

Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria



VNIVERSITAT
E VALÈNCIA

INFORME DE SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL

Octubre-2022



Dr. VICENTE J. PALLARDÓ LÓPEZ
Director de la Cátedra Valenciaport de
Economía Portuaria

INTRODUCCIÓN

Subrayábamos el pasado mes de julio, en el primero de nuestros *Informes Trimestrales* sobre la situación económica internacional la considerable complejidad del momento que atravesaba la economía mundial. Un trimestre más tarde, previsiblemente, el escenario no se ha aclarado, ni en términos estrictamente económicos ni en relación al contexto geopolítico que lo envuelve.

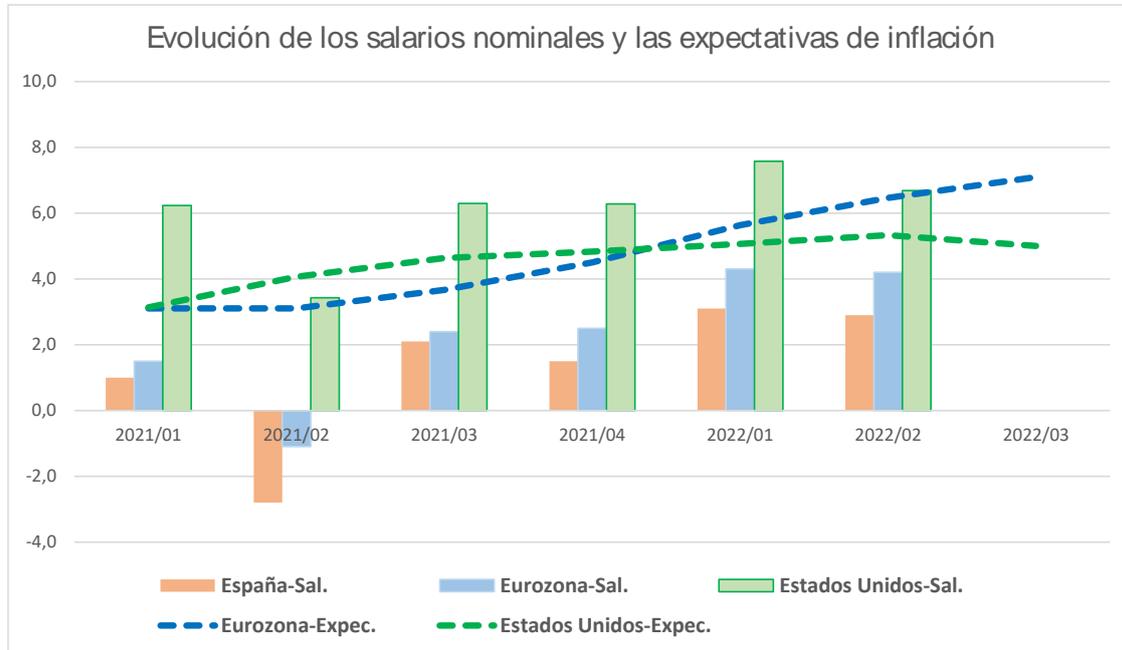
Lo que sí ha evolucionado considerablemente en este período es la respuesta de la política monetaria a las alarmantes tasas de inflación que viene experimentando buena parte de las economías, en especial las desarrolladas. Dedicamos amplio espacio en ese *Informe* de julio a esta cuestión, a explicar nuestra perspectiva de que el endurecimiento monetario llegaba con un manifiesto retraso y a anticipar los movimientos previsibles de los Bancos Centrales occidentales, que, hasta el momento, han coincidido con esas previsiones. A lo largo del presente Informe, en diversas secciones, volveremos sobre esta crítica cuestión, y plantaremos la disyuntiva que se plantea a las autoridades monetarias entre evitar el enquistamiento de la inflación y acentuar lo que, sin duda, va a ser una serio frenazo económico durante el inminente invierno.

En nuestra sección los *Precios Internacionales de Referencia*, entre otros aspectos, reflejaremos la acentuación de la tendencia a depreciarse de algunas de las principales monedas internacionales (que han dado lugar a intervenciones oficiales en los mercados), en paralelo al continuo movimiento del dólar en sentido contrario. En *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, recorreremos, como es habitual, aspectos críticos de lo acontecido en la economía global en los últimos tres meses, desde la preocupante evolución en los mercados de deuda pública y deuda externa a las consecuencias de la (dispar según ámbitos geográficos) evolución de los precios del gas natural, pasando por una evaluación del poco meditado experimento fiscal lanzado por el nuevo Gobierno británico y las repercusiones de toda índole que el mismo ha desatado.

Finalmente, en la sección *El mundo en Dos Variables*, presentaremos desde inicios del siglo XXI la evolución de dos desequilibrios básicos (saldo presupuestario y saldo por cuenta corriente) en países desarrollados, emergentes y en vías de desarrollo.

Esperamos que este segundo *Informe Trimestral*, que presentamos en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, siga contribuyendo a que sus lectores alcancen una mejor comprensión de la evolución de la economía mundial.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: cómo reducir la inflación sin congelar la economía



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; Banco Central Europeo; Reserva Federal de St. Louis; Universidad de Michigan.

Notas: Los datos de la evolución salarial corresponden a los sectores secundario y terciario. Las expectativas de inflación (a un año) corresponden a las manifestadas por los ciudadanos, según las encuestas del BCE y de la Universidad de Michigan.

Después del poco justificable retraso llega una previsible contundencia, ¿excesiva? Reflexionábamos a lo largo de nuestro *Informe Trimestral* de julio sobre la deficiente lectura de los Bancos Centrales (BCs) occidentales y, en consecuencia, su desafortunada pasividad, de los acontecimientos económicos acaecidos durante 2021. También anticipábamos que, una vez desatado el fantasma inflacionista, y habiendo pospuesto el endurecimiento monetario mucho más de lo razonable, el ritmo de tal restricción iba a ser acelerado e intenso. Exactamente lo que ha ocurrido en los últimos tres meses. Ofreceremos más detalles al respecto en nuestra próxima sección, pero, en este *Foco de Atención*, nos centraremos en las dos cuestiones más relevantes en este momento. La primera, los factores de los que dependen cuánto van a continuar las enérgicas subidas de tipos de los BCs, La segunda, si con estas decisiones están condenando a las economías desarrolladas a una recesión.

En relación con el primer aspecto, y además de elementos tan exógenos a las autoridades y el conjunto de los agentes económicos como son la evolución geopolítica o la climatológica (un invierno muy frío acentuaría, sobre todo en Europa, tanto los problemas de inflación como los de crecimiento, a través del alto coste y la posible falta de disponibilidad de la energía), las dos variables más importantes a observar son las expectativas de inflación y los salarios. En efecto, recuérdese que las subidas de tipos no intentan (como explicábamos en nuestro anterior *Foco de Atención*, la política

monetaria funciona con apreciables retardos) reducir la inflación actual o la de los próximos meses. Lo que pretenden es evitar que las tasas actuales, en el entorno o por encima del 10%, se enquisten y, gracias a ello, vayan volviendo, poco a poco y durante trimestres, a niveles más aceptables, compatibles con el concepto de "estabilidad de precios".

Para ello, lo primero es evitar que los agentes económicos consideren que la tasa de inflación actual será similar en el futuro. Según revela el gráfico superior, los BCs tienen un problema en este ámbito: las expectativas de los consumidores (es decir, de los ciudadanos), en particular en Europa, se han venido elevando de manera muy marcada, mientras en Estados Unidos, aunque también muy por encima de lo deseable, parecen haber empezado a flexionar a la baja. Esas expectativas, aunque a niveles inferiores, también se han movido al alza para otros agentes, como responsables de empresas o expertos. Es cierto que en una perspectiva temporal más extensa, los mercados financieros muestran su confianza en un retorno a tasas de inflación no muy alejadas del 2% anual¹, pero, por este lado, los BCs occidentales aún tienen trabajo por hacer.

Dado que la mayor parte de los ciudadanos reciben su renta principal de su salario, el otro gran temor de las autoridades monetarias es que una fuerte y sistemática subida de esos salarios conduzca a incrementos de costes para las empresas tales que, sumados a otros (los energéticos, por ejemplo), obliguen a subidas adicionales de precios, iniciando la conocida y temida espiral precios-salarios que consolide tasas inaceptables de inflación. A este respecto, y a pesar de que se leen y escuchan, aquí y allá, demandas de incrementos salariales (y de otras rentas) de dos dígitos, que en nada contribuyen a reducir los problemas, la realidad es mucho más amable para los BCs, en especial en la Eurozona. Pese a un cierto (comprensible y necesario) ascenso de la tasa de crecimiento de los salarios en los últimos trimestres (hasta poco más del 4% interanual en promedio), se mantiene un comportamiento muy moderado, con países, por ejemplo España (con avances medios de poco más del 3%) donde lo son todavía más. Si bien en Estados Unidos, las tensiones en el mercado laboral² han dado paso a crecimientos salariales mucho mayores que en Europa desde 2021, esos aumentos se han estabilizado últimamente, y han permanecido varios puntos por debajo del crecimiento de los precios.

¿Cómo proceder, por tanto? Nuestra perspectiva se mantiene respecto a lo que referíamos en julio. Primero, las subidas de tipos, superiores a los clásicos 25 puntos básicos, deben continuar en todos los países occidentales, acompañadas de la continuidad de un mensaje que no deje lugar a dudas sobre el compromiso de los BCs de reducir drásticamente las actuales tasas de inflación. Segundo, esas subidas deben dar paso a una pausa a partir de diciembre, para evaluar los efectos del endurecimiento monetario, que se debe sumar a los factores adversos de oferta y demanda (la propia inflación, las restricciones energéticas, el frenazo del mercado inmobiliario, el progresivo

¹ Como revela el indicador más habitual al respecto, que muestra la inflación que se espera dentro de cinco años para el promedio del quinquenio siguiente (es decir, el indicador *5-Year, 5-Year Forward Inflation Expectation Rate*).

² Véase una reflexión al respecto en la sección *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves* del Informe de julio.

agotamiento del ahorro excedentario acumulado durante la pandemia...) que ya están afectando adversamente al crecimiento.

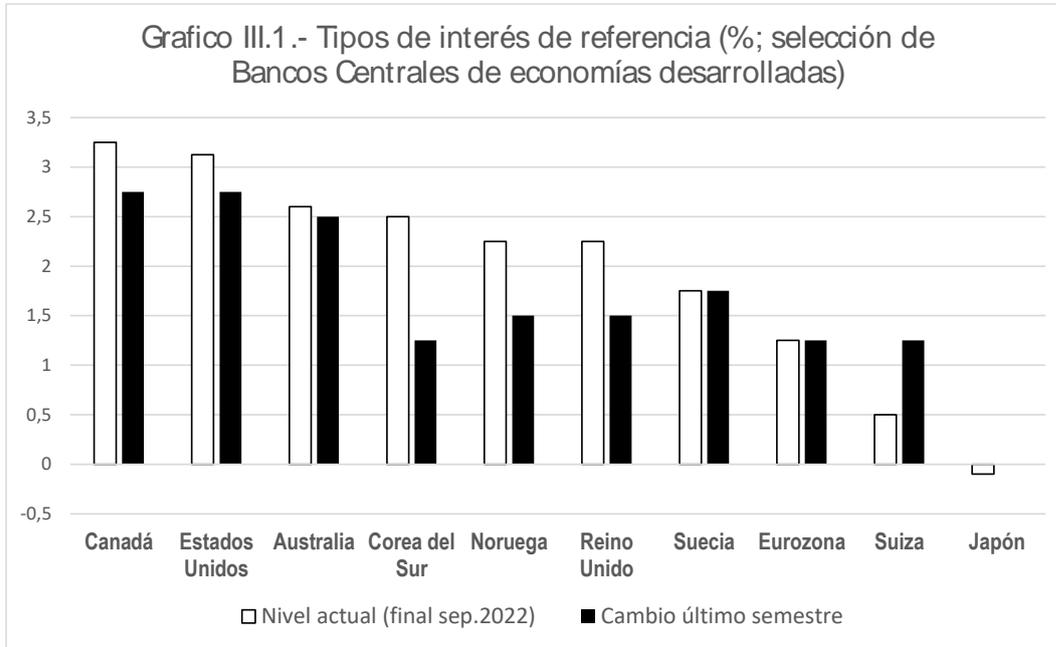
Esa pausa sería prudente, y permitiría contener las posibilidades de una recesión severa (una más suave es ya altamente probable en los próximos trimestres en buena parte de los países occidentales), que empieza a preocupar a muchos analistas.

Pero, como ya señalamos en julio, debe quedar claro que la posibilidad de que los niveles de inflación actuales se perpetúen, como ocurrió a finales de los años setenta y principios de los ochenta del pasado siglo, sería mucho peor que un frenazo más intenso a corto plazo.

Lo deseable sería que se hilase lo bastante fino, actuando en la forma antes apuntada, como para evitar ambos escenarios, pero el mensaje actual de los BCs o del Fondo Monetario Internacional, que coincide con el expresado en el párrafo anterior, es mucho más acertado que el opuesto que parece sugerir, por ejemplo, el Banco Mundial.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia

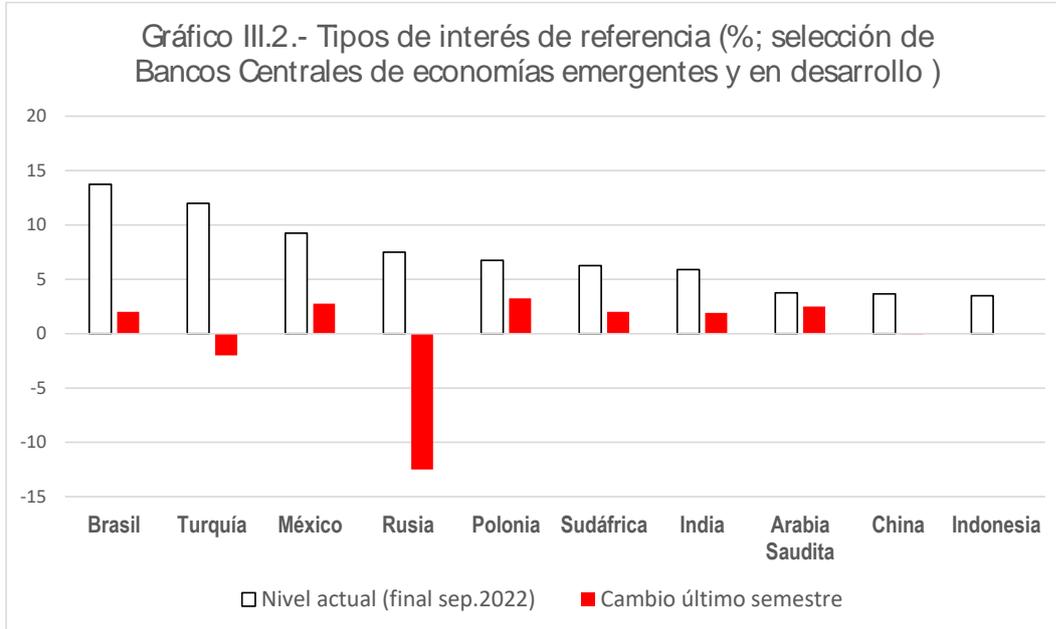


Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

El Gráfico III.1. pone de manifiesto la intensidad del cambio en el tenor de la política monetaria en los principales países desarrollados, con la notable excepción de Japón, último reducto de los tipos de interés negativos y de la inmovilidad en los tipos de interés. Para el resto, en el período julio-septiembre han sido habituales los incrementos de entre 50 y 100 puntos básicos (p.b.) en una sola decisión, hasta acumular 1650 p.b. en el agregado de los tres meses, más del doble que en el trimestre precedente (730 p.b. entonces). Ello ha llevado el tipo medio de estas diez áreas económicas del 0.9% a final de junio al 1.9% a la conclusión de septiembre. Sin duda, esos aumentos van a proseguir, aunque es altamente probable que el tercer trimestre de 2022 sea el de mayor endurecimiento monetario agregado de este ciclo. No obstante, recordemos que, en términos reales, los tipos siguen en niveles inusualmente negativos, dadas las tasa de inflación actuales (y las expectativas a un año).

En las grandes economías emergentes contemplamos (Gráfico III.2.) una continuidad en los movimientos de tipos al alza que sí se venía produciendo ya con anterioridad. Si exceptuamos los movimientos del Banco Central de Rusia, realizados en respuesta a las cambiantes circunstancias derivadas de la invasión de Ucrania, y la continuidad en los pintorescos descensos del Banco Central de Turquía (pese a una inflación que cabalga a más del 80% anual), percibimos un incremento agregado de los tipos de referencia entre junio y septiembre de unos 1400 puntos básicos, similar al trimestre anterior, y algo inferior al de los países desarrollados. Nótese que, además de haberse adelantado en su combate con la inflación a las autoridades monetarias de Occidente, estas economías emergentes tienen ya tipos medios en el entorno del 7%, más próximos a las tasas de

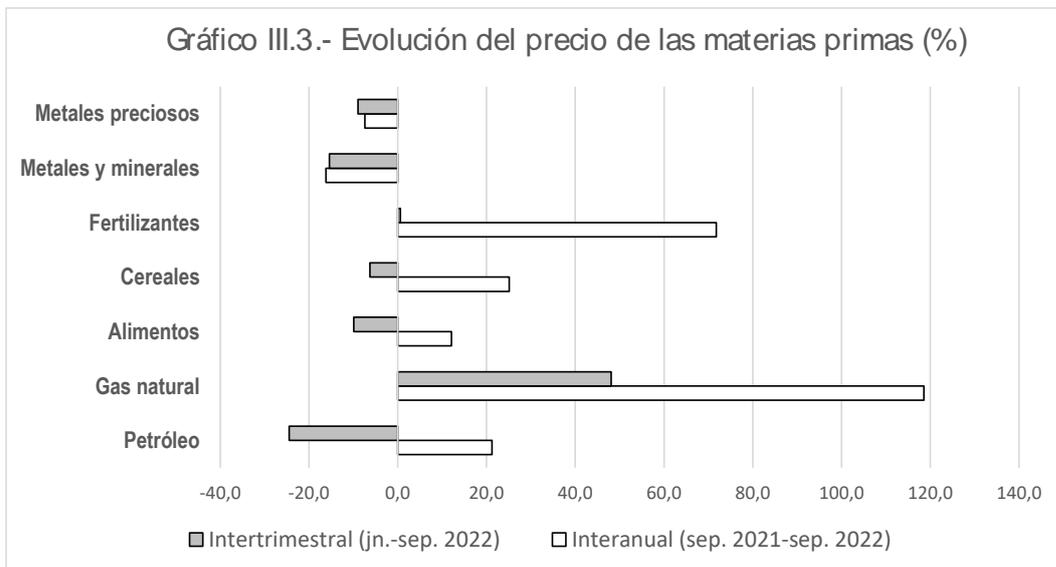
inflación que sufren. No obstante, la necesidad de evitar los costes de depreciaciones adicionales de sus divisas (véase una reflexión más detenida en la siguiente sección), hace prever más subidas, aunque en menor número e intensidad, de tipos, en los próximos meses.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

B.- Precios de las materias primas

Con la excepción del gas natural (dedicaremos al mismo la primera de nuestras *Claves del Trimestre*), el período más reciente ha sido testigo de un cambio sustancial (que ya se percibía claramente en el mes de junio, como señalábamos en nuestro anterior *Informe*, por ejemplo, en la categoría de *Metales y minerales*) en la dinámica del precio de las materias primas.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

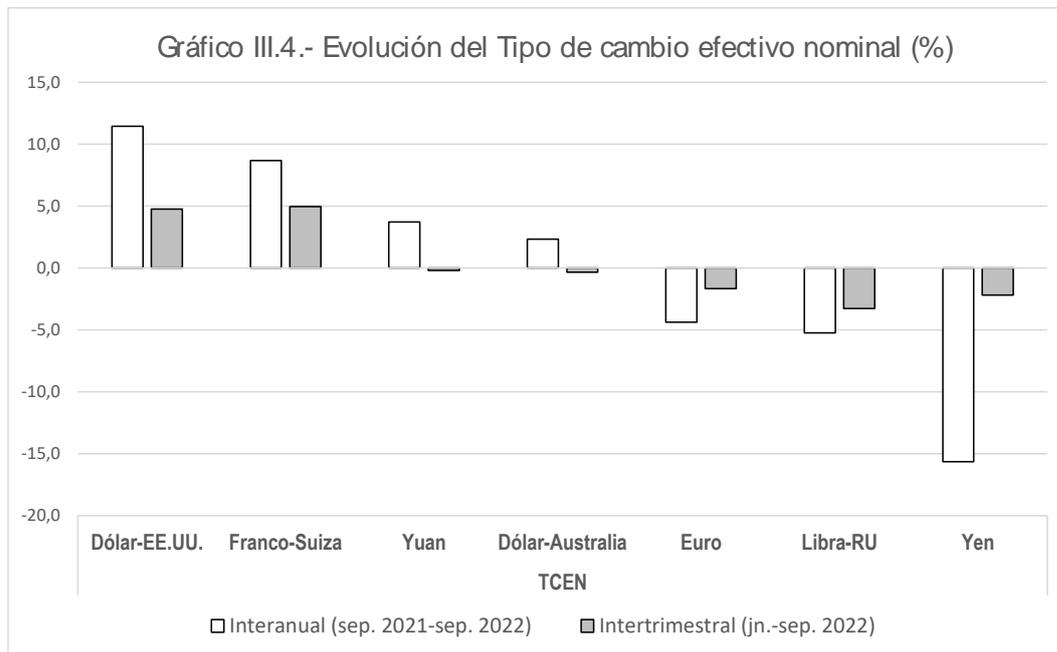
Así, el Gráfico III.3. revela una reducción generalizada de los precios de las materias primas en el pasado trimestre, incluyendo categorías, como la de alimentación, cuya trayectoria alcista anterior preocupaba (todavía lo hace) seriamente por sus implicaciones negativas sobre el mundo en desarrollo.

Eso sí, mientras las fuerzas del mercado (con menos presión de la demanda, dada la desaceleración económica global, y mayor disponibilidad de oferta, al aliviarse las restricciones en ciertas cadenas de suministro) apuntan a la continuidad de esa tendencia, las decisiones gubernamentales pueden frenarla.

Un palpable ejemplo de este impacto es la reciente y polémica (por sus potenciales motivaciones político-estratégicas) decisión de la OPEP+ (es decir, el cártel tradicional más Rusia) de recortar en dos millones de barriles diarios la producción de petróleo, que probablemente no provocará un ascenso apreciable del precio del mismo, pero sí evitará la continuidad de la trayectoria a la baja del mismo (véase el gráfico), que sería tan bienvenida por una economía mundial en problemas.

C.- Principales divisas

La.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea.

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

La historia de los mercados de divisas continúa siendo la misma que un trimestre atrás: la fortaleza del dólar estadounidense. Modificaciones de la magnitud de las recogidas en el Gráfico III.4., una apreciación de más del 11% en el último año, intensificada recientemente (5% solo en los pasados tres meses) respecto a la totalidad de los socios

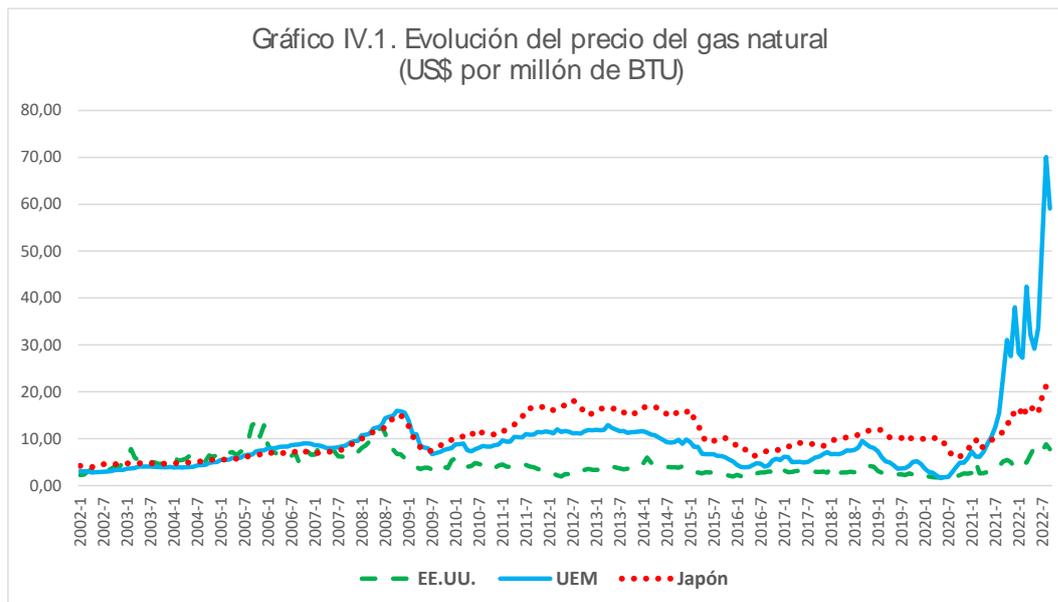
SITUACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL. OCTUBRE 2022

comerciales, no son habituales. La explicación primaria proviene de la política de endurecimiento monetario realizada (y las expectativas de continuidad de la misma) por la Reserva Federal. Nada tiene de extraño que el único país occidental empeinado en no mover los tipos de interés experimente la mayor depreciación las principales divisas. Incluso con la primera intervención del Gobierno japonés en un cuarto de siglo para sostener su moneda (por un importe, más una señal que una intervención enérgica, de 20000 millones de dólares), el tipo de cambio efectivo del yen está en mínimos históricos. Aunque las últimas semanas las turbulencias vividas por la libra esterlina (sobre cuyos orígenes volveremos en la siguiente sección), han ocultado la evolución del yen, ésta volverá a concitar atención creciente si, como parece, las autoridades niponas no están, en realidad, por la labor de poner freno a esa depreciación.

No tardaremos en regresar al dólar y la implicaciones de su evolución en nuestras *Claves del Trimestre*. Mientras tanto, conviene no perder de vista cuál es la otra divisa con fuerte tendencia a la apreciación en los últimos meses: el franco suizo. No siendo diferencialmente agresiva la política monetaria de su Banco Central (aunque sí es cierto que abandonó en septiembre una política de tipos negativos mantenida desde 2015), debe recordarse que la divisa suiza es un clásico refugio de inversores en tiempos difíciles para la economía global.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- La llegada del invierno ha aumentado, todavía más si cabe, el interés y la preocupación por la evolución del precio del gas natural. Como revela el Gráfico IV.1, dos son los rasgos especialmente reseñables en ese comportamiento. El primero, la intensidad del crecimiento del precio en los últimos meses; el segundo, la apertura de una considerable brecha en ese precio entre los grandes espacios económicos desarrollados.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Respecto al primer aspecto, el aumento del precio del gas (muy significativo) en 2021, se produjo tras el severo descenso del mismo en 2020 (uno más de los efectos de la pandemia), en un movimiento cíclico no muy distinto a los que se pueden percibir desde el inicio del alza generalizada en los precios de las materias primas en 2002 que se muestra en el gráfico. Pero la continuidad acelerada de ese incremento en 2022, derivada inequívocamente de la invasión rusa de Ucrania y las sanciones occidentales ante la misma, carece de precedentes.

En cuanto al diferencial en el coste del gas entre Europa, Japón y Estados Unidos, inexistente en los primeros años del siglo, puede observarse cómo la economía estadounidense ha estado gozando de precios inferiores, gracias a la extensión del fracking como forma de obtención de hidrocarburos, desde hace ya un buen número de años. Pero, ciertamente, es la dependencia específica del gas ruso por parte de la Unión Europea la que ha acentuado drásticamente esa brecha (más a medida que se ha ido cortando ese suministro), aunque las tensiones han forzado al alza los precios internacionales del gas en general (tanto el transportado por gaseoductos como el natural licuado, movido mediante buques).

Las principales consecuencias de estos dos procesos paralelos son bien conocidas. Al coste para las familias, directo a través de las facturas de gas y electricidad, e indirecto por el traslado a otros precios del mayor coste de la energía, se suma el experimentado

por las empresas, encareciendo la producción y amenazando con suponer el fin de la misma (e incluso interrumpiéndola en no pocos casos), bien porque los costes no son asumibles o bien por las limitaciones en el suministro. Previsiblemente, para evitar situaciones insostenibles en lo social y recesivas en lo productivo, las ayudas públicas, de considerable envergadura³, han llegado, provocando un deterioro fiscal en un momento de crecientes tipos de interés (y coste de la deuda, por tanto).

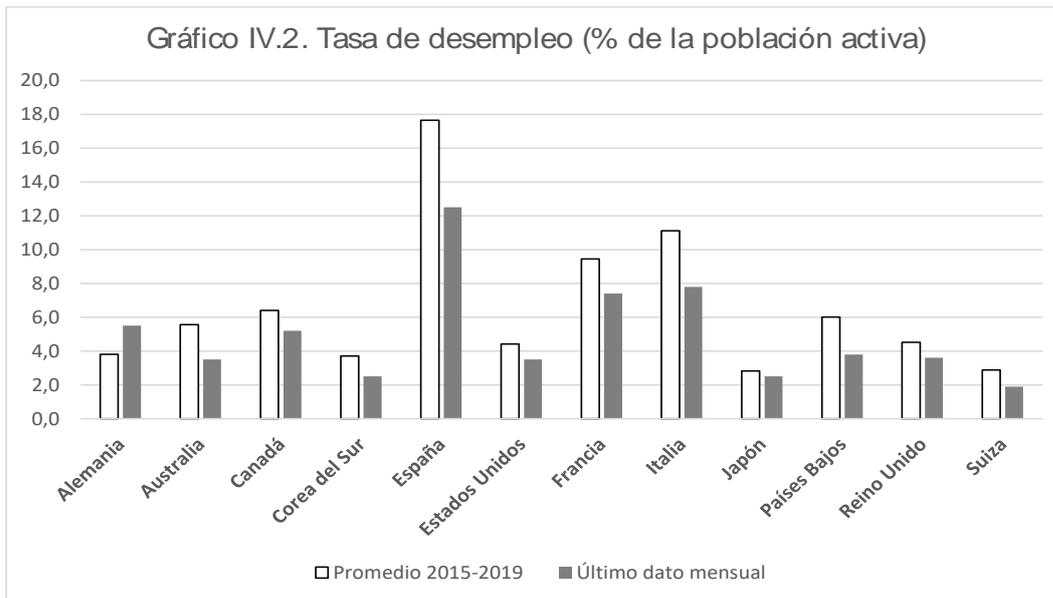
En la Unión Europea, la opción de recuperar parte de esos subsidios a través de un impuesto especial sobre los beneficios extraordinarios obtenidos por las empresas energéticas que no emplean (o lo hacen marginalmente) el gas como fuente primaria de generación de su producción, con una cifra objetivo de hasta 140000 millones de euros, se ha enfrentado a una realidad de sentido opuesto: la necesidad de ayudar a las compañías energéticas esencialmente gasísticas a menos que los Gobiernos asuman el riesgo de ver quebrar a una parte apreciable de sus compañías energéticas. ¿De dónde provienen los problemas de estas compañías? Básicamente, de sus contratos a medio y largo plazo, con precios del gas fijados y ligados a los del gas ruso, primer (y barato) suministrador europeo (en especial para los países bálticos y del este del continente) antes de la invasión de Ucrania. La sustitución de ese gas por otras alternativas ha multiplicado el coste para esas compañías, que no lo pueden trasladar a los precios prefijados de los citados contratos. Por si fuera poco, la utilización de los mismos por esas empresas gasísticas como colateral (ahora mucho menos fiable, lo que les exige aportar garantías adicionales) para el acceso a la financiación, acentúa el problema. Por tanto, distintos Gobiernos del centro y el norte de Europa están comprometiendo decenas de miles de millones de euros en sostener a tales empresas (alguna nacionalización incluida), por un importe que excede lo que podrán recaudar de las energéticas no gasísticas⁴.

Por tanto, la evolución del precio del gas natural está dañando al consumo, a la inversión, a las cuentas públicas y, en la medida en que es mucho más adversa en Europa, a la competitividad internacional de las empresas europeas respecto a las del resto del mundo y, en especial, a las de otros países desarrollados. Sumemos otros factores, como las subidas de los tipos de interés o la disminución del colchón de ahorro acumulado durante la pandemia, y entenderemos que los próximos trimestres vayan a ser testigos del estancamiento, cuando no la recesión, de buena parte de las economías europeas.

¿Alguna nota positiva al respecto? Primero, como muestra el Gráfico IV.2, esta crisis sucede en un momento especialmente robusto de los mercados laborales occidentales, con tasas de desempleo inferiores al 5% en bastantes países (no ciertamente en España), y en todo caso claramente por debajo de las previas a la pandemia (con la llamativa excepción alemana).

³ En algunos casos, como en el alemán (con paquetes de ayuda que ascienden a 300 millardos de euros), la dimensión de esos apoyos ha levantado fuertes críticas ante la posibilidad de que, de hecho, se estuviera obteniendo una ventaja competitiva ante el resto de afectados gracias a la mayor fortaleza de la posición fiscal del país.

⁴ Nótese que, en principio, buena parte de esos fondos invertidos deben poder recuperarse, en la medida en que se evite la quiebra de esas empresas, que devolverían en un futuro el dinero recibido (o se recuperaría con la reprivatización de las compañías nacionalizadas).



Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; OCDE.

Segundo, parece evidente que esta situación va a acelerar la transición en Europa (lo cual no significa que pueda lograrse de la noche a la mañana) hacia una estructura energética más sostenible medioambientalmente y menos dependiente geopolíticamente⁵. Si alguien se pregunta por qué la Unión Europea no ha trabajado de forma mínimamente coordinada y efectiva en esa dirección desde hace mucho, comparte su interrogante con el autor de estas líneas.

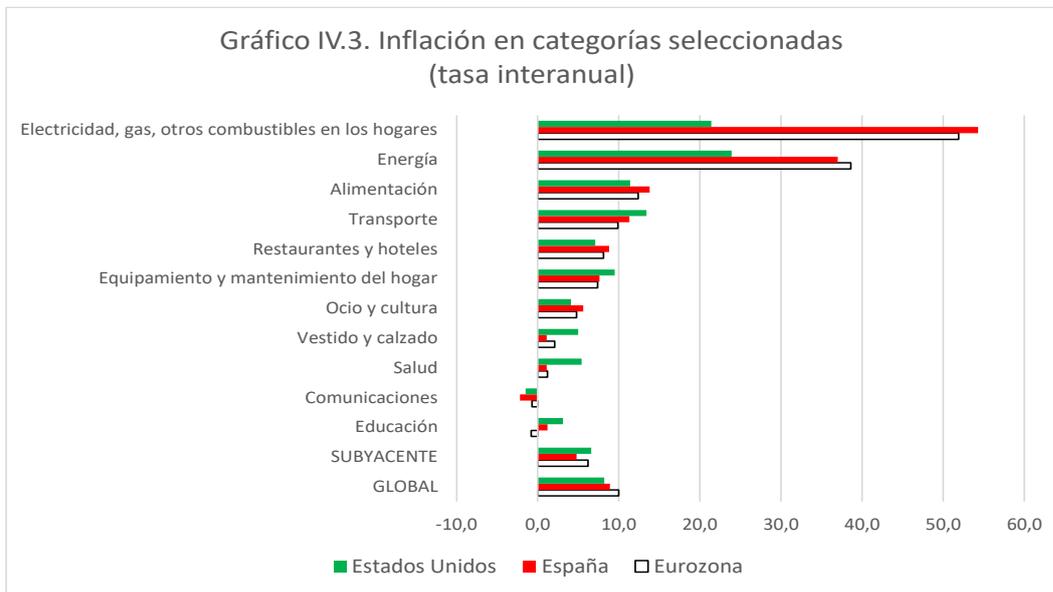
2.- El Gráfico IV.3 nos permite observar un apunte adicional sobre las características de la desmedida inflación de los últimos trimestres: su composición y, como consecuencia, su impacto distributivo. En efecto, los mayores crecimientos de precios se concentran en categorías (energía, combustibles, alimentación) que ocupan un espacio singularmente elevado en las cestas de consumo de los grupos de renta menos favorecidos. Ello supone que, en especial para la parte de esos colectivos con escasa o nula capacidad de indiciar sus rentas, un deterioro de la situación que puede situarlos en una posición límite. Previsiblemente, esta circunstancia ha llamado a la activación de los programas de ayuda gubernamentales orientados hacia esos colectivos. Y vuelve a recordar a quienes, entre los economistas, sorprendentemente olvidan con alguna regularidad esta circunstancia, que la estabilidad de precios ganada en los años ochenta y noventa del pasado siglo beneficia, sobre todo, a las rentas bajas.

Adicionalmente, la concentración de los mayores avances de precios en energía y alimentos ha conllevado que la tasa de inflación subyacente⁶ se haya mantenido a cierta distancia de las tasas globales. No obstante, y ello supone una preocupación adicional para las autoridades monetarias, es la brecha favorable se ha ido cerrando. En

⁵ Y eso incluso aunque varios países de la misma han decidido, de forma equivocada en opinión de quien suscribe, prescindir en esa nueva estructura de la energía nuclear.

⁶ Que excluye los alimentos no elaborados y la energía de los productos medidos en la inflación general.

septiembre, la inflación subyacente está ya solo punto y medio por debajo de la general en Estados Unidos (aún alrededor de cuatro puntos menos en España y la Eurozona).



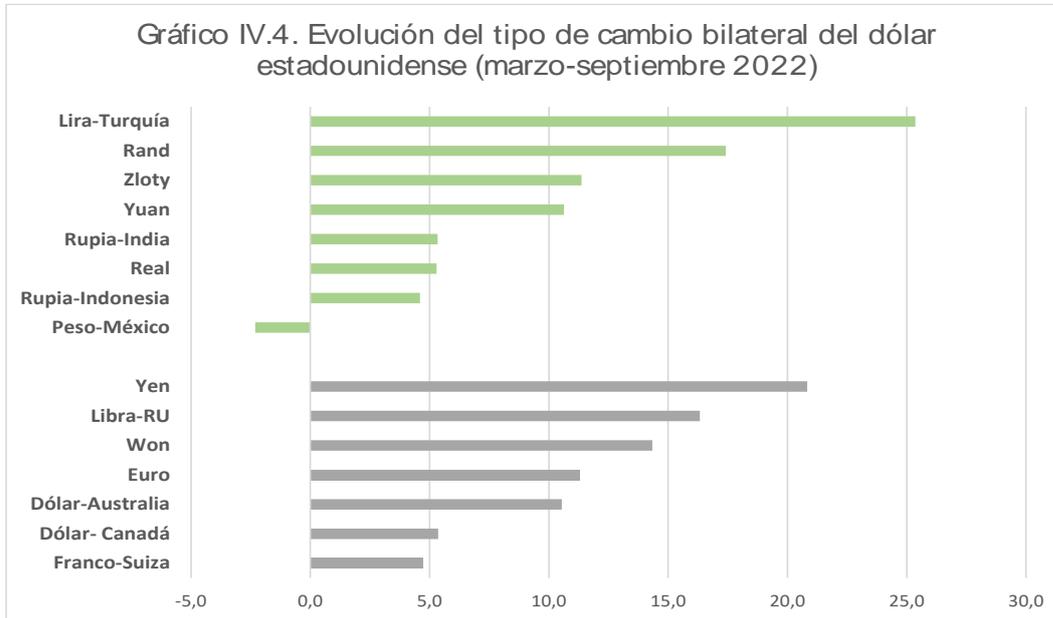
Fuente: elaboración propia. Datos: Eurostat; OCDE.

Nota: los datos corresponden a las tasas interanuales de septiembre para la inflación general y la subyacente, y a las de agosto para los subgrupos seleccionados.

3.- Destacábamos en la sección anterior la intensa apreciación del dólar durante los últimos trimestres. Es este el momento de extender estas reflexiones, en la medida en han aparecido argumentos críticos sobre la necesidad de que la Reserva Federal, cuyas decisiones fundamentan la apreciación del "billete verde", tenga en cuenta, no solo su mandato interno (estabilidad de precios con pleno empleo), sino también los efectos colaterales sobre otras economías de esa rápida e intensa apreciación. Y es que la gran mayoría de los Bancos Centrales, desarrollados y emergentes, están elevando sus tipos de interés, sin duda en parte por sus propios problemas inflacionistas, pero también, sobre todo fuera de Occidente, por las repercusiones de esa evolución de la divisa estadounidense. E incluso se habla ya, desde algunas tribunas, de una "reverse currency war".

Vayamos por partes. Primero, los datos, recogidos en el Gráfico IV.4. Con contadas excepciones, el dólar se ha apreciado, en muchos casos a tasas de dos dígitos en apenas seis meses, tanto frente a las divisas emergentes (parte superior del gráfico) como a las desarrolladas (parte inferior). Fluctuaciones de esta magnitud respecto a la moneda de referencia global en tan breve espacio de tiempo nunca son beneficiosas, pero este fortalecimiento del dólar en el momento actual tiene tres implicaciones muy perjudiciales. La primera, con las materias primas nominadas en dólares, el encarecimiento de las mismas desde 2021 es mucho más intenso cuando se agrega la depreciación al propio aumento de precios. La segunda, el atractivo de los activos en dólares provoca salidas de capitales internacionales (e incluso del mismo ahorro nacional) en un momento en que su presencia es de especial importancia en buena parte del mundo emergente y en desarrollo. Finalmente, implica el regreso del "pecado original", es decir, el incremento del coste de la deuda emitida en una moneda (en este caso, el dólar) distinta de la propia. Lo que históricamente ha sido un problema de los emisores soberanos, en la

última década lo es también de empresas de los países emergentes. El servicio de esa deuda, en las monedas locales, se hace más complicado con la fuerte apreciación del dólar.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco de Pagos de Basilea. Reserva Federal de St. Louis.

Nota: Movimientos positivos (negativos) implican la apreciación (depreciación) del dólar respecto a divisa señalada.

La última vez que tuvo lugar un ciclo de endurecimiento monetario de una intensidad similar (de hecho, mayor) que el actual en Estados Unidos fue en la transición entre la década de los setenta y los ochenta del pasado siglo, también en respuesta a una inflación descontrolada, y dio lugar a una devastadora crisis de la deuda latinoamericana y del África subsahariana. Aunque, en general, la situación de estas economías es algo más sólida que hace cuatro décadas, y los mecanismos de apoyo internacional (FMI) están más desarrollados (y ya en marcha para varios países), existe el temor de una reproducción de aquel episodio.

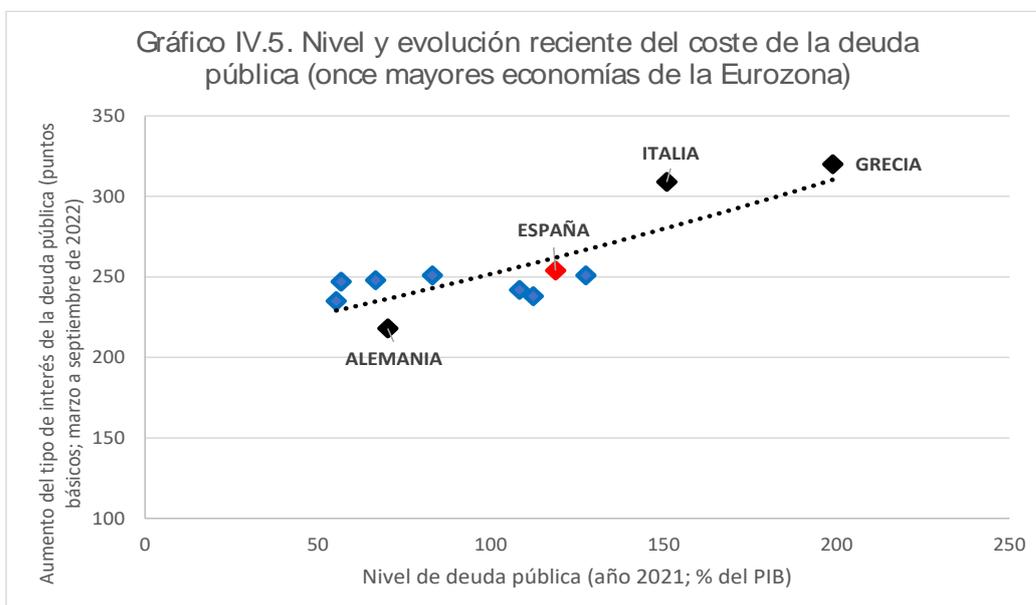
¿Y qué significa eso de la "reverse currency war"? Recordemos que el origen del término "guerra de divisas" proviene de unas declaraciones del entonces Ministro de Finanzas brasileño, Guido Mantega, en septiembre de 2010, denunciando que las actuaciones de la Reserva Federal estaban debilitando el dólar y, con ello, ganando competitividad para Estados Unidos⁷. En respuesta, numerosos países arbitraron medidas en un intento de depreciar sus propias monedas, tales como descensos de tipos de interés, aumento del dinero en circulación, compra de dólares contra la moneda nacional o imposición de obstáculos a la entrada de capital extranjero.

⁷ El lector puede encontrar un relato detallado en <https://www.valenciaport.com/wp-content/uploads/Coyuntura-2019-Tr3-Versi%C3%B3n-revisada.pdf>

Actualmente, como el coste de las depreciaciones frente al dólar, por los motivos expuestos, es mucho mayor que el beneficio, son, como queda ya indicado en este *Informe*, muchos los países que están elevando, con frecuencia de manera notable, sus tipos de interés⁸. Dado que esto penaliza un crecimiento económico que ya de por sí se tambalea en gran parte de las economías, se van acumulando las reflexiones críticas con la Fed y las peticiones de que modere sus subidas de tipos de interés.

Eso sí, otros especialistas e instituciones suscriben (suscribimos) las palabras del reputado economista monetario Mohammed El-Erian, que califica de "second or third best solutions" cualquier alternativa distinta a priorizar la contención rápida y permanente de las actuales tasas de inflación. Aún quedan subidas adicionales de tipos para conseguir este "first-best".

4.- Previsiblemente, el deterioro de la situación económica europea y el inicio del ciclo alcista en los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo, en especial en un contexto general de incertidumbre, ha tenido dos repercusiones sobre el coste de la (muy elevada en la mayor parte de los casos) deuda pública de los países de la Eurozona. El primero, el encarecimiento de la misma, partiendo, eso sí, de niveles históricamente bajos en el coste de financiación de esos países. Pero es el segundo elemento el que suscitó una considerable preocupación, en especial a principios de este tercer trimestre de 2022: la ampliación de los diferenciales (la "prima de riesgo") en ese coste de la deuda pública entre los miembros de la zona euro.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo; Fondo Monetario Internacional.

El Gráfico IV.5 revela con claridad meridiana qué han estado señalizando los mercados financieros con este crecimiento de los diferenciales, que obligaron a responder al BCE, como comentaremos en la siguiente *Clave del Trimestre*: a mayor nivel de deuda de

⁸ Otros, como India, en la medida en que disponen de un colchón suficiente de divisas, también han vendido dólares para apreciar la moneda nacional.

partida, superior el incremento del tipo de interés exigido a los Gobiernos para la adquisición de la misma. Entre marzo y septiembre, mientras el encarecimiento de la deuda alemana era de 218 puntos básicos, la griega o la italiana ascendían alrededor de 100 puntos básicos más. Por tanto, los países más endeudados, no solo tienen que pagar más por el volumen total de deuda superior a renovar, sino proporcionalmente más por cada unidad de deuda, respecto a los más endeudados⁹. Es decir, el tipo de dinámica que puso a la Eurozona al borde del colapso entre 2010 y 2012.

Sin embargo, desde agosto los mercados se han mostrado más tranquilos, y los diferenciales se han estabilizado. ¿Por qué?

V.- La respuesta a la cuestión anterior nos lleva a la decisión del Consejo de Gobierno del BCE del pasado 21 de julio, cuando la autoridad monetaria de la Eurozona estableció el denominado Instrumento de Protección de la Transmisión Monetaria (TPI, por sus siglas en inglés). Aunque en esta respuesta también conviene señalar, que, al contrario que una década atrás, las perspectivas económicas inmediatas son más negativas para el centro que para la periferia de la Eurozona (aunque no son favorables en ningún caso), fruto del impacto diferencial del "factor gas natural".

Volvamos al TPI. La papeleta del BCE no era sencilla; por un lado, debía reforzar la convicción de los inversores de que el BCE no permitiría desequilibrios graves en los mercados de deuda pública europeos (formalmente, por su carácter perturbador sobre la normal transmisión monetaria que tal inestabilidad implica), pero, por otro lado, debía conseguir que no se interpretase como un contrapunto al endurecimiento monetario y que no se dedujese que el BCE contribuía a abaratar la financiación de los Gobiernos, impulsando una prodigalidad fiscal inadecuada.

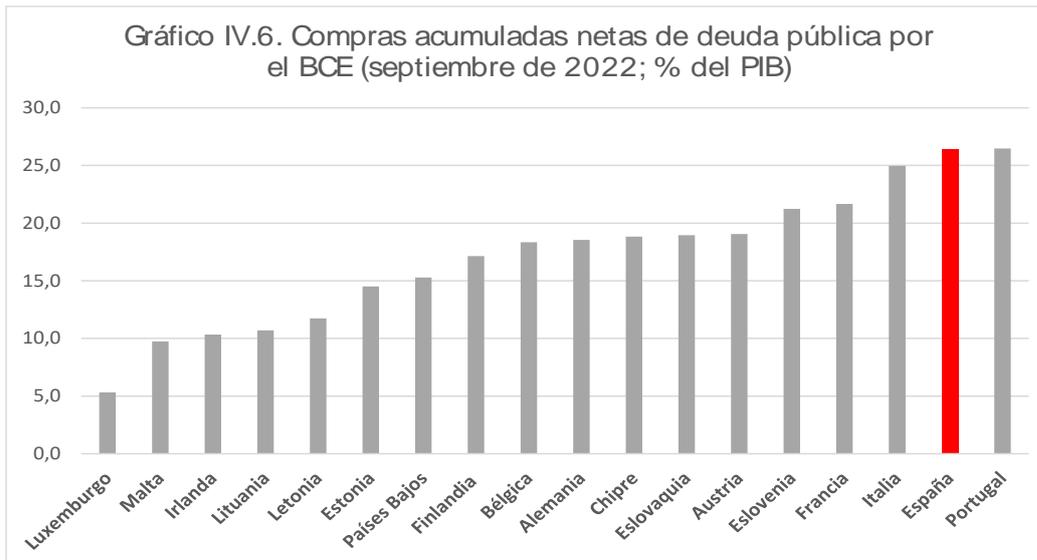
Este nuevo instrumento diseñado para las economías de la Eurozona permitiría adquirir, de forma ilimitada en cantidad y tiempo, y sin restricciones en cuanto a la distribución geográfica, deuda pública (la compra de activos privados podría considerarse) en la medida en que se produjesen movimientos en los precios de la deuda de ciertas economías no justificados por los fundamentos de la situación económica de esos países. Al objeto de resultar más convincente para los inversores, el BCE compraría esa deuda en condición "pari passu", es decir, en las mismas condiciones que cualquier otro inversor, renunciando al carácter de acreedor preferencial que frecuentemente asumen las grandes instituciones internacionales.

Pero esta zanahoria viene acompañada de la requerida condicionalidad, aunque, para los más críticos, resulta un tanto inconcreta. Así, para marcar el posible inicio de las compras como una decisión excepcional, justificada caso por caso y restringida, el BCE establece hasta cuatro criterios de elegibilidad, ligados, con carácter general, a la existencia de políticas macroeconómicas – en especial, la fiscal – sólidas. Además, el BCE señala que, junto a su propio criterio al respecto, tomará en consideración los

⁹ Para España, el aumento del tipo de interés de la deuda desde marzo a septiembre implica un incremento del coste de la financiación de unos 3700 millones de euros. Nótese, sin embargo, que éste correspondería a la renovación del total de la deuda, pero el plazo medio de la amortización de la misma se sitúa en torno a los seis años.

análisis de la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Mecanismo Europeo de Estabilidad, entre otras instituciones.

Respecto a las posibles compras asimétricas (en términos geográficos) de deuda pública entre los países de la Eurozona, en especial si se concentrase en las economías del sur, nótese que podría abrirse una discusión, no necesariamente amable, en especial por parte de los más críticos con todas las adquisiciones de deuda del BCE, porque acentuaría las ya notables diferencias entre el porcentaje de deuda pública de cada país socio que atesora actualmente la autoridad monetaria de la Eurozona (ver Gráfico IV.6).



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Central Europeo.

En todo caso, la combinación de un mecanismo de elevada capacidad, con pocas limitaciones operativas, pero con una elegibilidad relativamente exigente, parece haber conseguido el objetivo. Aunque, como se ha mostrado en la *Clave* anterior, el encarecimiento de la deuda de la Eurozona no es homogéneo por países, el anuncio del TPI ha frenado el aumento de la prima de riesgo de los más endeudados. Esperemos que, si la creciente perspectiva de una recesión a escala europea en los próximos trimestres se confirma y los mercados empiezan a discriminar entre países, el TPI, por su mera existencia o por su activación efectiva, pueda seguir mostrando esos efectos.

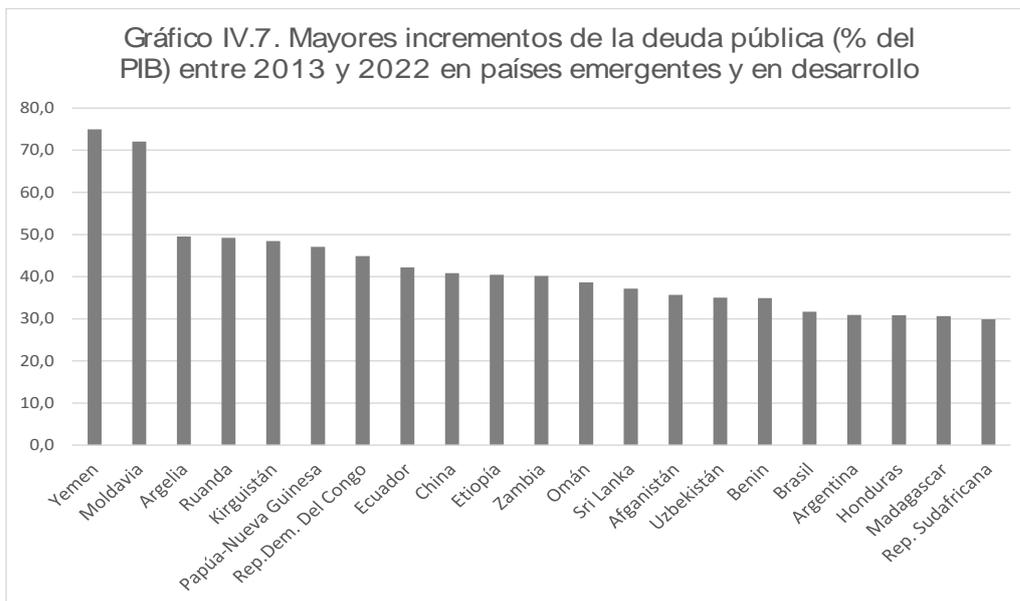
VI.- Desde luego, la preocupación por los niveles de deuda pública y los costes de la misma no se restringen a la Eurozona. Nuestras últimas dos *Claves del Trimestre* van a estar vinculadas a este tema.

Comencemos por la situación de las economías emergentes, donde el deterioro fiscal ha sido muy considerable en la última década, como muestra el Gráfico IV.7¹⁰. Desde luego, el período recoge al menos dos perturbaciones adversas de magnitud suficiente como para justificar la caída de ingresos y aumento de gastos públicos que conducen a déficit

¹⁰ Para evitar distorsionar el gráfico, se ha omitido los dos mayores incrementos del endeudamiento público en el período elegido. Según el Fondo Monetario Internacional, corresponderían a Venezuela (un 273% más de deuda pública sobre el PIB) y a Senegal (247% de incremento).

públicos continuos y deudas crecientes: la pandemia y el ascenso vertiginoso de los precios de energía y alimentos.

Pero, tras el citado deterioro fiscal se haya también la prodigalidad con la que el mundo en desarrollo se ha endeudado con el exterior aprovechando volúmenes y precios de la financiación mediante ahorro externo inusualmente favorables (gracias a la búsqueda de alternativas a la falta de rentabilidad de las inversiones en activos relativamente seguros en Occidente). Como ya se ha comentado en este *Informe*, la significativa parte de esa deuda acumulada en dólares se ha convertido en un problema creciente con la apreciación de la divisa estadounidense. Nótese que esa deuda no ha sido solo pública, sino también privada, por lo que, para no pocas economías, es la deuda externa más que exclusivamente la pública la que suscita preocupación.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Finalmente, no son pocos los casos de actuaciones idiosincráticas y muy poco afortunadas de determinados Gobiernos, que han agravado la situación económica de sus países, y las financieras de los propios Estados¹¹.

Con parte de o todas estas claves en juego, y el dólar en ascenso, el número de países no occidentales que han ido cayendo en situaciones de impagos y/o reestructuraciones de deuda y/o necesidad de ayudas externas excepcionales (Zambia, Sri Lanka, Ecuador, Pakistán, Argentina...) se está extendiendo, conduciendo a un empleo de los recursos del Fondo Monetario Internacional sin precedentes (aunque, debe subrayarse, lejos del billón de dólares disponible, derivado de la ampliación de los compromisos de los miembros del FMI a raíz de la pandemia), además de contribuciones excepcionales de países u otras instituciones. En este sentido, la gran novedad es el papel de China, como

¹¹ Probablemente, la más extravagante corresponde al Gobierno de Sri Lanka, que decidió prohibir, de un día para otro, el uso de fertilizantes no naturales en el país, provocando el colapso de la producción agraria y la conversión de un tradicional exportador de cereales en un importador masivo... justo en el momento de mayor crecimiento del precio de los mismos, y con la fuente vital de ingresos para el país que supone el turismo muy mermada por la COVID-19.

principal acreedor actual del mundo emergente, caracterizado por una marcada opacidad, tanto en los objetivos como en las formas y condiciones de sus préstamos. Su rechazo a participar en las negociaciones de alivio de deuda junto a otros acreedores está dando lugar a serias suspicacias en el resto del mundo respecto a las intenciones chinas.

Al margen de esta singularidad, el hecho de que por cada país cuya situación comienza a enmendarse (con sacrificios significativos a corto y medio plazo) aparezca uno nuevo en serias dificultades subraya otro aspecto poco favorable en el actual entorno económico internacional.

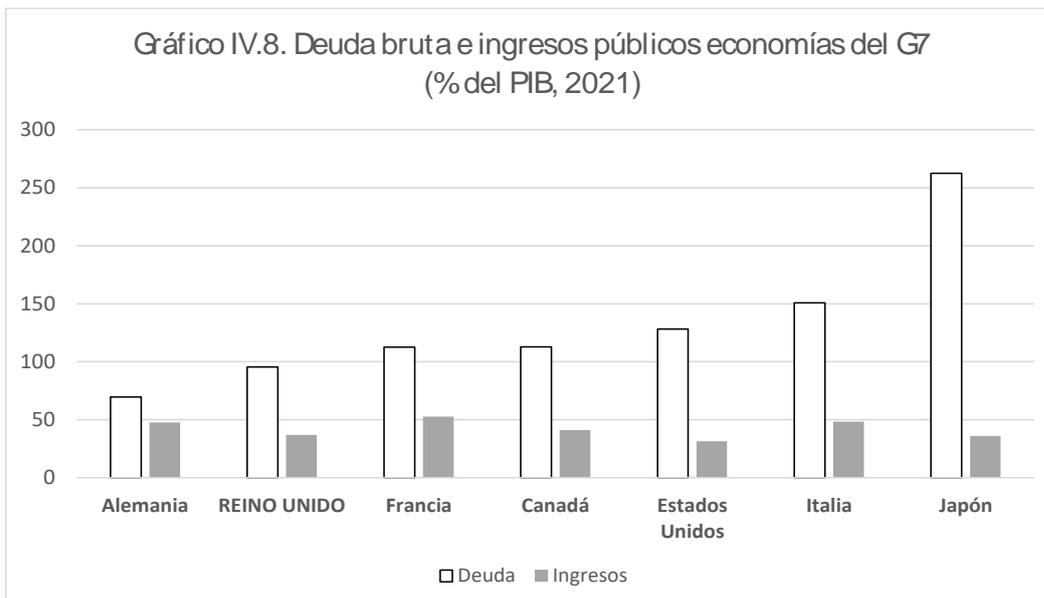
VII.- No podemos cerrar este recorrido trimestral sin reflexionar sobre el suicidio no asistido perpetrado por la (ya ex) Primera Ministra del Reino Unido, Elizabeth Truss y su (ya ex) Ministro de Economía (o Chancellor of the Exchequer), Kwasi Kwarteng, en uno de los episodios más kafkianos, al menos en una economía de la dimensión de la británica, acaecido en mucho tiempo.

Recordaremos brevemente los hechos al lector. Escasos días después de aterrizar en el cargo, el nuevo ministro de economía lanza un plan fiscal (un "mini budget") que recorta los impuestos (con un sesgo evidente en favor de las rentas altas) en 45000 millones de libras, a la par que subsidia el gasto energético (limitando el pago máximo, pero no su consumo, a familias y empresas) por otros 150000 millones. Además, anuncia futuras reducciones adicionales de impuestos, todo ello con cargo a deuda pública adicional. De inmediato, la libra se desploma y el mercado de deuda pública sufre turbulencias sin precedentes, con una venta masiva de bonos que da lugar a un extremo encarecimiento de la deuda pública británica, que llega a más de 100 puntos básicos en un solo día (bono a 30 años). El Banco de Inglaterra se ve obligado a anunciar una intervención de hasta 65000 de libras en trece días, comprando deuda pública para estabilizar los mercados y salvar a determinados fondos de pensiones, cuyas coberturas frente a movimientos bruscos en los tipos de interés habían saltado, amenazando incluso la viabilidad de los mismos. El Fondo Monetario Internacional, incrédulo, no sigue sus habituales procedimientos de consulta y emite un comunicado criticando el "mini-budget" (críticas que refuerza en su publicación estelar, el World Economic Outlook, poco después). El dúo Truss-Kwarteng responde con indignación y el Chancellor tiene la ocurrencia de sugerir a los críticos que esperen nada menos que dos meses a que presente su próximo programa fiscal a medio plazo para ver cómo todo cuadra.

Con el transcurso de los días, la situación ha evolucionado, progresiva y previsiblemente, hacia el desmantelamiento del "mini-budget" y (en parte) de sus consecuencias. Primero, se desvaneció la rebaja fiscal a las rentas más altas; luego, buena parte de la que beneficiaba a las empresas. A continuación, cayó el propio ministro, Kwasi Kwarteng, sustituido por Jeremy Hunt, quien, además de arremeter contra el programa de su colega (recordemos que siempre dentro del Partido Conservador británico), ha revisado a la baja el subsidio energético y eliminado otra sección de los recortes impositivos (dos tercios de los cuales ya han desaparecido). Además, el mundo no tendrá que esperar más allá del 31 de octubre para conocer la nueva estrategia fiscal del Gobierno. Peso sí, lo hará con un nuevo Primer Ministro, tras la dimisión de Liz Truss, carente de apoyos.

Por otro lado, las intervenciones del Banco de Inglaterra, intermitentes y por una magnitud total mucho menor de la prevista (alrededor de los 10000 millones de libras en el momento de redactar estas líneas), frenó el hundimiento de la divisa y del mercado de deuda pública. Eso sí, mientras la primera ha recuperado su nivel pre-crisis, la deuda británica, por el contrario, sigue moviéndose en tipos sensiblemente mayores a los previos al "mini-budget". Mientras tanto, los fondos de pensiones bajo presión parecen haber aprovechado las dos semanas de intervenciones para fortalecer sus posiciones. Finalmente, con los mercados tranquilizados y un Gobierno comprometido con la disciplina fiscal, el Banco Central podrá concentrarse en el difícil objetivo de reducir la inflación.

Referido todo lo anterior, la pregunta estriba en si la dimensión de las medidas explican la seriedad de las consecuencias o debe buscarse la respuesta en otras razones. Parece evidente que esta segunda posibilidad revista mayor capacidad explicativa. Veámoslo. Respecto a las cifras, aunque sin duda el "mini-budget" conllevaba un desequilibrio fiscal relevante en el medio plazo, el punto de partida de la deuda británica (ver el Gráfico IV.8) se sitúa sensiblemente por debajo de la de la mayoría de las economías desarrolladas. Tampoco parece que reducir los impuestos se realizase desde un punto de recaudación particularmente bajo. Desde luego (ver también el gráfico), los ingresos públicos sobre el PIB están muy por debajo de los de Europa continental, pero resultan similares a los del resto de economías OCDE.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

¿Dónde está el problema, entonces, del experimento Truss-Kwarteng? Debemos citar, al menos, los siguientes aspectos:

- Aunque, por desgracia, cada vez son mayores los ataques que reciben de múltiples Gobiernos en los últimos años, las instituciones en las democracias occidentales todavía importan. Y los dos mandatarios han ignorado este hecho. Lo demuestran la destitución por parte de K. Kwarteng en su primer día como Ministro de Economía del principal funcionario y experto del Departamento, su

presentación del “mini-budget” sin el preceptivo análisis por parte de la Oficina de Responsabilidad Fiscal, o el haber comprometido la independencia del Banco de Inglaterra forzándolo con semejante irresponsabilidad fiscal a tomar decisiones en absoluto deseadas por la autoridad monetaria, cuando no directamente contraproducentes para la consecución de sus objetivos.

- En segundo lugar, hay un problema de oportunidad temporal. Presentar un programa de expansión fiscal excesivo y no financiado nunca es adecuado, pero resulta una locura con la inflación en tasas de dos dígitos, el Banco de Inglaterra con problemas para reducirla y las cuentas públicas bajo la presión de una desfavorable situación económica global. De la misma forma, sesgar en una determinada dirección (hacia las rentas altas) las rebajas impositivas siempre dará lugar a discusiones, pero hacerlo en un período de especial dificultad para los grupos de menores ingresos, que además llevan años con sus rentas estancadas, provoca el rechazo generalizado, incluyendo a muchos partidarios de las bajadas de impuestos.
- Cambiar la estrategia fiscal de un país al objeto de modificar su futuro, vía mayor crecimiento, debe hacerse desde la fundamentación económica, no desde el fanatismo ideológico. Cuando alguien incluye en una presunta “coalición anti-crecimiento” que se opone a sus planes, como hizo Liz Truss, a toda la oposición, a buena parte de su propio partido, a todos los Gobiernos anteriores (laboristas y conservadores), al Banco de Inglaterra, al Fondo Monetario Internacional, a una gran mayoría de los economistas, a medios especializados como el Financial Times o The Economist y hasta a los mercados financieros, es fácil anticipar dos cosas: que el programa presentado es un disparate y que no que no sobrevivirá. Y tampoco los promotores en sus cargos. Así ha sido.

V.- EL MUNDO EN DOS VARIABLES

Como es habitual en nuestros Informes, cerraremos estas páginas con la presentación de dos indicadores macroeconómicos de interés que permiten comparar los tres grandes grupos de economías mundiales: países desarrollados, países emergentes y países en desarrollo¹². Se seleccionan los diez países con mayor población en cada grupo. Los datos del mayor (con mucha diferencia en cada caso, lo que distorsionaría la media ponderada si se incorporasen al conjunto), respectivamente Estados Unidos, China e India, se muestran por separado. Los datos de los otros nueve países de cada grupo se ponderan según su peso en la economía mundial (medido en Paridad de Poder Adquisitivo) y se muestran en conjunto. Ver en el *Anexo del Informe de julio de 2022* los datos de la población y el porcentaje del PIB mundial de las 30 economías seleccionadas.

Recordemos la aproximación temporal seguida: utilizando datos anuales, recorreremos lo ocurrido desde el año 2000, en los siguientes subperíodos: 2000-2007, fase de fuerte crecimiento mundial, en especial en el mundo no desarrollado; 2008-2011, los años centrales de la Gran Recesión, que afectó especialmente a Norteamérica y Europa pero tuvo amplias repercusiones globales; 2012-2019, de nuevo un período expansivo, mucho menos dinámico que el anterior, sobre todo para el mundo no occidental (con crisis en muchos países de estas zonas durante el subperíodo), y con un crecimiento sostenido por un endeudamiento creciente (en bastantes países de los tres grupos) y una política monetaria extremadamente expansiva en el mundo desarrollado. A continuación, el año inicial de la pandemia asociada a la COVID-19 (2020) y el de rebote inicial de la misma (2021).

En este *Informe* mostraremos la evolución de dos equilibrios (o desequilibrios) relevantes para cualquier país: el saldo presupuestario del sector público y el saldo por cuenta corriente de la economía.

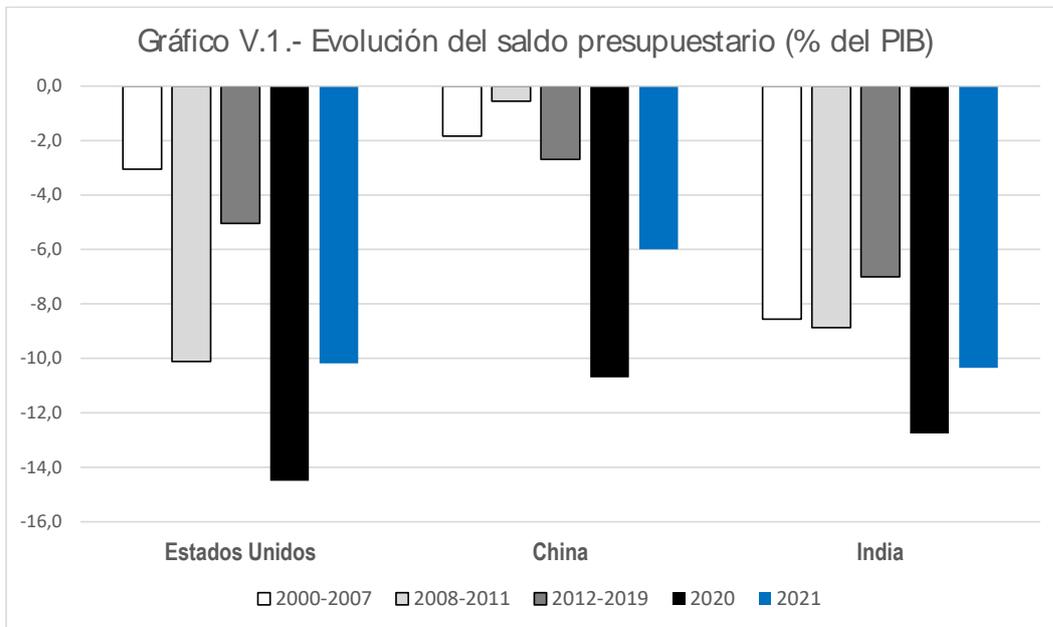
V.1.- EVOLUCIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO

Los Gráficos V.1 y V.2 reproducen el comportamiento de este indicador con la agrupación de países elegida y en los subperíodos explicados.

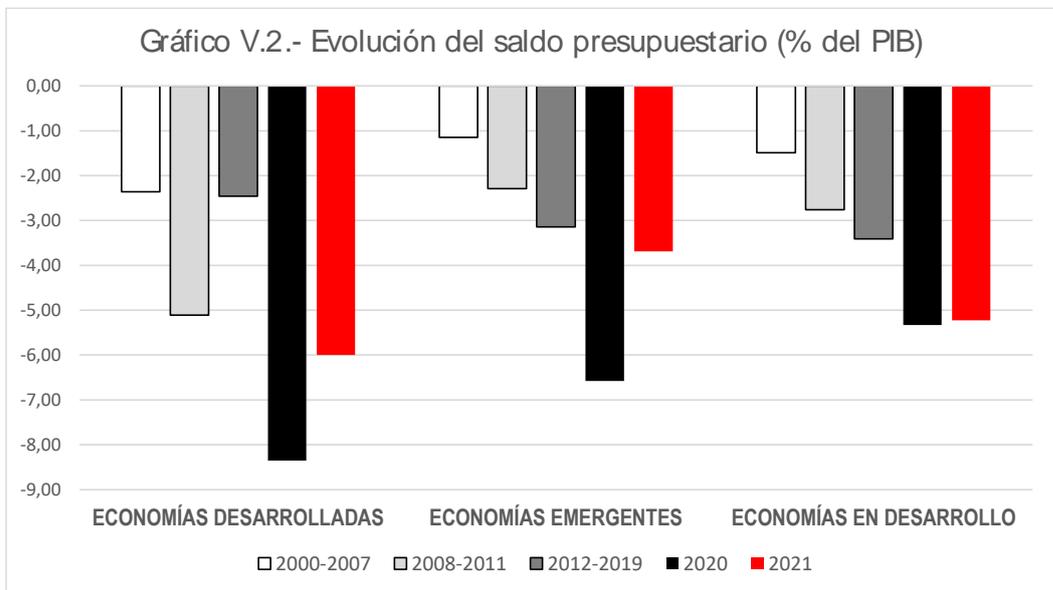
El primero de los rasgos que destaca de manera inequívoca es la persistencia de los déficits públicos, en cualquier período y para cualquiera de las economías principales y grupos presentados. No extraña, por tanto, la acumulación, cada vez más grave, de un exceso de deuda pública, al que nos también nos hemos referido varias veces en las *Claves del Trimestre*. Por supuesto, los peores resultados coinciden con el año 2020, cuando la COVID-19 cercenó los ingresos públicos y forzó ayudas de los Estados sin precedentes a diversos colectivos sociales, así como a las actividades económicas. Con mayores recursos (y credibilidad para captarlos adicionalmente en los mercados), el mayor esfuerzo (y los mayores déficits) se produjo en los países desarrollados, que

¹² La diferenciación entre estos dos grupos se establece exclusivamente en función de las respectivas rentas per cápita, con una cifra de separación situada en 13000 dólares en Paridad de Poder Adquisitivo en 2020. Ello explica la presencia de India, usualmente considerada emergente por el tamaño global de su población y su economía, en el tercer grupo.

corrigieron parcialmente las posiciones deficitarias en 2021. También los hicieron, desde un desequilibrio menor, los sectores públicos de los países emergentes. Por el contrario, resulta reseñable cómo las grandes economías en desarrollo, cuya capacidad de ayudar a sus economías y sus ciudadanos fue sensiblemente menor (aunque India sobresale entre ellas en sentido opuesto), no fueron más allá (en promedio) de un 5% de déficit, pero no han podido rebajarlo con el inicio de la recuperación. Situación poco halagüeña para lo que habría de venir en 2022 en forma de encarecimiento de energía y alimentos.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.



Fuente:

elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

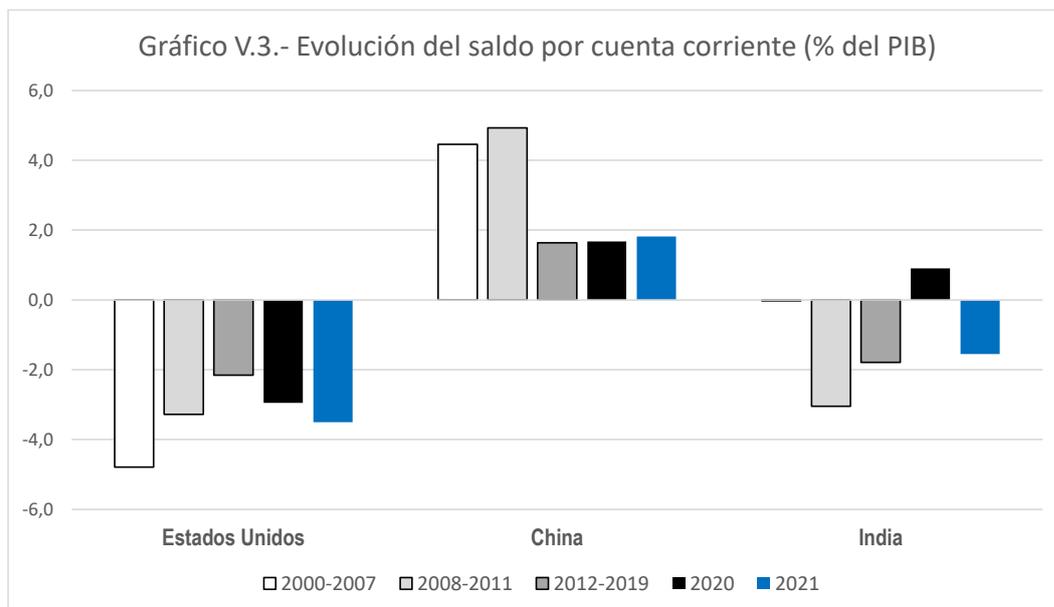
Pero hay otro aspecto muy inquietante en la trayectoria del saldo presupuestario en el presente siglo. En Occidente, aunque los déficits, como ya se ha indicado, son persistentes, muestran un perfil anticíclico (a menor crecimiento, más déficit y a la inversa), con clara lógica económica. Sin embargo, los otros dos grupos, en particular el

de economías en desarrollo, presentan una trayectoria creciente de su desequilibrio fiscal, que augura un incremento de los problemas señalados para parte de las mismas en la sexta *Clave del Trimestre*.

Parece evidente, más con las turbulencias derivadas de los desajustes fiscales que hemos relatado con anterioridad, que se precisa una revisión completa de la estructuras fiscales, de ingresos y/o gastos, según los países. A ello deberá sumarse la implantación definitiva bajo el Acuerdo de reforma de la imposición internacional liderado por la OCDE, de un régimen que conduzca a las empresas multinacionales a aumentar (al menos hasta el 15%) su contribución a las arcas públicas de los diferentes Gobiernos, y hacerlo, además, de forma acorde a dónde desarrollan sus actividades.

V.2.- EVOLUCIÓN DEL SALDO POR CUENTA CORRIENTE

Los Gráficos V.3 y V.4 muestran la trayectoria de los saldos por cuenta corriente de las áreas económicas definidas en nuestro análisis.



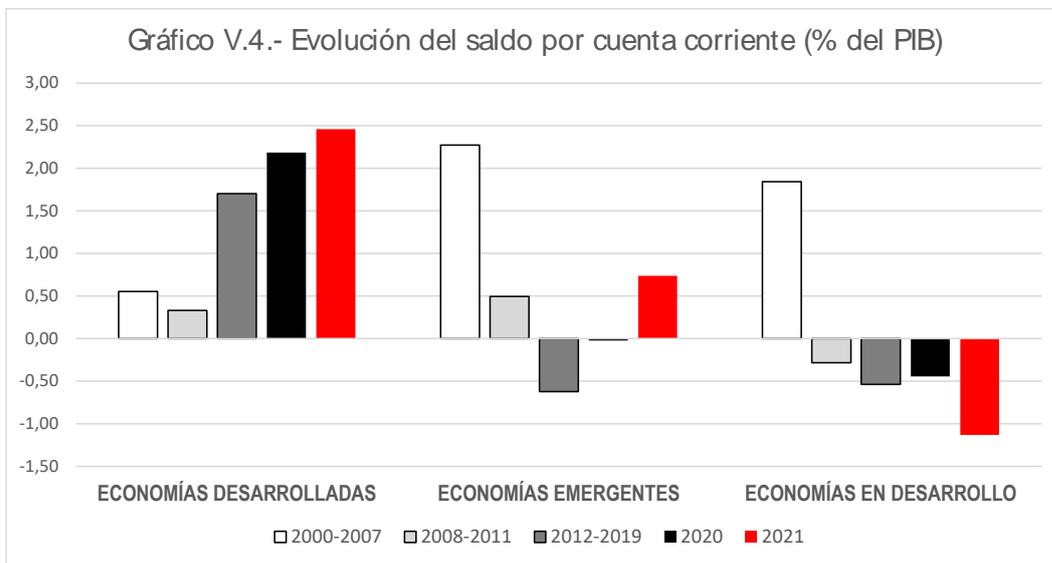
Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional.

Ninguna sorpresa en contemplar el continuo déficit estadounidense, corregido en parte en los años centrales de la pasada década, pero de nuevo creciente. Bien conocida también en la continuidad de los superávits en China, y también lo es que el cambio en el modelo de crecimiento iniciado hace dos quinquenios, con una mayor dependencia de la demanda interna (aunque muy sesgada hacia la inversión en relación al consumo, en fuerte contraste con Occidente), ha reducido ese margen positivo. India mantiene posiciones más cercanas al equilibrio, aunque en general deficitarias.

Más interesante es la información proporcionada por el segundo gráfico, sobre las tres grandes tipologías de economías, una vez descontada la mayor de cada una. Nótese que, como siempre en esta aproximación, las posiciones de las economías que integran esas agrupaciones son dispares, y en este caso, aparecen saldos positivos y negativos

en cada una. Pero precisamente nuestro objetivo aquí es ofrecer una panorámica conjunta de cada uno de los grupos.

En Occidente, las posiciones por cuenta corriente se han consolidado en valores superavitarios cada vez mayores. Si el lector recuerda que esto equivale necesariamente a un déficit por cuenta financiera, estamos constatando que las economías desarrolladas transfieren su ahorro (sus capitales) en términos netos al resto del mundo, en un proceso natural que debe favorecer la convergencia económica global. Tema distinto es si ese comportamiento agregado no está mostrando también los insuficientes niveles de inversión de los países OCDE en sus propias economías. Aunque los motivos de ello son múltiples, y requerirán una reflexión en otro momento, lo cierto es que esas tasas de inversión, tras la Gran Recesión, se situaron en los mínimos desde hace décadas y apenas se han recuperado.



Fuente: elaboración propia. Datos: Fondo Monetario Internacional; Banco Mundial.

Como contrapunto, las economías en desarrollo han invertido su posición superavitaria de principios de siglo en un déficit por cuenta corriente continuado, que, claro está, conlleva una entrada neta de capitales. Por desgracia, ni la estabilidad en esos flujos financieros ni la provechosa utilización de los mismos se pueden dar por descontadas, más bien lo contrario.

Por último, los amplios superávits del mundo emergente del inicio del siglo XXI se han ido reduciendo (e incluso invirtiendo en los años centrales de la década de los diez), aunque la desviación agregada se mantiene años tras año no más allá del 0.5% del PIB, mostrando una compensación casi exacta entre los superávits (mayoritariamente asiáticos) y los déficits que presentan las economías representantes de otros continentes en este grupo.