documentos de economía "la Caixa"

N.º 21 ABRIL 2011

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó

Marta Noguer

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

”la Caixa”

Estudios y Análisis Económico
Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
Tel. 93 404 76 82
Telefax 93 404 68 92
www.laCaixa.es/estudios
Correo-e: publicacionesestudios@lacaixa.es

La responsabilidad de las opiniones emitidas en los documentos de esta colección corresponde exclusivamente a sus autores. LA CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA no se identifica necesariamente con sus opiniones.
© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona - ”la Caixa”, 2011
© Marta Noguer

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

N.º 21 ABRIL 2011

La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó

Marta Noguer*

* Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".

Resumen:
El desplome de la actividad económica durante la Gran Recesión vino acompañado de un súbito y drástico hundimiento del comercio internacional alrededor del globo. Entre julio de 2008 y febrero de 2009, el valor nominal de las exportaciones mundiales cayó un 36%. A pesar del carácter pro cíclico del comercio, dicho colapso desprende rasgos de excepcionalidad y nuestro análisis así lo confirma. El desplome comercial durante la crisis se debió, fundamentalmente, a un retroceso sincronizado y generalizado de la demanda que habría afectado en mayor medida a sectores que pesan más en el comercio que en el producto interior bruto. Por otra parte, aunque la influencia de la escasez del crédito habría sido menor, no podemos descartar un cierto impacto. En cuanto a perspectivas futuras, prevemos una moderación del ritmo de recuperación actual del comercio y un cambio de tendencia respecto al ciclo anterior a la crisis.

Palabras clave: comercio internacional, ecuación de gravedad, costes de transacción
Códigos JEL: F14, F53, F15, C23

Abstract:
The fall in economic activity during the Great Recession was followed by a sudden and severe plunge in international trade flows around the globe. Between July 2008 and February 2009, the nominal value of world exports fell by 36%. Despite the pro-cyclical nature of trade, such a drop distills traits of exceptionality that our analysis underscores. The drop in international trade during the crisis was fundamentally due to a synchronized and generalized fall in global demand with a greater impact on sectors that weigh more in trade than in gross domestic product. On the other hand, although credit shortages seem to have played a minor role, we cannot rule out an adverse impact on trade during the crisis. Regarding future perspectives, we foresee a moderation in the recent pace of the recovery of trade flows and a change in trend with respect to the pre-crisis cycle.

Keywords: international trade, gravity equation, transaction costs
JEL Codes: F14, F53, F15, C23

ÍNDICE

1. Introducción 5

2. Radiografía del «Gran Hundimiento» 7
   2.1. Súbito y severo 7
   2.2. Generalizado y sincronizado 9
   2.3. Los servicios resistieron mejor 11
   2.4. La crisis del comercio en España 12

3. ¿Por qué se hundió... tanto? 16
   3.1. *Shock* de demanda y efecto composición 16
   3.2. Rotura de nexos comerciales 17
   3.3. Restricción del crédito comercial 18
   3.4. Barreras formales: Repunte proteccionista 19

4. Contraste empírico: ¿demanda o crédito? 22
   4.1. ¿Desplome de la demanda, escasez de crédito o ambos? 25

5. Recuperación en curso: perspectivas 30

6. Conclusiones 32

Anexo 34

Referencias 34

1. Introducción

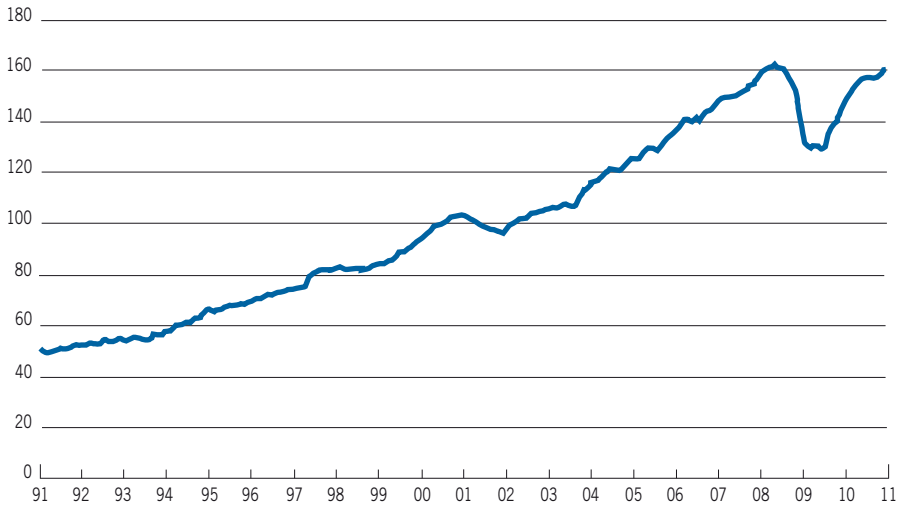
«Las crisis, aunque atemorizan, nos sirven para cancelar una época e inaugurar otra.»
(Eugenio Trías)

El estallido de la crisis financiera en 2007 sumió a la economía mundial en su recesión más severa y generalizada desde la Gran Depresión. El desplome de la actividad económica vino acompañado de un drástico hundimiento de los flujos comerciales alrededor del globo; un dato significativo aunque no inesperado si se tiene en cuenta el carácter pro cíclico del comercio: en las cuatro últimas recesiones de calado (1975, 1982, 1991 y 2001, exceptuando la que nos ocupa), la magnitud del retroceso comercial fue, en promedio, cinco veces superior a la caída del PIB[1].

Aun así, en el episodio reciente, conocido ya como la *Gran Recesión,* la caída del intercambio comercial entre países desprendió rasgos de excepcionalidad: por un lado, su carácter súbito y generalizado; por otro, su abultada dimensión. Entre el segundo trimestre de 2008 y el primero de 2009, las exportaciones mundiales de mercancías cayeron, en términos nominales, un 36%, retrocediendo hasta niveles de 2005. La diferencia entre dicha magnitud y el retroceso del producto interior bruto es significativa: entre diciembre de 2007 y diciembre de 2009 el PIB mundial cedió un también notable, pero claramente más comedido, 5%[2].

A tan brusca caída del intercambio comercial le siguió una recuperación no menos sorprendente, tanto por su prontitud como por su celeridad. A partir del tercer trimestre de 2009, los flujos de comercio encauzaron su remontada a un ritmo también superior al del PIB. Dicho avance prosigue y el volumen de comercio internacional roza ya niveles precrisis (véase gráfico 1.1). Recientemente, sin embargo, su continuidad se ha puesto en entredicho por varios motivos.

GRÁFICO 1.1 **La segunda gran globalización: ¿tendencia interrumpida?**
Volumen de comercio mundial (Promedio 2000 = 100)



FUENTE: Global trade monitor, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y elaboración propia.

1. Freund, 2009.
2. En términos nominales, según datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Para empezar, la perspectiva de moderación del avance económico en los próximos meses y, sobre todo, la persistencia del elevado desempleo en algunos países avanzados (en especial EE.UU.) han propiciado la reactivación de ciertas presiones proteccionistas. Aunque hasta la fecha, y a diferencia de lo ocurrido a raíz de la Gran Depresión, la crisis no ha conllevado un aumento significativo de las barreras formales al comercio, quienes creen firmemente en los beneficios del intercambio comercial han alertado del riesgo creciente de que tales presiones acaben traduciéndose en la reemergencia de obstáculos regulatorios al libre comercio, truncando el avance de su recuperación.

Por otra parte, dicha recuperación comercial se ha nutrido, fundamentalmente, de la paulatina remontada de la demanda global y ésta, a su vez, de la implementación de estímulos de muy diversa índole. Por ello, ante la progresiva retirada de dichas ayudas y un escenario de moderación del ritmo de actividad global de cara a 2011, hay quien pondera el riesgo de un segundo bache del comercio, en línea con los temores que suscita la posibilidad de una recuperación económica en forma de W (*double-dip recession*) o una recuperación sin suficiente creación de empleo. Aunque dicho bache no se produjera, los vaivenes del volumen de comercio en los últimos meses no han hecho más que avivar las dudas que suscita la continuidad de su remontada así como la sospecha de un cambio de tendencia.

Tales dudas no carecen de fundamento: el dinamismo de la demanda es, al fin y al cabo, un factor determinante del porvenir del comercio. Con todo, no es el único, y la relación entre ambos es, como poco, compleja. Por ello, antes de aventurar cualquier suerte de pronóstico sobre el discurrir futuro de los flujos de comercio internacional, cabe abundar, por un lado, en cuáles son sus fundamentos y, por otro, en las características y las causas de su más reciente hundimiento.

Ello constituye precisamente el objetivo de este documento y, a tal fin, se estructura como sigue. El apartado 2 elabora una radiografía del reciente desplome comercial, de su magnitud y su alcance. En el tercero, se discuten las distintas hipótesis que explicarían su carácter excepcional y que incluyen tanto argumentos de demanda como de oferta. En el apartado cuarto, se valoran las hipótesis predominantes a partir de un ejercicio empírico que parte de un modelo de gravedad del comercio. Por último, el apartado 5 esboza el escenario más probable de perspectivas futuras que de todo ello se deriva. Dicho escenario contempla una recuperación más gradual del comercio de ahora en adelante y un cambio de tendencia (moderación del ritmo de avance) respecto al ciclo anterior a la crisis.

2. Radiografía del «Gran Hundimiento»

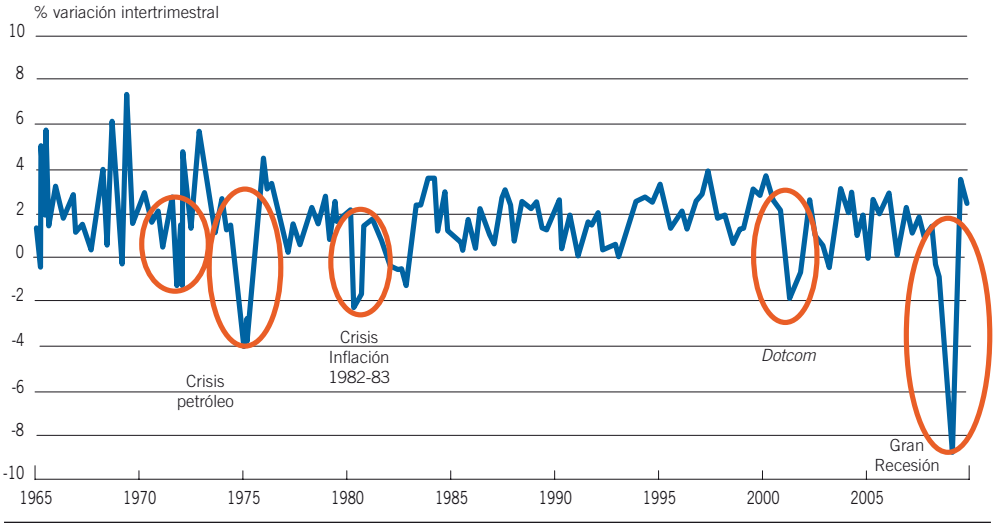
Sin duda alguna, la reciente crisis financiera se hará un hueco en los libros de historia y no sólo por la peculiaridad de su detonante (las hipotecas *subprime*), sino, sobre todo, por su severidad, su alcance global y la rapidez con la que se transmitió alrededor del globo. Con una simultaneidad pavorosa, la agresividad de su onda expansiva acabó contagiando a la práctica totalidad de los países industrializados y a la gran mayoría de emergentes, sumiendo a muchos de ellos en la mayor crisis económica en casi ocho décadas.

Y, si bien la parada en seco de los mercados financieros dio el pistoletazo de salida, la principal vía de contagio de la crisis económica global fue mucho más «real»: los flujos de comercio. Unos flujos que, parafraseando a Baldwin y Evenett (2009), sufrieron un «colapso súbito, severo y sincronizado» en el último trimestre de 2008, arrastrando al pozo de la recesión a un país tras otro, independientemente de si guardaban o no hipotecas basura en sus libros bancarios.

2.1. Súbito y severo

Entre su pico, en julio de 2008, y su mínimo, en febrero de 2009, el valor nominal de las exportaciones mundiales retrocedió un 36%. En volumen, la caída acumulada en 2008 fue de un 19%, pero la peor parte se cobró en el último trimestre del año. En un solo mes, entre noviembre y diciembre, y tras ocho años creciendo a una media del 7,5% interanual, cedió un 8%. Una caída, ciertamente, súbita y severa.

GRÁFICO 2.1 **Una caída repentina y severa**
Volumen de exportación mundial de bienes y servicios



FUENTE: OCDE y elaboración propia.

Su abultada magnitud y su brusquedad lo convertían en el desplome más profundo del comercio internacional desde la Segunda Guerra Mundial[3]. Tal y como ilustra el gráfico 2.1, las otras grandes crisis económicas del último cuarto de siglo también hicieron mella en el intercambio de bienes y servicios a escala internacional. Sin embargo, el impacto fue mucho más contenido: el retroceso del comercio global que acarreó la crisis *dot com* o la crisis inflacionaria de 1982-83 fue relativamente moderado y el que siguió a la crisis del petróleo de 1975, aun siendo más acusado, no alcanzó, ni mucho menos, la dimensión del de la última recesión.

Aunque el comercio tiende a ser pro cíclico, la caída de los flujos comerciales que conllevó el último episodio recesivo superó con creces el repliegue de la actividad. Tal y como ilustra el gráfico 2.2, la ratio de comercio sobre el PIB en el grupo de países de la OCDE pasó del 28% al 23% a raíz de la crisis, un retroceso sin precedentes puesto que, desde 1970 (fecha en que se empieza a registrar la serie), dicha ratio nunca había registrado una caída anual de más de 2 puntos porcentuales. Al comparar el volumen de comercio con la evolución de la producción industrial, observamos un patrón similar: en tanto que dicha producción, a nivel mundial, retrocedió un 14% desde su máximo precrisis hasta tocar fondo en el primer trimestre de 2009, el volumen de comercio lo hizo en un 21%.

GRÁFICO 2.2 **Una caída mucho más drástica que la de la actividad**
OECD Ratio Exportaciones/PIB. Datos trimestrales

FUENTE: OCDE y elaboración propia.

Por su parte, los precios de la exportación también se desplomaron, incluso antes que el volumen. Su colapso, a mediados de 2008, fue la clara contrapartida al pronunciado y acelerado ascenso que habían encarrilado antes de la crisis y el reflejo, en gran medida, de la evolución de los mercados de materias primas. A mediados de la década del año 2000, el despegue del mundo emergente apuntaba ya maneras de convertirse en definitivo y ello surtió un impacto evidente sobre la demanda de materias primas, cuyos precios acabaron acusando la creciente presión sobre la oferta y se dispararon en 2007. El carácter comerciable de dichas materias

3. Véase Eichengreen y O'Rourke (2009) para un análisis de lo ocurrido durante la Gran Depresión.

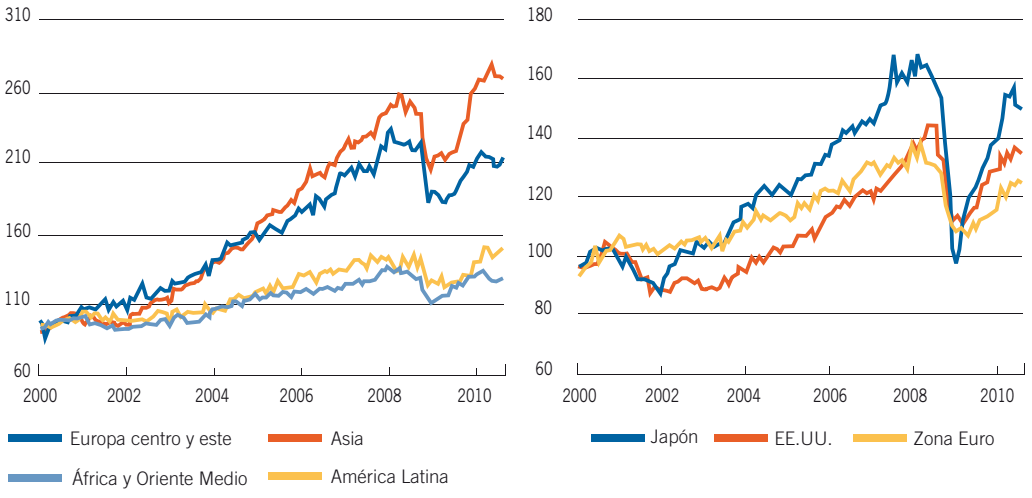
hizo que la tendencia alcista de los precios en los mercados de materias primas se trasladara al precio medio de la exportación; al llegar la crisis, la historia se repitió, pero con el signo opuesto.

2.2. Generalizado y sincronizado

Dado el alcance de la globalización en lo que concierne a comercio de bienes y servicios y teniendo en cuenta la magnitud de su desplome, no es de extrañar que acabara afectando a muchos países y de todo tipo. Sin embargo, resulta un tanto más sorprendente el grado de sincronización del colapso[4]. Los flujos de exportación e importación de todos y cada uno de los 104 países para los cuales la Organización Mundial del Comercio registra datos retrocedieron, casi simultáneamente, entre la segunda mitad de 2008 y la primera de 2009.

Los dos paneles del gráfico 2.3 ilustran ese carácter generalizado y sincronizado del desplome comercial, aun revelando ciertas diferencias. Entre las economías emergentes, el hundimiento más profundo del comercio en Asia y en los países del centro-este de Europa contrasta con un retroceso más moderado en América Latina, África y Oriente Medio. Las diferencias podrían deberse, por un lado, a que el comercio en este último grupo partía de una senda de menor crecimiento en el periodo precrisis y, por otro, a su menor grado de integración comercial con el resto del mundo, en especial América Latina y África, así como el menor peso del comercio industrial. Entre las economías más avanzadas, sobresale el marcado retroceso de la exportación de Japón en relación con el de la Eurozona o Estados Unidos. En contrapartida, la recuperación del potencial exportador también está avanzando más rápidamente en el país nipón que en Estados Unidos y, sobre todo, que en la Zona Euro en su conjunto, cuyas exportaciones son las que están demorando más su remontada[5].

GRÁFICO 2.3 **Una crisis comercial generalizada**
Volumen de exportaciones (Promedio 2000 = 100)



FUENTE: Global trade monitor, CPB Netherland Bureau for Economic Policy Analysis y elaboración propia.

4. Araújo y Martins (2009).
5. En este sentido, Alemania sería una excepción dentro de la Zona Euro.

Así pues, aunque el colapso comercial se dejó sentir por doquier, la magnitud del impacto varió notablemente entre países, habiendo incluso unos pocos que se salvaron de la quema. En el propio seno de la Zona Euro, el comportamiento fue variopinto: mientras en España el valor nominal de las exportaciones retrocedió en torno a un 20% entre 2008 y 2009, en Finlandia rozó el 32% y en Irlanda no superó el 8% (véase tabla 2.1).

TABLA 2.1 **Una crisis comercial generalizada**

Magnitud del retroceso de la exportación de bienes y servicios 2008-2009

>40%	30-40%	20-30%	10-20%	5-10%	0-5%	Aumento
Bermudas	Venezuela	Guinea	Ruanda	Panamá	San Vicente y	Micronesia
Guam	Kazajistán	Azerbaiyán	ESPAÑA	Jordania	las Granadinas	(Estados Federados de)
Trinidad y Tobago	Nigeria	Lituania	Portugal	Barbados	Líbano	Etiopía
Libia	Ucrania	Macedonia (ARY de)	Bélgica	Togo	Santo Tomé	Gambia
St. Pierre	Sudán	Canadá	República de	Guatemala	y Príncipe	Malaui
Palau	Andorra	Irán (República	Moldavia	Costa Rica	Somalia	Vanuatu
Aruba	Federación Rusa	Islámica de)	Francia	Albania	Bután	Ghana
Arabia Saudí	Madagascar	Fiji	Rumanía	Cabo Verde	Santa Lucía	Uganda
Argelia	Islas Cook	Bahrein	Turquía	Nepal	Guyana	Islas Marshall
	Bielorrusia	Noruega	Argentina	Granada	Bangladesh	Niue
	Honduras	Montenegro	Nueva Zelanda	Antigua y Barbuda	Nicaragua	Burkina Faso
	Papúa Nueva Guinea	Islas Malvinas	China, provincia	China, RAE de Macao	Comoras	Namibia
	Finlandia	Emiratos Árabes	de Taiwan	Irlanda		Samoa Americana
	Yemen	Unidos	Chipre	Sierra Leona		Haití
	Catar	Groenlandia	Anguila	Gibraltar		Zimbabue
		Omán	Singapur	Dominica		Tuvalu
		Afganistán	Mauritania	Kenia		
		Tayikistán	Indonesia			
		Suecia	Tonga			
		Corea, Rep.	Marruecos			
		Pop. Dem. de	Israel			
		Armenia	Filipinas			
		Japón	Malta			
		Grecia	Bosnia y Herzegovina			
		Polinesia Francesa	El Salvador			
		Croacia	Camerún			
		Ecuador	Islandia			
		Estonia	Islas Turcas y Caicos			
		Italia	Bahamas			
		Bulgaria	Australia			
		Bolivia (Estado	Corea, República de			
		Plurinacional de)	China			
		Botsuana	Mauricio			
		Jamaica	Estados Unidos			
		Malasia	Luxemburgo			
		Eslovenia	India			
		Letonia	Montserrat			
		Eslovaquia	Mozambique			
		Chile	Seychelles			
		Austria	República Árabe Siria			
		Dinamarca	Perú			
		Paraguay	Egipto			
		Reino Unido	Suiza			
		Congo	Colombia			
		Serbia	Belice			
		México	Saint Kitts and Nevis			
		Brasil	República Dominicana			
		Hungría	Islas Salomón			
		Alemania	Mayotte			
		República Checa	Uruguay			
		Polonia	Pakistán			
		Sudáfrica	Cuba			
		Maldivas	Costa de Marfil			
		Países Bajos	Sri Lanka			
		Túnez	Tailandia			
		Nauru	Georgia			
			Islas Feroe			
			Camboya			
			China, RAE de Hong Kong			
			Santa Elena			
			Vietnam			
			República Unida de Tanzania			

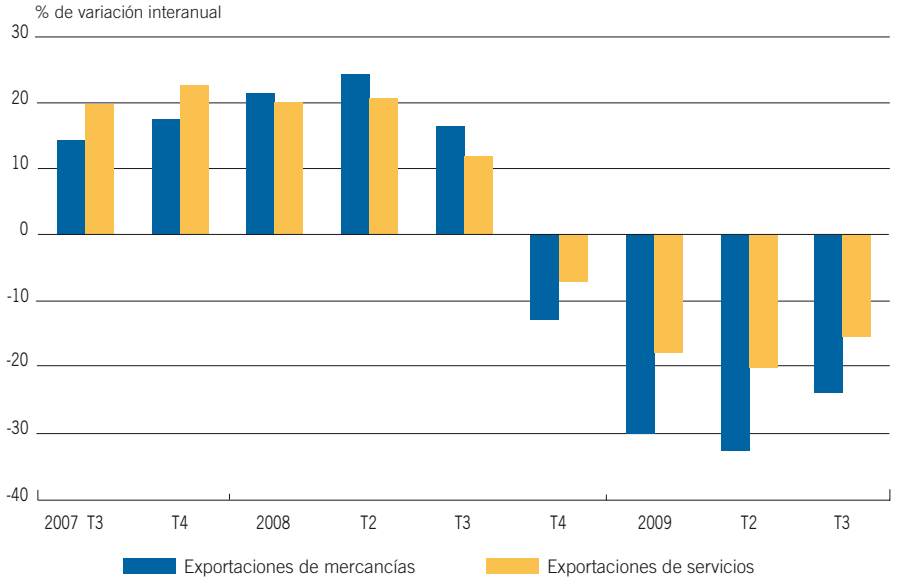
FUENTE: UNCTAD.

2.3. Los servicios resistieron mejor

Del mismo modo que surtió un impacto generalizado geográficamente y coincidente en el tiempo, el reciente colapso del comercio afectó a todo tipo de bienes y servicios[6]. Aun así, también en este caso, hubo diferencias.

En lo que concierne al comercio internacional, el sector que mejor resistió la crisis fue, sin duda, el terciario. En el cómputo agregado de la OCDE, el comercio en servicios no llegó a caer más de un 20% (en la primera mitad de 2009), mientras que la exportación de bienes registró cesiones interanuales que llegaron a superar el 30% (véase gráfico 2.4). Ese mismo patrón no sólo se observa en economías avanzadas, sino también en otras en vías de desarrollo. Una de las razones por las cuales los servicios aguantaron más la tempestad de la crisis es, a buen seguro, su cualidad de «no almacenables» y su menor sensibilidad a la interrupción del ciclo de existencias.

GRÁFICO 2.4 **Los servicios resistieron mejor**
Valor de las exportaciones

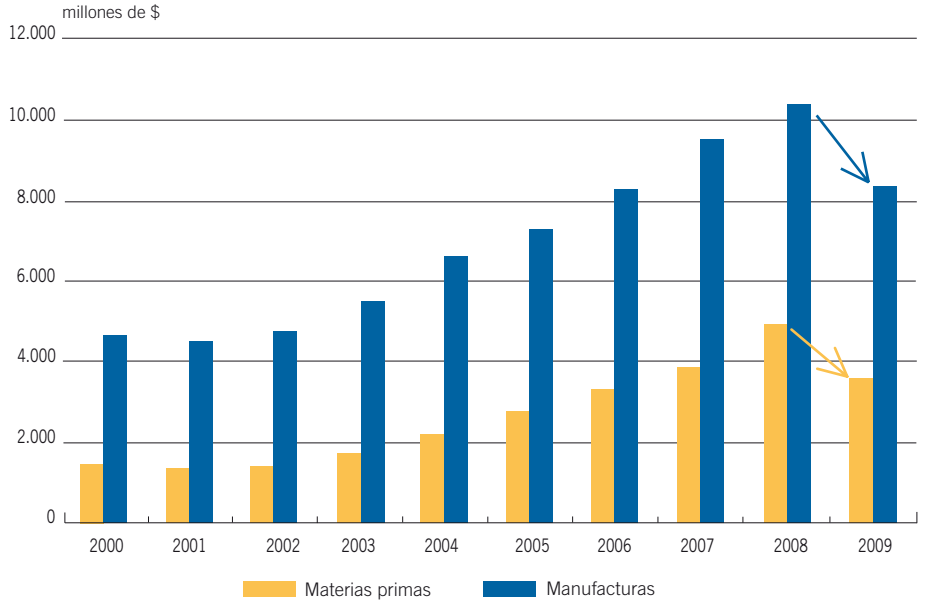


FUENTE: OCDE y elaboración propia.

La peor parte se la llevaron las mercancías aunque, también en este caso, cabe distinguir entre materias primas y manufacturas. La exportación de materias primas venía de un periodo precrisis de fuerte expansión por lo que, al llegar la crisis, sufrió un retroceso más brusco y marcado que el resto de bienes comerciables, acusando, además, un marcado hundimiento de sus precios. Su retroceso también fue más temprano que el de manufacturas, que resistió unos meses más, hasta la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. En cifra nominal, el comercio de materias primas acumuló un retroceso en torno al 30% entre 2008 y 2009, en tanto que el de manufacturas rozó el 20% en el mismo periodo (véase gráfico 2.5)[7].

6. Baldwin y Evenett (2009).
7. Según la OMC (2009), el comercio de manufacturas cedió un 30% entre 2008T1 y 2009T2, pero el cómputo anual incorpora lo recuperado en la segunda mitad del año.

GRÁFICO 2.5 **Las materias primas, arrastradas por los precios**
Total de exportaciones



FUENTE: UNCTAD.

Con todo, las manufacturas pesan más en el cómputo total de los flujos comerciales que las materias primas y, de hecho, el colapso del comercio a finales de 2008 se debió, mayoritariamente, al retroceso del intercambio en determinados sectores manufactureros. En EE.UU., el valor nominal del total exportado cayó un 26% a raíz de la crisis, mientras que el del sector automotor retrocedió un 47%; el de suministros industriales, un 34%, y las exportaciones agrícolas, un 19%. Teniendo en cuenta el peso específico de cada una de dichas partidas en el total exportado, se estima que, en conjunto, el sector del automóvil y el de suministros industriales fueron responsables de casi el 40% del desplome de la exportación estadounidense. Por otra parte, dicho ajuste se habría producido vía volumen más que vía precios[8].

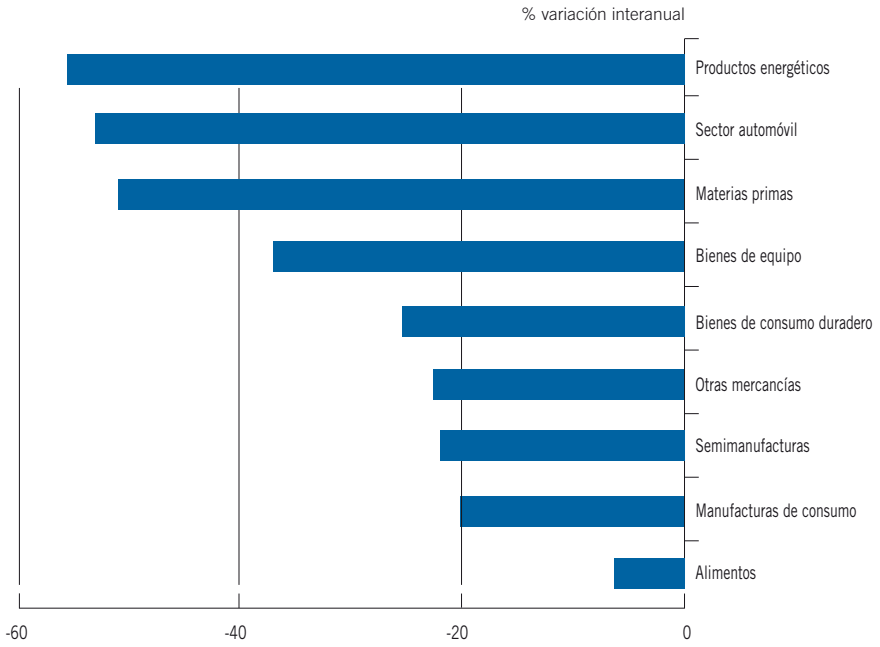
2.4. La crisis del comercio en España

La economía española es una economía abierta y, como tal, no escapó a la quema de la peor crisis comercial en tres cuartos de siglo. Entre 2008 y 2009, el valor nominal de las exportaciones españolas retrocedió un 19%, una caída también mucho mayor que la del PIB[9]. Con todo, una de las particularidades de la crisis económica en España fue su relativa demora respecto al resto de economías avanzadas y esa misma demora se plasmó en la evolución de sus flujos comerciales con el exterior. Mientras, en la mayoría de países, el desmoronamiento comercial se produjo en el tercer o cuarto trimestres de 2008, y en España no llegó hasta el primer trimestre de 2009.

8. Levchenko *et al.* (2010).
9. Datos de UNCTAD.

Sin embargo, como en tantos otros países, dicho colapso comercial afectó a la mayoría de sectores económicos y no uniformemente. Entre las partidas de la exportación que más retrocedieron, destacan los productos energéticos, el sector del automóvil y las materias primas; las ventas externas de todos y cada uno de dichos sectores cayeron más de un 50% interanual en el primer trimestre de 2009. En cuanto a la magnitud del retroceso, les siguieron las exportaciones de bienes de equipo, con una caída interanual de más del 30% en el mismo periodo, y los bienes de consumo duradero, con un 25% (véase gráfico 2.6)[10]. Al considerar el peso específico de cada una de dichas partidas en el total de exportaciones de mercancías, observamos cómo la que más contribuyó al retroceso de la exportación en España fue la de bienes de equipo, seguida del sector del automóvil (véase gráfico 2.7).

GRÁFICO 2.6 **La caída de la exportación de mercancías en España**
Primer trimestre 2009



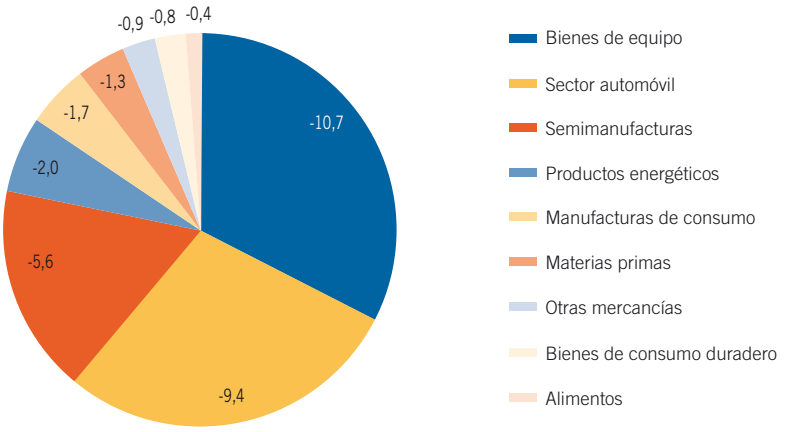
FUENTE: Datacomex y elaboración propia.

10. Con la excepción de materias primas y productos energéticos, esta estadística encaja bien con la teoría que atribuye el desplome comercial global al aplazamiento de compras de bienes duraderos hasta que las perspectivas mejoraran (véase apartado 3).

GRÁFICO 2.7 **Bienes de equipo y automóvil, los que más hundieron a la exportación española**

Contribución al retroceso interanual de las exportaciones en el primer trimestre de 2009

En puntos porcentuales

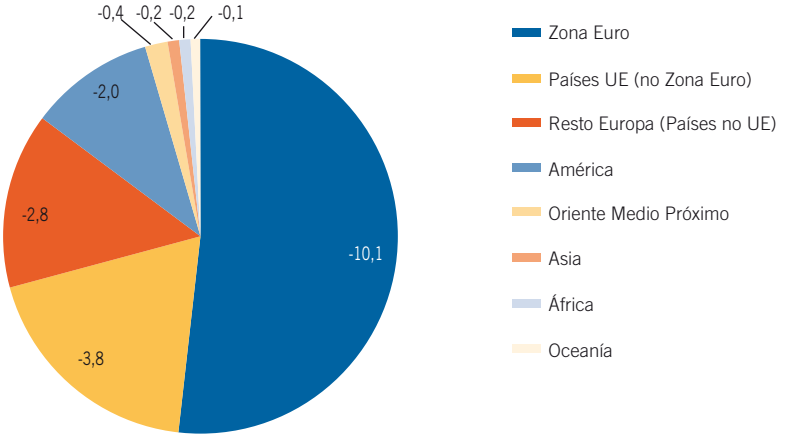


FUENTE: Datacomex y elaboración propia.

GRÁFICO 2.8 **Exportación española: dependiente de la Zona Euro**

Contribución al retroceso en el primer trimestre de 2009 por destino

En puntos porcentuales



FUENTE: Datacomex y elaboración propia.

Por destinos, las exportaciones a países de Europa no miembros de la Unión Europea fueron las que más padecieron la crisis, con un retroceso del 39%, seguidas de las destinadas a América Central y a países de la UE no miembros de la Zona Euro, con sendas caídas del 30%[11]. Sin embargo, el mayor peso de la exportación destinada a la Zona Euro (en 2009, cerca de un 57% del total de exportaciones, según datos de UNCTAD) explica por qué más del 50% del retroceso de las ventas externas durante el primer trimestre de 2009 se debió a la caída de la exportación hacia otros socios de la Eurozona (véase gráfico 2.8).

Aunque el carácter súbito, severo, sincronizado y generalizado del desplome del comercio a finales de 2008 esboza un escenario excepcional, un retroceso del comercio internacional en el contexto de una caída de la actividad económica no es, de por sí, un resultado sorprendente. Tampoco constituye un hecho inesperado que la ratio de exportaciones sobre PIB decrezca durante una recesión o, dicho de otra forma, que las exportaciones caigan más que proporcionalmente respecto a la retracción del PIB: en las cuatro recesiones que precedieron a la que nos ocupa, la exportación mundial retrocedió, en promedio, cinco veces más que el producto interior bruto[12].

Con todo, el desplome de los flujos comerciales durante la crisis reciente fue mucho más intenso que en episodios anteriores, con una caída siete veces superior a la del PIB. Aunque el repliegue de la actividad también lo fue (no en vano se ganó el calificativo de *la Gran Recesión*) y a pesar de que diversos estudios han constatado que la sensibilidad del comercio al PIB ha aumentado con los años, todo apunta a que el hundimiento comercial entre finales de 2008 y principios de 2009 fue extraordinario. Estudios recientes han corroborado, a partir de un contraste empírico de las predicciones de modelos teóricos que, dadas las circunstancias macroeconómicas acaecidas, la reacción normal del comercio internacional habría sido mucho más templada[13].

En definitiva, el desplome comercial que acarreó la crisis fue excepcional tanto desde una perspectiva histórica como en relación con lo que habría predicho la teoría a partir de la evolución de la demanda y del ajuste de precios durante el periodo. Así pues, la siguiente pregunta es: ¿por qué se hundió tanto?

11. Exportaciones de mercancías.
12. Freund (2009).
13. Véase Levchenko *et al.* (2010).

3. ¿Por qué se hundió... tanto?

Se han planteado distintas hipótesis, posiblemente complementarias, que explicarían la excepcional caída de los flujos de comercio en la segunda mitad de 2008 y los primeros meses de 2009[14]. La mayoría parte de dos premisas: (1) el desplome de la demanda a raíz de la depresión y la existencia de diferencias entre la composición de la demanda de importaciones y la demanda agregada que habrían llevado a la primera a caer mucho más que la segunda; y (2) la existencia de una serie de barreras (por ejemplo, restricciones al crédito o al comercio) que habrían impedido a los agentes situarse sobre su curva de demanda de importaciones «habitual» o que habrían condicionado la oferta.

El primer grupo de hipótesis se centra, pues, en factores de demanda y atribuye el desplome comercial a una caída desproporcionada del gasto en bienes comerciables en la mayoría de países de la OCDE, relacionado, por un lado, con el efecto de composición mencionado arriba y, por otro, con la interrupción generalizada del ciclo de existencias y con el aplazamiento sincronizado de las compras de bienes duraderos.

El segundo grupo de teorías atribuye la excepcionalidad de la «crisis comercial» a un *shock* sustancial sobre los costes de transacción que habría perturbado el funcionamiento habitual del entramado empresarial exportador e importador. Desde esta perspectiva, el histórico colapso se explicaría a partir de disfunciones en la oferta de bienes y servicios comerciables derivadas de: (1) una interrupción o alteración generalizada de las cadenas de valor globales; (2) una drástica reducción del crédito a raíz de la crisis financiera de 2007; y (3) cambios regulatorios de índole proteccionista.

3.1. *Shock* de demanda y efecto composición

Quienes atribuyen el colapso comercial a un *shock* de demanda defienden que el desproporcionado colapso del comercio respecto al repliegue de la actividad fue el resultado de un aplazamiento generalizado y sincronizado de las compras hasta que las circunstancias cambiasen a mejor[15]. A ello, añaden el «factor composición», es decir, por un lado, la presunción de que dicho aplazamiento de compras habría afectado en mayor medida a bienes duraderos y productos de inversión y, por otro, el hecho de que ambas partidas suelen pesar más en el total comerciado que en el producto interior bruto.

La demanda de dichos bienes, tanto duraderos como de inversión, tiende a ser más volátil y pro cíclica que otras partidas del PIB. La lógica es simple: las decisiones de compra de ambos tipos de bienes suelen ser costosas y, en ocasiones, irreversibles; por ello, ante una recesión, dichas compras acostumbran a aplazarse más que las de otros bienes o servicios, hasta que las condiciones macroeconómicas mejoran.

Por otra parte, dichas partidas tienen un peso mayor en el total de comercio que en el PIB. Sin duda, los bienes de inversión y duraderos contabilizan una proporción cuantiosa del comercio de mercancías. En EE.UU., por ejemplo, representaban el 57% de las exportaciones (de bienes) y el 49% de las importaciones antes de la crisis, en tanto que sólo contabilizan el

14. Freund (2009); Levchenko *et al.* (2010); Baldwin y Evenett (2009).
15. Véase, por ejemplo, Eaton et al. (2010).

18% del PIB estadounidense. Ese mayor peso se ha asociado a la creciente fragmentación global de la cadena de valor a raíz de la globalización.

Cuando la cadena de valor se fragmenta internacionalmente, parte de la producción se manufactura o ensambla en distintos países y los *inputs* intermedios se facturan de un país a otro, a menudo de una subsidiaria a otra, antes de enviarse hacia un último destino para completar el proceso (véase gráfico 3.1). A medida que dicha tendencia avanza, la proporción de los flujos de comercio internacional correspondiente al intercambio de *inputs* (bienes o servicios) intermedios en distintos estadios de procesado que, a menudo, cruzan la frontera en múltiples ocasiones es cada vez mayor. De este modo, los bienes y servicios comerciados se contabilizan tantas veces como cruzan fronteras hasta completar la cadena de valor de su producción.

En ese contexto, una reducción de la demanda de un bien determinado acarreará una caída del PIB equivalente al valor añadido final de dicho bien, pero puede conllevar una caída de los flujos comerciales mucho mayor. Por ejemplo, supongamos que España importa 40 euros en lana y añade valor por otros 50 euros antes de exportar un traje por valor de 90 euros. Si su demanda de trajes cae y vende uno menos, el PIB español caerá en 50 euros en tanto que el comercio (promedio de importaciones y exportaciones) caerá en 65 euros. Si, durante la crisis, el retroceso de la demanda se concentró en bienes en los que las cadenas de valor globales eran particularmente importantes, ello podría explicar por qué la ratio de comercio sobre el PIB mundial cayó tanto[16].

Así pues, si combinamos, por un lado, una mayor caída del gasto en dichas partidas y, por otro, su mayor peso en el cómputo total del comercio que en el del producto interior bruto, ello puede dar cuenta de la más acentuada caída del comercio respecto a la del PIB[17].

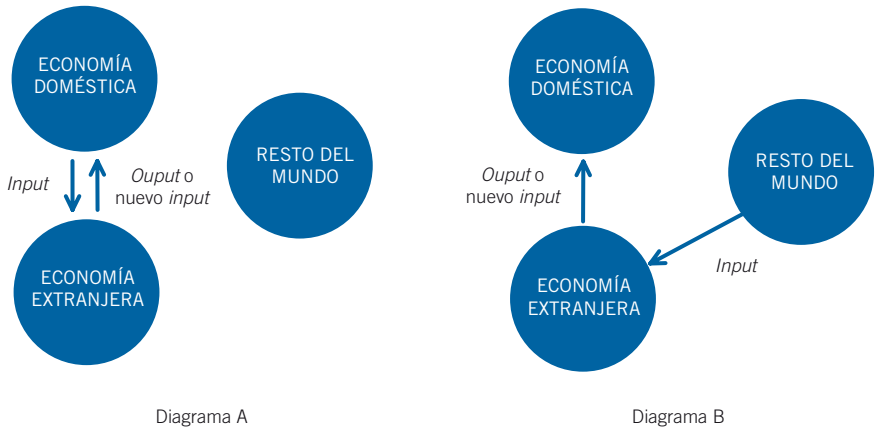
3.2. Rotura de nexos comerciales

Hipotéticamente, la fragmentación global de la cadena de valor también habría contribuido a la caída del comercio de mediados de 2008 a través de otro canal: la rotura o interrupción de nexos comerciales a raíz de la crisis y que iría ligada a la desaparición de productos o empresas involucradas en dicha cadena[18].

Dados los costes fijos de entrada en el sector exportador[19], si la interrupción de la demanda conlleva la desaparición de productos en el mercado exterior o de empresas que componen esa cadena de valor fragmentada internacionalmente, la caída del comercio puede ser más abultada pero, sobre todo, más duradera.

16. Otra hipótesis relaciona parte del análisis de Kremer (1993) y Blanchard y Kremer (1997) y establece que, cuando algunos *inputs* intermedios son esenciales, un *shock* a su suministro puede acarrear una gran caída de la demanda. Por otra parte, Burstein *et al.* (2008) atribuyen el desplome no tanto al comercio de intermedios *per se*, sino a la forma en cómo se organiza la producción: cuando hay producción *sharing*, el comercio dentro de la misma empresa es esencial y el *output* depende de la producción al otro lado de la frontera.
17. Erceg *et al.* (2008), Engel y Wang (2008).
18. Yi (2003) y Yi (2009).
19. Melitz (2003).

GRÁFICO 3.1 Especialización vertical y fragmentación global de la cadena de valor



Se estima que los *inputs* importados contabilizan, en promedio, el 30% del contenido de las exportaciones en países de la OCDE y grandes emergentes[20].

3.3. Restricción del crédito comercial

Otra de las teorías que racionalizaría la drástica caída del comercio internacional en la última crisis atribuye su abultada magnitud a la retracción del crédito al comercio[21]. Desde dicha perspectiva, una crisis financiera altera el intercambio comercial entre países porque las empresas importadoras lo tienen más difícil para conseguir crédito comercial (u otros mecanismos de financiación) para anticipar el pago a sus contrapartes extranjeras. Asimismo, las empresas importadoras necesitan algún tipo de financiación para cubrir el gap entre la fecha en que pagan su pedido y la fecha en que lo venden (y cobran) en el mercado doméstico.

Cuando el estallido de la crisis financiera en 2007 secó la liquidez en los mercados financieros globales, el coste del crédito se disparó y se sospecha que el del crédito comercial también[22]. De este modo, las turbulencias de los mercados financieros globales pudieron contribuir al colapso comercial.

Cabe señalar que, más allá del impacto de la crisis financiera sobre el crédito propiamente comercial, la exigüidad de crédito en general pudo influir sobre los flujos de comercio tanto a través de la demanda como de la oferta en cuanto que dicha restricción pudo obstaculizar la realización de los planes de consumidores, de empresas o de ambos.

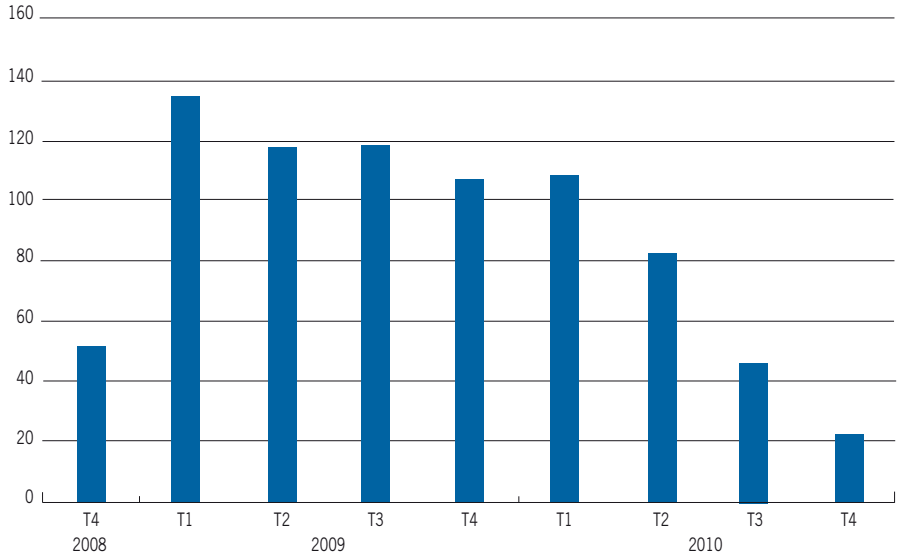
20. Miroudot y Ragousis (OCDE, 2009).
21. Véase, por ejemplo, Auboin (2009).
22. Al negociarse fuera de mercados organizados, la disponibilidad de datos es escasa.

3.4. Barreras formales: Repunte proteccionista

El colapso comercial de finales de 2008 y principios de 2009 también podría deber su excepcional magnitud a un repunte inusitado de las barreras formales a la importación o a la exportación de bienes y servicios[23]. Así ocurrió durante la Gran Depresión y hay quien teme que el comedido ritmo de recuperación actual en la mayoría de economías avanzadas pueda acarrear presiones en ese sentido. Sin embargo, todo apunta a que la influencia de un eventual repunte proteccionista pesó poco en el comportamiento del comercio internacional durante la crisis; entre otros motivos, porque dicho repunte fue tardío y relativamente moderado.

Las conclusiones del último informe del *Global Trade Alert* no dejan lugar a dudas: tras un 2008 relativamente tranquilo, en el 2009 se produjo un rebrote brusco de las medidas abiertamente proteccionistas[24]. Aun así, fue moderado y sin consecuencias notables. Lo cierto es que, por ahora, los desacuerdos en los mercados cambiarios han contenido su efecto sobre las medidas discriminatorias, permitiendo una mayor contribución de la exportación a la recuperación económica. Sin embargo, las presiones proteccionistas pueden aumentar en un futuro próximo si dicha recuperación se frena o modera sustancialmente su avance.

GRÁFICO 3.2 El repunte proteccionista, controlado por ahora
Número de nuevas medidas proteccionistas implementadas



FUENTE: *GTA REPORT*, noviembre 2010.

Dicho informe, que se elabora desde noviembre de 2008, contiene información sobre 1.339 medidas anunciadas o implementadas desde entonces (lo que equivale a 55 medidas al mes). Del total de intervenciones, 692 se consideran altamente probables de discriminar en contra de intereses comerciales extranjeros. El 46% de ellas son en forma de defensa *antidumping* y otro 22% en forma de aranceles. En el último trimestre de 2008, se implementaron 50 medidas

23. Véase, por ejemplo, Evenett (2009), y Jacks *et al.* (2009).
24. *GTA Report* (noviembre, 2010). Este grupo independiente de analistas llevan a cabo la monitorización más extensiva de barreras formales a la libre circulación de bienes y servicios.

proteccionistas; en el primero de 2009, casi se triplicaron (134) y, a partir de entonces, la tendencia se moderó progresivamente hasta estabilizarse en torno a las 100-120 medidas/trimestre.

Ello indica que los gobiernos siguieron introduciendo barreras comerciales incluso cuando el comercio ya había encauzado su recuperación. Con todo, cabe tener en cuenta que, si bien desde junio de 2010 se introdujeron 101 nuevas medidas que incorporaban cambios en la tasa arancelaria, sólo en torno al 25% eran de carácter proteccionista. De hecho, por lo que a aranceles se refiere, se han introducido más medidas liberalizadoras que discriminatorias: 131 a 101.

Lo cierto es que las acciones dirigidas a restringir abiertamente el acceso a mercados han sido muy limitadas. El aumento del arancel medio fue mínimo y sólo un puñado de países aumentaron su tasa de protección efectiva entre 2008 y 2009 (véase tabla 3.1). Ello refleja la influencia de las reglas multilaterales de comercio que establece la Organización Mundial del Comercio y contrasta enormemente con lo que ocurrió durante la Gran Recesión, cuando los países se embarcaron en una agresiva guerra comercial en la que respondían a intervenciones proteccionistas de sus socios comerciales con aumentos de sus propios aranceles[25].

TABLA 3.1 Pocos países aumentaron su protección efectiva entre 2008 y 2009

País	Incremento protección efectiva (p.p.)	País	Incremento protección efectiva (p.p.)
Chile	3,9	Paraguay	0,4
Antigua	2,3	Taiwán	0,2
St. Kitts & Nevis	2,2	Qatar	0,2
Kirguistán	0,9	Australia	0,2
Bolivia	0,7	Mali	0,2
Corea	0,7	Bahrain	0,2
Uzbekistán	0,7	Chad	0,2
Gabón	0,6	Albania	0,1
Honduras	0,5	Cabo Verde	0,1
Uruguay	0,5	Haití	0,1
Brasil	0,5	Gambia	0,1
Lesotho	0,5	Emiratos Árabes	0,03
EE.UU.	0,5	Canadá	0,01
Camerún	0,4		

FUENTE: UNCTAD, *Market Access Report.*

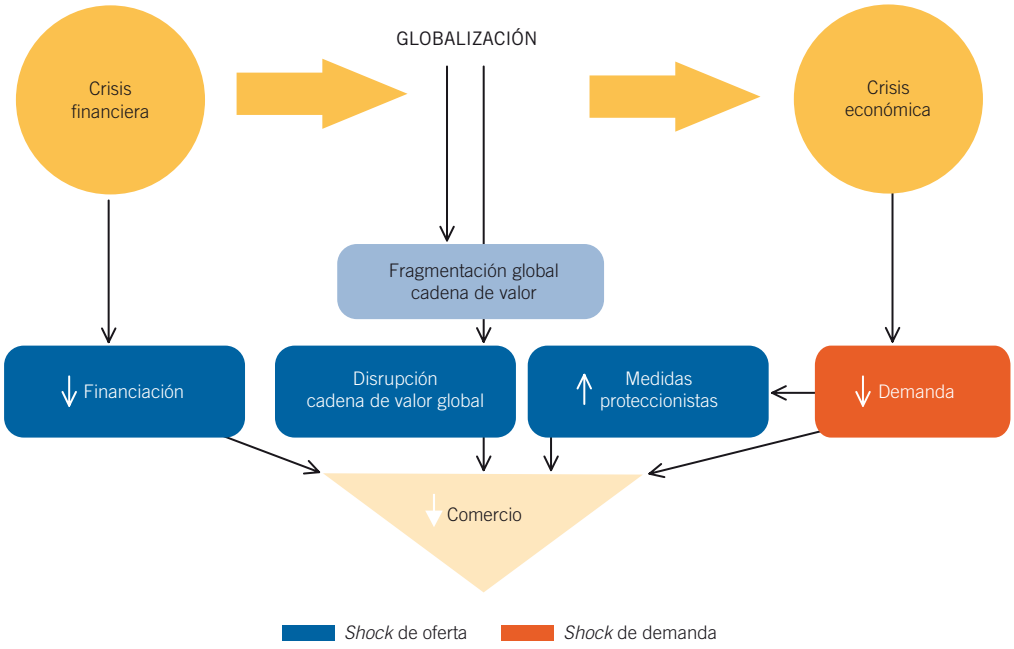
También es cierto que las medidas consideradas discriminatorias no se distribuyen uniformemente entre países. Según el recuento del GTA, los países que mayor daño infligen son, mayoritariamente, del G20, con el 62% de las medidas consideradas muy probablemente discriminatorias. Los recortes arancelarios, en cambio, los han llevado a cabo, sobre todo,

25. Eichengreen e Irwin (2009) defienden que, durante la Gran Depresión, el proteccionismo no fue una causa sino una consecuencia que la agravó. El alcance de dicho proteccionismo impidió que, a medida que la producción remontaba, el volumen de comercio pudiera hacer lo mismo.

economías emergentes como Brasil o Filipinas. En cualquier caso, el daño colateral de la crisis comercial en ese terreno parece contenido, de momento.

En definitiva, los flujos comerciales vienen determinados por la demanda global de bienes y servicios pero, asimismo, por la flexibilidad de la oferta que viene a satisfacer dicha demanda. Cuantas más barreras u obstáculos dificulten dicha flexibilidad de ajuste, menor será el intercambio de bienes y servicios entre países. En la reciente crisis hemos contado con un poco de todo: el detonante fue una crisis financiera que de inmediato redujo el crédito. En la medida en que dicha retracción del crédito afectó al crédito comercial, añadió un nuevo obstáculo al intercambio internacional de bienes y servicios, pudiendo alterar su oferta. Más tarde, la crisis financiera acarreó una crisis económica que acabó arrastrando a la demanda y complicando el buen funcionamiento de las cadenas de valor globales. Y, por último, en vistas del descalabro interno de muchas economías avanzadas, surgieron presiones proteccionistas que conllevaron nuevas barreras formales a la entrada de productos extranjeros.

GRÁFICO 3.3 Determinantes del comercio en tiempos de crisis



Así pues, sobre el papel, cualquiera de las hipótesis que se han planteado y que hemos repasado antes encaja con los fundamentos del comercio y parece, de entrada, plausible. Pero, ¿cuál halla más respaldo en los datos?

4. Contraste empírico: ¿demanda o crédito?

El consenso atribuye el colapso del comercio mundial de finales de 2008 y principios de 2009, fundamentalmente, a un *shock* de demanda. Sin embargo, la evolución reciente de precios y volúmenes de comercio global tras la crisis podría responder no sólo a cambios en la demanda, sino también en la oferta, en especial al impacto de la escasez de crédito comercial sobre las empresas importadoras[26].

La lógica es la siguiente: si la caída comercial hubiera sido provocada, exclusivamente, por un *shock* negativo de demanda, habríamos presenciado sendas caídas de volumen exportado y precios de la exportación durante la crisis y sendos aumentos durante la recuperación (primer panel del gráfico 4.1). Si, en cambio, el desequilibrio se hubiera debido a un retroceso de la oferta, durante la crisis el precio habría aumentado y la cantidad, retrocedido, y, al recuperarse, el precio hubiera corregido a la baja y el volumen al alza (segundo panel del gráfico 4.1).

Obviamente, ese segundo escenario no explicaría lo que ocurrió puesto que tanto precio como volumen se desplomaron al llegar la crisis. Ahora bien, el ajuste observado sí podría responder a un retroceso combinado de demanda y oferta, puesto que, en ese caso, el volumen habría caído durante la crisis pero el efecto sobre el precio sería indeterminado, pudiendo acomodar tanto un aumento como una caída. A medida que se recuperara el mercado, el precio podría, pues, subir o bajar, y la cantidad claramente subiría. El diagrama adjunto (tercer panel del gráfico 4.1) representa un escenario en el que la cantidad aumenta mientras el precio retrocede durante la recuperación. Dicho ejemplo coincidiría con lo que estamos observando en cuanto al patrón de volumen y precios del comercio en los últimos meses.

En la última crisis, precios y cantidades se movieron en la misma dirección tanto durante el episodio recesivo como en las primeras fases de la recuperación. Sin embargo, en los últimos meses, el patrón ha cambiado: los precios se han estabilizado mientras el volumen de comercio sigue subiendo (gráfico 4.2). Ello sería consistente con nuestro tercer escenario en el cual la crisis comercial habría derivado de un *shock* de demanda acompañado de un *shock* de oferta de menor magnitud. Aunque, en principio, la evolución reciente de precio y volumen de exportación tampoco descarta el primer escenario descrito, el tercero encaja mejor, como veremos en el siguiente apartado, con los resultados de nuestro análisis cuantitativo.

Asimismo, dicha tesis halla respaldo en los resultados de Haddad, Harrison y Haussman (2010). En un elaborado estudio, muestran cómo, al ir más allá del comportamiento agregado para poder desengranar el impacto de la crisis sobre las condiciones del comercio a nivel de sector o empresa, las conclusiones cambian sustancialmente, pudiendo corroborar una mayor influencia de las restricciones de crédito. Al descomponer la caída del comercio en tres componentes según se derive de cambios en el surtido de productos comerciados, cambios en el precio y cambios en el volumen, concluyen que, en general, el retroceso agregado del comercio global se debió mayoritariamente a una caída del volumen de importaciones («margen intensivo») más que a un ajuste de precios o en el cartel de productos («margen extensivo»)[27].

26. Según un estudio del Banco Mundial, el retroceso de la demanda explicaría entre un 85% y un 90% de la contracción del comercio global y la escasez de financiación, el restante 10-15%.
27. Consistente con los resultados de Behrens *et al.* (2010).

GRÁFICO 4.1 **La oferta... también influyó**

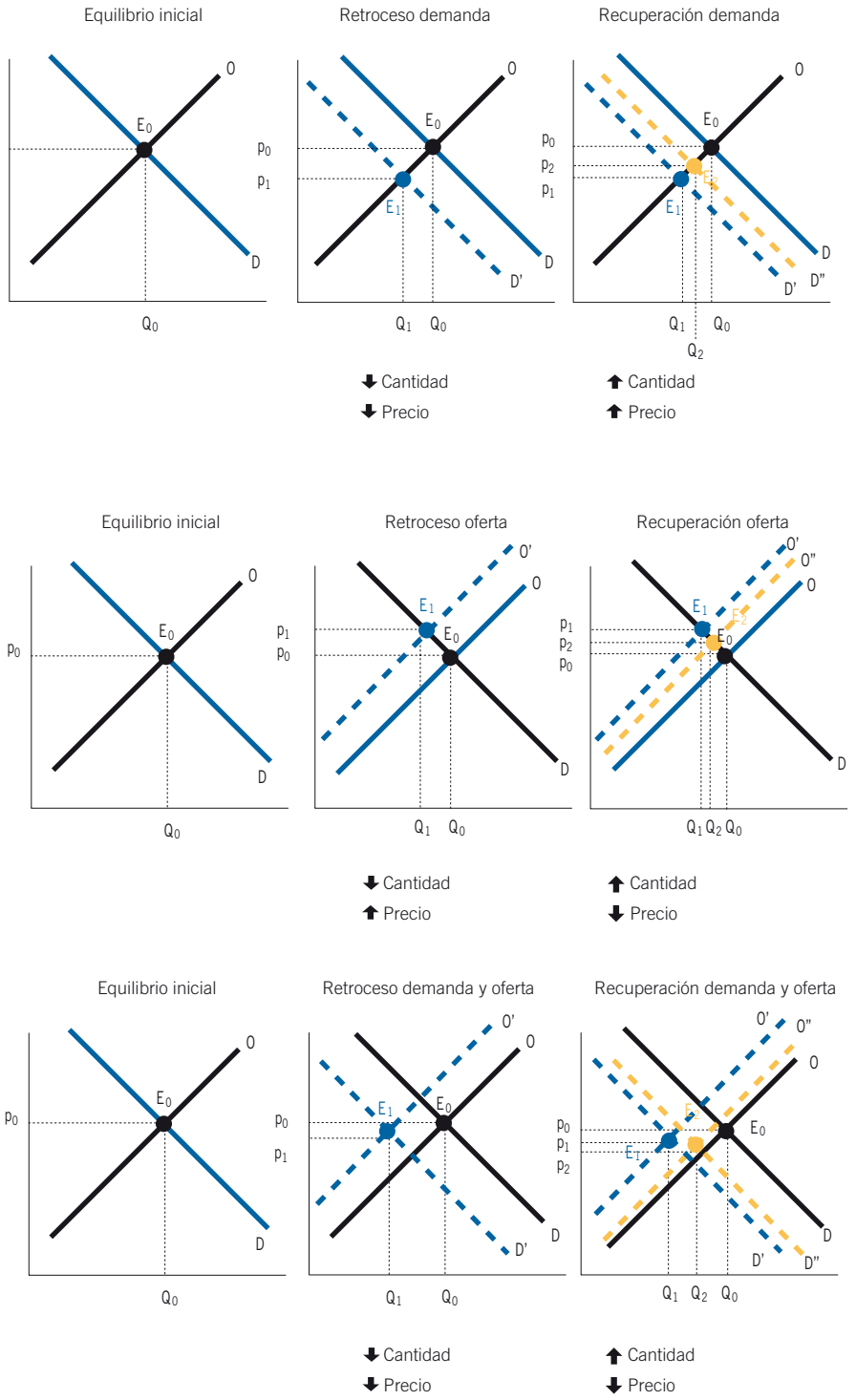
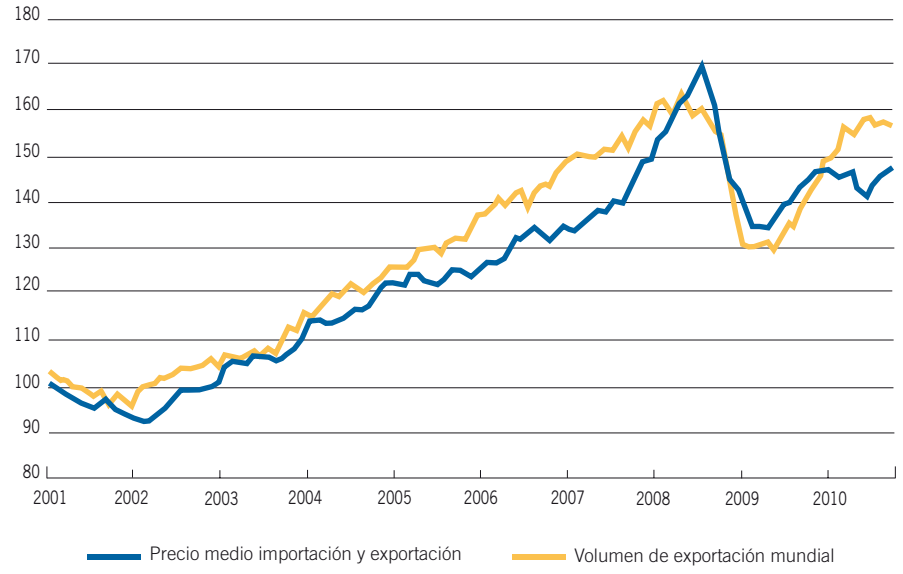


GRÁFICO 4.2 **Los precios se estancan, el volumen sigue recuperando**
Promedio 2000 = 100



FUENTE: Global trade monitor, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y elaboración propia.

Ahora bien, dicho promedio oculta diferencias significativas entre productos. Analizando más al detalle, Haddad *et al*. revelan que el retroceso de precios se derivó principalmente de las materias primas puesto que, en manufacturas, muchos precios se movieron en sentido opuesto, respaldando la tesis según la cual, al menos en manufacturas, también hubo fricciones de oferta[28]. Asimismo, hallan evidencia de que, en EE.UU., ese aumento de precios fue más significativo en sectores típicamente restringidos por el crédito[29]. De este modo, concluyen que las restricciones al crédito habrían influido aun cuando el colapso se debió, primordialmente, a un *shock* sincronizado de demanda, agravado por la composición diferenciada del comercio en relación con el PIB.

Referente a la fragmentación global de la cadena de valor, su impacto se estima limitado y vinculado al retroceso de la demanda[30]. En lo que concierne al posible repunte del proteccionismo formal, todo apunta a que, de momento, su avance se ha mantenido relativamente limitado.

28. Bricogne *et al*. (2009) y Raddatz (2010) también defienden un mayor impacto de la crisis comercial sobre empresas exportadoras en sectores con mayor dependencia del crédito externo.
29. Desde una perspectiva histórica, Amiti y Weinstein (2009) o Iacovone y Zavacka (2009) corroboran la vinculación entre comercio y disponibilidad de crédito a nivel de empresa. Berman y Martin (2009) y Alessandria *et al*. (2010) lo corroboran mediante datos más recientes a nivel de empresa.
30. La mayoría de autores coinciden en que el ajuste en el margen extensivo (es decir, el número de productos comercializados o el número de empresas exportadoras y/o importadoras) fue marginal. La oferta reaccionó a la caída de la demanda global ajustando el margen intensivo (básicamente cantidades) más que el intensivo. Véase Behrens *et al*. (2010), entre otros.

Este apartado sopesará, a partir de un análisis cuantitativo, cuál de las dos hipótesis preponderantes (*shock* de demanda o restricción del crédito) surtió un mayor efecto sobre la evolución del comercio internacional durante y después de la crisis.

4.1. ¿Desplome de la demanda, escasez de crédito o ambos?

Cuando se trata de analizar tendencias de comercio, el modelo de gravedad resulta ser un recurso muy atractivo, no sólo por su contrastada robustez empírica sino, también, por ser consistente con un amplio abanico de teorías del comercio internacional. En esencia, dicho modelo no es más que una ecuación de gasto que puede emerger de cualquier modelo de equilibrio general con más de una economía abierta al comercio internacional[31].

Por analogía a la ley física de la gravedad, la ecuación de gravedad del comercio establece que los flujos comerciales entre dos países aumentan con sus respectivas «masas económicas» (entendidas como tamaño de sus mercados) y disminuyen con la distancia que los separa (y que actúa como una aproximación de los costes de intercambio que afrontan exportadores e importadores en ambos países).

De este modo, el modelo de gravedad ofrece un marco sistemático para analizar cómo influyó el retroceso de la demanda o la evolución del crédito sobre los flujos de comercio durante la crisis, permitiendo controlar, al mismo tiempo, por otros factores que han demostrado ser determinantes para el intercambio comercial entre dos países (como, por ejemplo, hablar el mismo idioma).

La ecuación de partida de nuestro análisis es la siguiente:

$$\ln(X_{ij}^t + IM_{ij}^t) = \alpha \ln (PIB_i^t * PIB_j^t) + \beta_0 \ln(CR_i^{t-1} * CR_j^{t-1}) + \sum \lambda_{ij}^t + \delta_i + \delta_j + \varphi_t + \gamma_T + \varepsilon_{ij}^t \qquad (E1)$$

Según dicha ecuación, el comercio entre dos países *i* y *j* en un determinado periodo *t* (medido como el promedio de exportaciones X_{ij}^t e importaciones IM_{ij}^t) viene explicado por el tamaño de sus mercados respectivos (representados por el PIB de cada país, PIB_i^t, PIB_j^t); por el nivel de crédito al sector privado en ambos países (CR_i^{t-1}, CR_j^{t-1}); así como por otras características bilaterales que influyen sobre el comercio entre el país *i* y el país *j* (frontera común o hablar el mismo idioma)[32]. Asimismo, se introducen efectos fijos trimestrales (φ_t), que corregirán por estacionalidad, una tendencia temporal (γ_T), así como efectos fijos de país (δ_i y δ_j)[33].

Estimamos la ecuación (*E1*) con datos de comercio bilateral entre los principales países exportadores del mundo durante el periodo que abarca desde el primer trimestre del año 2000 hasta el primero de 2010[34]. Dichos datos se toman de la base de datos Direction of Trade

31. Sintetiza la asignación del gasto de los consumidores entre productos de distintos países, independientemente de la motivación que hay detrás (diferenciación de producto, etc.).
32. Ante la falta de datos certeros sobre la evolución del crédito comercial nos centramos en el crédito total al sector privado. Ello permite valorar la sensibilidad del comercio a la escasez de liquidez global en la economía.
33. Los efectos fijos trimestrales también capturan cualquier factor que afecte de forma generalizada a todos los pares de países en un determinado trimestre. Los efectos fijos anuales capturarían tendencias generalizadas como, por ejemplo, un aumento sostenido del precio del petróleo.
34. Setenta y nueve primeros países según valor de la exportación antes de la crisis a partir de la base de datos Direction of Trade Statistics (DOTS) del FMI. Véase el anexo para una lista completa.

Statistics del FMI; los de PIB y crédito, de la base de datos International Financial Statistics, también del FMI. Las variables de crédito se introducen con un rezago de un trimestre para mitigar una posible endogeneidad entre crédito y comercio. Todas las variables están expresadas en logaritmos, de modo que los coeficientes estimados pueden interpretarse como elasticidades.

La tabla 4.1 recoge los principales resultados[35]. Las dos primeras columnas presentan los valores que se obtienen de estimar la ecuación (*E1*) a partir de datos correspondientes al periodo expansivo que precedió a la última crisis; el objetivo es poder vislumbrar si la crisis conllevó un cambio de patrón en los determinantes del comercio. La primera columna parte de un modelo de gravedad estándar, sin considerar aún variables de crédito, y teniendo en cuenta, solamente, el tamaño combinado de ambos socios comerciales ($PIB_i^t * PIB_j^t$) y una serie de características bilaterales que facilitan o entorpecen su intercambio comercial. Las elasticidades del PIB, en torno a 0,5, están en línea con sus valores habituales[36]. Cuando introducimos medidas de crédito al sector privado (columna 2), observamos cómo el peso de las condiciones de demanda (medidas a través del PIB) se reduce, aunque siguen siendo el factor más relevante junto con la distancia. Por su parte, la influencia del crédito se estima ciertamente menor pero significativa.

TABLA 4.1 Determinantes del comercio entre dos países

	Antes de la crisis (2000 T1 - 2008 T2)		Periodo completo (2000 T1 - 2010 T1)	
	Gravedad básica	Crédito	Gravedad básica	Crédito
PIB	0,43***	0,36***	0,45***	0,46***
	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,02)
Distancia	-1,21***	-1,18***	-1,21***	-1,18***
	(0,01)	(0,01)	(0,00)	(0,01)
Frontera	0,26***	0,33***	0,26***	0,30***
	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Idioma	0,68***	0,69***	0,67***	0,68***
	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Crédito (-1)		0,05***		0,07
		(0,01)		(0,01)
R^2	0,88	0,88	0,88	0,88
Nº observaciones	77.261	73.304	94.245	84.877

***, **, * indica significatividad al 1, 5 y 10% respectivamente. Los estadísticos t aparecen entre paréntesis.
NOTAS: Muestra de comercio bilateral (exportaciones más importaciones) entre 79 países por trimestre, entre 2000 T1 a 2010 T1, ambos inclusive. Variables en logaritmos excepto variables ficticias. Todas las regresiones incluyen una constante y controlan por estacionalidad, efectos fijos de país y efectos fijos de periodo. La variable «crédito» está rezagada un periodo.

35. Estimamos la ecuación con mínimos cuadrados ordinarios.
36. Aunque son de menor magnitud que las que suelen obtenerse a partir de datos anuales, más próximas a la unidad.

Las dos últimas columnas pretenden contrastar los resultados anteriores con los obtenidos a partir de datos para el periodo completo. El objetivo es ver si la crisis conllevó algún tipo de cambio por lo que a elasticidades del PIB o del crédito se refiere. Observamos que, al incluir datos postcrisis en la regresión, la variable que mide la influencia del crédito ya no es significativa en tanto que el PIB retiene su impacto. Dicho resultado respaldaría la tesis del consenso según la cual la evolución del comercio durante la crisis y las primeras etapas de la recuperación respondió, fundamentalmente, a cambios en las condiciones de demanda.

En la tabla 4.2, analizamos el impacto de la crisis sobre el patrón de comercio mediante la introducción de variables interactuadas de los distintos determinantes del comercio bilateral con una variable ficticia que adquiere valor uno cuando el flujo de comercio ocurre en un periodo de crisis y cero en el resto. Estas variables interactuadas pretenden capturar el efecto adicional de

TABLA 4.2 Determinantes del comercio entre dos países durante la crisis

	Gravedad básica	Gravedad básica + Crédito
PIB	0,45***	0,45***
	(0,01)	(0,02)
Distancia	-1,22***	-1,19***
	(0,01)	(0,01)
Frontera	0,25***	0,30***
	(0,02)	(0,02)
Idioma	0,67***	0,69***
	(0,01)	(0,01)
Crédito (-1)		0,01
		(0,01)
Crisis * PIB	-0,01***	-0,02***
	(0,00)	(0,00)
Crisis * Distancia	0,05***	0,05***
	(0,01)	(0,01)
Crisis * Frontera	0,08	0,11
	(0,08)	(0,08)
Crisis * Idioma	-0,10**	-0,11**
	(0,04)	(0,05)
Crisis * Crédito		0,02
		(0,03)
R^2	0,88	0,88
N.º observaciones	94.245	84.877

***, **, * indica significatividad al 1, 5 y 10% respectivamente. Los estadísticos t aparecen entre paréntesis.
NOTAS: Muestra de comercio bilateral (exportaciones más importaciones) entre 79 países por trimestre, entre 2000 T1 a 2010 T1, ambos inclusive. Variables en logaritmos excepto variables ficticias. Todas las regresiones incluyen una constante y controlan por estacionalidad, efectos fijos de país y efectos fijos de periodo. La variable «crédito» está rezagada un periodo. La variable ficticia «crisis» toma valor 1 en 2008 T3 y 2008 T4.

la crisis sobre las elasticidades medias del periodo. Los resultados muestran cómo, durante los trimestres de crisis, la elasticidad de la demanda se reduce en tanto que la del crédito no se ve influida.

Otra forma de analizar el impacto de la crisis sobre el comercio bilateral consiste en focalizar el análisis en el comportamiento específico de la exportación y no tanto del agregado de comercio (exportación más importación entre dos países). Los resultados de dicho análisis se recogen en la tabla 4.3. En ese caso, y como es lógico, pesa más la demanda del país importador que el tamaño del exportador. La distancia entre ellos sigue afectando significativa y negativamente a su comercio bilateral; compartir frontera o idioma resulta, en cambio, muy favorable. En cuanto al crédito, la disponibilidad del mismo para el país importador resulta ser más determinante que el del exportador tanto antes como después de la crisis.

TABLA 4.3 Determinantes de la exportación antes y después de la crisis

	Antes de la crisis (2000 T1 - 2008 T2)		Periodo completo (2000 T1 - 2010 T1)	
	Gravedad básica	Crédito	Gravedad básica	Crédito
PIB exportador	0,29***	0,27***	0,34***	0,34***
	(0,03)	(0,04)	(0,02)	(0,03)
PIB importador	0,59***	0,43***	0,57***	0,52***
	(0,02)	(0,04)	(0,02)	(0,03)
Distancia	-1,29***	-1,26***	-1,29***	-1,26***
	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Frontera	0,23***	0,30***	0,22***	0,27***
	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Idioma	0,67***	0,68***	0,65***	0,67***
	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,01)
Crédito exportador (-1)		0,02		0,01
		(0,02)		(0,02)
Crédito importador (-1)		0,11***		0,05**
		(0,02)		(0,02)
R^2	0,86	0,85	0,85	0,86
Nº observaciones	77.644	73.623	94.683	85.235

***, **, * indica significatividad al 1, 5 y 10% respectivamente. Los estadísticos t aparecen entre paréntesis.
NOTAS: Muestra de comercio bilateral (exportaciones) entre 79 países por trimestre, entre 2000 T1 a 2008 T2, ambos inclusive. Variables en logaritmos excepto variables ficticias. Todas las regresiones incluyen una constante y controlan por estacionalidad y efectos fijos de periodo. La variable «crédito» está rezagada un periodo para mitigar endogeneidad.

De este modo, nuestro análisis corrobora la conclusión del consenso. El factor determinante de la reciente debacle comercial apunta definitivamente al desplome de la demanda[37]. Con todo, nuestro análisis tampoco permite descartar una influencia menor de las restricciones del crédito: cuando distinguimos entre país exportador e importador, la disponibilidad de crédito en el país importador se estima significativa tanto durante la fase expansiva precrisis como ex post.

37. Véase, por ejemplo, Eaton *et al.* (2010). Mora y Powers (2009) cuestionan el impacto del crédito comercial sobre la última crisis. Levchenko *et al.* (2010) tampoco hallan respaldo a dicha tesis en el caso particular de EE.UU.

5. Recuperación en curso: perspectivas

La recuperación del comercio está avanzando a buena marcha y el volumen ya prácticamente ha alcanzado su nivel precrisis. La pregunta que nos hacemos es, pues, si retornará o no a la «normalidad», es decir, a la senda de crecimiento anterior a la crisis. Del análisis anterior, aprendimos que el reciente desplome comercial se debió, sobre todo, a un *shock* de demanda que hundió más al comercio que la actividad en general por un efecto de composición. La retracción de demanda afectó en mayor medida a sectores con un peso específico mayor en el volumen de comercio que en el PIB, ya fuera por su carácter comerciable o porque su cadena de producción estaba fragmentada globalmente.

Dicha conclusión es, al fin y al cabo, una buena noticia, ya que significa que la recuperación será más rápida y con menos secuelas estructurales que la que se daría en un escenario poscrisis con daños grandes e irreversibles sobre el margen extensivo del comercio. Así pues, a medida que avance la recuperación económica alrededor del globo, los flujos internacionales de comercio deberían reencauzar la senda del crecimiento de la que descarrilaron al llegar la crisis. Ahora bien, ello dependerá de que la propia demanda retorne a su tendencia precrisis y de que, efectivamente, dicho margen extensivo no haya quedado afectado.

Schott (2009) lo resume de este modo[38]: «Si el *shock* reciente del comercio fue similar al ocurrido en ocasiones anteriores, la mayor parte del retroceso en exportaciones e importaciones observado se debe a un comercio menos intenso más que a la salida del mercado de empresas o productos. En la medida en que esto sea cierto, el comercio rebotará relativamente rápido una vez las condiciones mejoren. Sin embargo, es posible que la severa escasez de crédito disponible para las empresas en el último año haya provocado una proporción más alta de lo normal en salidas casi irreversibles de empresas, lo que podría aplacar la velocidad de recuperación [de los flujos comerciales].»

En este sentido, nuestro análisis anterior también sugiere que la escasez de crédito, aun surtiendo un efecto menor, pudo hacer mella en determinados sectores, sobre todo en aquellos que más dependen de la financiación externa para su funcionamiento habitual. Si dichas restricciones alteraron estructuras de especialización vertical internacionales o forzaron la salida de empresas exportadoras o importadoras del mercado, es probable que la recomposición del escenario precrisis se demore un tiempo, dados los costes fijos de entrada en los mercados de importación y exportación[39]. La propia estabilidad del margen extensivo del comercio indica que los costes fijos irrecuperables (*sunk*) de entrar en una relación comercial son importantes[40].

Por otra parte, cabe tener en cuenta que aunque la oferta no hubiera quedado afectada por la crisis, la demanda puede no volver a corto o medio plazo a la senda de crecimiento anterior, con lo cual, es probable que el comercio tampoco. Éste sería el caso si el crecimiento potencial de algunas economías destacadas hubiera quedado mermado tras la crisis por la necesidad de ajustar desequilibrios de tipo fiscal, externo o un elevado endeudamiento.

38. Aunque su reflexión se refería al comercio de EE.UU., es aplicable al comercio global.
39. Melitz (2003).
40. Si dichos costes fueran recuperables (fijos y variables) deberíamos haber visto muchas salidas del mercado para evitar pérdidas. Robers y Tybout (1997).

Ciertamente, aunque el proceso de recuperación de los flujos comerciales empezó de forma vigorosa y tan rápidamente como su desplome, anticipamos una progresiva moderación en 2011 y más adelante, una vez culmine el ciclo de existencias y a medida que se vayan retirando los soportes públicos al crecimiento. También prevemos que tardará en volver a encauzar una senda de avance como la que precedió a la crisis por varias razones.

Para empezar, nuestro escenario de perspectivas contempla una recuperación de la demanda global muy gradual, sometida por un tiempo mientras las economías avanzadas completan una serie de ajustes necesarios para volver a reequilibrar su crecimiento y recuperar los potenciales de comercio anteriores a la crisis. Por otra parte, los países emergentes, aunque están creciendo mucho más rápido, todavía no están preparados para compensar el retroceso de la demanda de sus vecinos más desarrollados. Aun así, un estudio reciente del Banco Mundial[41] estima que la dependencia del comercio emergente de la demanda de importaciones de los países avanzados es menor de lo que creemos y que el avance reciente de sus exportaciones se debe, sobre todo, a la demanda de otros emergentes (*South-South trade*)[42].

Además del comedimiento de la demanda por los ajustes en curso, el sector exportador e importador global quedó tocado por la crisis y su recuperación puede demorarse en un entorno de menor volumen de demanda y menor disponibilidad de crédito, en especial, teniendo en cuenta la existencia de barreras de entrada a la exportación. Asimismo, aunque, por ahora, las presiones proteccionistas no han llegado a mayores, aún es pronto para descartar un eventual repunte proteccionista que podría acarrear un nuevo bache en el terreno comercial, con repercusiones no menos negativas para la senda de crecimiento global a medio y largo plazo. Las turbulencias recientes en los mercados de divisas, la fragilidad de la recuperación y la persistencia de elevadas tasas de desempleo en las economías avanzadas podrían propiciar presiones para implementar medidas discriminatorias, imponiendo riesgos a la baja sobre la recuperación del comercio.

A largo plazo, impera la necesidad de reequilibrar la senda de crecimiento de la economía, y ello exige eliminar los persistentes desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente. Durante ese inevitable periodo de ajuste, deberíamos observar un debilitamiento del patrón de crecimiento del comercio hasta que los países llamados a empujar la demanda global en el futuro, díganse China y otros grandes emergentes, estén capacitados para tal labor.

41. *PREM NETWORK, Economic Premise,* n.º 3.

42. El ritmo de avance del comercio chino se ha casi doblado cada cuatro años en las tres últimas décadas, convirtiendo al gigante asiático en el primer exportador mundial y un ávido importador de materias primas y bienes intermedios. Asimismo, si estimamos la ecuación *(E1)* incorporando el valor de la exportación a China como variable explicativa del comercio bilateral entre dos países, los resultados corroboran el peso específico del gigante asiático como actor de comercio global. Sin embargo, también indican que su influencia en la evolución del comercio no aumentó tras la crisis.

6. Conclusiones

La Gran Recesión vino acompañada de un drástico y súbito hundimiento de los flujos comerciales alrededor del globo.

Entre su pico, en julio de 2008, y su mínimo, en febrero de 2009, el valor nominal de las exportaciones mundiales retrocedió un 36%. En volumen, la caída acumulada durante estos meses fue de un 19%. En un solo mes, diciembre de 2008, y tras ocho años creciendo a una media del 7,5% interanual, cedió un 8%.

Aunque el comercio es pro cíclico y a pesar de que su elasticidad-renta ha ido en aumento, el colapso que sufrió en la última crisis fue excepcional.

El desplome comercial que acarreó la crisis fue excepcional tanto desde una perspectiva histórica como en relación con lo que habría predicho la teoría a partir de la evolución de la demanda y el ajuste de precios durante dicho periodo. Se han planteado distintas hipótesis, posiblemente complementarias, que explicarían dicha excepcionalidad y la mayoría parten de dos premisas: diferencias entre la composición de la demanda de importaciones y de la demanda agregada que habrían llevado a la primera a caer mucho más que la segunda; o la existencia de una serie de barreras como la escasez de crédito comercial o el repunte de medidas proteccionistas que habrían impedido a los agentes económicos situarse sobre su curva de demanda de importaciones. El carácter súbito del desplome se atribuye a la simultaneidad de la reacción en todo el mundo tras la debacle de Lehman.

Nuestras estimaciones apuntan hacia un colapso sincronizado de la demanda de bienes comerciables como el principal responsable de la excepcional caída del comercio, aunque no descartan la influencia de la retracción del crédito.

La literatura atribuye un papel menor a otras hipótesis. La influencia de la fragmentación global de la cadena de valor se estima marginal y vinculada, fundamentalmente, al retroceso de la demanda. En lo que concierne al posible repunte proteccionista, su avance se estima, de momento, limitado y contenido.

La recuperación del comercio está avanzando a buena marcha y su volumen ha alcanzado prácticamente su nivel pre crisis, pero tardará en reencauzar una senda de avance comparable a la que precedió a la crisis.

Aunque el proceso de recuperación de los flujos comerciales empezó de forma vigorosa, anticipamos una progresiva moderación en 2011 y más adelante, con crecimientos del volumen comercial en torno al 5-6%, una vez culmine el ciclo de existencias y a medida que se vayan

retirando los soportes públicos al crecimiento. Asimismo un eventual repunte proteccionista sitúa los riesgos a la baja.

El intercambio comercial entre países es clave para el crecimiento y para la difusión de nuevas tecnologías, por lo que el patrón de comercio que emerja tras la crisis también determinará la sostenibilidad del patrón de crecimiento mundial.

A corto y medio plazo, resultará clave mantener el espíritu de coordinación internacional que caracterizó la crisis y evitar, a toda costa, un descalabro proteccionista como el que siguió a la crisis de 1929 y que acabó hundiendo a la economía global en la Gran Depresión. A largo plazo, impera la necesidad de reducir los desequilibrios por cuenta corriente, aunque cabe tener en cuenta que el proceso de ajuste debilitará el patrón de comercio hasta que los países que hoy registran superávit redirijan su modelo de crecimiento y puedan absorber el retroceso de las importaciones netas de las economías hoy deficitarias.

Anexo

Listado de países

Alemania, Angola, Arabia Saudí, Argelia, Argentina, Australia, Austria, Azerbaiyán, Bangladesh, Bélgica, Bielorrusia, Brasil, Brunei, Bulgaria, Canadá, Catar, Chile, China, Colombia, Corea, Costa de Marfil, Croacia, Dinamarca, Ecuador, Egipto, Emiratos Árabes, Eslovenia, España, Estados Unidos, Filipinas, Finlandia, Francia, Grecia, Guinea Ecuatorial, Holanda, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Irak, Irán, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Kazajistán, Kuwait, Letonia, Libia, Lituania, Luxemburgo, Malasia, Marruecos, México, Nueva Zelanda, Nigeria, Noruega, Omán, Paquistán, Perú, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, República Eslovaca, Rumanía, Rusia, Singapur, Siria, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Ucrania, Venezuela, Vietnam.

Referencias

Alessandria, G., J. Kaboski y V. Midrigan (2010). «The Great Trade Collapse of 2008-09: An Inventory Adjustment?», NBER Working Paper, n.º 16059.

Amiti, M. y D. Weinstein (2009). «Exports and Financial Shocks», NBER Working Paper, n.º 15556.

Araújo, S. y J-O. Martins (2009). «The Great Synchronization: What Do High-Frequency Statistics Tell Us About the Trade Collapse?», VoxEU.

Auboin, M. (2009). «Restoring Trade Finance: What the G20 Can Do», en R. Baldwin y S. Evenett, eds., *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for the G20*, Londres, CEPR.

Backus, D. K., P. J. Kehoe y F. E. Kydland (1995). «International Business Cycles: Theory and Evidence», en Thomas Cooley, ed., *Frontiers of Business Cycle Research*, Princeton, Princeton University Press.

Baldwin R. y S. Evenett (2009). *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for G20*, Londres, CEPR.

Behrens, K., G. Corcos y G. Mion (2010). «Trade crisis? What trade crisis?», NBER.

Berman, N. y Ph. Martin (2009). «The Vulnerability of Sub-Saharan Africa to the Financial Crisis: The Case of Trade», CEPR Discussion Paper, n.º 7765.

Blanchard y Kremer (1997). «Disorganization», *Quarterly Journal of Economics,* vol. 112(4), pág. 1091-1126.

Bricogne, J.Ch., L. Fontagné, G. Gaulier, D. Taglioni y V. Vicard (2009). «Firms and the Global Crisis: French Exports in the Turmoil», Bank of France, Working Paper, n.º 265.

Burstein, A., C. Kurz y L. Tesar (2008). "Trade, production sharing and the international transmission of business cycles". Journal of Monetary Economics.

Eaton, S., S. Kortum, B. Neiman y J. Romalis (2010). «Trade and the Global Recession», Mimeo, Universidad de Penn State y Universidad de Chicago.

Eichengreen, B. y K. H. O'Rourke (2009). «A Tale of Two Depressions», VoxEU.org.

Eichengreen, B. y D. Irwin (2009). «The Slide of Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?», NBER Working Paper, n.º 15142.

Erceg, C., Guerrieri, L. y C. Gust (2008). «Trade Adjustment and the Composition of Trade», *Journal of Economic Dynamics and Control,* Elsevier, vol. 32(8).

Engel, Ch. y J. Wang (2008). «International Trade in Durable Goods: Understanding Volatility, Cyclicality, and Elasticities», NBER Working Paper, n.º 13814.

Evenett, S. (2009). «"Murky protectionism" in Europe: How should binding rules be evaluated in tough times?», *Intereconomics*: *Review of European Economic Policy,* Springer, vol. 44(2).

Freund, C. (2009). «The Trade Response to the Global Downturn: Historical Evidence». World Bank Policy Research Working Paper, n.º 5015.

Global Trade Alert Report (2010). Noviembre.

Haddad, M., A. Harrison y C. Haussman (2010). «Decomposing the Great Trade Collapse: Products, Prices, and Quantities in the 2008-2009 Crisis», NBER Working Paper, n.º 16253.

Iacovone L. y V. Zavacka (2009). «Banking Crises and Exports: Lessons from the Past», World Bank Policy Research Working Paper, n.º 5016.

Jacks, D., Meissner, C. y D. Novy (2009). «Trade Booms, Trade Busts and Trade Costs», NBER Working Paper, n.º 15267.

Kremer, M. (1993). «Population Growth and Technological Change: One Million B.C. to 1990», *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 108(3).

Levchenko, A., Lewis, L. y L. Tesar (2010). «The Great Trade Collapse 2008-2009: In Search of the Smoking Gun», NBER Working Paper, n.º 16006.

Melitz, M. (2003). «The Impact of Trade on Intra-industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity», *Econometrica*, 71.

Miroudot, S. y A. Ragousis (2009). «Vertical Trade, Trade Costs and FDI», OECD Trade, Policy Working Paper, n.º 89.

Mora J. y W. Powers (2009). «Trade and Trade Finance Developments in 14 Developing Countries Post September 2008», World Bank, Policy Research Working Paper, n.º 5138.

OMC (2009). *International Trade Statistics.*

Raddatz, C. (2010). «Credit Chains and Sectoral Comovement: Does the Use of Trade Credit Amplify Sectorial Shocks?» *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, vol. 92(4).

Robers, M. J. y J. R. Tybout (1997). «The Decision to Export in Colombia. An Empirical Model of Entry With Sunk Costs», *American Economic Review*, n.º 87.

Schott, P (2009). «US trade margins during the 2008 crisis». VoxEU.

Yi, K-M. (2009). «The Collapse of Global Trade: the Role of Vertical Specialization», en R. Baldwin y S. Evenett, eds., *The Collapse of Global Trade, Murky Protectionism, and the Crisis: Recommendations for the G20*, Londres, CEPR.

Yi, K-M. (2003). «Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?», *The Journal of Political Economy*, vol. 111(1).

Estudios y Análisis Económico, ”la Caixa”

Publicaciones

Todas las publicaciones estan disponibles en Internet:
www.laCaixa.es/estudios
Correo electrónico:
publicacionesestudios@lacaixa.es

■ INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

■ ANUARIO ECONÓMICO DE ESPAÑA 2010

Selección de indicadores
Edición completa disponible en Internet

■ COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

1. **La economía de Galicia: diagnóstico estratégico**
2. **La economía de Illes Balears: diagnóstico estratégico**
3. **La economía de Andalucía: diagnóstico estratégico**
4. **La economía de la Región de Murcia: diagnóstico estratégico**
5. **La economía del País Vasco: diagnóstico estratégico**
6. **La economía de la Comunidad de Madrid: diagnóstico estratégico**

■ CÁTEDRA ”la Caixa” ECONOMÍA Y SOCIEDAD

1. **El tiempo que llega. Once miradas desde España** José Luis García Delgado (editor)

■ DOCUMENTOS DE ECONOMÍA ”la Caixa”

15. **Factores determinantes del rendimiento educativo: el caso de Cataluña** Maria Gutiérrez-Domènech
16. **¿El retorno del *decoupling*? Mito y realidad en el desacoplamiento de las economías emergentes** Àlex Ruiz
17. **El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático?** Claudia Canals
18. **Hacia una nueva arquitectura financiera** Oriol Aspachs-Bracons, Matthias Bulach, Jordi Gual y Sandra Jódar-Rosell
19. **Globalización y *decoupling*. ¿Hacia un mundo emergente desacoplado de las economías avanzadas?** Àlex Ruiz
20. **Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión** Joan Elias
21. **La recuperación del comercio mundial. Lo que la crisis se llevó** Marta Noguer

■ ”la Caixa” ECONOMIC PAPERS

1. **Vertical Industrial Policy in the EU: An Empirical Analysis of the Effectiveness of State aid** Jordi Gual and Sandra Jódar-Rosell
2. **Explaining Inflation Differentials between Spain and the Euro Area** Pau Rabanal
3. **A Value Chain Analysis of Foreign Direct Investment** Claudia Canals and Marta Noguer
4. **Time to Rethink Merger Policy?** Jordi Gual
5. **Integrating Regulated Network Markets in Europe** Jordi Gual
6. **Should the ECB Target Employment?** Pau Rabanal

■ ”la Caixa” WORKING PAPERS

Disponible sólo en formato electrónico en: www.laCaixa.es/estudios

01/2009. What Matters for Education? Evidence for Catalonia Maria Gutiérrez-Domènech and Alícia Adserà

02/2009. The Drivers of Housing Cycles in Spain Oriol Aspachs-Bracons and Pau Rabanal

01/2010. The Impact for Spain of the New Banking Regulations Proposed by the Basel Committee ”la Caixa” Research Department

01/2011. Crecimiento versus progreso Jordi Gual

02/2011. Sobrecalentamiento emergente: causas, consecuencias y riesgos Claudia Canals y Marta Noguer

03/2011. School Dropout in Europe: Trends and Drivers Maria Gutiérrez-Domènech

■ ESTUDIOS ECONÓMICOS

35. **La generación de la transición: entre el trabajo y la jubilación** Víctor Pérez-Díaz y Juan Carlos Rodríguez
36. **El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción** Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho
37. **Europa, como América: Los desafíos de construir una federación continental** Josep M. Colomer

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Manuel Castells
  Universitat Oberta de Catalunya y University of Southern California
- Antonio Ciccone
  ICREA-Universitat Pompeu Fabra
- Luis Garicano
  London School of Economics
- Josefina Gómez Mendoza
  Universidad Autónoma de Madrid
- Mauro F. Guillén
  Wharton School, University of Pennsylvania
- Inés Macho-Stadler
  Universitat Autònoma de Barcelona
- Massimo Motta
  Barcelona GSE - Universitat Pompeu Fabra
- Ginés de Rus
  Universidad de Las Palmas de Gran Canaria
- Robert Tornabell
  ESADE Business School
- Jaume Ventura
  CREI-Universitat Pompeu Fabra

Dirección

- Jordi Gual
  Subdirector General de ”la Caixa”

Coordinación de la edición: Edicions 62, S.A.
Peu de la Creu 4
08001 Barcelona
www.grup62.cat

Fotomecánica: Alfa
Diseño: www.cege.es
Impresión: Tallers Gràfics Soler
D.L.: B.19.452-2011

0015211 73482

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de fuentes responsables
FSC® C051148

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

"la Caixa"