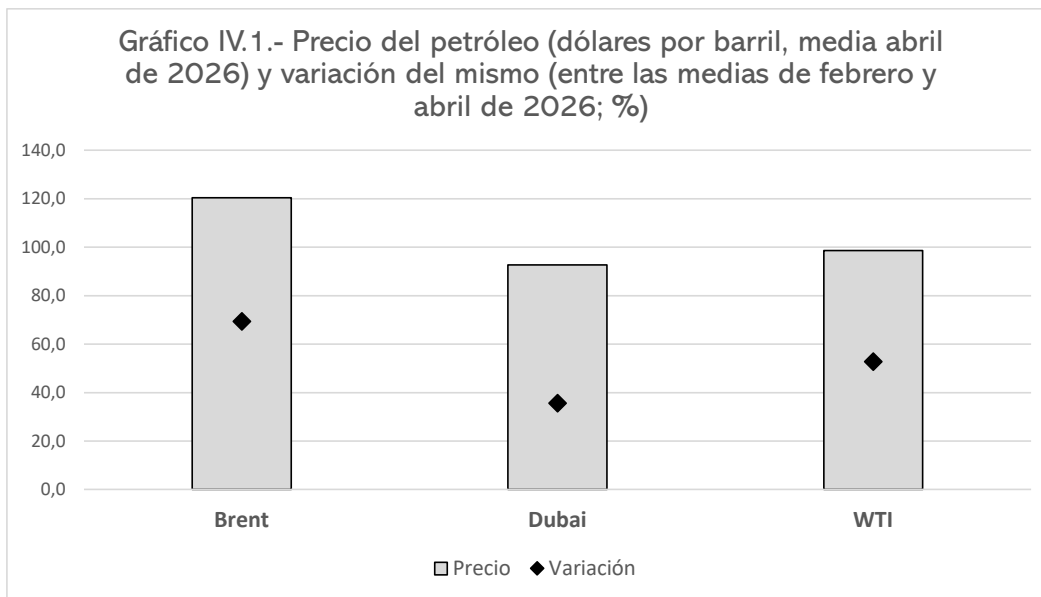
Esos dos cambios más intensos corresponden a dos situaciones muy diferentes; primero, la apreciación del renminbi, como parte de la estrategia de las autoridades chinas para eludir cualquier tensión sobre los tipos de cambio en el período anterior a la recién concluida (al redactarse este *Informe*) visita de Donald Trump a China. Aún más intenso

ha sido el fortalecimiento del dólar australiano, pero en este caso debemos pensar más en factores económicos, como una de las pocas economías desarrolladas que, antes de la crisis en Oriente Medio, apuntaba a tipos de interés al alza, además de las mejores cifras de crecimiento en tres años y una serie de acuerdos de libre comercio (UE) y “no bloqueo” de suministros en caso de tensiones, firmados con diversas economías (Japón, Singapur, Indonesia) que constituye una buena noticia de futuro para la economía australiana.

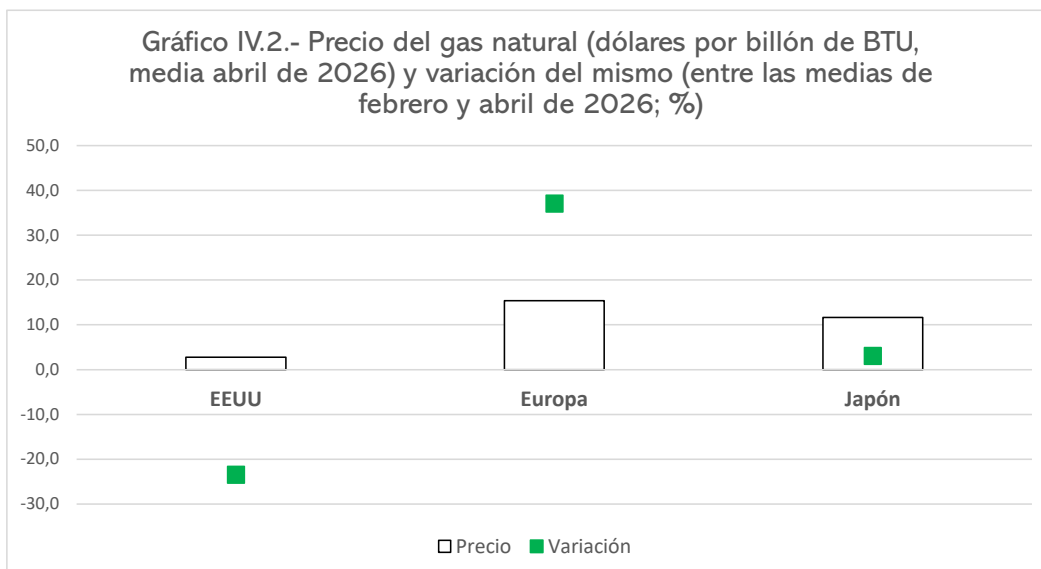
Mientras tanto, y bajo la incertidumbre de la orientación que seguirá la nueva Fed dirigida por Kevin Warsh, el dólar estadounidense se ha estabilizado en el primer trimestre del año, tras la severa depreciación vivida durante 2025. En cuanto al franco suizo y el yen, has continuado con tendencias que parecen ya casi ancestrales, a la apreciación el primero y a la depreciación (2% trimestral, 10% anual) la moneda nipona. Dado que el Banco Central de Japón sigue sin normalizar sus tipos de interés (no cuadraría con el empeño en mantener o acentuar las políticas macroeconómicas expansivas que persigue la primera ministra Takaichi), incluso se ha visto obligado, en el transcurso de los meses de abril y mayo, a intervenir directamente en los mercados de divisas, dado que ese debilitamiento prosigue. Algunas cosas parecen no cambiar nunca.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- Cuando se hace referencia a la competitividad internacional, es frecuente la mención a los costes laborales, al nivel tecnológico de la economía, a factores de volumen y facilidad de acceso a la financiación o a las mayores o menores trabas burocráticas, pero quizás se omite más veces de la cuenta la ostensible diferencia en los costes energéticos. Salvo cuando, ante una crisis como la actual, ese elementos ocupa el centro de atención. Pero debemos ser conscientes de que la competitividad, aunque, por supuesto, no es solo energía, siempre es energía.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Por ello, no está de más mostrar, como hacen los gráficos IV.1 y IV.2, las diferencias en los precios de los principales hidrocarburos entre las grandes áreas económicas desarrolladas, que reúnen a dos inequívocos importadores (la Unión Europea y Japón),

frente a unos transformados Estados Unidos, a los que el *fracking* ha convertido en menos de dos décadas del mayor importador neto a exportador neto.

En relación con el petróleo, el impacto de la crisis del Golfo (y el coste actual del barril) es superior para el crudo de referencia en Europa (Brent) que para los restantes⁵. En todo caso, con mayor perspectiva temporal, la homogeneidad del precio internacional del petróleo resulta notable, con diferencias habitualmente inferiores al 5% entre el barril de Brent y el de WTI, de referencia en Estados Unidos.

Pero el escenario para el gas natural, como muestra el gráfico IV.2, es radicalmente distinto. Tanto el precio actual como la variación (el descenso en Estados Unidos viene explicado por el tránsito del invierno a la primavera, en un movimiento estacional habitual) son radicalmente distintos entre la potencia exportadora en la que se ha transformado la economía estadounidense y las dependientes economías japonesa y europea. Al margen del impacto sobre los consumidores (y, por tanto, sobre su demanda), un coste del gas que es múltiples veces superior introduce una acusada distorsión competitiva, que los programas de ayuda de los gobiernos no pueden compensar. Además, este diferencial no es coyuntural: desde el inicio de la pandemia a la actualidad, recogiendo el conjunto de shocks adversos de los últimos años, el precio medio del gas natural en Europa ha quintuplicado el estadounidense (cuadruplicado en el caso japonés). Dato para tomar en consideración, por tanto, cuando se habla de competitividad y de mejorar la posición internacional de, por ejemplo, la Unión Europea en este ámbito.

2.- Lo anterior, inevitablemente, conduce a preguntarnos si Europa dispone de una estrategia energética que, cumpliendo otro objetivo que parece prioritario⁶, el de la descarbonización, permita que la energía no sea un lastre competitivo para sus economías. La respuesta, evidentemente, es no. La más absoluta disparidad de enfoques, que incluye desde la defensa de un rol para el carbón hasta la negación de cualquier alternativa (no se olvide que existen grupos que ven con desagrado incluso las energías eólica y solar si se desarrollan con cierta escala), se suceden entre los socios de la UE, ignorando la realidad de la pérdida continua de riqueza y empleos, buena parte de ellos de los añorados en la manufactura (más al respecto en nuestra sexta *Clave del Trimestre*), que supone esta inopia energética.

Aceptando que alternativas como el desarrollo del *fracking* no corresponden con la visión europea a medio plazo, parece obvia la conveniencia de emplear una tríada que garantice energía suficiente, de suministro estable y precio competitivo. Desde luego, la extensión de la producción y uso de energías renovables es crucial, aparejada a la electrificación del transporte, consumidor de hidrocarburos de lento reemplazo. Esto último nos conduce, por cierto, a la dependencia europea también en los metales raros

⁵ Es más complicado establecer los efectos sobre la referencia rusa (Urales), dada la interacción de la situación en Oriente Medio con las sanciones, ya extendidas cuatro años, sobre la comercialización del mismo, los límites que en ellas se fijan sobre el precio “aceptable” de venta y, claro está, los mecanismos desarrollados para eludir esas sanciones.

⁶ Así aparece, por ejemplo, en el Informe Draghi sobre el futuro de la competitividad en la UE.

que requiere ese proceso de descarbonización (y, claro está, a la oposición igualmente de no pocos agentes a la búsqueda y explotación de tales metales en territorio europeo).

Además, resulta palpable la necesidad de una fuente energética que dé respaldo a esas renovables, que debiera ser la nuclear, esencial en Francia, vetada en Alemania, como extremos de las múltiples posiciones intermedias al respecto. Ahora que ya se reconoce como "error estratégico" (más bien, un disparate injustificable, en opinión de quien suscribe), en palabras de Ursula von der Leyen, el cierre de las centrales nucleares alemanas decretado en 2011, y que Bélgica revierte una decisión similar y nacionaliza sus siete reactores para prolongar su vida útil, es momento de una lectura común europea sobre la conveniencia de esta segunda pata de la tríada energética del continente, aprovechando innovaciones como la que suponen los "small nuclear reactors". Ya no puede postergarse una réplica eficiente y común a los costes, no solo económicos sino estratégicos, de la dependencia de la importación de hidrocarburos, pero también de potenciales (o reales) interrupciones en el suministro.

Por último, la tercera pata debiera ser la del ahorro energético, presente en todos los discursos pero no tanto en el ejercicio efectivo de las políticas, como apuntábamos en la primera sección de este *Informe*.

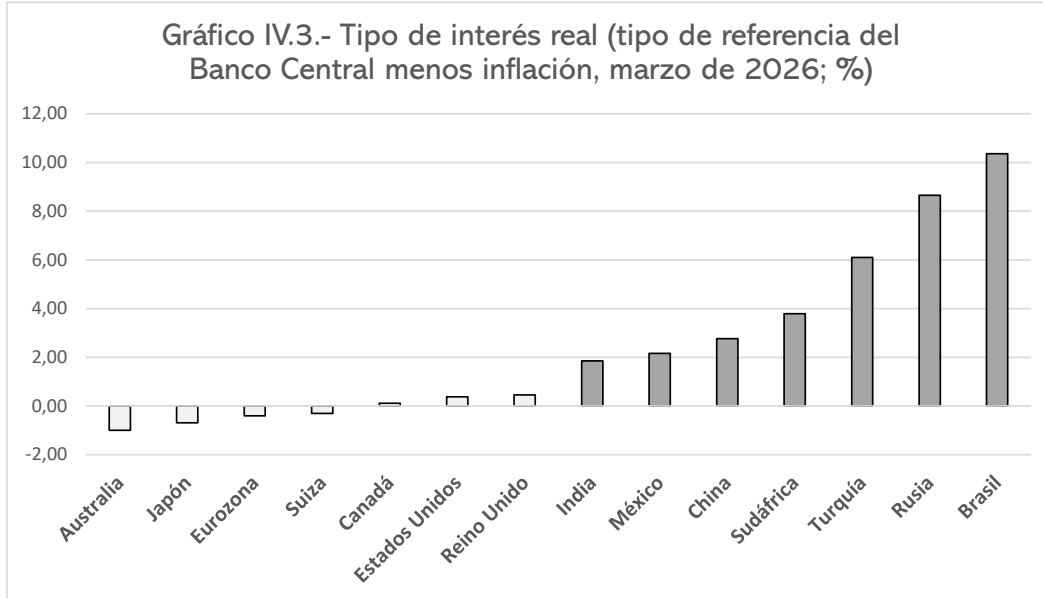
En definitiva, como mostrábamos en nuestro *Foco de Atención* del pasado *Informe de Enero*, entonces al hablar del proteccionismo, la competitividad europea para el futuro requiere, en primer lugar y de manera crucial, mirar hacia dentro.

3.- Retornando a los efectos del cierre del estrecho de Ormuz, ya hemos reseñado que la inflación va a elevarse de manera significativa y que, habiéndose prolongado el shock ya durante más de dos meses y medio, no puede esperarse que los Bancos Centrales miren hacia otro lado y permitan una nueva deriva inflacionista, cuando apenas nos hemos recuperado de la anterior. El descontento de la ciudadanía con el aumento acumulado de los precios desde 2021, con sus consecuencias económicas y sociopolíticas no es algo que deba seguir alimentándose. Por otra parte, teniendo en cuenta que la situación es también inequívocamente adversa para el crecimiento, las autoridades monetarias van a ser muy prudentes tanto en el momento (quizás ya están esperando en exceso para un primer ajuste al alza) como en la intensidad de la restricción monetaria que cabe esperar.

Por otra parte, como muestra el gráfico IV.3, esa razonable medida no puede hacernos olvidar que, en los países occidentales, la política monetaria sigue siendo muy laxa, con tipos de interés reales nulos o negativos *antes* de que pudiera registrarse en los datos de inflación el impacto del conflicto en Oriente Medio. El margen para la complacencia es, por tanto, inexistente.

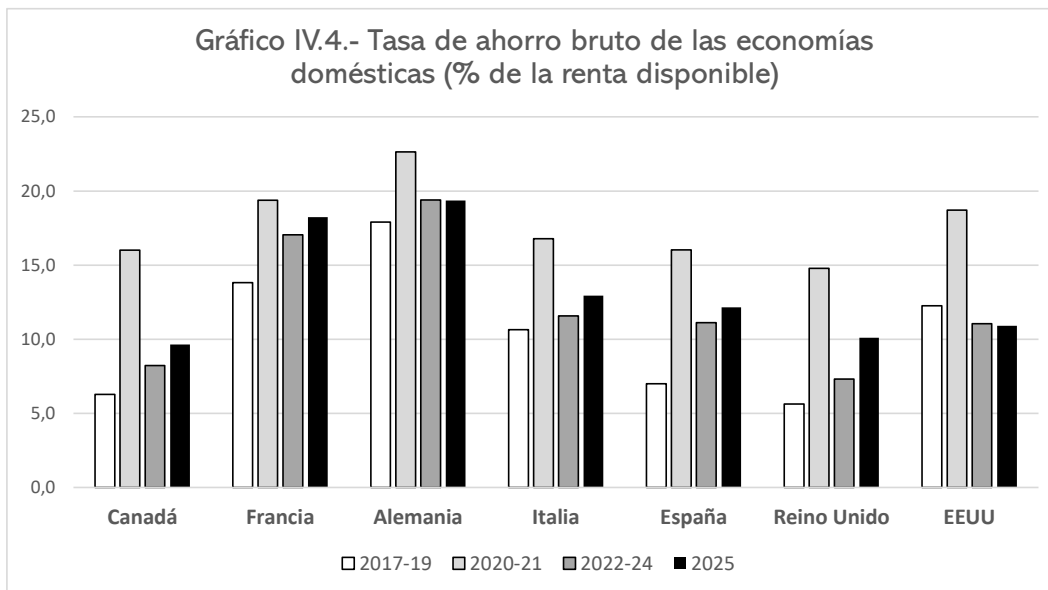
Por su parte, como también apuntábamos en la sección anterior del *Informe*, una mayoría de los países emergentes disponen de un margen de actuación mayor, al menos aparentemente (ver los tipos reales positivos para dichas economías en el mismo gráfico). En la práctica, aunque lo anterior es claramente aplicable a la economía china, con sus marcadas tendencias deflacionistas recientes, no lo es en absoluto para países

con tasas de inflación aún disparadas (Turquía, Rusia) o con expectativas mucho menos ancladas que en Occidente en tasas de inflación próximas a lo que entendemos como estabilidad de precios.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

4.- ¿En qué momento recibimos el impacto adverso de los acontecimientos en el Golfo Pérsico las economías domésticas de los países occidentales? Aunque dista de ser óptimo (nunca lo puede ser para una perturbación de oferta negativa), no parece, en su mayoría, desfavorable, al menos según dos de las variables críticas a las que hemos venido prestando atención desde el inicio de estos *Informes Trimestrales*.

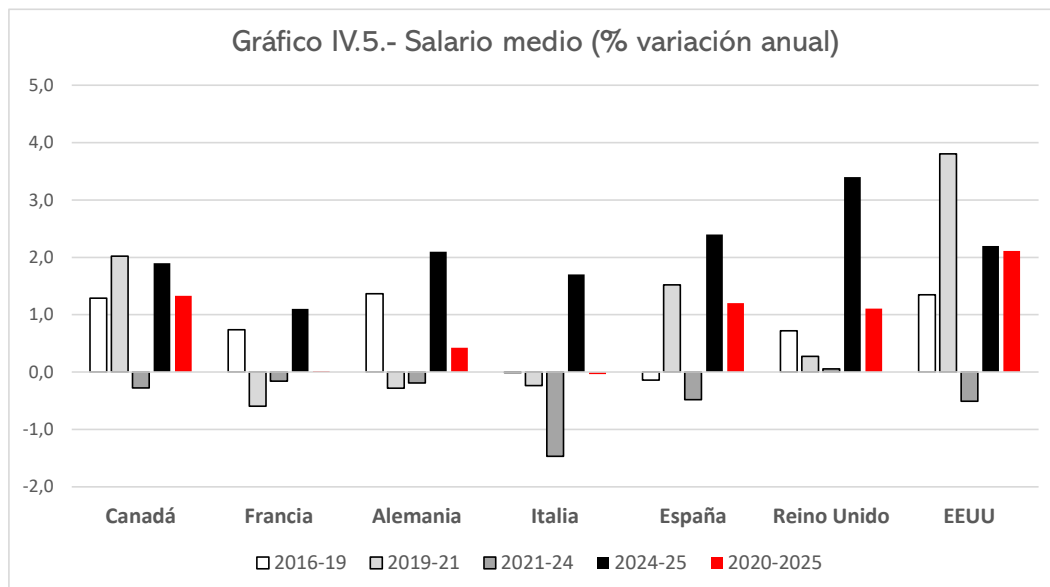


Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Primero, nos detenemos en la tasa de ahorro (gráfico IV.4). Después de la escalada, tan abrupta como previsible, del ahorro en el momento álgido de la pandemia (por motivo

de precaución y por la imposibilidad de gastar durante meses en muchas actividades de servicios), los años posteriores registraron un descenso de esa tasa de ahorro hasta niveles más cercanos a los previos a la pandemia, pero, salvo en Estados Unidos, superiores, en ocasiones de manera ostensible. Se derive de un cambio estructural de las familias ante un período de acusada y continuada incertidumbre, o de uno más coyuntural ante el ascenso de los precios por encima de lo habitual (que conduce a interiorizar la necesidad de ahorrar para hacer frente a los mismos), esa mayor propensión al ahorro, que se mantiene o incluso se acentúa en 2025 para toda nuestra muestra de países desarrollados, supone un margen relativamente amplio ante los efectos negativos de la crisis en Oriente Medio.

No obstante, debe introducirse una caución: a partir de evidencia más fragmentaria, pero no anecdótica, la acumulación de ahorro en buena parte de Occidente parece concentrarse en los tramos más altos de renta, mientras se ha reducido esa tasa en los estratos menos favorecidos, en una evolución en K que hace mucho menos comfortable la lectura de la situación que los datos agregados.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Nota: las cifras relativas a 2025 corresponden a los tres primeros trimestres del año.

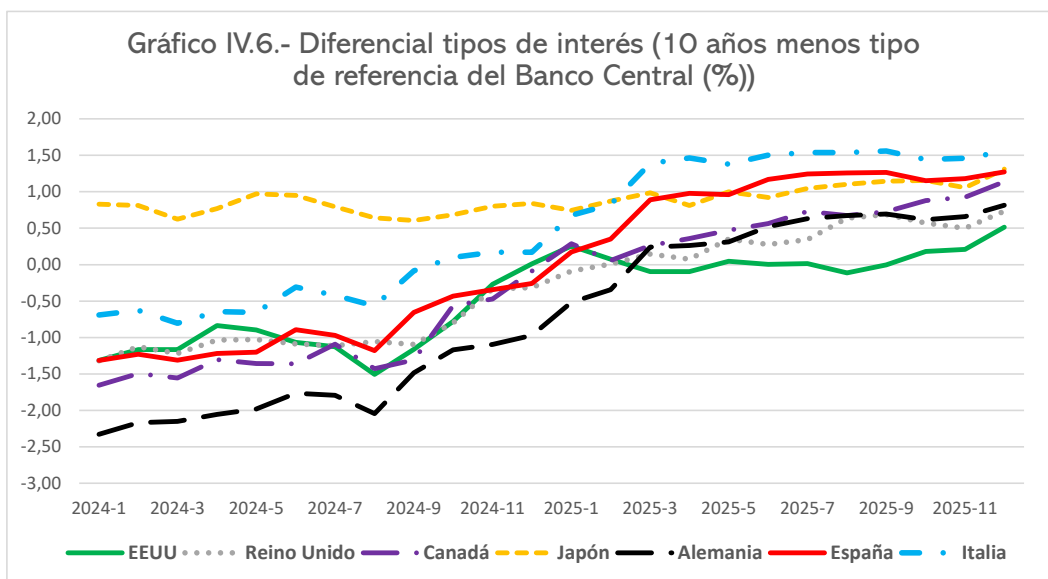
Respecto a la segunda de las variables referidas, el comportamiento de los salarios reales, los resultados son menos homogéneos, aunque, con carácter general, el incremento de los mismos en el pasado bienio ha permitido saldar las pérdidas acumuladas en el período de inflación descontrolada, al menos para lo habitual en Occidente (2021-2024). Pese a ello, en buena parte de Europa continental, el período 2020-2025 registra valores prácticamente nulos, distante de las cifras, modestas pero positivas (en línea con las de la productividad del trabajo) de los años previos a la pandemia⁷. Son los países de anglosajones, en especial Estados Unidos, donde, de nuevo en paralelo con la productividad, sí se produce una ganancia más enérgica del poder

⁷ Donde ese avance de la productividad fue básicamente nulo (España, Italia) el de los salarios reales también lo fue.

adquisitivo de los salarios, incluso superior a la previa a la pandemia. Las cifras para España, entre las más favorables de Europa, parecen ligarse más a un apreciable dinamismo económico que a un cambio en el déficit estructural que padece la economía española en términos de productividad, lo que no resulta sostenible en el tiempo.

En todo caso, es bueno constatar que, con los matices señalados, al menos el coste de la situación en Oriente Medio encuentra a las familias occidentales con un cierto colchón de ahorro y habiendo recuperado, aunque sea por muy poco, la pérdida de poder adquisitivo sufrida sobre todo en 2022 y 2023. De nuevo, y es relevante, esta perspectiva agregada no es aplicable por igual a todos los estratos de renta.

5.- Mientras los gobiernos de los países desarrollados tratan de compensar los costes de la crisis (no estando muy acertados, como analizábamos en el *Foco de Atención*, en la orientación de las ayudas), se están encontrando con un incremento del tipo de interés que tienen que abonar por su endeudamiento. Con los tipos a corto todavía mantenidos por los Bancos Centrales a niveles relativamente reducidos, se está asistiendo a un llamativo incremento de la pendiente de la curva de tipos⁸ (diferencia entre un tipo de referencia a largo plazo y otro a corto plazo), mostrado por el gráfico IV.6.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; OCDE.

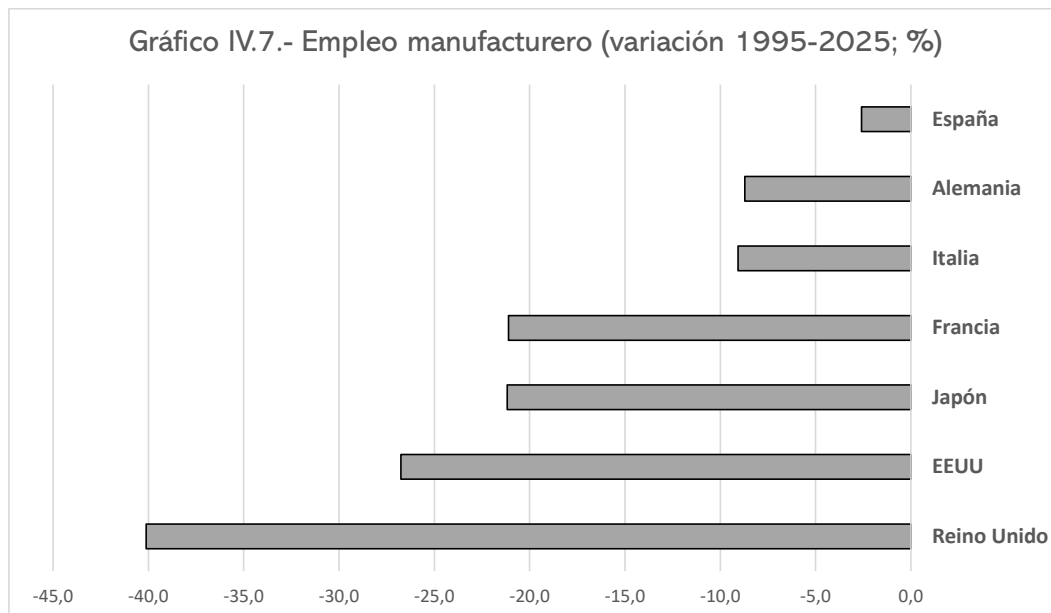
En general, durante las crisis, los tipos de interés a largo plazo tienden a disminuir, porque los mercados anticipan una política monetaria futura más laxa ante la ralentización del crecimiento (llegando en ocasiones a invertirse la curva de tipos). La excepción es cuando la crisis proviene de un shock de oferta negativo, ante el que se esperan mayores tasas de inflación futuras y, en consonancia, tipos más elevados para evitarlas.

⁸ La excepción es Japón, donde el Banco Central, con su política no convencional (adquisición de deuda pública) y su política convencional permanentemente expansiva, mantiene prácticamente plana la curva de tipos.

Pero, si se observa la cronología recogida en el gráfico IV.6, el aumento de la pendiente de la curva es *anterior* al estallido de la crisis en el Golfo Pérsico, por tanto, sin shock del petróleo. De hecho, de momento las expectativas de inflación a largo plazo permanecen estables, y así deberían seguir si los Bancos Centrales no permiten nuevas escaladas de los precios. Sin embargo, lo que preocupa a los mercados es la acumulación de déficit y deuda en los países occidentales, lo que incrementa la prima a abonar por los gobiernos. Y esto solo empeora con las medidas de respuesta a la situación actual.

De momento, los Tesoros occidentales están acortando el plazo medio de emisión de la deuda, para aprovechar los bajos tipos a corto, pero, si las autoridades monetarias responden a las presiones inflacionistas con elevaciones de sus tipos de referencia, que arrastran al conjunto de tipos a corto plazo, esta opción del acortamiento perderá su bondad y los países desarrollados no tendrán dónde esconderse para eludir un serio incremento del coste de una deuda pública, en la mayor parte de los casos, simplemente excesiva.

6.- Un debate que se está manteniendo en Occidente ya desde principios de siglo, acentuado tras la Gran Recesión e intensificado aún más por la administración Trump es el de la significativa reducción en el empleo manufacturero en las última décadas. La confluencia de la robotización y de la deslocalización de actividades hacia el mundo emergente, en especial hacia China, ha supuesto una pérdida drástica (ver el gráfico IV.7) en el volumen de empleo, mucho más que en el de producción, mejor mantenido por las ganancias de la productividad. Esos descensos son especialmente intensos en el mundo anglosajón, algo menos, aunque también notables, en Europa.⁹



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

⁹ En España, aunque la caída desde 1995 es claramente menor, no debe olvidarse que se había producido un brutal ajuste en la década y media anterior, con una reconversión industrial que había diezmando la manufactura, sobre todo pesada, en la economía española.

El perfil de esos puestos de trabajo, además, se definía por sus niveles medios de cualificación, formación y salarios (su desaparición acelerada da lugar al denominado "medio constreñido"¹⁰), y con una doble concentración que ha provocado que este proceso tuviera fuertes repercusiones no solo económicas, sino también sociales y políticas (se atribuye al mismo una de las causas del ascenso de los populismos, sobre todo en la derecha del espectro político). Por un lado, se trataba de un empleo típicamente masculino (y, en Estados Unidos, mayoritariamente blanco). Segundo, ha estado tradicionalmente concentrado en determinadas áreas geográficas, simultáneamente golpeadas, por tanto, por la tecnología y el offshoring.

Hasta los últimos años, la respuesta de la mayor parte de los economistas y los decisores políticos ha sido aceptar el proceso como inevitable: empleos intensivos en trabajo y capital físico, relativamente contaminantes y de remuneraciones medias se iban trasladando, siguiendo la teoría de la ventaja comparativa, donde se podían realizar de forma más eficiente (según la ratio producción/costes), en particular Asia oriental y suroriental, y singularmente China. Además, estos países iban aportando todas las facilidades (mejorando infraestructuras y capital humano, atrayendo inversión extranjera, subsidiando, a veces de manera abusiva, la producción y las exportaciones) para absorber un porcentaje creciente de la actividad (y el empleo) manufacturero global.

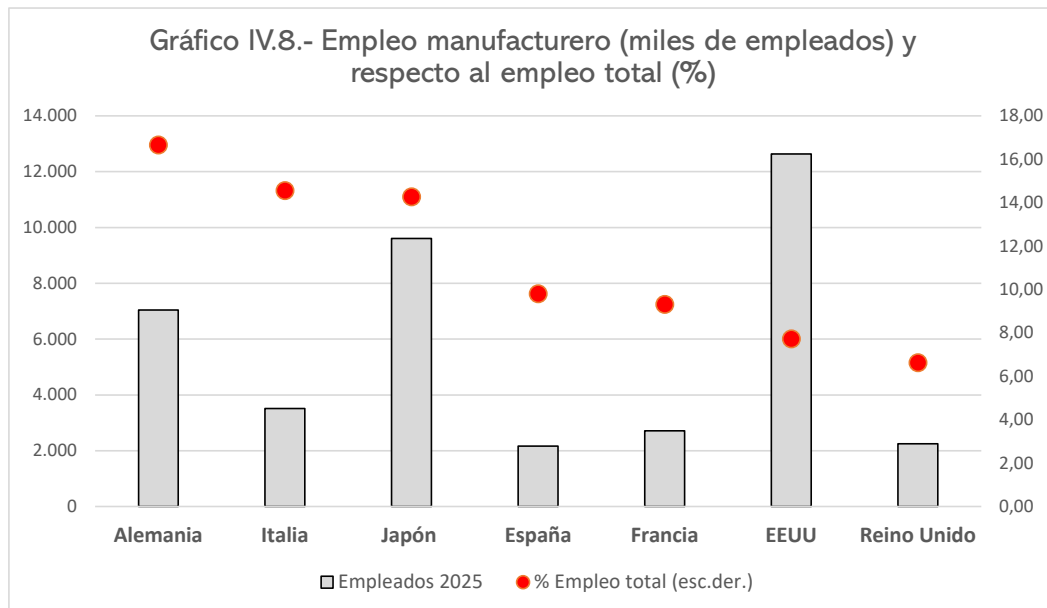
Mientras esos empleos pudieron sustituirse, de manera generalizada, por otros, en general más cualificados y remunerados, en el sector servicios, el ajuste en Occidente no parecía problemático. Pero ya hace dos décadas que esa pérdida de puestos de trabajo en las manufacturas, como se ha indicado concentrada además territorial y sociológicamente, no puede ser reemplazada solo con mejores empleos, y una parte de los trabajadores afectados se han visto obligados a bajar en la escala laboral, hacia puestos que requieren una inferior cualificación (y generan que quienes los ocupan dispongan muchas veces de un exceso de formación) y, por tanto, de menores productividad y salarios.

Este es uno de los motivos del renacer del interés por las manufacturas, y por las políticas industriales, en Occidente en los últimos años. El otro tiene que ver con la capacidad de arrastre, desde el punto de vista tecnológico y desde su capacidad de arrastre para las actividades de servicios, de ese sector industrial. La pérdida de subsectores manufactureros completos en favor de Asia ha condicionado también el posicionamiento hacia la producción del futuro en los nuevos sectores industriales, ya no los tradicionales, en los que especialmente China ha alcanzado posiciones no ya dominantes sino casi excluyentes (desde los paneles solares hasta las baterías y los vehículos eléctricos).

Puede observarse en el gráfico IV.8 cuál es el (preocupante) punto de partida desde el que se perfilan las nuevas políticas industriales en Europa y Estados Unidos. En el mismo se refleja cómo únicamente Alemania, entre las principales economías desarrolladas, mantiene un peso del empleo manufacturero que excede el 15% del total, con Japón e Italia próximas a esa cifra, de por sí modesta. En el resto de los casos, ni siquiera uno

¹⁰ "The squeezed middle", en terminología introducida por David Autor y coautores, ya de uso generalizado.

de cada diez empleos en 2025 se desarrollaba en la manufactura (7.7% en Estados Unidos).



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

En un intento de atajar (y revertir, en la medida de lo posible) esta situación, los gobiernos occidentales han recuperado las políticas industriales y tecnológicas como prioritarias, aprovechando, en primer lugar, los fondos coyunturales (pero a los que se quiso dar, con más éxito en Estados Unidos que en Europa, objetivos estructurales) empleados para compensar los efectos económicos de la pandemia. Aunque esos paquetes de medidas (por ejemplo, el Next Generation en la UE), tenían fecha de caducidad, se han ido encontrando nuevos argumentos, tales como la necesidad de invertir más en defensa y seguridad, para respaldar con fondos públicos e intentar atraer el ahorro privado hacia las actividades manufactureras.

Más específicamente, en la actualidad la administración Trump emplea tres líneas en su intento de recuperar el empleo manufacturero (a la vez que, cercenando la inmigración, no facilita la disponibilidad de trabajadores con la formación requerida para ocuparlos). No parece que ninguna de las tres vaya a lograr sus objetivos. La primera de esas vías es la de forzar a los socios, a cambio de la imposición de aranceles más reducidos a sus exportaciones, a invertir en Estados Unidos. En realidad, las cifras de las que se habla, sumando billones, no se materializan o se posponen; además, tienden a concentrarse en sectores poco intensivos en empleo; sumemos que no siempre hay personal estadounidense cualificado (como bien conoce la multinacional taiwanesa TSMC y sus esfuerzos por conseguirlo para su nueva y colosal planta de microchips en Arizona), y que los trabajadores imprescindibles procedentes del país origen de la inversión son espantados por la propia administración Trump, como ocurrió con la detención masiva y expulsión de casi medio millar de trabajadores surcoreanos de la planta de Hyundai en Georgia. No parece una combinación para revitalizar las manufacturas en el país.

La segunda vía, la de las rebajas fiscales a las empresas, está trasladándose sobre todo a la inversión en nuevas tecnologías y la remuneración a los accionistas, no a la creación

de empleo. Y, precisamente, la tercera línea, la confianza en las enormes inversiones en la cadena que alimenta la Inteligencia Artificial Generativa, puede incluso redundar en una caída del empleo industrial. Primero, porque las actividades de esa cadena, desde la generación de energía a los modelos y aplicaciones que suponen el producto de la misma, requieren empleo muy cualificado (con remuneraciones acordes), pero en escaso volumen. Adicionalmente, la enorme absorción de fondos por parte de ese sector (y otros de vanguardia tecnológica) reduce y encarece los disponibles para otros ámbitos de la manufactura con mayor capacidad de crear empleos.

La Unión Europea está en vísperas de lanzar su Industrial Accelerator Act, con el objetivo, harto ambicioso, de elevar el empleo manufacturero en la UE desde el 14% actual al 20% en 2035. A falta de su concreción, la ley¹¹ parece apuntar en la dirección correcta en dos de las tres fundamentos que se requieren para la revitalización industrial de Europa. El primero, positivo: reducción de la burocracia para la creación de empresas y reevaluación de las reglas de la competencia, para permitir fusiones y adquisiciones que den paso a empresas europeas capaces de mirar cara a cara a los colosos chinos y estadounidense. El segundo, defensivo; acceso a la contratación pública solo para países que también la permitan a las empresas europeas; restricción a las inversiones en Europa superiores a 100 millones de dólares a países que tengan más del 40% de la producción global en sectores como baterías, paneles solares o energía nuclear. Y condicionar las inversiones autorizadas a la contratación de, al menos, un 50% de trabajadores europeos, la participación de empresas locales en la producción y la transferencia de tecnología a los socios europeos.

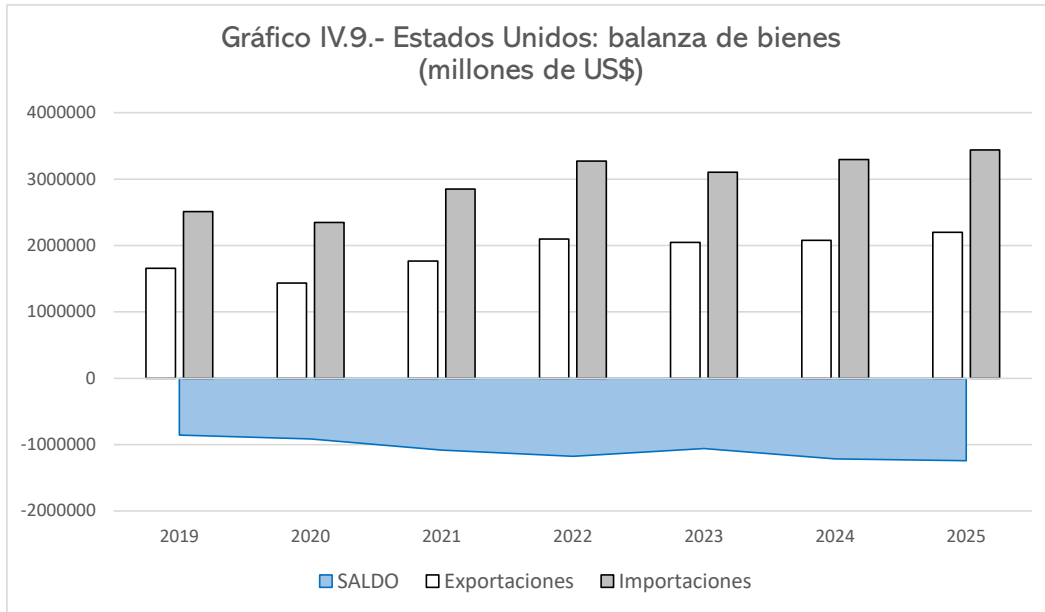
¿Cuál es el tercer elemento, el ausente? El dinero. El empecinamiento de los países del centro de Europa en negar nuevos programas de financiación compartida, convenientemente adaptados, al estilo del Next Generation (e incluso a prolongar el tiempo para emplear los fondos aún no usados, muy considerables, del NG), supone un límite evidente a la efectividad de la nueva política industrial y tecnológica europea.

La verdad, si en Occidente se consiguiera frenar la caída del peso de la manufactura, en especial su empleo (revertirla resulta casi imposible), y, en especial en Europa, garantizar una presencia suficiente en los sectores de vanguardia (el sector privado estadounidense se encarga de asegurarlo al otro lado del Atlántico), ya podríamos hablar de un éxito del nuevo enfoque industrial de los países desarrollados. Pero las probabilidades de conseguirlo no parecen muy altas.

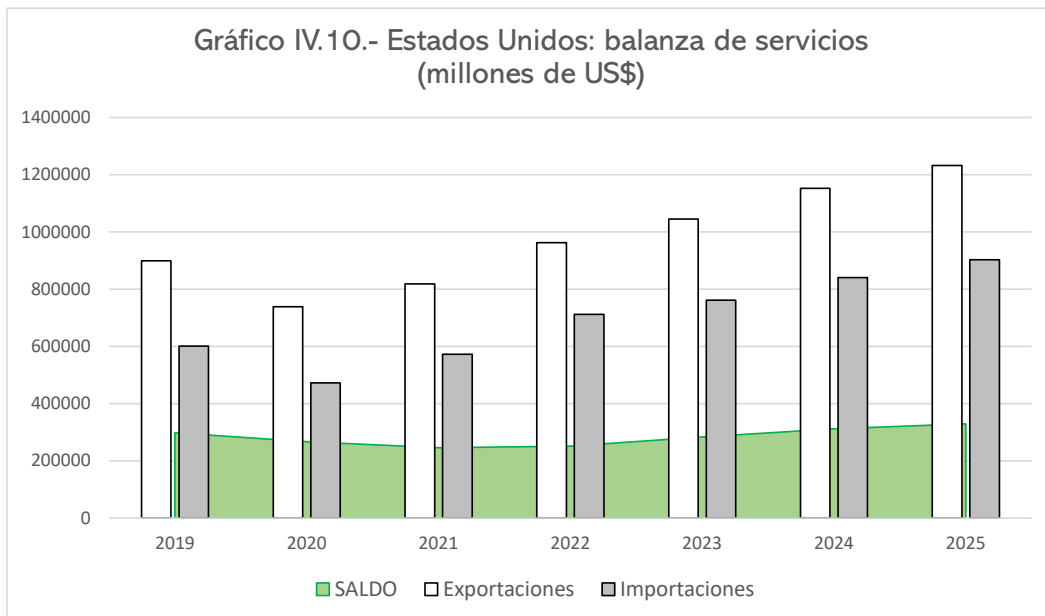
7.- No podíamos, con los datos para el conjunto de 2025 ya disponibles, dejar de dedicar una de las *Claves del Trimestre* a la cuestión que tantos ríos de tinta a movido, por las pintorescas políticas y sus reversiones que ha provocado durante los pasados trimestres: el saldo comercial de Estados Unidos. Por supuesto, los resultados no pueden atribuirse, ni dejar de hacerlo, a la política comercial proteccionista de la administración Trump. Primero, porque no se ha aplicado todo el ejercicio (el "día de la liberación" o, como aquí

¹¹ Que, por cierto, trata al Reino Unido como se fuera parte de la UE, con reciprocidad por parte británica. Parece una simetría justa, pero está claro qué mercado es mayor y quién, con el más pequeño, se beneficia más de tal simetría.

lo definimos, parece que con bastante acierto, “el día del esperpento”) fue el 1 de abril. Segundo, porque las empresas han estado explotando, ajustando sus exportaciones a Estados Unidos, los tiempos requeridos hasta la implementación de las medidas y en función de las variaciones en éstas. Tercero, porque no ha habido continuidad en los aranceles impuestos. Y cuarto, porque toda esta política, de nulo fundamento económico, tampoco lo tenía en lo legal, según el Tribunal Supremo estadounidense.



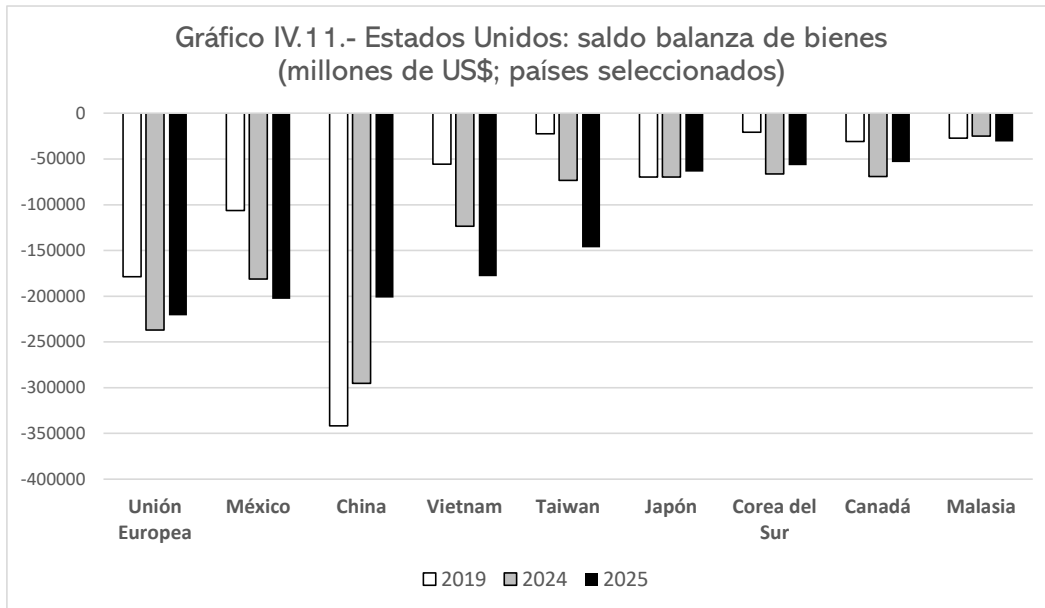
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.



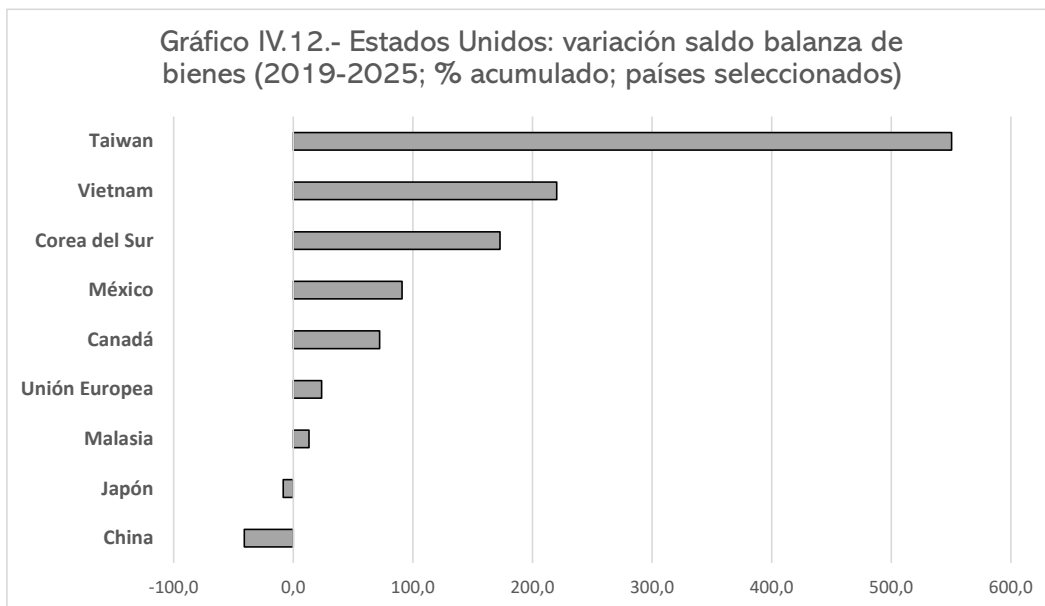
Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

En todo caso, los gráficos IV.9 y IV.10 revelan la notable continuidad en el comportamiento del sector comercial estadounidense. Aumento progresivo y continuado (salvo el año de la pandemia) de exportaciones e importaciones tanto de bienes como de servicios, con el saldo negativo de los primeros casi cuadruplicando (nótese que las

escalas en los gráficos superiores son muy diferentes) el superávit en la balanza de servicios.



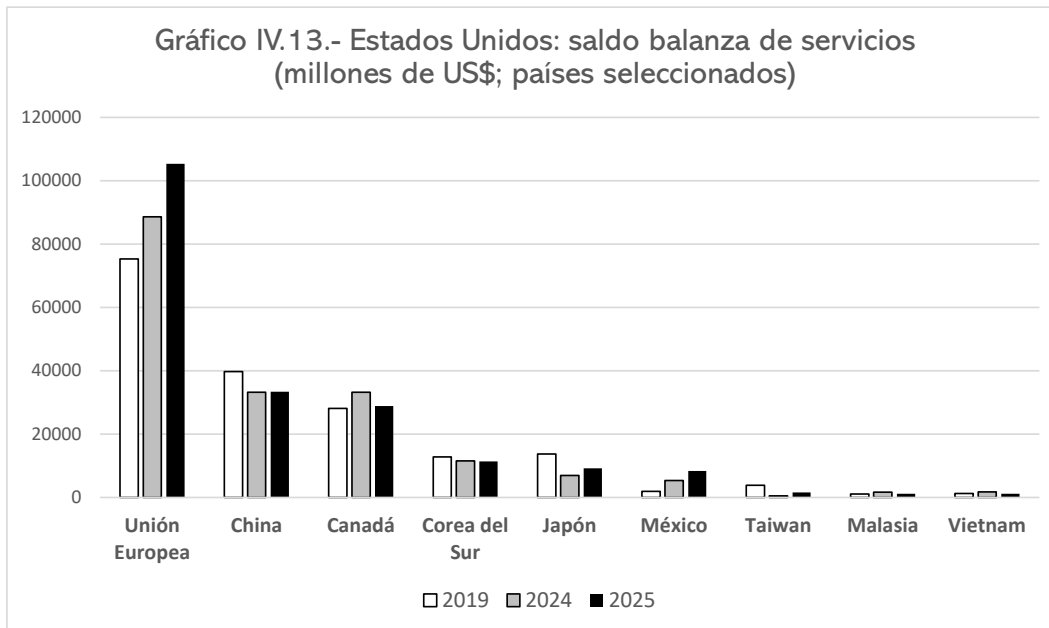
Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Los gráficos IV.11 y IV.12, por su parte, nos muestran la descomposición del saldo deficitario de bienes entre los principales socios comerciales de Estados Unidos, con algunos resultados notables, pero en absoluto sorprendentes. Así, ya desde antes del segundo mandato de Trump, bajo la influencia de las medidas restrictivas a las importaciones (y, en menor medida, a las exportaciones, sobre todo de alta tecnología) china establecidas por el propio Trump en su primera administración, y por el gobierno Biden a continuación, el déficit comercial de Estados Unidos con China se ha contraído en más de un 40% en seis años. Pero no, como ha estado siempre claro, pese a la obstinación en contrario de los asesores de comercio de Trump, porque se haya

sustituido por producción estadounidense (ni por costes ni por disponibilidad de recursos sería eso posible). Simplemente, ese déficit se ha trasladado a otros países, con aumentos de tres dígitos respecto a varias economías asiáticas y de casi el 100% con México en el breve período de seis años recogido. Además, buena parte de ese desplazamiento lo es en favor de productores chinos que, sin muchos problemas, han eludido las barreras y aranceles crecientes a las exportaciones directas desde su propio país realizándolas desde esas otras economías.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

En cuanto a la evolución por países de la balanza (en superávit) de servicios estadounidense (reflejada en el gráfico IV.13), lo más interesante es que las cifras se han mantenido aproximadamente estables para los principales socios desde 2019 (con la caída del 16% del superávit con China siendo menos acentuada que la del déficit en bienes), salvo para la Unión Europea, con quien Estados Unidos ha incrementado su margen favorable en un 40% en este período. Por tanto, el saldo de servicios compensó en un 48% en 2025 el déficit estadounidense con la UE, seis puntos más que en 2019 y el porcentaje más alto, junto a Canadá (54%) de los mayores socios comerciales de Estados Unidos. Ello ofrecer argumentos a quienes estiman que la pasividad europea ante las medidas arancelarias (entre otras amenazas) de la administración Trump debería ser sustituida por una réplica enérgica, basada en sanciones equivalentes aplicadas a las exportaciones de servicios desde Estados Unidos a la UE. Aunque, dado el caos y la provisionalidad de las medidas, más los riesgos de una escalada en la guerra comercial, y a la carencia europea de un dominio, por ejemplo, como el que China detenta en ciertos cuellos de botella (como la extracción y procesado de los metales raros), probablemente la prudencia europea sigue siendo buena consejera.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Desde el pasado *Informe de Octubre* de 2025 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 en los dos pasados trimestres una revisión de la evolución global y por grandes áreas geográficas del comportamiento del comercio de bienes y servicios, con una perspectiva más de medio plazo, así como de lo acaecido con las diez mayores economías desarrolladas, en este caso realizaremos un análisis similar de diez de las principales economías emergentes (China, India, Indonesia, Irán y Tailandia, en Asia; Brasil, México, Rusia, Turquía y Sudáfrica, como representantes del resto del mundo emergente). Centramos la atención en los cambios y continuidades que se detectan entre la década 2010-2019 (posterior a la Gran Recesión 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 emergentes.

TOTAL PARA LAS 10 ECONOMÍAS	2010-2019	2022-2024
Tasa de crecimiento (export. bienes)	6,0	2,9
Tasa de crecimiento (import. bienes)	6,0	2,3
Tasa de crecimiento (export. servicios)	6,9	11,1
Tasa de crecimiento (import. servicios)	7,8	11,9
Saldo balanza de bienes (% del PIB)	1,5	2,5
Saldo balanza de servicios (% del PIB)	-1,0	-0,4
Tasa de cobertura (balanza de bienes)	108,4	114,2
Tasa de cobertura (balanza de servicios)	77,0	90,8

Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

Como ya reseñábamos para los países desarrollados, es muy 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 (el crecimiento es inferior a la mitad), aunque, en contraste a las economías ricas, el ritmo exportador ha sido más dinámico que el importador. La tasa de cobertura para estos grandes emergentes ha subido alrededor de seis puntos, lo que refleja su superávit creciente en el comercio de bienes. En el comercio de servicios, aunque sigue siendo claramente inferior en su volumen respecto al de bienes, el ritmo de crecimiento, exportador e importador, se ha incrementado en la postpandemia en un 50% respecto a la prepandemia. Aunque la tasa

de cobertura también ha mejorado, incluso con mayor intensidad que en el comercio de bienes (con marcadas disparidades entre países, que abordaremos en breve), todavía el mundo emergente presenta un déficit (cada vez menor) en este tipo de comercio.

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 (véase la Tabla V.2).

Tabla V.2. Evolución del comercio internacional de bienes para las principales economías emergentes

	COMERCIO DE BIENES					
	2010-2019			2022-2024		
	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)
China	7,3	7,3	3,2	2,5	-1,2	4,8
India	6,8	6,4	-7,0	3,8	6,7	-7,1
Brasil	3,8	3,6	0,8	6,1	5,6	2,9
Indonesia	3,4	6,0	0,7	4,5	5,8	3,0
Irán	-1,8	-1,9	8,8	13,0	11,1	8,7
México	7,0	6,6	-1,3	7,4	7,0	-2,1
Rusia	3,2	2,8	9,2	-5,6	-0,7	8,4
Rep.Sudafricana	3,8	3,7	-5,1	-3,9	2,7	-3,9
Thailandia	4,8	5,7	0,5	3,3	4,6	-1,5
Turquía	5,7	4,0	-8,3	5,0	7,9	-9,0

Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.

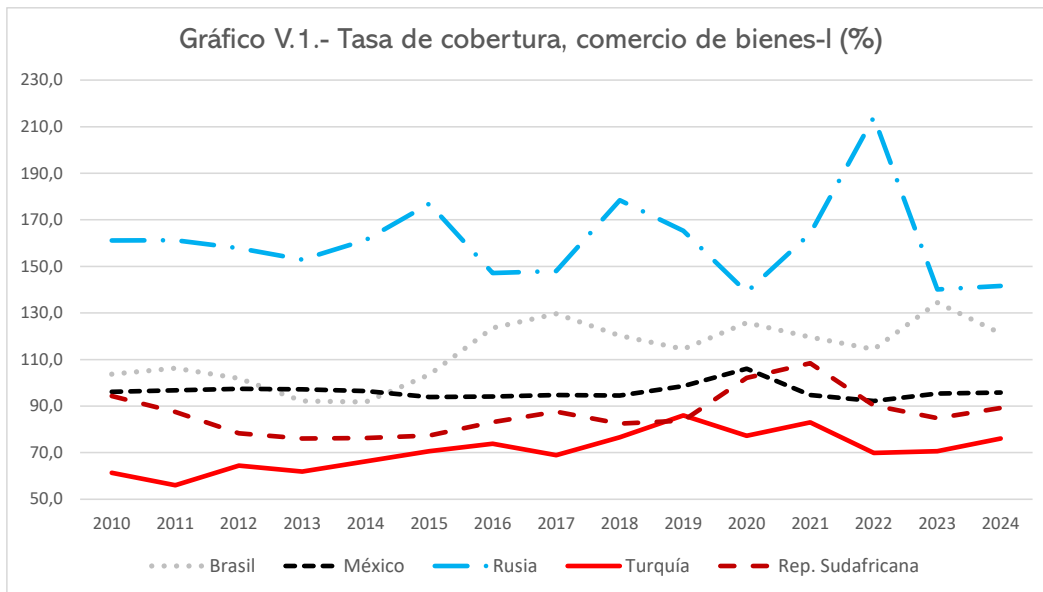
Aunque la tendencia global a la desaceleración de los flujos comerciales se reproduce en el mayor parte de los casos, hay ciertas excepciones, alguna de ellas con cierto equilibrio entre flujos de entrada y de salida (Indonesia, México), y una con un sesgo a un intenso crecimiento importador, no reproducido en las exportaciones (Turquía), lo que no solo mantiene sino que incrementa un saldo en la balanza de servicios muy alejado del habitual en estas grandes economías emergentes (solo India comparte una posición deficitaria similar). Mientras en general se incrementa el superávit en esta balanza de bienes tras las pandemia¹², el caso de China es singularmente llamativo, porque el aumento respecto al PIB es del 50% (del 3.2% al 4.8%), lo que, siendo una economía cada vez mayor, dificulta la absorción de ese saldo por parte del resto del mundo y complica las relaciones comerciales de China con prácticamente todos sus socios¹³. Nótese que ese saldo positivo en aumento no corresponde a una aceleración de las exportaciones (que, de hecho, crecen a un ritmo mucho menor) sino a un desplome (incluso disminuyen en ese trienio 2022-24) de las importaciones, que cuadra bien con los cada vez más abundantes testimonios que afirman la dificultad creciente de acceder al mercado chino.

Los gráficos V.2 (para las economías asiáticas) y V.1 (para el resto de las emergentes seleccionadas) 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. Como se ha indicado (nota 12), las posiciones más fluctuantes son de dos

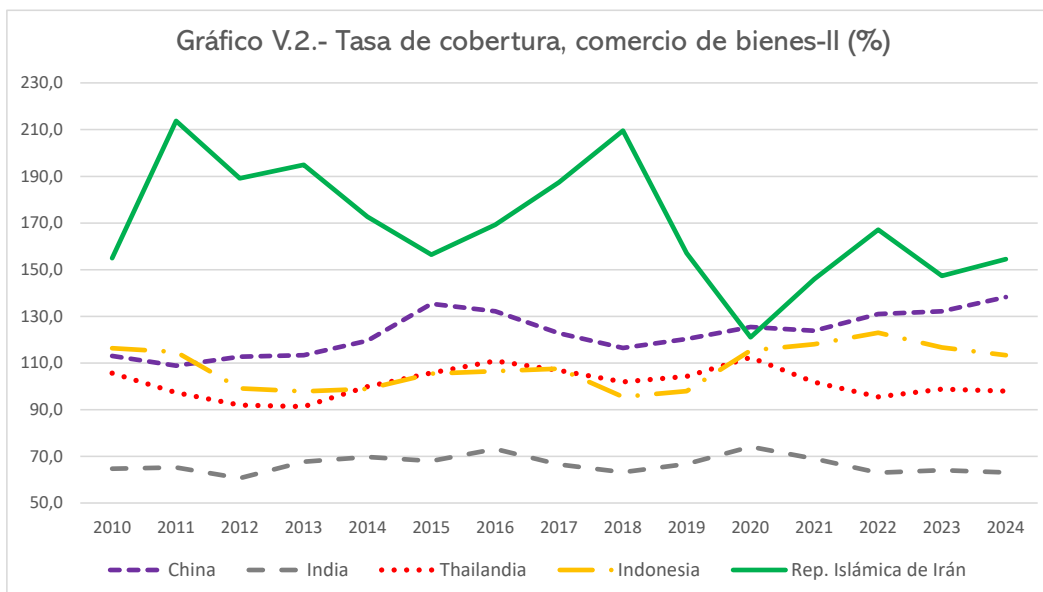
¹² Los cambios más llamativos están vinculados a factores de índole no económica. Así, la caída de la actividad comercial rusa, vinculada a la invasión de Ucrania, y el intenso crecimiento para Irán, derivado de los cambios en la intensidad del régimen de sanciones internacionales que, ya desde principios de la pasada década, afecta de forma ininterrumpida pero irregular al país.

¹³ Y ello sin haber incorporado los datos del año 2025, durante el que se intensificó el crecimiento del superávit chino en la balanza de bienes.

economías (Rusia e Irán) afectadas por factores idiosincráticos ajenos a su propio funcionamiento económico, además de los efectos de las fluctuaciones en el precio del petróleo (en general, su condición de exportadoras de hidrocarburos justifica las tasas de cobertura particularmente elevadas de ambos países). En el resto, se percibe una estabilidad mayor, aunque las tendencias crecientes para Brasil y, sobre todo, China, justifican la moderada elevación de la tasa de cobertura general de este grupo de países emergentes. Entre ellas, las asiáticas (salvo India, muy alejada) presentan niveles de cobertura superiores a 100 a lo largo del período, mientras para el resto, con la excepción brasileña y con Turquía como el país más alejado del equilibrio, las posiciones son inferiores a 100.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.

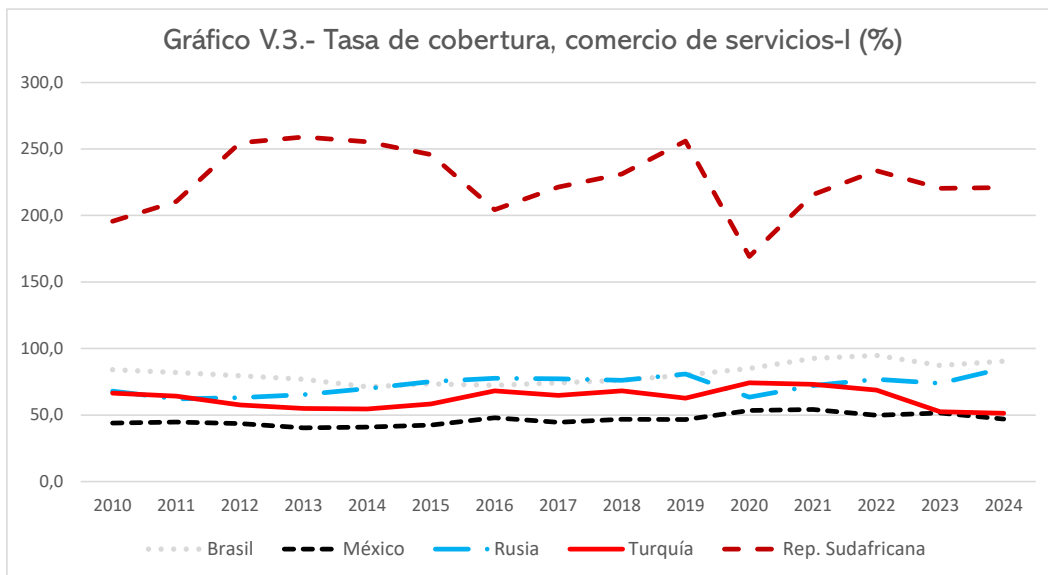
La Tabla V.3 y los gráficos V.4 y V.3 nos presentan los resultados de un ejercicio similar al anterior, pero para el comercio de servicios. En este caso, la intensificación de los

flujos comerciales, tanto ventas como compras, sí es generalizada y realmente excepcional. Las excepciones son Rusia (de nuevo, con un comercio exterior completamente condicionado en la postpandemia por la invasión de Ucrania y las sanciones asociadas a la misma) y China, que, al contrario que en la balanza de bienes, sí mantiene un avance similar de sus importaciones antes y después de la pandemia (no se aceleran, pero sí siguen creciendo a tasas de dos dígitos), mientras se ralentizan las exportaciones. Sin estos dos casos, es remarcable que entre los dos subperíodos la tasa de crecimiento de las exportaciones e importaciones de servicios de este grupo de grandes economías emergentes prácticamente se quintuplique, revelando su cada vez más significativa participación también en el que, en los últimos años, es con diferencia el sector más dinámico del comercio internacional, el de los servicios.

Tabla V.3. Evolución del comercio internacional de servicios para las principales economías emergentes

	COMERCIO DE SERVICIOS					
	2010-2019			2022-2024		
	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)	Var. Export.	Var. Import.	Saldo (%del PIB)
China	6,8	11,5	-1,4	4,1	12,0	-0,7
India	8,4	8,0	1,1	14,8	10,6	2,3
Brasil	3,1	4,4	-2,0	14,6	19,3	-2,1
Indonesia	8,9	5,4	-1,0	35,2	23,4	-1,4
Irán	3,5	-1,0	-1,4	23,6	20,7	-1,8
México	6,9	5,3	-1,0	13,8	8,3	-0,8
Rusia	3,0	4,6	-2,1	-9,4	2,4	-1,5
Rep.Sudafricana	2,1	0,9	-0,2	19,1	12,7	-1,1
Thailandia	9,9	5,0	2,3	34,9	8,0	-2,3
Turquía	7,0	5,6	3,8	20,3	19,5	5,1

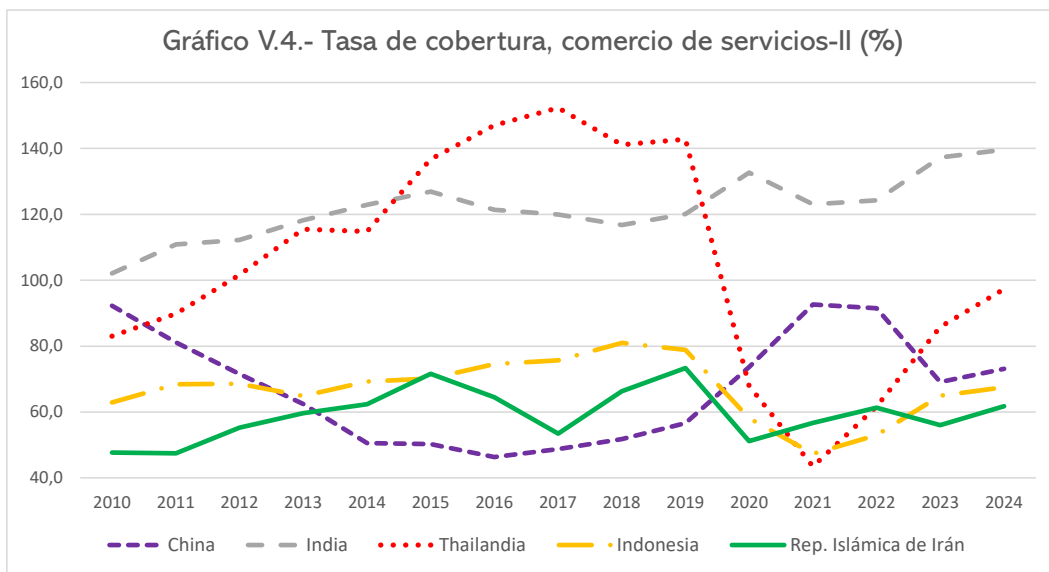
Fuente: elaboración propia. Datos comercio: OMC.



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. De manera casi unánime, esas tasas siguen situándose por debajo del punto de equilibrio, 100, denotando un déficit en la balanza de servicios. Este factor está acompañado, para las economías no asiáticas del grupo, de una remarcable estabilidad. La excepción evidente corresponde a la República

Sudafricana, que revela en este punto su condición de economía más sofisticada del continente en diferentes ámbitos de servicios, singularmente los financieros. Para los países de Asia, los perfiles son mucho más dispares. Sobresale, en consonancia con su bien ganada y reconocida fama de proveedora de servicios, el fuerte superávit (tasas de cobertura holgadamente superior a 100, y crecientes) de la economía india. En el otro extremo, China, Indonesia e Irán presentan tasas de cobertura sistemáticamente menores a la paridad, pero con una variabilidad relativamente alta, muy reseñable para el caso chino. Las fluctuaciones más intensas corresponden a Tailandia, sumamente ligadas al comportamiento del sector turístico, paralelo al ciclo económico global, con los años de perturbaciones severas desplomando las exportaciones (y, por tanto, la tasa de cobertura) tailandesas, que se recuperan al superarse esos shocks.



Fuente: elaboración propia. Datos: OMC.