



Informe Trimestral de Entorno Económico

Dr. Vicente J. Pallardó

Analista de coyuntura económica. Investigador Senior Instituto
Economía Internacional (IEI).

ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL- Tercer trimestre 2020

Introducción

El tercer trimestre de 2020 se anticipaba como el inicio de una recuperación vigorosa para la economía mundial, quizás no exenta de baches, respecto al mayor desplome económico registrado en tiempos de paz, fruto de la pandemia provocada por la COVID-19 y de las medidas de toda índole adoptadas para contenerla. Y, aunque durante julio y agosto el ritmo de recuperación superó incluso las expectativas, la segunda oleada del coronavirus, descontrolada en no pocos países, ha enfriado considerablemente los datos y, más aún, las expectativas de los agentes económicos, además de alimentar la polémica, vigente ya desde los orígenes de la pandemia, sobre la mejor estrategia para minimizar los costes humanos, sociales y económicos de la misma.

Este *Informe Trimestral* se abre con nuestro habitual cuadro general de síntesis de situación, *Clima Económico y Tendencias*, en el que constataremos el tenor del momento y las perspectivas de la economía mundial. A continuación, nuestro *Decálogo de situación* se abre con una presentación gráfica de la comparación, para las principales economías mundiales, de los costes económicos y humanos de la pandemia, apuntando también a las restricciones establecidas a ciudadanos y a actividades diversas en respuesta a la misma. Desafortunadamente, España no aparece en una posición precisamente favorable en esa comparativa. Proseguiremos con las reflexiones sobre aspectos esenciales de la evolución económica de los últimos meses, desde los cambios en las políticas macroeconómicas (incluyendo la nueva estructura aprobada por la Reserva Federal de Estados Unidos para su política monetaria) a los movimientos más relevantes en los mercados de materias primas o de divisas, entre ellos la ¿preocupante? apreciación del euro. No olvidaremos los debates sobre la continuación de las ayudas excepcionales a empresas y trabajadores articuladas en respuesta al coronavirus, o la súplica del Fondo Monetario Internacional a los Gobiernos en pro de un incremento sustancial de la inversión pública. Y dedicaremos un breve pensamiento a los “resultados económicos de Trump”, en vísperas de unas elecciones presidenciales que pueden marcar el futuro económico global.

Finalmente, en nuestra sección *Al microscopio* aprovecharemos la dimisión, por motivos de salud, del primer ministro japonés, Shinzo Abe, para valorar hasta qué punto ha resultado o no exitosa su famosa *Abenomics*, y las tres flechas (monetaria, fiscal, reformas estructurales) que debían transformar la estancada economía japonesa. Además, cerraremos con un apunte sobre si la experiencia nipona sirve de anticipo al futuro de la economía de la Eurozona. El cuadro final de esta sección mostrará que las similitudes son, como poco, inquietantes.

Clima económico y tendencias

Determinantes	Trimestre actual		Trimestre anterior	
	Situación	Tendencia	Situación	Tendencia
Actividad Económica		Negativa		Positiva
Tensiones comerciales/cambiarías		Neutra		Neutra
Política monetaria		Expansiva		Expansiva
Política fiscal		Expansiva		Expansiva
Mercados de materias primas		Neutra		Positiva
Tensiones geopolíticas		Negativa		Negativa

Cómo entender el Cuadro de Clima Económico y Tendencias:

a.- **Clima económico:** se define, para cada uno de los factores determinantes y considerando el momento de redacción del informe, una escala de colores desde el nivel más negativo/contractivo para la evolución de la economía mundial (rojo), hasta el más positivo/expansivo (azul), en el siguiente orden:



b.- **Tendencia:** se indica la previsible evolución, desde el momento de redacción del informe y en el corto plazo (siguientes 3-6 meses), para cada uno de los factores determinantes, con opciones de evolución positiva/neutra/negativa (expansiva/neutra/contractiva en el caso de las políticas macroeconómicas) para los mismos.

c.- Factores determinantes:

1.- **Actividad económica:** valoraciones a partir de las mediciones más recientes de indicadores de actividad y confianza (*World Bank industrial production index*; IFO, ZEW, Tankan, Chicago ISM, así como diversos PMI).

2.- **Tensiones comerciales y cambiarias:** valoraciones a partir de las mediciones más recientes del *World Bank Merchandise Trade Index*, y el *Trade Policy Uncertainty Index* (calculado por *The Economic Policy Uncertainty*) la contabilización de medidas proteccionistas/liberalizadoras ofrecida por *Global Trade Alert*, y las medidas y declaraciones susceptibles de ser consideradas como ejercicio de manipulación cambiaria por parte de los principales países en la economía mundial.

3.- **Política monetaria:** valoraciones a partir del tipo de interés global ponderado de los principales Bancos Centrales del mundo (representando alrededor del 77-80% del PIB mundial), así como de los movimientos, durante los seis meses previos a la presentación del informe, en los tipos de interés de referencia fijados por los mismos. Se consideran igualmente las intervenciones orientativas sobre comportamiento futuro (“forward guidance”) de esos Bancos Centrales realizadas por sus responsables.

4.- **Política fiscal:** valoraciones a partir de la posición fiscal y la capacidad de realizar políticas fiscales expansivas

de las 40 principales economías del mundo, todas ellas con un peso conjunto del 88% del PIB mundial e individual de al menos del 0.4% de ese producto global. Datos procedentes de la base *Global Fiscal Monitor* del Fondo Monetario Internacional.

5.- Mercados de materias primas: valoraciones a partir de los datos más recientes del *World Bank Commodity Price Data*, con cinco índices principales recogiendo hasta 72 materias primas, así como de los acontecimientos susceptibles de alterar de forma apreciable en el corto plazo el comportamiento de los precios de materias primas básicas.

6.- Tensiones geopolíticas: valoraciones a partir de los datos más recientes del *World Uncertainty Index* (ofrecido por *The Economic Policy Uncertainty*), así como de los acontecimientos y declaraciones susceptibles de alterar de forma apreciable el contexto geopolítico internacional, afectando potencialmente de forma apreciable la economía mundial.

Decálogo de situación

I.- Durante varias semanas, las noticias sobre el ritmo de recuperación económica mostraron un manifiesto sesgo positivo. Para ello se combinaron la práctica eliminación de las restricciones a la actividad productiva en la mayor parte de las economías, un soporte monetario y fiscal, en particular en Occidente, que alcanzaba su plenitud, y el regreso al gasto de los consumidores, tanto en bienes de consumo duradero, cuya compra si había postpuesto durante los confinamientos, como en actividades de servicios de proximidad, antes restringidas o prohibidas. Por desgracia, el final del verano y el principio del otoño han sido testigos de una segunda oleada de la pandemia, mucho más marcada en Occidente y América Latina (donde puede debatirse incluso si la primera ni siquiera cesó) que en Asia o África, pero que, en todo caso, vuelve a introducir tanto restricciones a las actividades cotidianas y productivas como una incertidumbre que amenaza con congelar de nuevo el gasto. Como refleja el primer determinante de nuestro *Clima Económico y Tendencias*, la Actividad Económica ha sido inequívocamente más dinámica en el tercer trimestre que en el segundo, pero las expectativas inmediatas se han oscurecido apreciablemente.

La evolución de las diferentes economías, entre áreas geográficas, pero también dentro de las mismas, está siendo bastante dispar, algo que ocurre también con los costes humanos y sociales de la pandemia y de las medidas de respuesta a la misma. Por ello, en este primer punto de nuestro *Decálogo*, presentamos una serie de gráficos que plasman esa divergencia entre los resultados en las citadas dimensiones para las economías del G-20, España y Suecia¹. Para ello, se emplean los siguientes indicadores:

- Económico: diferencia entre el crecimiento económico previsto por la OCDE para los mencionados países a finales de 2019 y su última previsión, efectuada en septiembre de 2020².
- Sanitarios/humanos: número de fallecidos y número de casos (corregidos por la población), de acuerdo con la información ofrecida hasta el día 5 de octubre por la Universidad John Hopkins³.
- Limitación a la actividad: número medio de restricciones diarias (a la movilidad general, la actividad económica, la escolaridad...), entre el inicio de marzo y el final de septiembre de 2020, siguiendo la información proporcionada por la Universidad de Oxford⁴.

Nótese que los gráficos que se presentan a continuación constituyen una síntesis de la información disponible para las principales economías mundiales en las dimensiones mencionadas, y no se incorpora, en este momento, una valoración sobre las explicaciones alternativas que se pueden encontrar para tan ostensibles diferencias de resultados⁵. Entre ellas podrían apuntarse las de índole económico (estructura productiva de cada país, flexibilidad de la economía para responder a shocks de esta magnitud, velocidad y pertinencia de las ayudas públicas ofrecidas...); las de la calidad del tipo de respuesta a la pandemia (rapidez en la adopción de las medidas, intensidad de las mismas, continuidad en el tiempo de las decisiones, coordinación de las administraciones encargadas de implementarla...); o las de carácter socio/psicológico (tipo de liderazgo de los máximos responsables de cada país, aceptación de los ciudadanos de las restricciones sufridas, costumbres sociales, estructura demográfica...). El debate será interminable, y, probablemente, muy difícil de resolver de manera inequívoca por mucha literatura que se escriba al respecto.

¹Suecia se incorpora al análisis por la estrategia diferencial adoptada por su Gobierno en respuesta a la pandemia.

²En los casos de España y Suecia, no incorporados en esa previsión más reciente de la OCDE, se emplean las expectativas más cercanas en el tiempo de sus respectivos Bancos Centrales.

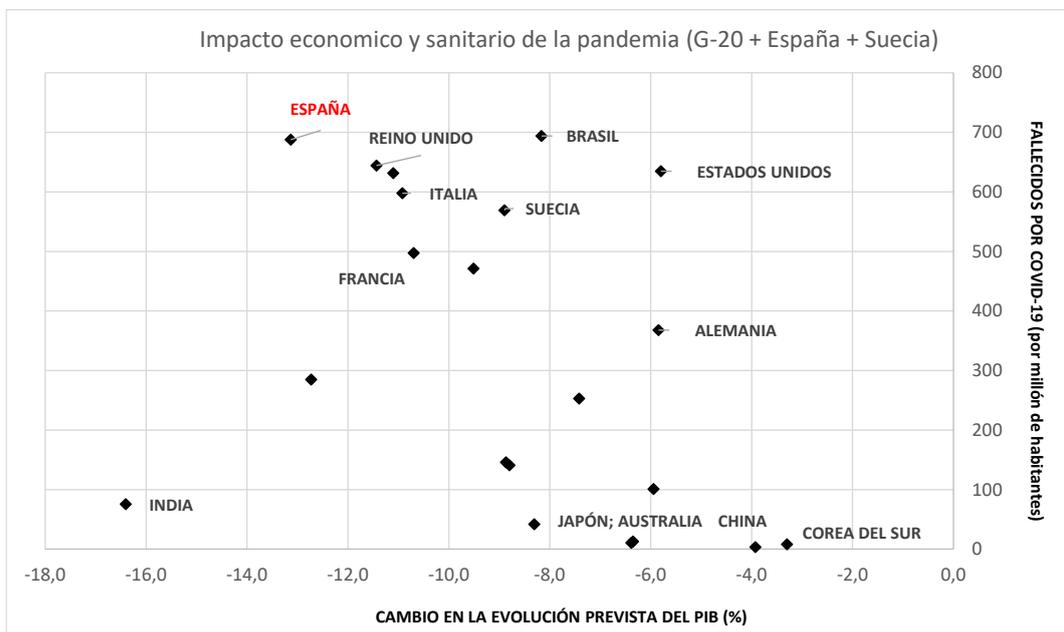
³Ver la completísima información ofrecida por el Proyecto de seguimiento de las consecuencias médicas del coronavirus (*Coronavirus Research Center*) de esta Universidad estadounidense en <https://coronavirus.jhu.edu/>

⁴Puede consultarse el excelente trabajo de esta Universidad británica en el seguimiento de la actividad de los Gobiernos (proyecto *Oxford COVID-19 Government Response Tracker* en <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/coronavirus-government-response-tracker>).

⁵Ver en el capítulo 2 del World Economic Outlook de octubre (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>) un intento de evaluar los factores que pueden influir en esas manifiestas diferencias. Nótese en particular la abundantísima bibliografía citada al final del capítulo sobre artículos académicos abordando ya estas cuestiones, muchos de ellos, es de temer, un tanto precipitados, dado el tiempo transcurrido de la epidemia y las limitaciones y provisionalidad de los datos.

Pero, en todo caso, lo que no puede dudarse es que, en los Gráficos 1-3, situarse hacia el Noroeste de los mismos denota la peor combinación posible de resultados... y es donde se sitúa España.

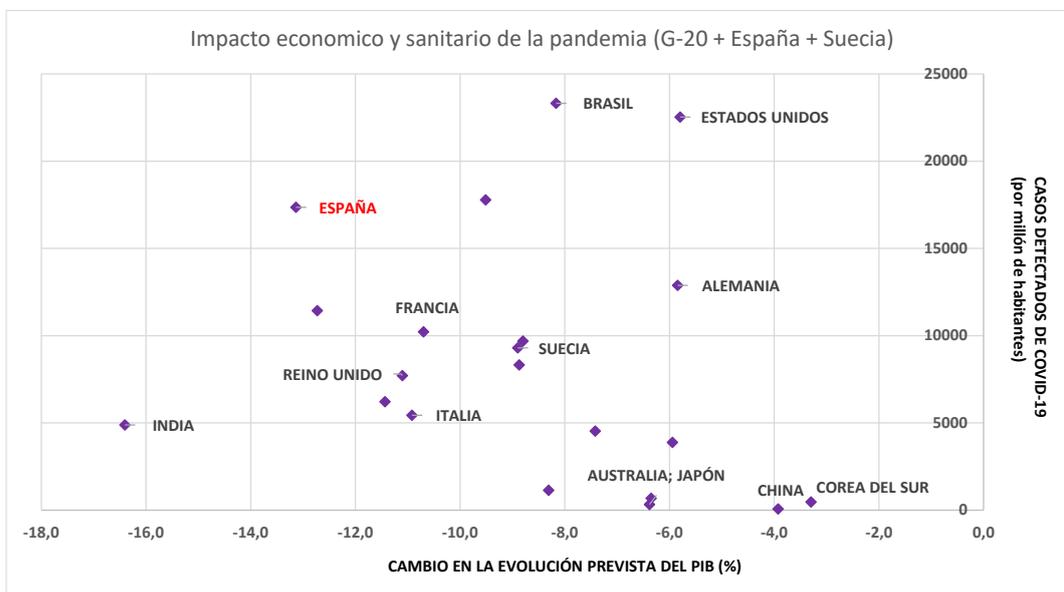
Gráfico 1.- Impacto económico y sanitario de la pandemia. Países del G-20, más España y Suecia.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; Universidad John Hopkins.

Nota: Ver texto principal para la descripción de las variables incorporadas en el Gráfico.

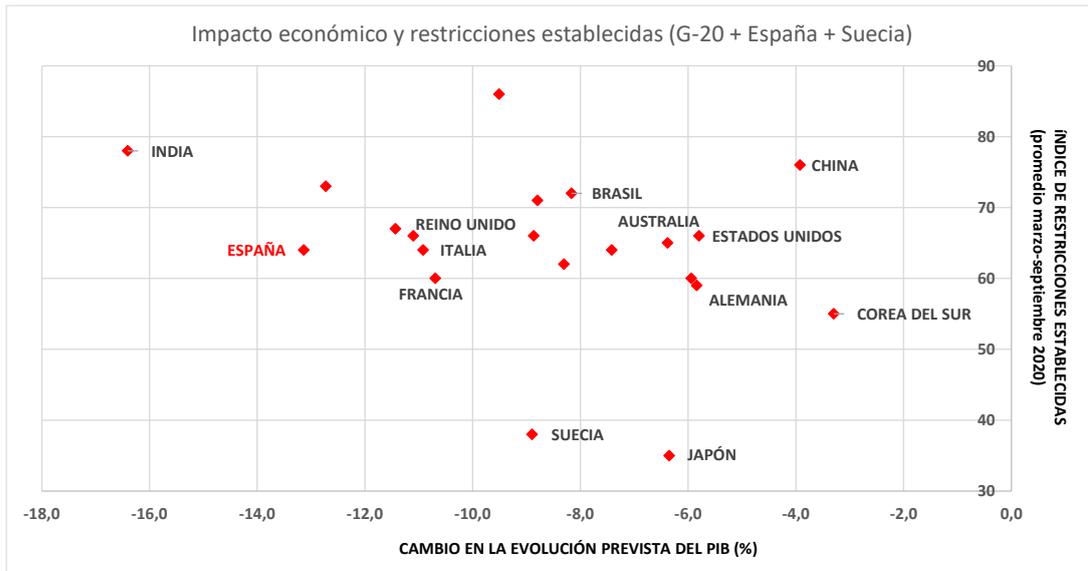
Gráfico 2.- Impacto económico y sanitario de la pandemia. Países del G-20, más España y Suecia.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; Universidad John Hopkins.

Nota: Ver texto principal para la descripción de las variables incorporadas en el Gráfico.

Gráfico 3.- Impacto económico y restricciones establecidas. Países del G-20, más España y Suecia.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; Universidad de Oxford.

Nota: Ver texto principal para la descripción de las variables incorporadas en el Gráfico.

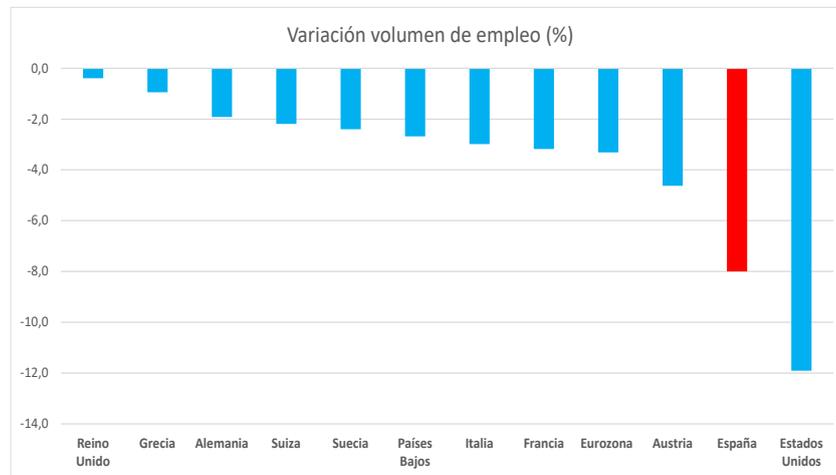
Sin ánimo de exhaustividad, al margen de los deficientes resultados claramente perceptibles en el caso español, podemos subrayar algunas conclusiones que se derivan de estos tres Gráficos. Primero, que la combinación de resultados económicos y sanitarios de los países asiáticos (puede incorporarse a Australia y debe exceptuarse a India), es claramente superior a la del resto. Quizás ello explique la conclusión más significativa del estudio del FMI (ver Nota al pie 5), que indica que restricciones intensas y tempranas conducen a mejores resultados macroeconómicos. Porque, por el contrario, y sería la segunda conclusión derivada de los Gráficos superiores (en particular el 3), sí parece haber un trade-off entre el volumen medio de restricciones y el impacto económico de la pandemia; es decir, a mayor número de restricciones, mayor el desplome del PIB. Tercero, retornando a los Gráficos 1 y 2, y aunque para los casos de Estados Unidos y Brasil puede sugerirse un cierto sacrificio en términos sanitarios en pro de un menor impacto económico, el conjunto de los 22 países analizados muestra una correlación positiva entre mayor desplome económico y superior número de muertos (o de casos), siempre corrigiendo por el tamaño de la población. Cuarto, los resultados para Alemania son sensiblemente mejores, siempre considerando las tres dimensiones (económica, sanitaria, restricciones) que para los otros cuatro grandes países europeos, mientras, queda ya apuntado, los de España son apreciablemente peores. Por cerrar ya estas consideraciones, es destacable que el número medio de restricciones a la actividad de ciudadanos y empresas ha ido confluyendo con el transcurso del tiempo (con las excepciones de Japón y, en especial, con una estrategia de respuesta radicalmente distinta, de Suecia); por tanto, la mayúscula diferencia en las consecuencias de la pandemia deberán buscarse o bien más en la oportunidad, pertinencia y estabilidad de las medidas (no en su número), o bien en otros factores, ya apuntados más arriba, de otras dimensiones distintas.

II.- Con el transcurrir del tiempo, se acrecienta la necesidad de ajustar con precisión la dimensión y objetivos de las ayudas públicas ante la crisis, de tal manera que se sostenga la actividad y el empleo con futuro, pero no se prolongue en exceso el enterramiento de recursos en sectores, empresas, empleos y proyectos inviables. Ciertamente, a muy corto plazo, los datos son los suficientemente alarmantes como para que la mayoría de los analistas e instituciones apuesten por la continuidad de las ayudas. Así, la Organización Mundial del Trabajo ha estimado en el equivalente a 495 millones de empleos a tiempo completo (más de la sexta parte del total mundial), la pérdida de actividad laboral entre el último trimestre de 2019 y el segundo de 2020, en el punto culminante (en términos económicos) de la crisis. Como revela el Gráfico 4, para los principales países europeos y Estados Unidos, esas reducciones de empleo (con independencia de que, en su mayoría, los afectados han recibido subsidios para compensar la pérdida de renta), también son muy dispares... y la comparativa tampoco es favorable para España.

No obstante, a medida que la situación vaya mejorando, será crucial pasar de un “momento keynesiano”, en el que prima la continuidad de la actividad como forma no solo de reducir la dimensión de la crisis sino de evitar pérdidas de proyectos empresariales (y, por tanto, de empleos) con futuro, como desgraciadamente aconteció, por ejemplo, en el

sur de Europa, durante la reciente Gran Recesión, a lo que algunos expertos denominan “momento schumpeteriano”. Es decir, será necesario dejar de subvencionar la continuidad de empresas sin viabilidad futura (las cada vez más mencionadas “empresas zombies”).

Gráfico 4.- Evolución del empleo entre 2019: 4ºTr. y 2020: 2ºTr. (% de variación sobre el empleo total).
Economías seleccionadas



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE.

Los costes de esa continuidad artificial son significativos. Primero, limita la entrada de nuevas empresas, generalmente más productivas e innovadoras (de otra forma, difícilmente podrían ocupar el mercado). Segundo, conducen a una pérdida de confianza en la economía; por una parte, respecto a la calidad del crédito bancario, lo que daña al sistema financiero. Por otra parte, al resto de empresas, que sufrirán pérdidas crecientes cuando las compañías “zombies” se vean imposibilitadas a cumplir con los compromisos adquiridos.

Desde luego, dejar de sostener a esas empresas conlleva pérdidas de empleos, que, en algunos países, pueden ser considerables. Modificar la visión desde proteger el empleo hacia proteger al trabajador (con programas de recualificación efectiva e incentivos para moverse a otros sectores con mayor futuro) debe ir parejo a esa mayor selección en la concesión de ayudas.

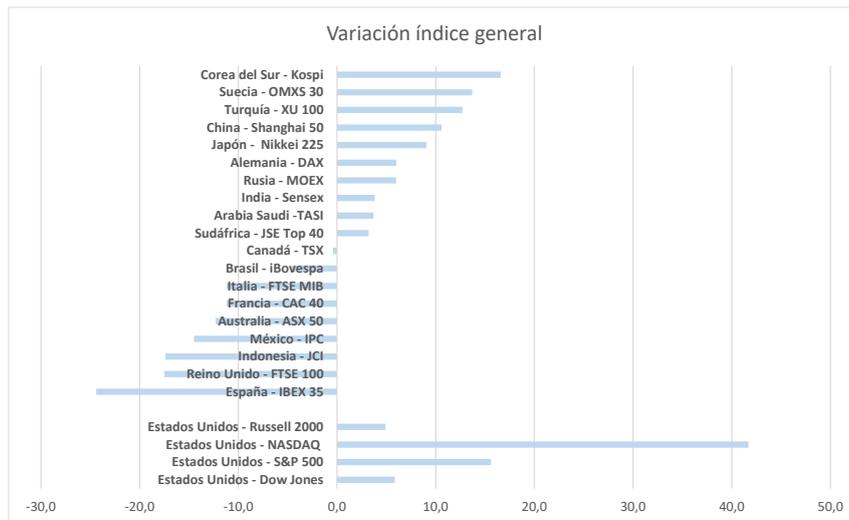
III.- Durante las últimas semanas se ha producido un creciente número de comentarios sobre el aparente desacoplamiento de los Mercados de Valores, con significativos movimientos al alza, y la preocupante evolución de la economía global. Particularmente llamativo fue el avance de los índices generales en el pasado mes de agosto, cuando el global MSCI World Index para los países desarrollados tuvo su mejor comportamiento desde 1986 (+6.6%) y el All Country World Index el mayor avance desde 1988 (+6.3%). La coincidencia temporal de estos datos con la confirmación de los mayores desplomes en la actividad económica registrados en tiempos de paz (los correspondientes al segundo semestre del año) sembraron las dudas sobre tal disparidad y sus posibles implicaciones. Desde luego, la primera explicación se dirigió a subrayar que, “una vez más”, las intervenciones masivas de los Bancos Centrales hacían más por *Wall Street* que por *Main Street*, es decir, por el mundo financiero que por la economía real. Más allá de que ni uno ni otra hubieran sobrevivido a la pandemia sin severísimos hundimientos en ausencia de esas medidas monetarias, conviene añadir algunos otros apuntes explicativos a la citada divergencia entre los datos de los Mercados y los de crecimiento económico.

Primero, como revela el *Gráfico 5*, el comportamiento de los principales índices bursátiles internacionales es muy dispar en lo que llevamos de 2020. La correlación simple entre el impacto de la pandemia sobre el crecimiento económico y la evolución de esos índices es positiva y significativa (+0.39), especialmente para los países desarrollados (+0.79). Por tanto, realidad y Mercados no parecen tan desacoplados. No debe olvidarse que los Mercados deben anticipar las perspectivas de las empresas, no mirar al pasado inmediato, y parece evidente que los mejores registros se muestran en las economías que, al menos en las previsiones, van a verse menos castigadas por la crisis.

Adicionalmente, resulta evidente que la mayor parte de sectores, en especial los de manufacturas, han sido capaces de restablecer sus ciclos productivos y de distribución a una velocidad notable, y quedan a la espera (empezaban de hecho a beneficiarse, al menos antes de la segunda oleada del virus) de la “pent-up demand”, o sea, de la demanda acumulada y pendiente de satisfacerse por parte de los consumidores. Si la tasa de ahorro es un indicativo de la magnitud potencial de ese consumo postpuesto (véase *Gráfico 6*), hay motivos para el optimismo... al menos si se avanza hacia la

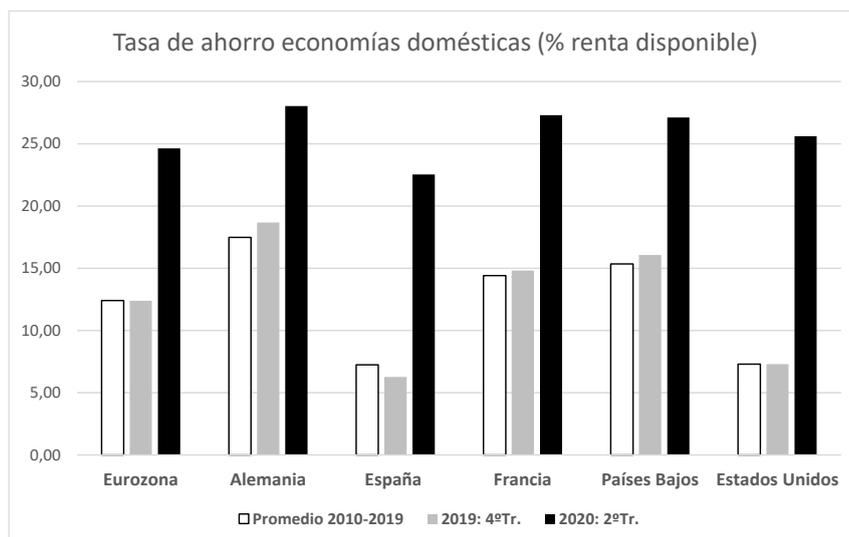
normalización de la situación sanitaria.

Gráfico 5.- Evolución de Índices Bursátiles internacionales. Enero 2020-principio octubre 2020 (% de variación)



Fuente: elaboración propia. Datos: Bolsas internacionales.

Gráfico 6.- Tasa de ahorro de las economías domésticas (% de la renta disponible)



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; FRED II.

Por otra parte, si se centra la atención en los mercados estadounidenses, el espectacular avance del NASDAQ (un 42% en los primeros nueve meses del año) contrasta vivamente (véase la parte inferior del *Gráfico 5*) con mejoras mucho más modestas del resto de principales indicadores, en los que pesa menos el sector tecnológico o se acoge a un número mucho mayor de empresas, incluyendo las de tamaño medio (el Índice Russell 2000, por ejemplo, solo subía un 4.9% en esos tres primeros trimestres). Por tanto, lo que parecen recoger las cotizaciones es el reconocimiento de las ventajas que la nueva economía, con potenciación de lo digital y de la no presencialidad, suponen para las grandes empresas tecnológicas que, junto con Amazon, han acaparado buena parte de las ganancias en este año 2020. Que tal vez esos avances en sus cotizaciones hayan exagerado o anticipado en exceso tales beneficios es un debate abierto.

IV.- Quizás el acontecimiento de mayor calado estructural de los sucedidos en los pasados meses es la modificación en el marco de la política monetaria por parte de la Reserva Federal⁶. Aunque un análisis detenido de la misma (y de las implicaciones de un nuevo giro expansivo en la política monetaria, que es lo que supone en realidad esa revisión) será merecedor de un esfuerzo más detallado en un futuro *Al Microscopio*, no podemos dejar de ofrecer aquí

⁶ También se encuentra bajo revisión el que preside la política monetaria del Banco Central Europeo.

unas pinceladas al respecto⁷.

Conceptualmente, la Reserva Federal ha modificado su objetivo de inflación flexible (*Flexible Inflation Target*), en esencia la consecución a medio plazo de una tasa de inflación no superior al 2%, compatible con su definición de estabilidad de precios, por el de objetivo de inflación media flexible (*Flexible Average Inflation Target*). La sutileza de incorporar el término *Average* tiene implicaciones significativas, porque supone que a períodos de inflación inferiores al 2% anual (lo más habitual desde la Gran Recesión) deben seguir no otros de inflación alrededor del 2%, como anteriormente, sino períodos de inflación anual superior al 2%. En la práctica, esta nueva aproximación supone acercarse mucho a un objetivo de nivel de precios (*Price Level Targeting*), en el que las desviaciones, respecto al 2% anual, a la baja de la senda de crecimiento de los precios debe corregirse con desviaciones de sentido opuesto. Posiblemente, para la Fed el concepto de *Flexible Average Inflation Target* tiene dos ventajas sobre el *Price Level Targeting*; primero, confiere más flexibilidad en la corrección de las desviaciones; segundo, evita cambiar el núcleo principal de la definición del objetivo (de inflación a nivel de precios), lo que, en la época de la transparencia y el valor de una buena comunicación, puede no ser superfluo.

Otros dos elementos del nuevo marco deben subrayarse. Primero, el aumento del peso conferido al pleno empleo en la estrategia de la Fed. Aunque ya formaba parte, junto a la estabilidad de precios, de los objetivos de la Reserva Federal⁸, crucialmente se modifica la idea de que la Fed respondería a *desviaciones* de la tasa de empleo respecto a su estimación de la tasa de pleno empleo por el concepto de respuesta solo ante déficits (*shortfalls*) de empleo respecto a esa estimación de la tasa de pleno empleo. Es decir, la Fed ya no actuará (en ausencia de presiones inflacionistas) cuando la tasa de empleo sea superior a la (estimada) de pleno empleo. Reforzando este aspecto sustancial, y aunque resulte anecdótico, en la nueva estrategia el objetivo de pleno empleo aparece en la redacción efectuada *delante*, y no *detrás*, del objetivo de estabilidad de precios.

El otro aspecto que destacamos en esta aproximación general al cambio efectuado por la Reserva Federal es que se define la nueva estrategia como de *política monetaria simétrica*. Dos apuntes al respecto. Por un lado, aunque el cambio relativo al objetivo de inflación, en efecto, constituye un esfuerzo por una aproximación más simétrica al mismo, el relativo al pleno empleo es exactamente lo contrario, elimina la simetría existente en la estrategia anterior. Por otra parte, si algo ha caracterizado, en opinión de al menos un buen número de expertos y analistas de mercado, a la Reserva Federal en las pasadas décadas, es una asimetría de sentido opuesto al que aparentemente se pretender corregir con este cambio de estrategia. Es decir, que la Fed se ha mostrado muy rápida y enérgica en reducir tipos de interés cuando la situación lo demandaba (o no tanto), y bastante más pausada y timorata cuando lo requerido era un endurecimiento de la política monetaria. El concepto de *Greenspan put*⁹, relativo a esa presteza de la Fed a la hora de relajar las condiciones monetarias, no surgió de la nada.

¿Previsibles implicaciones en la práctica de la nueva estrategia de la Reserva Federal? Una ostensiblemente mayor exigencia para que la normalización de la política monetaria se inicie, primero, y se desarrolle, después. Con la inflación excesiva (y ahora deberá ser sensiblemente mayor que el 2% durante un período prolongado para que se considere como tal) como único elemento que puede propiciar el endurecimiento monetario (ya no lo hará la tasa de desempleo, por reducida que sea), y las fuerzas de la globalización ahogando cualquier atisbo de crecimiento de precios de bienes y servicios, que no de los precios de los activos, que, por cierto, se siguen ignorando en la revisión de los objetivos de la Fed, puede esperarse un *lower for longer*. Es decir, cabe contar con tipos en mínimos más expansión cuantitativa¹⁰ durante años. La previsión de los mercados son tipos de interés de referencia esencialmente en cero hasta 2023.

No son pocos los que deducen de la nueva estrategia un *low forever*, es decir, que no se verán tipos ni moderadamente superiores a cero en el futuro.

Y algunos, una minoría (de momento), pensamos que estas modificaciones nos terminarán conduciendo a un *too*

⁷Aunque son múltiples los textos dedicados a evaluar este cambio de estrategia que pueden consultarse, el lector interesado no debería dejar de leer la presentación del mismo por parte del Vice-Gobernador de la Fed, Richard Clarida, ante el Peterson Institute for International Economics (accesible en <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20200831a.htm>).

⁸Aunque generalmente se hace referencia a un objetivo dual (estabilidad de precios y pleno empleo), los estatutos de la Reserva Federal de Estados Unidos hacen referencia (y no se ha modificado en esta revisión) también a la necesidad de “mantener tipos de interés moderados a largo plazo”. Usualmente, esta tercera pata se omite, bien porque es mucho más difusa que las dos primeras, bien porque, al menos en estos últimos años, requiere un esfuerzo apreciable aceptar que los vigentes tipos de interés próximos a cero, a décadas vista, puedan definirse como “moderados”.

⁹ Al que algunos, menos numerosos, analistas añadieron el de *Bernanke put*, en referencia a Ben Bernanke, sucesor de Alan Greenspan al frente de la Reserva Federal.

¹⁰ La expansión cuantitativa, es decir, las adquisiciones de activos, se entiende como parte de los instrumentos convencionales de actuación de la Reserva Federal a raíz de esta revisión de la estrategia. Otro elemento más de giro expansivo en la misma.

low for too long... de nuevo¹¹.

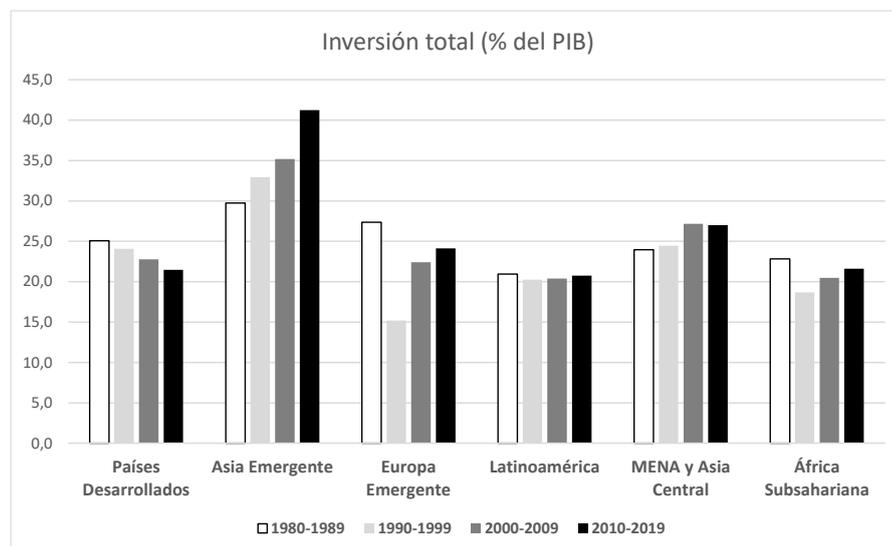
V.- En la línea de sus recomendaciones de los últimos meses, el Fondo Monetario Internacional ha empleado el capítulo analítico de su reciente *Fiscal Monitor* en insistir a los Gobiernos sobre la necesidad de incrementar la inversión pública, no solo como mecanismo de respuesta a la actual crisis provocada por la pandemia, sino como la mejor forma de transformar las economías y potenciar el crecimiento económico futuro¹². El FMI apunta a que un aumento de la inversión pública en un 1% como porcentaje del PIB incrementaría el nivel de producción en un 2% al cabo de dos años (momento del mayor efecto multiplicador) y permitiría crear hasta 7 millones de empleos directos y entre 20 y 33 millones de empleos indirectos, que serían muy bienvenidos cuando el verdadero coste de la pandemia en términos de empleo (finalizados los esquemas de protección que están sosteniendo empresas y puestos de trabajo poco viables) se ponga de manifiesto.

El FMI apunta inequívocamente a tres líneas fundamentales de inversión en la búsqueda de una auténtica transformación estructural: infraestructuras (no solo construcción de nuevos elementos, sino, muy especialmente, el mantenimiento de los no pocos cuya degradación es evidente en buena parte de Occidente), digitalización, para ciudadanos y empresas, especialmente las PYMEs, y transformación “verde”, imprescindible más allá del ámbito económico. Coinciden estas prioridades con las del Plan de Recuperación para Europa (“Next Generation UE”), o el Plan francés de refuerzo de la financiación europea, con 100 millardos de euros, que incluye también sustanciales rebajas fiscales para las empresas. El plan alemán, sin obviar esos mismos objetivos, está más sesgado a reforzar el consumo¹³.

La oportunidad de estas recomendaciones del FMI es notable desde el punto de vista coyuntural. Primero, por la severidad de la crisis legada por la COVID-19. Segundo, por el ínfimo coste de financiación de la deuda pública, en especial en los países desarrollados, incluso en los plazos más largos. Tercero, porque hay escaso riesgo de expulsar la inversión privada, dado el fuerte retrainamiento de ésta en un ambiente de alta incertidumbre, ya anterior a la pandemia y del que hemos escrito desde el comienzo de estos *Informes Trimestrales* hace ya año y medio.

Pero, además, los *Gráficos* siguientes ponen de manifiesto que la necesidad de acentuar la inversión (la pública tiene su valor propio y el de incentivar, adicionalmente, la privada) es estructural. El *Gráfico 7* muestra que, salvo en Asia Emergente, donde las tasas no solo son elevadas sino crecientes, la inversión como porcentaje del PIB ha venido reduciéndose de forma sistemática en las últimas décadas (Occidente), o se haya estancada en niveles claramente insuficientes para el desarrollo de los respectivos espacios económicos (Latinoamérica, África, Oriente Medio y Norte de África).

Gráfico 7.- Tasas de inversión total (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

¹¹ Tipos de interés demasiado bajos durante demasiado tiempo constituyen, para algunos analistas, entre los que se incluye el autor de estos *Informes Trimestrales*, una de las razones que explican la Gran Recesión.

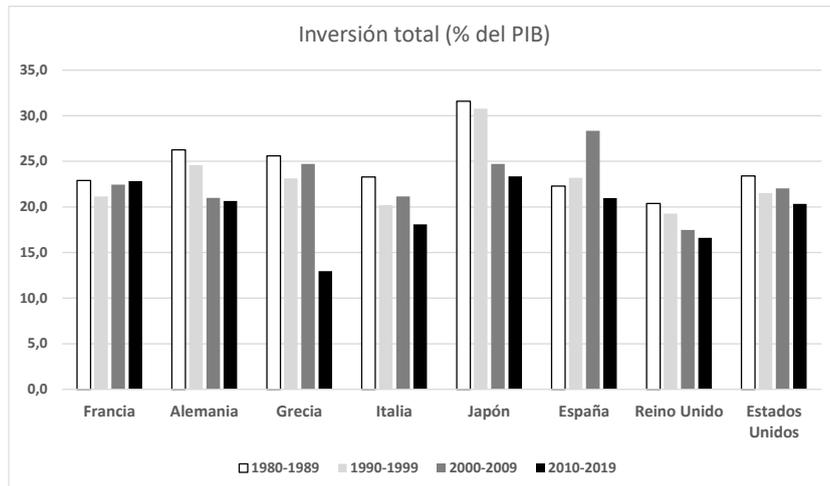
¹² Puede consultarse el texto citado en <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

¹³ El plan del Gobierno español, aunque ya delineado, parece depender casi por completo de los fondos europeos, y estos, equivocada y desafortunadamente, parece que pueden retrasarse sensiblemente en su despliegue en los países beneficiarios.

El Gráfico 8, por otro lado, revela la caída del esfuerzo inversor en buena parte de Occidente, desde Japón a Estados Unidos, pasando por Alemania, en los últimos 40 años¹⁴. En algunos casos (Grecia, Italia, Reino Unido), los niveles actuales son sumamente insuficientes, con la tendencia estructural a la baja reforzada por las consecuencias sobre las finanzas públicas y las expectativas privadas de la pasada Gran Recesión.

Sin duda, es la hora para una fuerte intensificación internacional de los programas de inversión productiva, en las líneas apuntadas por el Fondo Monetario Internacional y el Plan Europeo de recuperación, y, aunque solo sea por sus bajas tasas actuales de inversión y por disponer de un acceso fácil y barato a la financiación, Occidente debe encabezar ese esfuerzo global.

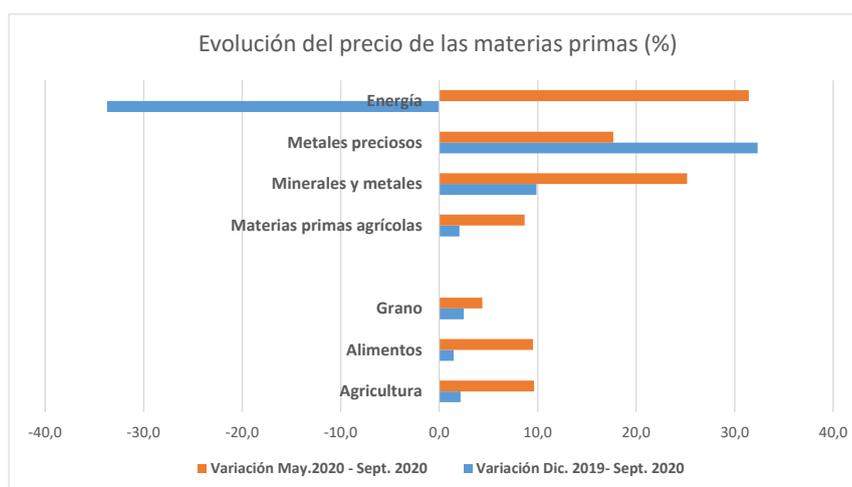
Gráfico 8.- Tasas de inversión total (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

VI.- En nuestros *Decálogos de Situación* dedicamos habitualmente un espacio a analizar el comportamiento de los fundamentales mercados de materias primas que, en general, se mantienen ahora a la expectativa de la consolidación (o no) de la recuperación, habiendo rebotado sus precios (particularmente en el caso de la energía), desde los mínimos a los que los condujo la pandemia. En su mayoría (pero no en el del componente energético), como revela el *Gráfico 9*, han recuperado o superado levemente los niveles de finales del pasado año, tampoco demasiado boyantes, ante las dudas que por entonces existían sobre el ritmo de crecimiento económico global.

Gráfico 9.- Evolución del precio de las materias primas (%). Grupos seleccionados

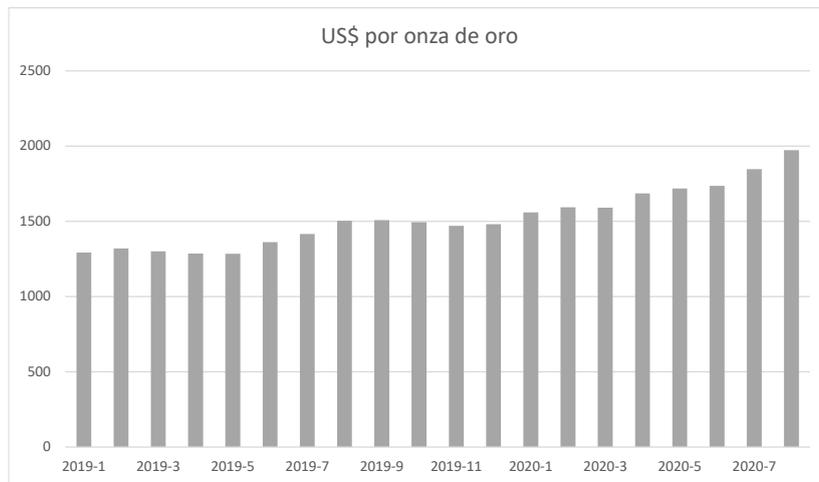


Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

¹⁴ El fuerte repunte que se observa en España en la primera década del presente siglo, claro está, no se debe al avance de la inversión útil para transformar estructuralmente la economía, sino a la masiva construcción de viviendas.

Pero, en estos últimos meses, dos tipos de materias primas han recibido atención por la trayectoria alcista de sus precios.

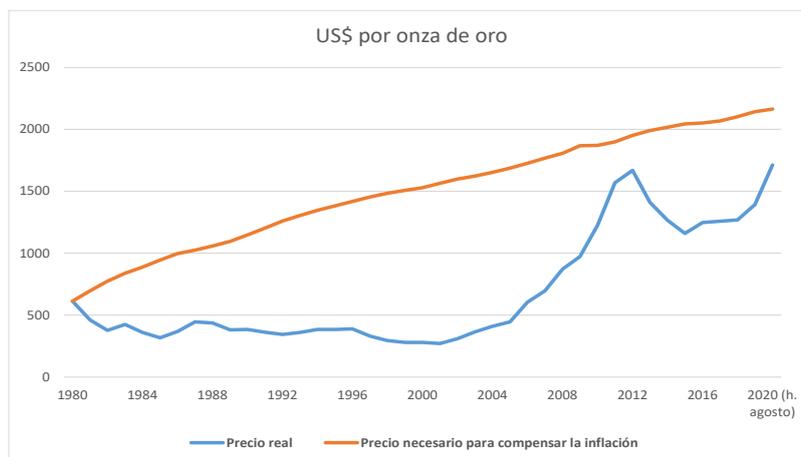
Gráfico 10.- Evolución del precio del oro (US\$ por onza troy)



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

El primero, el oro, que alcanzó el máximo histórico de su cotización en septiembre de 2020, con una revalorización de un tercio desde principios de año y del 24% desde el inicio de la pandemia (ver *Gráfico 10*). La presunta capacidad de este metal precioso para servir de abrigo tanto ante la inflación (al no depreciarse como las monedas) como ante la deflación (al revestir carácter de activo real) hace que, en épocas de incertidumbre, su valor se dispare. Aunque pocas cosas suscitan debates tan apasionados en el ámbito de las *commodities*, considerar refugio fiable un metal carente de utilidades industriales significativas (al contrario que, por ejemplo, el platino), que no proporciona rentabilidad y que tiene serios costes de almacenaje resulta, al menos, dudoso. La observación de la evolución del precio de oro a largo plazo (*Gráfico 11*), elimina la duda: el oro es un penoso activo refugio, incapaz de cubrir con el aumento de su precio el del conjunto de bienes y servicios de la economía. En todo caso, para quienes son capaces de aprovechar las oportunidades que la compraventa de oro genera en plazos cortos, la relevancia de este activo es elevada. Para quien está más interesado en la marcha de la economía global, picos de cotización como los recientes solo revelan que la incertidumbre sobre la misma es muy elevada.

Gráfico 11.- El precio del oro en el largo plazo: evolución real frente a la necesaria para compensar la inflación (US\$ por onza troy)



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

Nota: la inflación considerada es la de los países desarrollados.

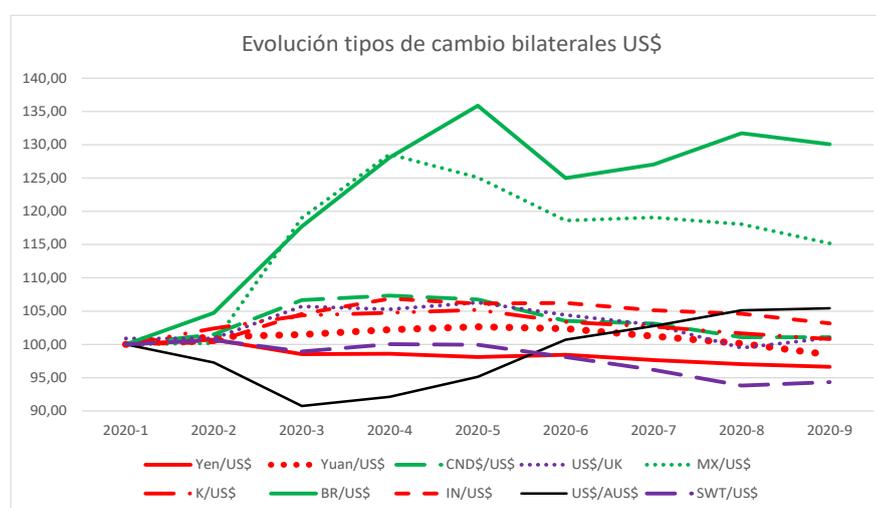
Más interesante resulta el surgimiento de ciertos brotes inflacionistas ligados a los alimentos, dado la relevancia de los mismos desde el punto de vista social y humano, y porque constituyen un componente importante de los índices

de precios generales, especialmente en los países en desarrollo. Resultan llamativas esas tensiones cuando, fruto de las restricciones establecidas en muchos países en respuesta a la pandemia, la demanda realizada por el sector de la restauración ha caído notablemente.

Revisando de nuevo el *Gráfico 10*, se observa que, en efecto, en los pasados cuatro meses el precio de las materias primas agrícola en general y los alimentos en particular han escalado, en su conjunto, un 10%. Sin embargo, una perspectiva algo más amplia, simplemente para el conjunto de 2020, reduce la cifra hasta el 2%. Por tanto, parece un poco pronto para preocuparse. No obstante, prácticas como restricciones a las exportaciones, acumulación de inventarios, o producción no recogida de los campos, que han salpicado los últimos meses en diferentes países, podrían complicar la situación. Dada la experiencia de la última crisis global, cuando, durante la Gran Recesión, en decenas de países en desarrollo y emergentes se sucedieron problemas de suministro y altercados sociales por la dificultad o imposibilidad de cubrir las necesidades alimenticias básicas, sería deseable que tales prácticas no se reproduzcan.

VII.- En el ámbito de las divisas, ha sido el par euro-US dólar el que ha levantado mayor interés en el último trimestre.

Gráfico 12.- Evolución de los tipos de cambio bilaterales del US\$ (2020:1 = 100)



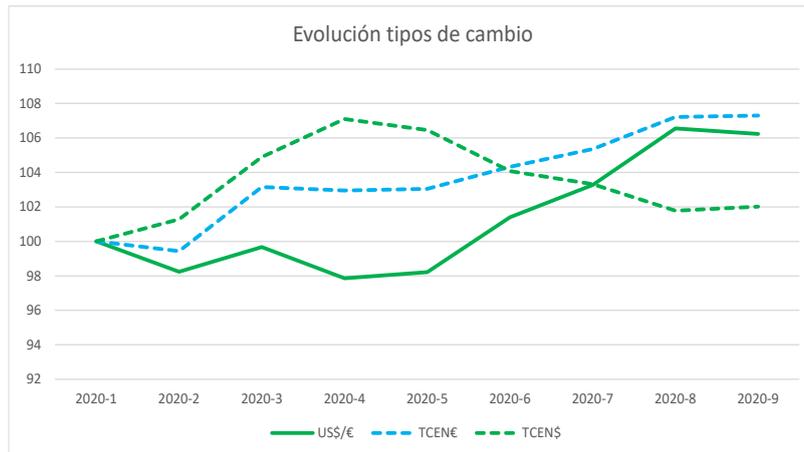
Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

Durante los dos pasados *Informes Trimestrales* referíamos la preocupación, sobre todo en países emergentes fuertemente endeudados en la divisa estadounidense, por la notable apreciación del dólar (véase el *Gráfico 12* para la evolución respecto a las principales monedas internacionales). Como siempre en época de crisis grave e incertidumbre aún mayor, la búsqueda desesperada del dólar como refugio provoca una fortaleza considerable de éste, solo frenada por la inyección masiva de dólares por parte de la Reserva Federal, incluyendo los *swaps* de divisas con múltiples Bancos Centrales para poner el dólar a disposición de entidades financieras y empresas no financieras de otros países. Únicamente las otras monedas-refugio (yen y franco suizo) y el renminbi, bajo control del Banco Central de China, evitaban esa depreciación frente al dólar estadounidense, que también afectó al euro (véase el *Gráfico 13*) durante las primeras semanas de la pandemia.

Superada la fase aguda de la crisis, se ha producido una clara reversión, que se observa para el conjunto de monedas en el *Gráfico 12* (aunque, por ejemplo, el peso mexicano y el real brasileño están muy lejos todavía de las paridades de principios de año) y, de forma más nítida, en el *Gráfico 13*, en el que se observa cómo el Tipo de Cambio Efectivo Nominal del dólar¹⁵, que se apreció con fuerza durante la primavera, se ha venido depreciando los últimos meses. ¿Qué tiene de particular, entonces, la evolución del par euro-dólar? Como muestra el mismo *Gráfico 13*, la divisa europea es la única de importancia global que se ha apreciado más de un 5% respecto al dólar en lo que llevamos de 2020. Más aún, el fortalecimiento del euro respecto a las monedas de sus socios en conjunto ha sido de más de un 7% hasta septiembre.

¹⁵ El Tipo de Cambio Efectivo Nominal (TCEN) de una moneda refleja la trayectoria de ésta respecto a las de la totalidad de los socios comerciales del país en cuestión, ponderando por el peso de cada socio en el comercio de tal país, en este caso, Estados Unidos.

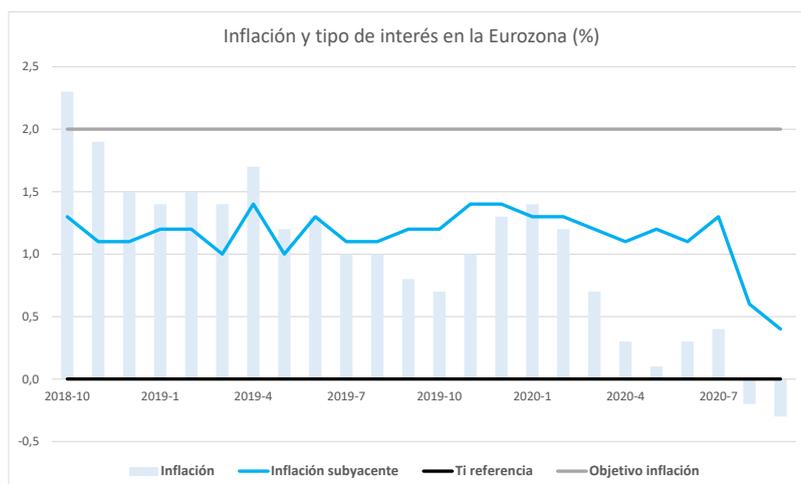
Gráfico 13.- Evolución del tipo de cambio bilateral US\$-euro y del Tipo de Cambio Efectivo Nominal de ambas divisas (2020:1 = 100)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II; BIS.

Aunque la visión optimista señala que el fortalecimiento de la divisa europea responde a la buena acogida por parte de operadores y analistas del Plan Europeo de Recuperación, que pondría las economías de la Unión Europea en general y de la Eurozona en particular en la senda de un crecimiento más dinámico, mejor orientado y estructuralmente más sólido (requiere, en efecto, ser optimista considerar suficientes los fondos comprometidos, y más con el retraso de su puesta sobre el terreno, para tan ambicioso objetivo), la verdad es que la apreciación del euro conlleva dos problemas no desdeñables, que, además, nos retrotraen a los momentos más duros de la Gran Recesión en Europa. Primero, penaliza las exportaciones europeas, convertidas (más de lo conveniente, por cierto), en fuente esencial de la recuperación para el continente tras la última crisis. El segundo problema es que un euro más fuerte va a intensificar las presiones deflacionistas (importaciones más baratas) en la Eurozona, donde la tasa de inflación lleva ya dos años lejos del objetivo definido por el BCE (inflación anual cercana pero inferior al 2%), como muestra el *Gráfico 14*, con las últimas lecturas de las tasas interanuales en negativo y la inflación subyacente¹⁶ cayendo hacia el cero. Recordemos que todo ello coincide con un grado de expansión monetaria del BCE sin precedentes, que, aunque sí ha reportado otros beneficios, no ha sido capaz de hacer repuntar la inflación de bienes y servicios, menos con el impacto depresivo de la pandemia sobre los precios de la energía y sobre la demanda privada.

Gráfico 14.- Inflación, general y subyacente, y tipo de interés de referencia en la Eurozona (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BCE.

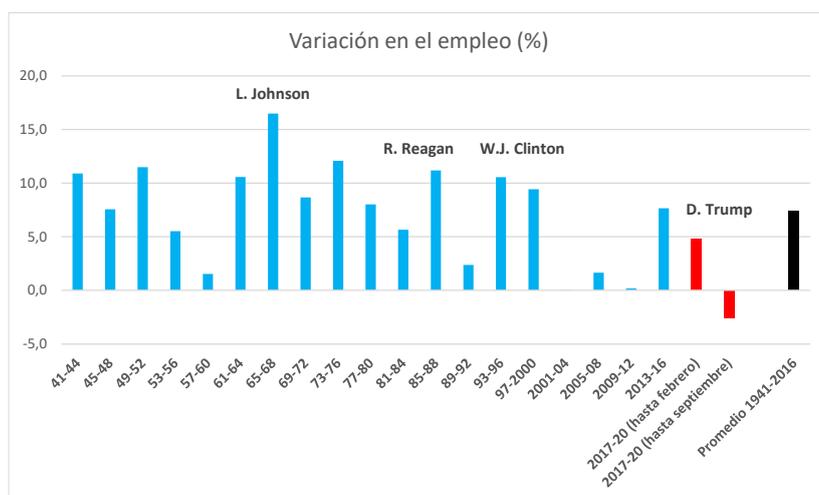
La constatación de esos dos riesgos asociados a la apreciación del euro condujo a la Presidenta del BCE, Cristine Lagarde,

¹⁶La inflación subyacente es la que excluye del índice general de bienes y servicios el componente energético y el de los alimentos no elaborados.

a realizar una intervención verbal (catalogada como “suave” por la mayor parte de analistas), apuntando a lo incómodo de esa tendencia de la divisa para el buen funcionamiento de la recuperación en la Eurozona. Aunque el euro es una moneda que flota libremente en los mercados, a que es muy complicado unificar posturas entre los 19 socios sobre lo que es una moneda fuerte y sus beneficios e inconvenientes, y a que no es éste un buen momento, en el contexto de una crisis global, para iniciar siquiera sutilmente una “Guerra de divisas”, no debe descartarse que la autoridad monetaria europea deba encontrar fórmulas algo más enérgicas para revertir la apreciación del euro¹⁷. Al fin y al cabo, la deflación actual está tan alejada del objetivo de la política monetaria europea como una inflación sensiblemente superior al 2%.

VIII.- La realización de este *Informe Trimestral* termina unos veinte días antes de las elecciones presidenciales estadounidenses del 3 de noviembre. Posiblemente podamos evaluar con más detalle en un futuro el cuatrienio de mandato de Donald Trump, en especial si, como parece crecientemente probable, su mandato es de una sola legislatura¹⁸. Pero, al menos, en este último *Decálogo* previo a las elecciones, ofreceremos datos sobre dos aspectos altamente reseñados en la evaluación de la actuación de la Administración Trump. El primero, porque es la variable clave para valorar cualquier legislatura: ¿qué tal el empleo durante estos cuatro años? Pese a las proclamas de Donald Trump sobre la grandeza incomparable del crecimiento económico y del empleo durante su Presidencia, la respuesta más adecuada sería un “nada especial”. Y, en ello, para no sesgar los resultados, estamos ignorando los efectos de la pandemia. En efecto, el *Gráfico 15* muestra el porcentaje de creación de empleo neto en Estados Unidos en cada legislatura desde la Segunda Guerra Mundial. Hasta febrero de 2020, la cifra para el período Trump era de un 4.8%, lejos del 7.5% de las 19 legislaturas precedentes mostradas en el *Gráfico*. Sin la pandemia, la brecha se hubiera reducido, pero no cerrado, lo que significa que no hubiera alcanzado tampoco el 7.7% de la segunda legislatura de B. Obama, no digamos los máximos con L.B. Johnson en la segunda mitad de los años sesenta (16.5%) o de R. Reagan entre 1985 y 1988 (11.2%)¹⁹. Evidentemente, con el estallido de la pandemia y sus devastadoras consecuencias, Donald Trump se presenta a las elecciones con menos empleos en la economía que al inicio de su mandato.

Gráfico 15.- Evolución del empleo en Estados Unidos (variación porcentual por legislaturas presidenciales)



Fuente: elaboración propia. Datos: FRED II.

El otro aspecto que presentamos a continuación se dirige hacia la obsesión de la Administración Trump por el déficit exterior de la economía estadounidense, en particular el existente con China, que ha dado lugar, en especial desde 2018, a todo tipo de frases gruesas y decisiones proteccionistas, no solo respecto a la potencia asiática sino a casi cualquier socio comercial, desde la UE a México, desde Turquía a India, desde Canadá a Japón. ¿El resultado? Por supuesto, ninguno.

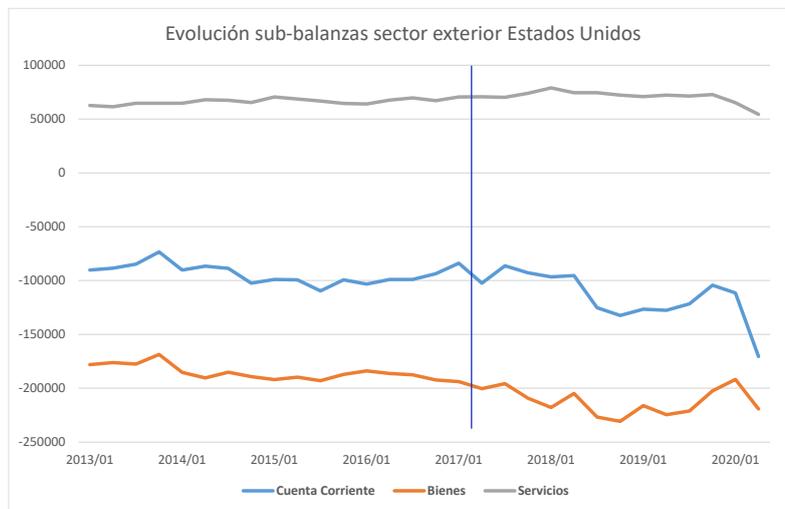
¹⁷Lo cierto es que, en las últimas fechas, el euro parece haber frenado su apreciación, estabilizándose alrededor de 1.18 US\$ por euro y del valor 109 para su TCEN (siendo el año 2010 el año base).

¹⁸Uno no debe, desde luego, descartar completamente ni una sorpresa electoral aún mayor que la de 2016 ni que la transferencia de mandatos se convierta en un episodio de irregularidades sin precedentes, aunque, por el bien de la economía y la estabilidad globales, sería muy de agradecer que no se produjese ninguna anomalía en este sentido.

¹⁹Considerando los Presidentes que han repetido mandato, y agregando todo el período, los mejores números corresponden a Bill Clinton, en cuyas dos legislaturas el empleo aumentó en Estados Unidos en un 20% (más de 23 millones de nuevos puestos de trabajo en términos netos).

No recordaremos de nuevo las razones de ese “por supuesto”. Puede consultarse para entenderlo la sección *Al Microscopio* de nuestro *Informe Trimestral* del cuarto trimestre de 2019. Solamente reflejaremos en lo que sigue los datos que muestran la inutilidad, en relación con el objetivo perseguido, de la política comercial de la Administración Trump.

Gráfico 16.- Evolución de sub-balanzas seleccionadas de la Balanza de Pagos de Estados Unidos (millones de US\$)

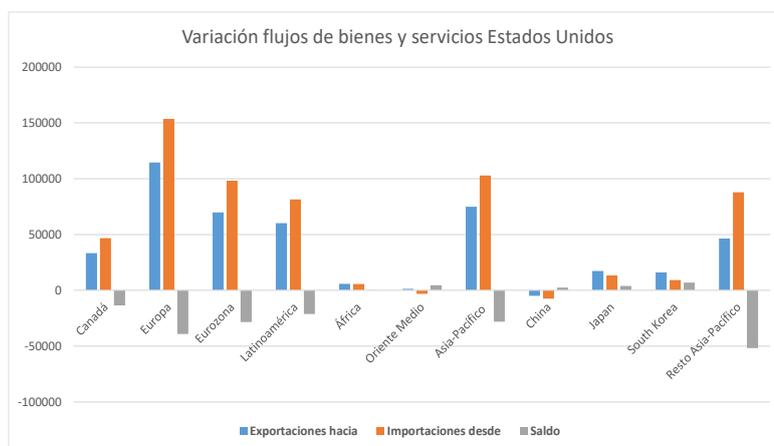


Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Nota: La línea vertical marca el inicio de la Administración Trump

El *Gráfico 16* muestra cómo la trayectoria de las balanzas de bienes y servicios mantienen el mismo perfil (la primera ampliamente deficitaria, la segunda compensando solo en parte la anterior con su superávit) y valores algo más elevados (pero muy similares con relación al PIB, que, obviamente, también es mayor) que durante la segunda legislatura de Barak Obama. De hecho, si prolongásemos la perspectiva histórica, la última década larga viene reportando déficits en la partida de bienes en el entorno del 4-4.5% del PIB y superávits de la balanza de servicios de alrededor de un 1-1.5% del PIB. Si se prefiere la perspectiva más global del saldo exterior ofrecido por la balanza por cuenta corriente, desde 2009 este fluctúa en la estrecha senda de un déficit entre el 2 y el 3% del PIB, antes de Trump y también durante su mandato. Incluso, con la mejoría acusada en el saldo energético estadounidense con el exterior, fruto de la revolución del *fracking* durante la pasada década, resulta incluso decepcionante que no se haya producido ninguna mejoría (remito al lector de nuevo al *Informe* antes citado para una posible explicación).

Gráfico 17.- Variación de los flujos de bienes y servicios de Estados Unidos entre 2016 y 2019 (millones de US\$). Áreas geográficas seleccionadas.



Fuente: elaboración propia. Datos: BEA.

Pero, podría pensarse, al menos se habrá producido un gran cambio respecto a China. Sí en los movimientos, pero no en el saldo. El *Gráfico 17* compara, con una desagregación geográfica, los movimientos de bienes y servicios del último año de la Administración Obama (2016) con el último completo de la Administración Trump (2019). Mientras los

movimientos con los principales socios comerciales de Estados Unidos (Canadá, Eurozona o Latinoamérica, con México a la cabeza) muestran un aumento significativo de importaciones y exportaciones – y un aumento del déficit -, en el caso de China ambas magnitudes son algo menores en 2019 que en 2016, pero el déficit apenas se reduce en 2500 millones de dólares (sobre un total superior a los 300000 millones). Dos apuntes significativos a este respecto. Las mejoras en el saldo estadounidense son mayores respecto a Japón y Corea del Sur... con quienes se firmaron nuevos acuerdos comerciales en el período considerado. Segundo, nótese el enorme incremento del déficit (más de 51000 millones de dólares) de Estados Unidos con el “resto de Asia-Pacífico”. Es fácil saber dónde se ha desplazado la producción desde China para eludir las medidas proteccionistas de la Administración Trump: no a Ohio, Wisconsin o Michigan, sino a Taiwán, Vietnam o Malaysia.

IX.- Siguen las noticias decepcionantes respecto a la ayuda que el mundo en desarrollo está recibiendo de los países más avanzados y de los grandes emergentes. Es este uno de los temas, por cierto, que concitan la atención de la cumbre semestral que, en el momento de redactarse estas líneas, mantienen el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

El período actual es muy delicado para las economías en desarrollo, dado el colapso de los ingresos por exportaciones de materias primas, el turismo y la Inversión Directa Extranjera, fuentes de divisas esenciales para tales economías, caída que se ha producido como consecuencia de la pandemia, e ingresos que no se han recuperado todavía o lo han hecho muy parcialmente, según los casos. Frente a ello, el programa estelar de ayuda articulado por el G-20, la *Debt Service Suspension Initiative*, tan solo ha supuesto un alivio en el pago de 5.3 millardos de dólares de intereses sobre la deuda de acreedores públicos entre abril y diciembre de 2020 (nótese que se trata de un aplazamiento, no una condonación). De hecho, solo 43 de los 73 países que podían haberse sumado a la iniciativa lo han hecho. Y únicamente tres han entrado en negociaciones para suspender el pago de la deuda de acreedores privados, sin ningún acuerdo al respecto. Resulta ciertamente decepcionante. El “efecto estigma” de acogerse a este programa, de por sí modesto, y la amenaza de las agencias de rating de castigar a los países que soliciten esas suspensiones con reducciones de sus evaluaciones crediticias, explican que muchos países en desarrollo ni siquiera hayan empleado esa posibilidad de alivio.

En este contexto, esas economías en desarrollo están disfrutando de algunas buenas noticias, que, aunque insuficientes, a corto plazo resultan de ayuda. Por ejemplo, que los resultados sanitarios, al menos en el continente africano, son mucho mejores de lo previsible. La baja edad media de la población, los mecanismos comunitarios de ayuda y transmisión de la información, así como el hábito de hacer frentes a epidemias con indeseable frecuencia, parecen estar detrás de esos resultados, ciertamente no compartidos en otras áreas en desarrollo. Además, se está constatando una vía de transferencia indirecta de renta de los programas de ayuda occidentales hacia el mundo en desarrollo: el aumento de las remesas de emigrantes. Los fuertes subsidios (no pocas veces mayores que los ingresos habituales de los trabajadores inmigrantes) que los Gobiernos de los países desarrollados están desplegando para sustentar la renta de sus ciudadanos, están permitiendo a muchos de esos trabajadores extranjeros aumentar los envíos de remesas a sus países de origen. Por último, ante la ínfima rentabilidad de muchas inversiones financieras en los países desarrollados, y tras sufrir una fuga de capitales sin precedentes en los primeros momentos de la crisis, el mundo emergente y en desarrollo ha conseguido colocar hasta 775000 millones de dólares en bonos en lo que llevamos de 2020, incluyendo 150000 millones en los mercados internacionales. Eso sí, y de manera preocupante, la mayoría son títulos a corto plazo que habrá que refinanciar.

Pese a estas noticias favorables, la estimación del Banco Mundial es que, salvo un cambio radical en el apoyo al mundo en desarrollo, alrededor de 100 millones de personas en esos países podrían caer en la pobreza extrema (que implica vivir con menos de 1.90\$ al día), más que revirtiendo los avances del último quinquenio para el que se disponen de datos cerrados (2013-2017). Ciertamente preocupante.

X.- Cerraremos nuestro *Decálogo* con una de esas situaciones que pasan bastante desapercibidas, pero tienen su relevancia y cuestionan la seriedad de las instituciones. El Banco Mundial se ha visto obligado a suspender la publicación de uno de sus informes de referencia, el *Doing Business*, que recoge una evaluación, presuntamente objetiva y a través de datos fiables, de la facilidad y confianza con la que se puede desarrollar la actividad empresarial en los diferentes países. Dado que las clasificaciones aportadas por este informe influyen en las decisiones de inversión, directa y financiera, de numerosos agentes, la falta de credibilidad de este tiene implicaciones reales para los países, no se trata de un mero divertimento académico.

Ya anteriormente se había puesto en duda la validez del *Doign Business*, por la sensación de que no pocos Gobiernos tomaban más medidas dirigidas a ascender en el ranking (al fin y al cabo, necesariamente basado en un número

limitado de variables) que a mejorar la economía en cuestión. Más serio, el entonces economista jefe del Banco Mundial, el reputado macroeconomista Paul Romer, dimitió en 2018 porque consideró que las valoraciones del Banco Mundial eran sesgadas por motivos políticos. Esta vez, el propio Banco Mundial como institución se ha visto obligado a reconocer que se han producido irregularidades en los datos proporcionados por un buen número de países en desarrollo y emergentes, incluyendo China, que han tenido como efecto más llamativo la mejoría, en un solo año, de nada menos que 30 posiciones por parte de Arabia Saudita. Aunque, como queda dicho, estas irregularidades no parecen ser nuevas, esta vez se revelan de suficiente importancia como para suspender la publicación del informe. Parece poco probable que, cuando regrese, sea una referencia tan considerada como lo ha sido en el pasado.

Al microscopio. Japón y la “Abenomics”. ¿Anticipo para Europa?

La “Revolución” reducida a más de lo mismo...y a estabilidad

Una famosa definición de locura, atribuida a diferentes personajes históricos (A. Einstein, M. Twain, B. Franklin, entre otros) la presenta como “hacer lo mismo una y otra vez esperando obtener resultados diferentes”. La economía japonesa anduvo más de dos décadas, desde la implosión de la gigantesca burbuja inmobiliaria y bursátil generada durante los años ochenta del siglo pasado, sumida en un crecimiento tibio, riesgos de deflación, escasa eficiencia de su aparato productivo (salvo su formidable núcleo exportador), superávits exteriores paralelos a elevadas tasas de ahorro interno, y un sistema bancario en crisis casi perenne, mientras aplicaba una y otra vez las mismas recetas: expansión monetaria, convencional y no convencional, más creciente endeudamiento público. En diciembre de 2012, un nuevo Primer Ministro²⁰, Shinzo Abe, miembro del Partido Liberal Democrático (PLD), casi siempre en el poder desde la Segunda Guerra Mundial, llegaba al Gobierno con un programa económico, pronto conocido como “Abenomics”, llamado, de acuerdo con su propio impulsor, a transformar la economía nipona. Una combinación de políticas macroeconómicas y reformas estructurales debía cimentar el éxito.

El 28 de agosto de 2020, tras al período en el cargo más largo de cualquier Primer Ministro en el Japón moderno, S.Abe presentaba su dimisión ante lo que él mismo estimó podían ser serias dificultades para ejercer correctamente sus funciones debido a los problemas crónicos derivados de una colitis ulcerosa que se había agravado. Ha sido sustituido en el cargo por su jefe de Gabinete, Yoshihide Suga, lo que anticipa una dosis considerable de continuismo, al menos en el corto plazo. En este *Al Microscopio* pretendemos evaluar los procesos y resultados de la Abenomics. Veremos cómo, en realidad, ésta ha diferido poco, con modestas excepciones, de políticas anteriores, con muy limitados avances en las medidas estructurales y las mismas políticas macroeconómicas, aunque intensificadas, en especial la monetaria. Y, como la economía japonesa no sufre de locura, los resultados han sido más de lo mismo.

Eso sí, en un entorno de mayor estabilidad interna en términos de gobernanza, buenas relaciones con el exterior (con las excepciones, en ciertos períodos, de China y Corea del Sur), y un giro nacionalista más filosófico que efectivo, aspectos a los que, lógicamente en el ámbito en el que se inscribe este *Informe*, no prestaremos más que una atención marginal. Finalmente, nos preguntaremos si lo acontecido en Japón en las últimas décadas es un anticipo del futuro de Europa.

Presentando la economía japonesa: un declive continuo, sin dramatismos, pero sin freno

En 2020, Japón dista de parecerse a la potencia ascendente que, a mediados de la década de los años ochenta del pasado siglo, los analistas más aventurados anunciaban podría sustituir a Estados Unidos como primera economía mundial²¹. El progresivo pero prolongado declive en su dinamismo económico (a la par que el demográfico) mantiene al país como el más desarrollado del continente asiático, pero con una pérdida de posiciones tanto respecto a otros países ricos como, especialmente, en relación con el área económica más cercana, Asia emergente, la que ha experimentado un mayor crecimiento económico en el pasado cuarto de siglo. Señalado esto, no podemos olvidar que se trata de una economía desarrollada, que dispone de los recursos suficientes para, con las políticas adecuadas, frenar e incluso revertir ese declive. Señalemos algunos datos al respecto.

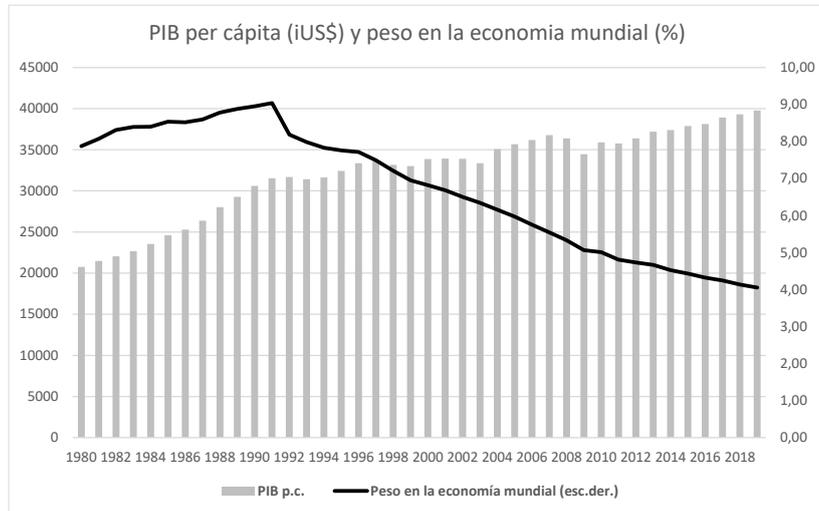
El *Gráfico 1* revela el contraste entre el fuerte crecimiento de la renta per cápita japonesa en los referidos años ochenta (3.9% anual) y el muy modesto avance posterior (0.9% al año). Igualmente, mientras la primera década mostrada en el *Gráfico* llevaba a Japón al máximo de su peso en la economía global (superó el 9% en 1991), las posteriores reflejan un sensible descenso hasta el 4% actual. En tamaño absoluto, Japón presenta en estos momentos la cuarta economía

²⁰Relativamente nuevo, por cuanto ya había ocupado el cargo entre 2006 y 2007, cuando ya se vio obligado a dimitir por motivos de salud.

²¹Pronóstico cuyo desacierto solo fue superado por quienes afirmaron en décadas previas que sería la Unión Soviética quien reemplazaría en la primacía global a la superpotencia americana.

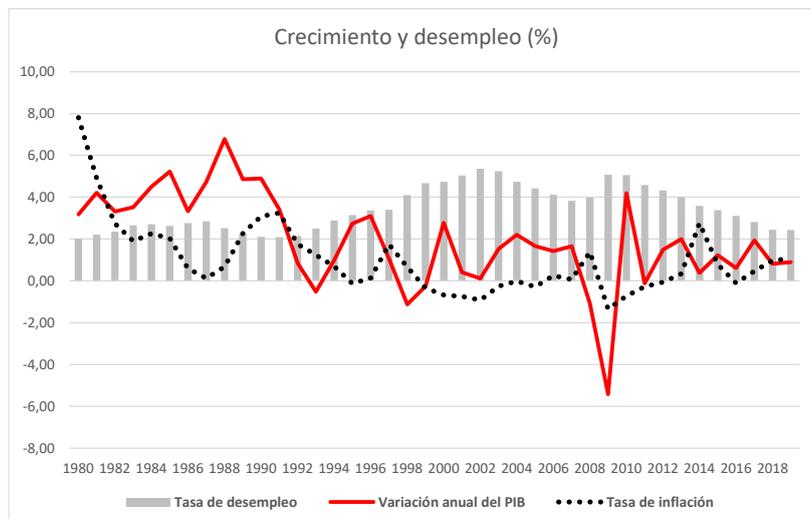
mundial (tras las de China, Estados Unidos e India) y, aunque el *Global Competitiveness Report* sitúa todavía al país como el quinto más competitivo del mundo, muchos otros indicadores (Índice de Desarrollo Humano, Índice de Prosperidad Legatum, Índice de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial, por citar alguno), emplazan a Japón en posiciones entre la 20ª y la 30ª globales, en línea con su renta per cápita (28ª del mundo). País avanzado, pero ya no de vanguardia.

Gráfico I.- PIB per cápita (US\$; PPA) y peso en la economía mundial (%; PPA)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Gráfico II.- Crecimiento económico e inflación (%). Tasa de desempleo (% de la población activa)

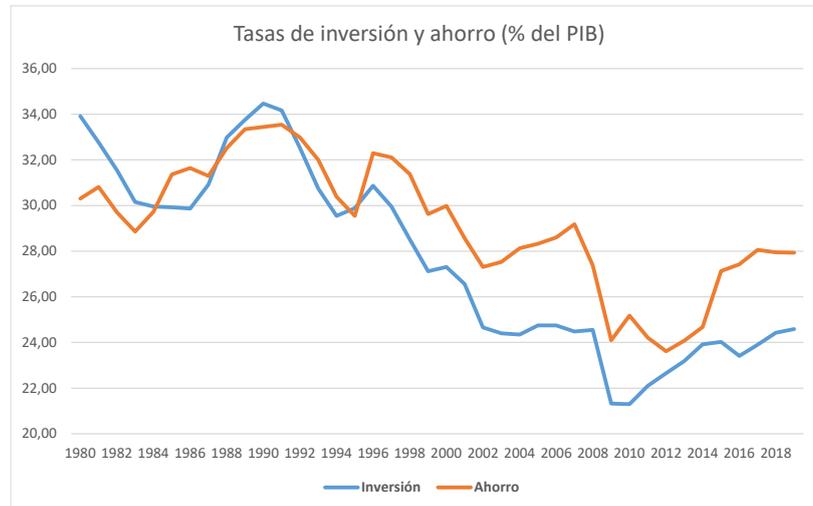


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Inevitablemente, detrás de este declive se encuentra la incapacidad para estimular el crecimiento económico tras el final del boom inmobiliario y financiero de los ochenta. Apenas un 0,9% de crecimiento anual medio del PIB real (*Gráfico II*), fruto de la atonía perpetua de la demanda interna, particularmente, aunque no solo, la de consumo. El ahorro, no solo de las familias, sino el empresarial, en forma de beneficios no distribuidos (y no reinvertidos en el interior del país), ha venido superando sistemáticamente una decreciente tasa de inversión (en relación al PIB) desde hace 25 años (*Gráfico III*), haciendo depender el crecimiento de las exportaciones, habitualmente más dinámicas que las importaciones y sustento de un ininterrumpido superávit por cuenta corriente (el último déficit exterior japonés data de 1980), como muestra el *Gráfico IV*. Por supuesto, esto ha supuesto el despliegue de una posición como acreedor internacional sin comparación (Japón mantiene el mayor nivel de ahorro financiero en el exterior de cualquier país), y el establecimiento, mediante inversión directa, de una poderosa estructura productiva fuera de Japón, en especial en el sureste asiático. Todo lo cual ha generado crecimiento en otros países e ingresos repatriados para Japón,

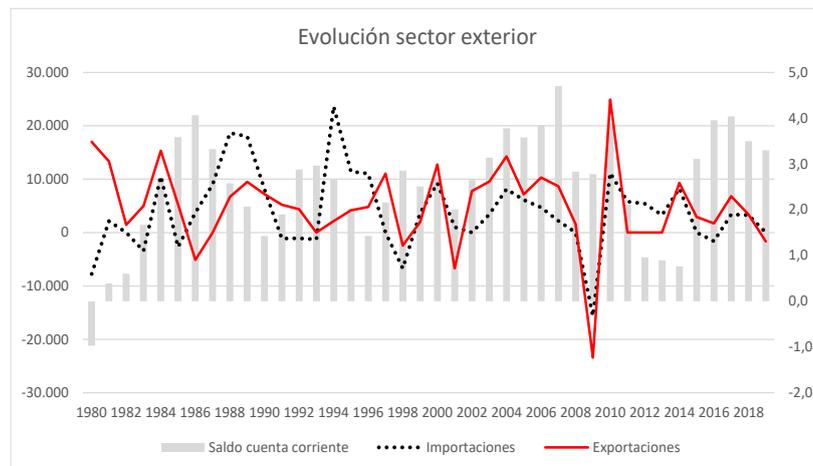
pero no crecimiento interno. De hecho, esa débil demanda ha dado lugar a una de las señas de identidad más conocida de la economía japonesa de las tres últimas décadas: la ausencia de inflación (*Gráfico II*). La media anual de crecimiento de los precios ha sido del 0.3%, muy lejos de los niveles que se entienden como deseables en el conjunto de países desarrollados, con un flirteo continuo con la deflación (los precios descendieron en doce de los últimos veinticinco años).

Gráfico III.- Tasas de ahorro e inversión (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Gráfico IV.- Evolución de exportaciones e importaciones (%). Saldo por cuenta corriente (% del PIB)

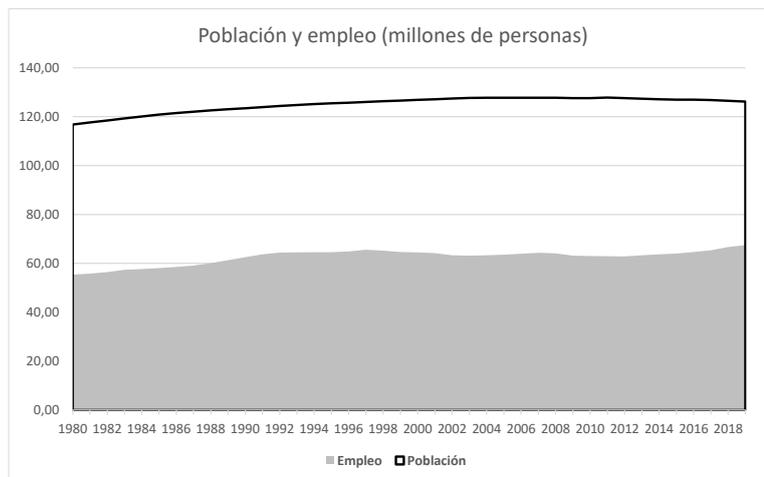


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

El estancamiento económico japonés se ha ligado con frecuencia, y (solo parcialmente) con razón, a un paralelo estancamiento demográfico (*Gráfico V*), que, con el consiguiente envejecimiento, limita el crecimiento de la fuerza laboral y potencia el ahorro en detrimento del consumo. Con todo, no debe olvidarse que la densidad demográfica de Japón, hoy, se sitúa alrededor de los 330 habitantes por kilómetro cuadrado, ostensiblemente superior a la de cualquiera de las potencias occidentales. No se trata de un país deshabitado ni de una carencia de trabajadores (si se arbitraran las reformas necesarias).

Por lo demás, la limitada incorporación de jóvenes al mercado laboral y el anquilosamiento del mercado de trabajo japonés, que, salvo para las cohortes más recientes, prima una permanencia extrema en el mismo puesto, protegiendo mucho más a los empleos que a los trabajadores, supone que la tasa de desempleo (*Gráfico II*) es muy inferior a las habituales en Europa e incluso en Estados Unidos (el promedio de paro en Japón es del 3.9% en los últimos treinta años). Eso sí, un mercado laboral con una tasa de actividad femenina catorce puntos inferior a la masculina, poco amable para el ascenso de los jóvenes y con salarios reales virtualmente estancados, pese a la inflación casi nula, desde hace muchos años.

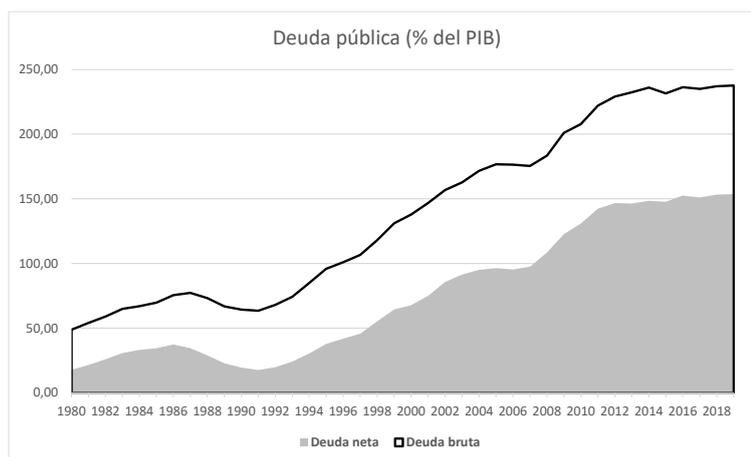
Gráfico V.- Evolución de la población y el empleo (millones de personas)



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Ante la insuficiencia de la demanda externa para sostener un crecimiento económico carente un suficiente dinamismo de la demanda privada interna, los sucesivos Gobiernos japoneses de la última década del siglo XX y la primera del siglo XXI, casi todos del PLD, apostaron por una estrategia en la que los estímulos públicos, en especial sucesivos planes de expansión fiscal, debían constituirse en el pilar del crecimiento. Los datos ya mostrados son elocuentes respecto al fracaso de la estrategia. Aunque el tipo de interés de referencia no ha alcanzado el 1% desde principios de los noventa, la desconfianza instalada tras la implosión de la doble burbuja, un sistema bancario con problemas sistemáticos y cuya reforma se dilató en el tiempo, el escaso crecimiento demográfico y el aún menor de los salarios reales, con el añadido del efecto desincentivador sobre el gasto de los episodios deflacionistas, se combinaron para explicar la falta del despegue del consumo privado en toda esta etapa. Y, mientras, la deuda pública inició una espiral creciente (*Gráfico VI*), que ha situado a Japón en una categoría aparte del resto del mundo en cuanto al nivel de alcanzado por la misma²². Retornaremos al tema de su financiación más adelante.

Gráfico VI.- Deuda pública bruta y neta ((% del PIB)



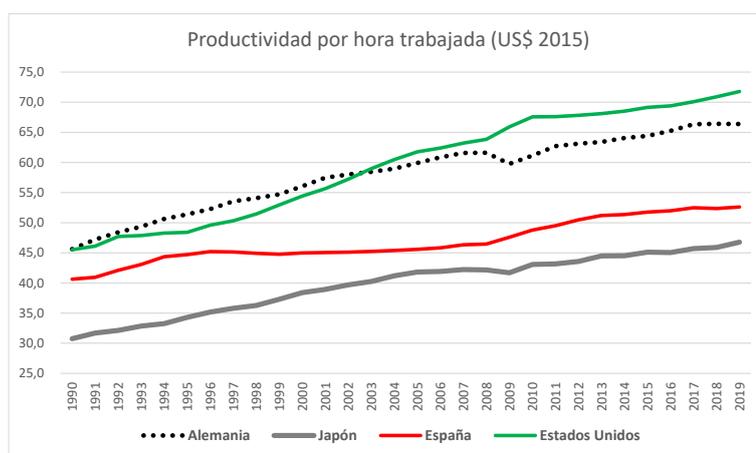
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

¿Qué es lo que se ignoró durante dos décadas en Japón? Las requeridas reformas estructurales. Si la reestructuración del sistema bancario, masivas fusiones incluidas, se retrasó en exceso y no ha conducido a una mejora suficiente de

²²La diferencia entre el nivel bruto y neto de la deuda pública nipona es también inusualmente elevada, lo que implica que existen instituciones públicas que atesoran, en particular el Government Pension Investment Fund (el mayor fondo de pensiones del mundo, con más de billón y medio de dólares de activos), grandes cantidades de deuda pública del país. Pero incluso el nivel de deuda *neto*, 150% del PIB, excede el de deuda *bruta* de casi todos los países del mundo (Grecia es una excepción).

los resultados del aquél (la rentabilidad sobre activos de la banca japonesa viene siendo inferior, incluso en los últimos años, a la europea, que de por sí se considera muy baja y altamente problemática), otras reformas apenas se intentaron o no lo hicieron en absoluto: mercado laboral, política migratoria, excesiva burocracia, en particular en el ámbito de los negocios, mejora del capital humano y tecnológico en las PYMEs, protagonismo desmedido del lobby del sector primario, tratamiento fiscal excesivamente generoso con los beneficios no distribuidos, política industrial sesgada en favor de los grandes conglomerados, escasa capacidad de los accionistas para modificar las decisiones de los Consejos de Administración... El resultado de esa carencia de reformas se expresa, mejor que en ningún otro ámbito desde la perspectiva del autor de este *Informe*, en el espectacular déficit que experimenta Japón en una variable tan crítica para entender el comportamiento de una economía como es la productividad del trabajo. El *Gráfico VII* y la *Tabla I* ilustran ese diferencial negativo, que no solo sitúa a Japón a una distancia abismal de países con los que habitualmente se compara, como Estados Unidos o Alemania, sino que lo emplaza por detrás de España, una economía cuyos problemas de productividad son bien conocidos.

Gráfico VII.- Productividad por hora trabajada (US\$ constantes de 2015). Economías seleccionadas



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE

Tabla I.- Explicando el diferencial en el PIB per cápita (2019)

PAÍS	PIB per cápita	Productividad por hora trabajada	Horas trabajadas por persona	Tasa de empleo
Estados Unidos	100	100	100	100
Alemania	82.4	92.5	79.4	112.1
España	62.7	73.3	96.8	88.5
Japón	69.6	65.2	94.4	113.1

Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE

Como puede observarse, con datos de 2019, el nivel de renta per cápita japonés se encuentra a 30 puntos del estadounidense. La brecha de productividad, más de un tercio inferior en Japón, explica más del 100% de esa diferencia, que se compensa, en muy pequeña parte, por la mayor tasa de empleo japonesa²³.

Shinzo Abe, las tres flechas y el verdadero arquero

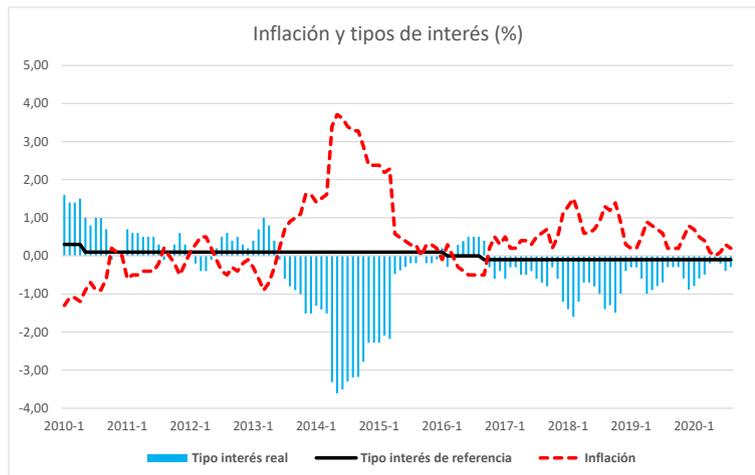
Así pues, el entonces nuevo Primer Ministro, Shinzo Abe, aterriza en el cargo a finales de 2012 con el reto de hacer renacer el crecimiento económico del país. Además de sus problemas estructurales, Japón aún lidiaba entonces con las secuelas finales del impacto de la crisis financiera global, así como del accidente nuclear de Fukushima en marzo de 2011. Para la consecución de sus objetivos en el ámbito económico, Abe define tres líneas de actuación principales, las “tres flechas” que pasarán a definir la Abenomics.

La primera permitiría aplicar aquel viejo adagio de que para tal viaje no hacían falta tantas alforjas: más, mucha más,

²³A partir de 2013, el empleado medio estadounidense comenzó a trabajar más horas que su equivalente nipón, como refleja la *Tabla I*, lo que supone un cambio en la norma histórica.

expansión monetaria. El nombramiento en febrero de 2013 de Haruhiko Kuroda como nuevo Gobernador del Banco Central de Japón (BoJ), así como la posterior de otros miembros en el Consejo de Gobierno del Banco con la misma visión (eliminando poco a poco a los partidarios de una política monetaria más ortodoxa), va a poner, si se me permite la metáfora, a un convencido arquero a disparar la primera flecha. En los siete años transcurridos, Kuroda ha reducido el tipo de interés de referencia todavía más, hasta un nivel inferior a cero (*Gráfico VIII*), generando tipos reales casi continuamente negativos; ha elevado el tamaño del balance del BoJ, ya antes de la pandemia, por encima del 100% del PIB (*Gráfico IX*); ha adquirido activos públicos y privados de toda índole y condición, incluido un significativo volumen de acciones de las principales compañías niponas; y ha delimitado no solo los tipos de corto plazo, sino los de largo plazo, en particular los correspondientes a la deuda pública a diez años. Además, en la primera fase de su mandato, intervino en los mercados de divisas para depreciar el yen.

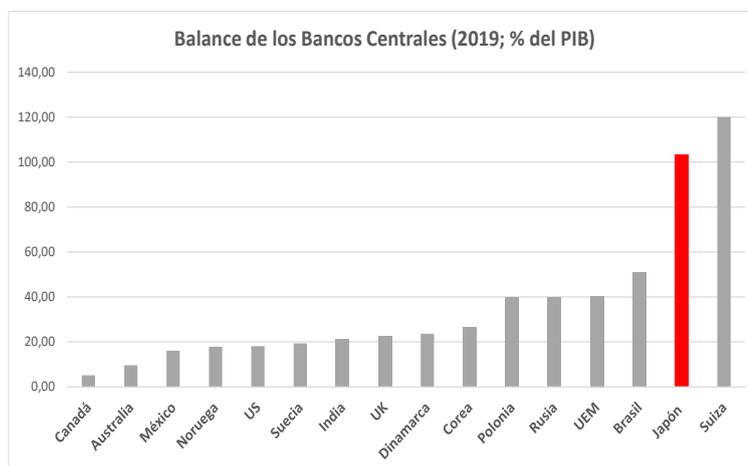
Gráfico VIII.- Inflación y tipos de interés de referencia del Banco Central (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS

Nota: Tipo de interés real calculado como diferencia entre el tipo de referencia y la inflación.

Gráfico IX.- Tamaño del Balance de los Bancos Centrales (% del PIB). Economías seleccionadas



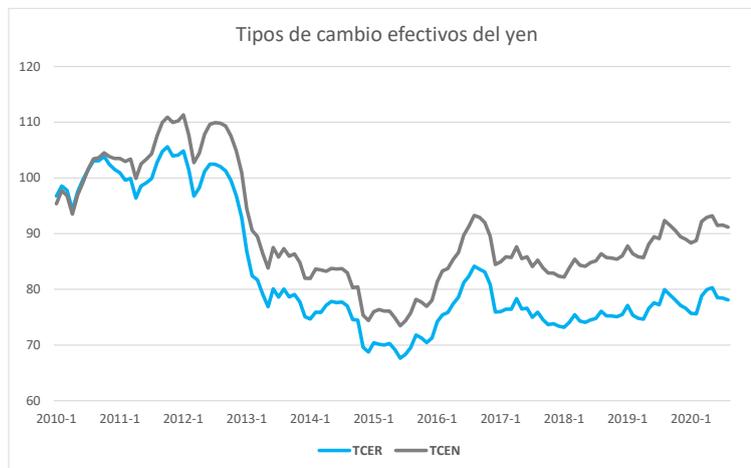
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI

Si el lector esperaba encontrar un repunte significativo del crecimiento y/o la inflación gracias a esta masiva expansión monetaria, le invito a que revise los *Gráficos II y VIII* para que abandone esa esperanza²⁴. La solución a los problemas japoneses no está en articular una política monetaria expansiva hasta el infinito. Esta sería la primera enseñanza sobre la Abenomics... aunque tiene un corolario: si la expansión monetaria es capaz de depreciar seriamente la moneda, supone un impulso al crecimiento. Así ocurrió en Japón en los primeros meses de la Abenomics, cuando la severa

²⁴Para el observador minucioso, el salto de la inflación en el año 2014 se explica por las consecuencias a corto plazo sobre los precios de la subida del IVA (que, para la muy reducida tasa japonesa, supuso casi duplicarlo – pasó del 5% al 8%).

depreciación del tipo de cambio del yen (*Gráfico X*) estimuló las exportaciones y con ello el crecimiento. Pero, de nuevo, a través de la demanda externa, con efectos limitados en el tiempo y con el riesgo de actuaciones de sentido similar por parte de los socios comerciales.

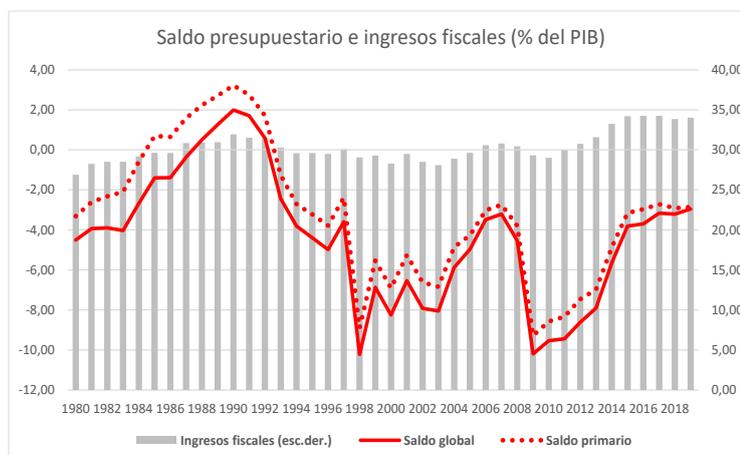
Gráfico X.- Tipos de cambio efectivos del yen (2010 = 100)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS

La segunda flecha del carcaj, ésta bajo la responsabilidad del propio Gobierno Abe, implicaba un ajuste complicado de la política fiscal. Mientras el tenor general de la misma se pretendía que fuese moderadamente expansivo (pero con un gasto más eficiente que en las décadas anteriores), el nuevo Gobierno percibía la amenaza de una deuda bruta ya en el 230% del PIB. Por ello, mientras los Planes extraordinarios de expansión del gasto público, como complemento al ya aprobado en los presupuestos ordinarios, se convirtió en un clásico de la Administración Abe, se ha procedido a un doble aumento del IVA (el ya mencionado de 2014 y a finales de 2019, cuando se situó en el 10%), aumentando la recaudación fiscal, que ronda en los últimos ejercicios el 34% del PIB, un máximo histórico. Con ello (*Gráfico XI*), el déficit público se ha contraído hasta alrededor del 3% del PIB, lo que debe sumarse a un coste ínfimo de la financiación de la deuda (el déficit primario casi coincide con el global, lo que revela el mínimo pago de intereses) para entender cómo el crecimiento de la montaña de endeudamiento público se ha ralentizado (nótese que estos apuntes corresponden a la situación previa a la pandemia), como puede contrastarse en el *Gráfico VI*. Aunque se trata, en su conjunto, de un adecuado ejercicio de prudencia, que no de restricción, fiscal, no ha servido tampoco para reflotar el crecimiento, ni para dejar las cuentas públicas en mejor situación ante la posibilidad, tristemente materializada, de una nueva crisis que deteriorase uno y otras, como ha ocurrido con las consecuencias de la COVID-19.

Gráfico XI.- Cuentas públicas. Variables seleccionadas (% del PIB)



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS

Ciertamente, la posibilidad de continuar sin mayores perturbaciones la gestión de un país con un nivel de deuda

inasumible para la práctica totalidad del resto de economías (es decir, la existencia del altísimo margen fiscal del que goza el Gobierno nipón), se debe a algunas singularidades de la economía japonesa. Primero, la elevada tasa de ahorro privada, con una ciudadanía habituada a invertir buena parte de esos fondos en deuda pública, pese a su baja rentabilidad (no tanto en términos reales, dada una inflación casi nula en el promedio de los últimos 25 años, como ya se ha indicado). Segundo, la actividad cada vez más intensa del BoJ no solo en la adquisición de deuda, sino en limitar el coste de esta para el Gobierno. El *Gráfico XII* muestra el extremo al que ha llegado esa intervención, con tipos de interés a diez años en valores negativos. Tercero, y como consecuencia de lo anterior, el Gobierno japonés se preocupa poco de las posibles dudas de los inversores foráneos derivadas del nivel de endeudamiento, dado que más del 90% de la deuda pública del país está en manos japonesas, un porcentaje excepcionalmente alto.

Gráfico XII.- Tipo de interés de los bonos a diez años del Gobierno japonés (%)



Fuente: elaboración propia. Datos: BoJ

La tercera flecha, la más novedosa, la que precisaba Japón, apenas ha sido disparada. ¿Qué ha ocurrido en los casi ocho años de Gobierno Abe con las reformas estructurales? Algunas, no las principales, se han puesto en marcha. Por ejemplo, se ha reducido la influencia del lobby agrario del PLD, lo que ha dado margen a avanzar en algunos acuerdos comerciales. En este ámbito, Japón lideró el tránsito del Transpacífico Partnership Agreement, acuerdo de libre comercio que iba a intensificar las relaciones comerciales de todas las economías relevantes de la región del Pacífico (salvo China), hasta que fue abandonado por la Administración Trump, hacia el ahora interminablemente denominado Comprehensive and Progressive Agreement for Transpacífico Partnership. Una muestra de la cooperación internacional que, con algún que otro escollo, y más gestos que resultados, ha sido un objetivo del Gobierno Abe. A valorar también el inicio de la liberalización del mercado eléctrico. O los estímulos a prolongar la vida laboral. Poco más.

Las reformas esenciales, las que podrían poner en marcha una nueva economía y elevar los tristes niveles de productividad del país, o se han apenas apuntado o ni tan siquiera eso. No ha habido una reforma integral del mercado laboral. Tampoco de la burocracia del país, lo que se apunta como una prioridad del nuevo Primer Ministro, Y. Suga. Éste también desea volcarse en la digitalización del sector público, se entiende que abriendo camino a una mayor innovación en el sector privado, en especial de las notablemente ineficientes PYMEs japonesas. La demandada reforma fiscal para movilizar los beneficios no distribuidos de las empresas y que lleguen a los ciudadanos vía dividendos, tampoco ha tenido lugar. En cuanto al sistema bancario, su eficiencia limitada y rentabilidad paupérrima parece también requerir nuevas medidas. Y las intenciones, y hasta normas, articuladas por S. Abe en pro de un incremento de los salarios reales han quedado olvidadas...entre otras cosas porque conviene elevar la productividad antes que los salarios. De una nueva política migratoria que permita dinamizar la pirámide demográfica y la fuerza laboral, nunca se supo.

Son, por tanto, muchos los deberes que quedan pendientes después de la Abenomics, y, mientras no se resuelvan, cabe anticipar que el suave pero firme declive de Japón tiene todos los visos de continuar.

¿Es éste el futuro de Europa?

No son pocos los autores que han establecido un paralelismo entre los acontecimientos, aproximados en las páginas precedentes, acaecidos desde los años 90 en la economía (y la sociedad) japonesa, y lo que puede acontecer en Europa, en particular su parte occidental, desde ya y para el futuro. El detalle de la situación europea debe ser objeto de un análisis diferenciado, pero presentamos como cierre de este *Al Microscopio* la *Tabla 2*, en la que, sin ánimo de exhaustividad, se

subrayan algunos de los rasgos que caracterizan la evolución japonesa de las tres últimas décadas y se apunta la medida en que pueden localizarse para el caso de la Unión Europea. Las similitudes son abundantes y, como tales, preocupantes como señal de la potencial futura trayectoria europea.

Tabla II.- ¿Será Europa un nuevo Japón?

<i>Característica de la economía y la sociedad japonesas</i>	<i>¿Se reproduce en la Unión Europea?</i>
Crecimiento vegetativo natural negativo	SÍ
Limitaciones severas a la inmigración	NO, pero probables
Notable envejecimiento demográfico	SÍ
Insuficiencia de reformas estructurales	SÍ
Brecha creciente entre empresas de vanguardia y seguidoras	SÍ
Deficiente preparación de la PYMEs ante la nueva economía	SÍ (varía según países)
Mediocre crecimiento de la productividad	SÍ (varía según países)
Obstáculos burocráticos y de grupos de presión a las reformas pro-crecimiento	SÍ (varía según países)
Creciente deuda pública, hasta niveles sin precedentes	SÍ (varía según países)
Tipos de interés en mínimos a corto plazo	SÍ
Tipos de interés en mínimos a largo plazo	SÍ
Política monetaria convencional y no convencional de un tono expansivo sin precedentes	SÍ
Aumento de la tasa de ahorro privado	Limitado
Rentabilidad muy limitada de un sistema bancario con problemas estructurales	SÍ
Aumenta la dependencia de la demanda exterior para el crecimiento	SÍ
Significativo superávit comercial / por cuenta corriente.	SÍ
Serios costes de una posible extensión de las barreras proteccionistas	SÍ

Fuente: elaboración propia.



VCFI[®]
Valencia Containerised
Freight Index

Editado por:



Panelistas:

