

INFORME DE SITUACIÓN DE ECONÓMICA INTERNACIONAL

Enero-2024



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

INTRODUCCIÓN

Se cerró el ciclo de subidas de los tipos de interés en Occidente, y se desató una euforia desmedida en los mercados financieros, que anticipaban una reversión inmediata y acelerada de dicha contracción. Tan injustificada reacción ya ha experimentado una corrección parcial en las semanas previas a la aparición de este *Informe*, dado que los Bancos Centrales aún están a trimestres vista de encontrarse con la tasa de inflación cumpliendo de manera estable con el objetivo establecido, y además deben plantearse en qué medida siguen corrigiendo la otra parte de la expansión monetaria del período 2009-2022: cuanto debe ajustarse a la baja el tamaño de su balance; es decir, cuanto debe reducirse la cantidad de dinero excepcional inyectada a la economía en ese período, más allá del precio (tipo de interés) de ese dinero. Reflexionaremos sobre todo ello en *Entendiendo el Trimestre en Siete Claves*, en las que también revisaremos la evolución de los grandes desequilibrios macroeconómicos en los últimos años, la trayectoria del precio de la vivienda o la preocupante situación de la deuda externa en las economías en desarrollo.

Antes, el lector encontrará, en nuestro *Foco de Atención*, un análisis de los contenidos e implicaciones de la aplicación al transporte marítimo del régimen de comercio de derechos de emisión de la Unión Europea. Nos detendremos en considerar si los costes económicos significativos que esa normativa puede suponer para los involucrados en este tráfico esencial, y muy especialmente para los puertos del Mediterráneo europeo, no van a ir acompañados de costes, y no beneficios, medioambientales, que se enfrentarían directamente a los objetivos de la normativa. Y, ligando esta reflexión con la realizada en nuestro anterior *Informe* sobre los vehículos eléctricos, nos preguntaremos qué principios básicos guían las regulaciones emanadas recientemente de la Comisión Europea en sectores estratégicos, que no parecen caracterizarse por su coherencia.

No faltarán a su cita con los seguidores de estos *Informes* la actualización de los *Precios Internacionales de Referencia*, sección en la que, tras presentar de manera precisa la ya referida evolución de los tipos de interés, revisaremos el comportamiento de los mercados de materias primas y de las principales divisas internacionales. En ambos casos, además de la habitual presentación de los movimientos más recientes, realizaremos una revisión algo más extendida en el tiempo, desvelando resultados de considerable interés al comparar los precios del año 2023 con los existentes antes de la pandemia.

Finalmente, en nuestras *Reflexiones sobre el Comercio Internacional*, centraremos el análisis en la trayectoria del saldo exterior (particularmente, el comercio de bienes) de Estados Unidos desde mediados de la pasada década hasta la actualidad. Revisaremos si la intensificación del proteccionismo ha mejorado o no ese saldo, hasta qué punto ha cambiado el comportamiento del comercio con China, y quiénes se han podido ver beneficiados de lo que, como cabía anticipar, ha sido una desviación de comercio hacia otras fuentes internacionales de suministro, localizadas en otros países, y no un regreso a Estados Unidos de la producción antes procedente de China. Aunque algunos de los resultados que presentamos en esa sección son bien conocidos, hay otros que pueden sorprender al lector.

Como es habitual, ponemos a disposición de los lectores este séptimo *Informe Trimestral*, realizado en el marco de la *Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria*, en el inicio de un año 2024 en el que, mientras los vientos de cara van a predominar sobre los de cola, al menos en la primera parte del mismo, los factores geopolíticos reman de forma inequívoca en contra de lo que se prevé un muy tibio crecimiento económico.

II.- FOCO DE ATENCIÓN: el “liderazgo” de la Comisión Europea y sus costes¹

No es sencillo que los ministros de un área de actividad de siete países mediterráneos de la Unión Europea se pongan de acuerdo para reclamar a la Comisión Europea la paralización de una normativa que estiman perjudicial para sus economías. Pero exactamente esto es lo que el pasado mes de diciembre realizaron los responsables de transporte de Portugal, España, Italia, Chipre, Malta, Croacia y Grecia en relación con la aplicación al transporte marítimo del Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea (más conocido por sus siglas en inglés, ETS) desde el 1 de enero de 2024.

La regulación exige a las navieras adquirir derechos de emisión por cada tonelada de CO₂ emitida en el transporte realizado entre dos puertos europeos, y por la mitad de las emisiones en los recorridos entre un puerto de la UE y otro extracomunitario. La cobertura de esas emisiones se va a ir ampliando hasta abarcar la totalidad de las mismas en 2026². En ausencia de un mecanismo *efectivo*³ equivalente aplicado a puertos competidores sitos fuera de la UE, los referidos ministros, los responsables de los puertos afectados y de las instituciones y agentes ligados al sector, numerosos expertos y foros tales como la Comisión de Transporte del Parlamento Europeo, han alertado sobre la desviación de tráficos hacia puertos que no verán sus tráficos encarecidos por esta normativa, con el marroquí de Tanger Med y el egipcio de Port Said a la cabeza. Con un coste diferencial que pueden alcanzar cientos de miles de euros para un solo buque en las rutas principales que unen Asia con los puertos del Mediterráneo, resulta altamente probable esa desviación de tráficos⁴. Incluso quienes respaldan la regulación en su versión actual, la Comisión Europea y un cierto número de expertos, en general más próximos a temas medioambientales que a los económicos, reconocen que tal desviación es posible y alegan que, si fuera el caso, y después de realizar un “seguimiento minucioso” de la situación, se podrían adoptar medidas de reequilibrio a posteriori. Como si las navieras tuvieran por costumbre modificar sus rutas cada par de semanas...

En nuestro *Foco de Atención del Informe de octubre de 2023* reflexionábamos sobre las decisiones de la Comisión Europea que han situado en abierta desventaja a la industria

¹ Aunque el seguidor habitual de estas páginas es conocedor de ello, es adecuado reflejarlo explícitamente: la Cátedra Valenciaport de Economía Portuaria que acoge estos *Informes de Situación Económica* es financiada por la Autoridad Portuaria de Valencia, afectada directamente por la regulación sobre la que versa este *Foco de Atención*.

² El lector interesado puede encontrar toda la información sobre la regulación en https://climate.ec.europa.eu/eu-action/transport/reducing-emissions-shipping-sector/faq-maritime-transport-eu-emissions-trading-system-ets_en.

Existe versión en castellano, pero, al menos de momento, solo está disponible bajo traducción automática.

³ Teóricamente, la CE incorpora medidas para evitar las desviaciones de tráficos hacia puertos situados a menos de 300 millas náuticas de las costas europeas, que nadie considera suficientes.

⁴ La estimación de Lloyd's List, cuando el sistema está plenamente implementado en 2026 y asumiendo que los derechos de emisión no eleven su precio de los alrededor de 80 euros por tonelada de CO₂ emitida, es que el coste total para las navieras del nuevo esquema alcanzará los 7000 millones de dólares anuales desde 2026.

europea respecto a China en un ámbito tan relevante como el del vehículo eléctrico⁵. Recientemente, y en otro sector de enorme trascendencia, como el de la Inteligencia Artificial, nada menos que el Presidente francés, Emmanuel Macron, advertía, ante el ansia de la Comisión Europea por establecer normas antes que nadie: “podemos decidir regular mucho más rápido y con mayor intensidad que nuestros principales competidores. Pero entonces regularemos cosas que nosotros no produciremos ni inventaremos. Esta nunca es una buena idea”.

Así que tendremos que plantearnos: ¿será el transporte marítimo la próxima víctima de la pasión por el liderazgo regulador que exhala la Comisión Europea?; ¿cumplirá la normativa sus objetivos?; ¿realmente serán relevantes los costes?; ¿es el transporte marítimo tratado por igual que otros sectores?; ¿es la Comisión Europea realmente tan aversa a la compensación de los costes de sus propias normativas?; ¿está liderando la Comisión Europea al resto del mundo en alguno de los ámbitos en los que se lanza a esa primacía reguladora, o estamos más cerca del resultado sobre el que advierte el Presidente Macron? Reflexionemos al respecto.

Primero, resulta más que probable que, con un coste de la magnitud del señalado, las navieras opten por desviar sus tráficos a puertos alternativos a los mediterráneos europeos. Ciertamente, siempre puede uno alegar que las navieras podrían simplemente repercutir el coste adicional sobre los eslabones posteriores de la cadena logística, que, a su vez, harían lo mismo hasta el consumidor final. Esto no haría mucha gracia al ciudadano medio, pero, en beneficio del medioambiente, no hay nada que ese ciudadano de la Unión Europea no esté dispuesto a asumir. Sí, sé lo que piensa el lector: esta es una (primera) monumental falacia en la que se apoya la Comisión Europea en su “liderazgo medioambiental global”. La realidad, como demostró la revuelta de los “chalecos amarillos” en Francia, es que, fuera de una élite intelectual y urbana (si acaso), el ciudadano medio está dispuesto a aceptar costes *limitados* de la lucha contra el cambio climático, y solo bajo el supuesto de que el sacrificio no es solo europeo, y menos si conlleva no solo mayores precios sino pérdidas de empleos. Esta es la realidad, guste o no en Bruselas. Como en breve comentaremos, parece que sí lo tienen claro... depende de a quién afecte.

Pero lo interesante es que, en el caso de los ETS aplicados al transporte marítimo que nos ocupa, no hay un trade-off entre economía y medioambiente. Veamos por qué. Las navieras ya están realizando, por convicción y por cumplimiento de la regulación, el cambio a combustibles más limpios. Más allá de la cierta indefinición de hacia dónde (qué tipo de motor) exactamente debe dirigirse ese cambio, no van a acelerarlo para poder seguir viniendo a Valencia o Algeciras en lugar de a Tánger. Una desviación significativa dañará la actividad y el empleo en los puertos del Mediterráneo europeo. Pero, además, en un momento en el que se espera una cierta redefinición de las rutas comerciales globales⁶, perder parte de la conectividad por una normativa

⁵ Desde luego, la propia industria, con su empeñamiento en que la excelencia en la fabricación de vehículos de combustión garantizaría su futuro, es no menos responsable del enorme esfuerzo de recuperación del tiempo perdido al que ahora se ve abocada.

⁶ Por los cambios resultantes de las lecciones derivada de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania. Llámese “decoupling”, nearshoring”, derisking” o como se prefiera, se está produciendo (y se profundizará

inadecuadamente planteada puede limitar la presencia de esos puertos en las nuevas rutas. Porque, en el ámbito del transporte, conectividad llama a conectividad⁷. No se olvide, además, que no se trata solo de las importaciones: una disminución de las rutas operadas de forma sistemática en un sentido, conlleva una equivalente caída para las operaciones en sentido contrario, aspecto especialmente pernicioso para regiones con vocación claramente exportadora⁸.

Coste económico... sin beneficio medioambiental. La desviación a puertos extracomunitarios de mercancías que, en su mayor parte, tienen como destino a productores y consumidores europeos implicará desplazamientos secundarios de las cargas, que supondrán emisiones adicionales. Sumemos los inferiores estándares medios de eficiencia medioambiental de esos puertos alternativos y nos encontraremos que la Comisión Europea está infligiendo un daño económico al sector acompañado de un deterioro para el medio ambiente. Pobre jugada.

Pero nada nuevo. En realidad, el desplazamiento de actividad a terceros países como consecuencia de las regulaciones europeas lo único que conlleva es un incremento de las emisiones contaminantes totales, en la medida en que las industrias de la UE llevan clara delantera a las del resto del mundo, salvo excepciones muy aisladas, en su "transición verde". Porque, seamos sinceros, he aquí la (segunda) gran falacia del "liderazgo medioambiental global" perseguido por la Comisión Europea: el resto del mundo sigue la línea marcada por Europa. No, el resto de las economías se mueven según sus intereses, necesidades y percepciones. Estados Unidos fomenta a la vez las nuevas energías y el aumento de la producción de hidrocarburos (y se volcará hacia los segundos en caso de un regreso de Donald Trump). China sigue generando el 31% de las emisiones de CO₂ del mundo, muy por encima del peso de su población o su economía en el total global, y alimenta su exponencialmente creciente parque de coches eléctricos, que le ha dado las economías de escala para inundar los mercados exteriores con su producción, con la energía procedente de... quemar carbón. India prioriza el crecimiento económico sobre cualquier parámetro medioambiental. Buena parte del mundo en desarrollo busca energía barata que les permita salir de la pobreza, sea cual sea esa energía, mejor si les aleja de la quema de madera. Porque, sin duda, les preocupa la transición verde, pero no es su obsesión prioritaria, le cuadre o no a la Comisión Europea. Y trabajan en favor del cambio de modelo energético, porque los costes medioambientales y las muertes en particular por la contaminación son mucho mayores en el mundo emergente y en desarrollo que en Occidente. Pero tienen otros problemas no menos acuciantes. Y, por ello, NO siguen voluntariamente ningún liderazgo europeo.

El único mecanismo posible para lograr ese objetivo de acelerar la transición energética que persigue la Comisión Europea como su Santo Grial es impulsar acuerdos globales como el que se ha producido en materia de fiscalidad de las multinacionales (que

en ello) una reorientación (parcial) de las rutas comerciales y los flujos de inversión en aras de mayor seguridad y aunque suponga una cierta ineficiencia económica a corto plazo.

⁷ Si alguien duda al respecto, debiera revisar la carrera por ampliar la capacidad de los mayores aeropuertos del mundo, en lugar de emplear otros alternativos.

⁸ La valenciana, sin ir más lejos.

comentamos en nuestras *Claves del Trimestre*), impulsado por la OCDE y el G20. Desde luego que es complejo pactar algo que resulte efectivo, pero no hay alternativa... o solo hay una, con sus propios problemas, que la Comisión Europea sí conoce.

Cemento, hierro, aluminio, fertilizantes, electricidad, hidrógeno, acero, todos estos sectores deben ser mucho más relevantes para la Comisión Europea que los puertos y sus comunidades. Porque, en todos ellos, sí habrá un mecanismo explícito de compensación para las importaciones cuyo contenido de CO2 sea superior a la producción europea, a medida que toda la producción interna sea vea afectada por la obligación de adquirir, ya sin las exenciones parciales anteriores, derechos de emisión por cada tonelada de CO2 emitida. Se trata del Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono (CBAM, por sus siglas en inglés).

El esquema será plenamente operativo en 2026. Y, claro, cuando el mecanismo de protección medioambiental no disminuye la competitividad de los sectores productivos nacionales, ni sacrifica el empleo en la propia economía, sí puede dar lugar a que otros imiten a la UE. Un esquema parecido se anuncia en el Reino Unido. Y lo habrá en Estados Unidos o Japón. ¿Proteccionismo, como clama China? Bueno, este país no puede seguir pretendiendo que el mundo juegue con los dados marcados a su favor. Libre acceso a los mercados de los demás, con subsidios masivos a la exportación y, a la vez, numerosas restricciones internas a los productores exteriores. Esta asimetría debe terminarse. ¿Debe favorecerse a los países en desarrollo (entre los que no está China, pese a la ficción de que siga figurando como tal en la OMC), imponiendo una menor compensación a sus producciones, siempre que esté efectuada por fabricantes nacionales, o con ayudas sustanciales para introducir tecnologías más eficientes medioambientalmente? Sí. ¿Es posible que, con el CBAM lleguen a Europa las "producciones limpias", y se desvíen a otras zonas las "sucias"? Probable, Pero el mercado europeo (y no digamos si todos los países occidentales implementan mecanismos parecidos) es lo bastante importante como para inducir un cambio global en los métodos de producción.

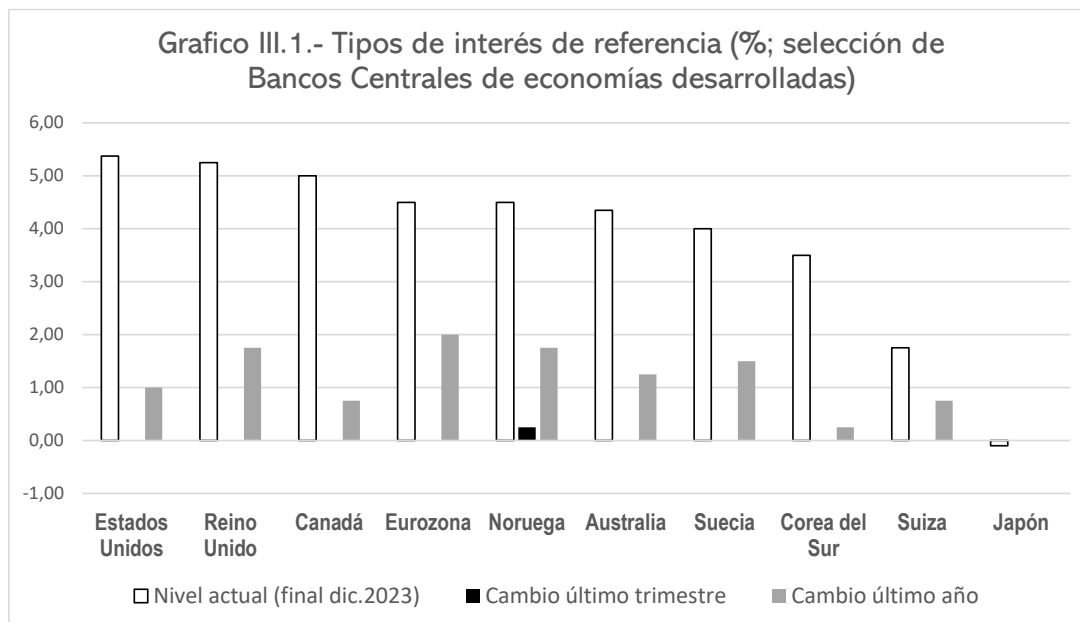
En todo caso, no es que la Comisión Europea tema la acusación de proteccionismo. Además del CBAM, cuando el grupo sueco Norhtvolt ha amenazado con llevarse la factoría de baterías para vehículos eléctricos prevista en Schleswig-Holstein (Alemania) a Estados Unidos, al amparo de las ayudas de la Inflation Reduction Act de la Administración Biden, a la Comisión Europea le ha faltado tiempo para autorizar un subsidio de 902 millones de euros del Gobierno alemán para evitar ese traslado.

Por tanto, ¿qué tiene de distinto el transporte marítimo? ¿O no es el sector? ¿Será que el impacto negativo se centra en los puertos del sur de Europa? De momento, una regulación con efectos económicos adversos para esa zona no particularmente rica de la Unión Europea, y con un impacto medioambiental global negativo, se ha puesto en marcha sin atender a las solicitudes de pausa de los afectados.

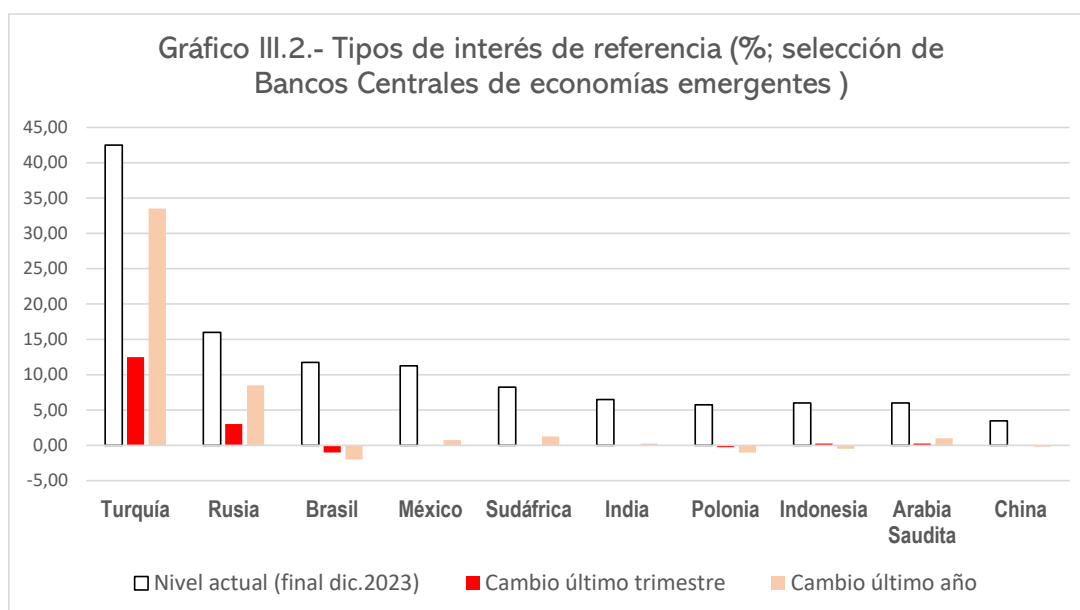
A falta, por lo visto, de la relevancia de los otros sectores mencionados, la comunidad portuaria puede recurrir a otro sector de actividad que suele ser efectivo haciéndose oír, el agrario. Es complicado hacer desfilar barcos por las calles de Bruselas, pero los tractores, aunque sea arrendados por unos días, aumentan las posibilidades de éxito de una protesta.

III.- PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA

A.- Tipos de interés de referencia



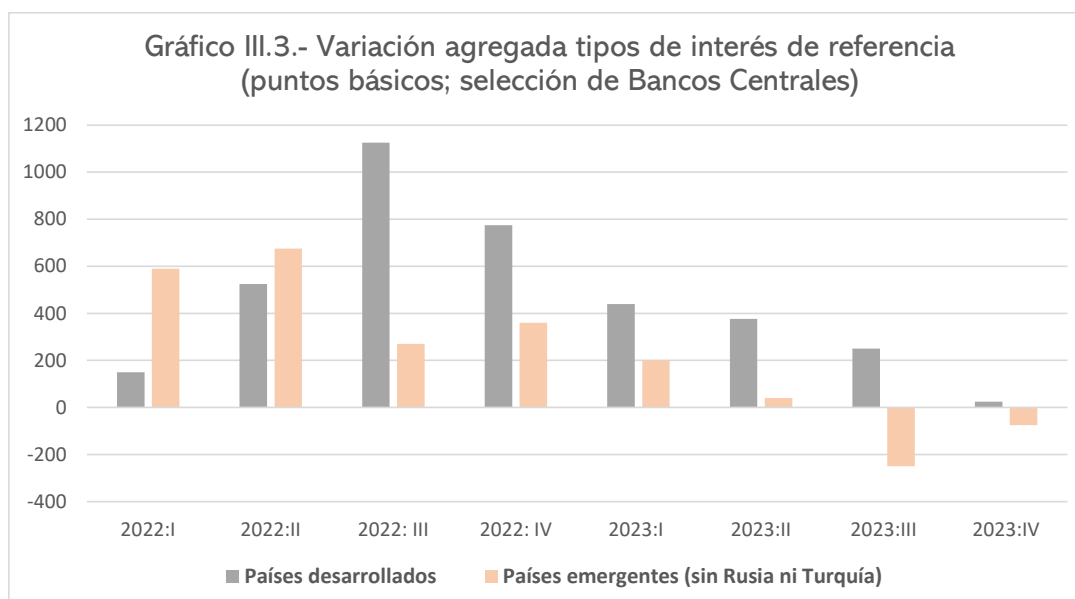
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.



Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Definitivamente, se cerró el ciclo restrictivo de tipos de interés en Occidente, sumándose con ellos a la conclusión del mismo en el mundo emergente, que ya se percibió en trimestres anteriores. Desde luego, Turquía y Rusia prosiguen con las subidas de tipos (más bien insuficientes), por las circunstancias singulares que concurren en ambos casos (la reversión de la heterodoxa concepción de la economía monetaria por parte del Presidente Erdogan, en el caso turco, y la necesidad de atajar las tensiones inflacionistas derivadas de la guerra en Ucrania, en el caso ruso). Pero, como muestran los Gráficos III.1 y III.2., en el último trimestre no se han producido apenas variaciones en los tipos

de interés de referencia de las mayores economías mundiales. Debe subrayarse que, adecuadamente, los Bancos Centrales no han acompañado el fin del endurecimiento monetario con una rápida reversión del mismo. No lo han hecho las autoridades monetarias del mundo emergente y, pese a la sobreacción de los mercados a ciertos mensajes de la Reserva Federal, no lo van a hacer las de los países desarrollados. Ni la inflación general ni la subyacente lo permiten todavía; además, la fortaleza de los mercados de trabajo (subidas de salarios reales incluidas) conducen a mantener los tipos a un nivel alto (solo relativamente, como mostramos en nuestras *Claves del Trimestre del Informe de Octubre de 2023*) mientras los precios quedan definitivamente encauzados. Volveremos sobre estas cuestiones con más detalle en la siguiente sección.



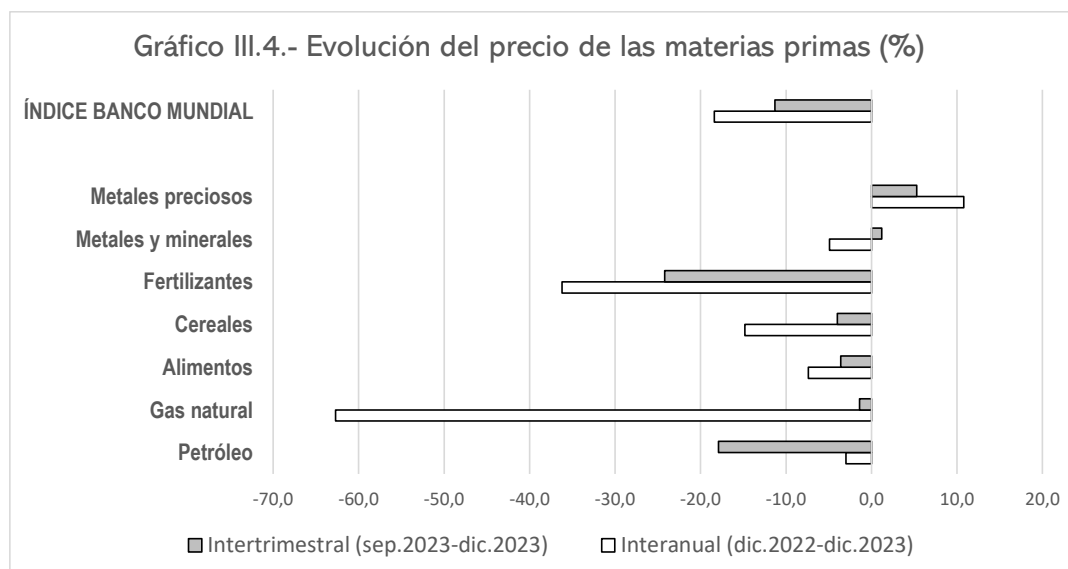
Fuente: elaboración propia. Datos: Bancos Centrales Nacionales.

Nota: Los movimientos de tipos de Turquía no aparecen en el agregado de los Países Emergentes.

En consecuencia (véase el Gráfico III.3), el perfil del tensionamiento monetario en Occidente ha quedado definido por una *U invertida*, con cierta asimetría. El inexplicable retraso en la respuesta de los Bancos Centrales de los países desarrollados a la espiral inflacionista vivida desde mediados de 2021, forzó a movimientos iniciales muy intensos, concentrados en la segunda mitad de 2022 (con ascensos de hasta 75 puntos básicos en una sola decisión), que luego se prolongaron, con subidas de menor magnitud, a lo largo de los tres primeros trimestres de 2023. En el último del pasado año, tan solo un incremento de 25 puntos básicos por parte del Banco Central de Noruega altera el tenor general de tipos estables.

Mientras tanto, la segunda mitad del pasado año contempla ya descensos, muy contenidos, de los tipos agregados de los países emergentes (siempre, excluyendo a Rusia y Turquía). No obstante, tan solo en Brasil, con una reducción de 200 puntos básicos, puede considerarse ese recorte significativo (en todo caso, el tipo de referencia carioca se encuentra aún en el 11.75%, entre los más altos de las principales economías). Cabe esperar que esa trayectoria a la baja se vaya extendiendo, y precediendo, al igual que ocurrió con el ciclo de subidas recién concluido, a la de los países occidentales.

B.- Precios de las materias primas



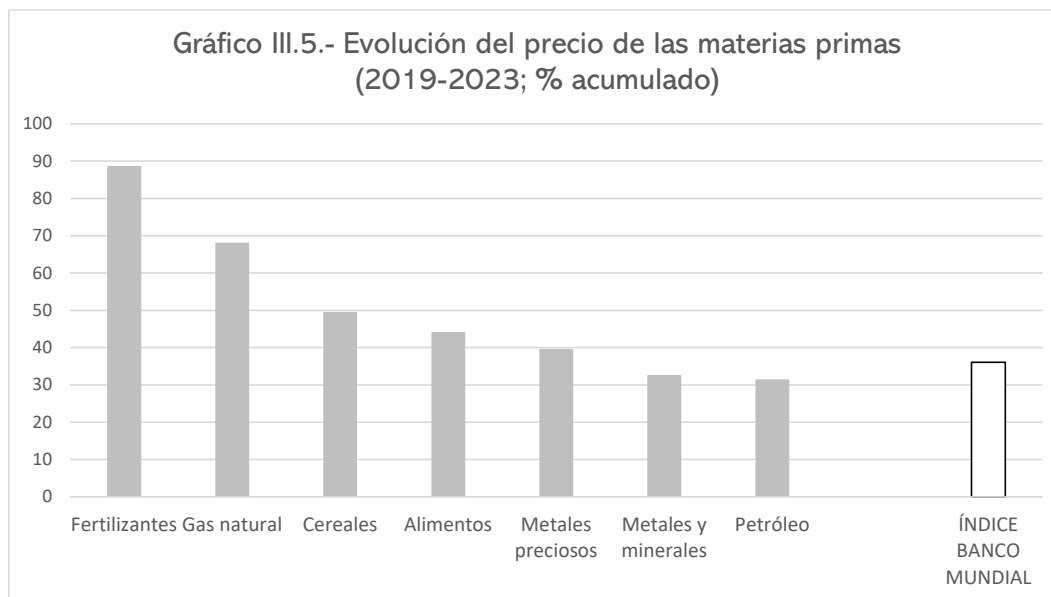
Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

Durante el último trimestre de 2023 prosiguió la progresiva y generalizada reducción (excluyendo el grupo de *Metales Preciosos*) en los precios de las materias primas (ver el Gráfico III.4), iniciado en la mayor parte de los casos en la segunda mitad del año anterior. Este descenso ha sido especialmente intenso en las materias primas energéticas y sus derivados, con el petróleo y los fertilizantes mostrando una marcada caída de precios en el tramo final del año, aunque es el gas natural, con una reducción de más del 60% entre diciembre de 2022 y el mismo mes de 2023 para la media de los principales tipos), donde más se percibe ese descenso para el conjunto del pasado año. La combinación de medidas de ahorro, capacidad de sustitución (probablemente, más dinámica de lo esperado) desde otros productores de aquellos cuyos suministros se han reducido (Rusia en particular) por motivos geopolíticos, y de una demanda más bien lánguida en un año de crecimiento económico limitado, en especial en Europa y China, explican ese comportamiento bajista de los precios.

No obstante, conviene dotar de algo más de perspectiva temporal esta reflexión, y para ello incorporamos en este análisis la comparación de los precios medios de los grandes grupos de materias primas entre 2023 y 2019, el año previo a la pandemia, que fue el primero de los grandes shocks (después llegarían la invasión de Ucrania y el intenso ciclo de restricción monetaria), impactando tanto a oferta como a demanda, que alteraron en los pasados años la evolución de esos precios.

Con esta más amplia dimensión temporal, el panorama cambia sustancialmente (ver Gráfico III.5). Las reducciones de precios del pasado año y medio están lejos de compensar los incrementos precedentes. Aunque ese cambio ha ayudado a recortar de manera considerable la inflación general, sus efectos sobre la subyacente, en la medida en que el traslado a otros precios de la economía requiere su tiempo, sigue percibiéndose. De igual forma, su papel en el deterioro de las rentas de los ciudadanos durante más de dos años es innegable, y justificarían, siempre dentro de la moderación, que salarios y otras rentas recuperen, en 2023 y 2024, parte del poder adquisitivo

perdido, como así ha ocurrido y se prevé que continúe aconteciendo en el año que se inicia.



Fuente: elaboración propia. Datos: Banco Mundial.

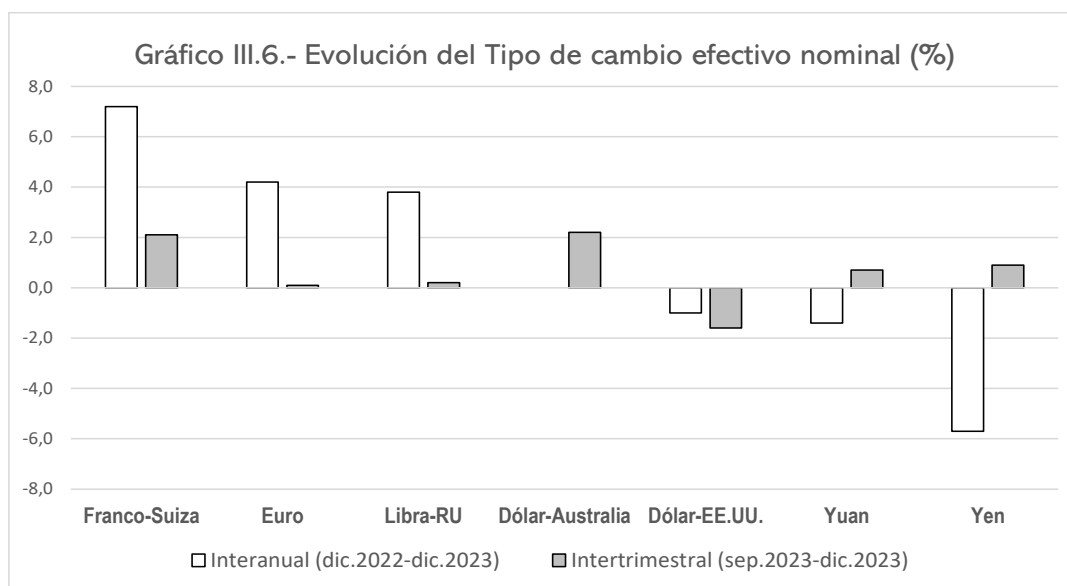
Descendiendo a las diferentes materias primas, puede observarse que, aunque siempre objeto de la mayor atención, es el petróleo en la que menos se han incrementado los precios en el cuatrienio, aunque un 30% no es una cifra baladí. Más del doble ha sido el crecimiento del coste del gas natural y el triple el de un derivado esencial para la actividad agraria, los fertilizantes. Precisamente, el otro gran centro de atención, los alimentos, vieron crecer sus precios medios en un 45% (50% para los cereales) en esos cuatro años, complicando considerablemente no solo llenar la cesta de la compra, sino incluso acceder a un mínimo de subsistencia, problema, claro está, percibido sobre todo en los países en desarrollo, especialmente en África. Por su parte, el encarecimiento en un tercio del precio de los metales y minerales se ha dejado sentir, con el previsible desfase, en los costes de la producción manufacturera, construcción incluida, aunque las ganancias de productividad y la competencia en esos sectores industriales haya limitado en alguna medida la traslación a los precios finales.

En todo caso, y aunque en ausencia (mucho suponer es esto, por desgracia) de nuevos focos de tensión geopolítica, sumada a un crecimiento económico mediocre, deberíamos seguir viendo los precios de las materias primas estabilizados e incluso continuando un cierto descenso, mucho deberá complicarse el panorama global para que esos precios retornaran a los precios a la pandemia.

C.- Principales divisas

Las expectativas (exageradas) de reversión de las subidas de tipos de interés en el corto plazo ha marcado el comportamiento de las grandes divisas en los pasados tres meses (véase el Gráfico III.6). Siendo Estados Unidos el origen de tales expectativas, no es de extrañar que el "billete verde" haya sido la moneda, entre las principales, más depreciada

en términos efectivos en el trimestre. Un discurso inapropiadamente sesgado de Jay Powell, presidente de la Reserva Federal, que daba pie, en especial cuando ese era el deseo de los mercados, a pensar en prontas reducciones de tipos, también se trasladó, pese a que el mensaje de las autoridades monetarias indicaba lo contrario, a expectativas similares para Europa, debilitando, en menor medida que al dólar, al euro y la libra. En todo caso, para ambas monedas, el conjunto del año ha estado presidido por una moderada apreciación, sostenida por tipos al alza que, al menos hasta recientemente (y probablemente así acabe siendo) esperaban mantenerse en los niveles alcanzados durante varios trimestres. Una vez más, el franco suizo ha sido, con diferencia, la moneda más fortalecida en el año 2023.



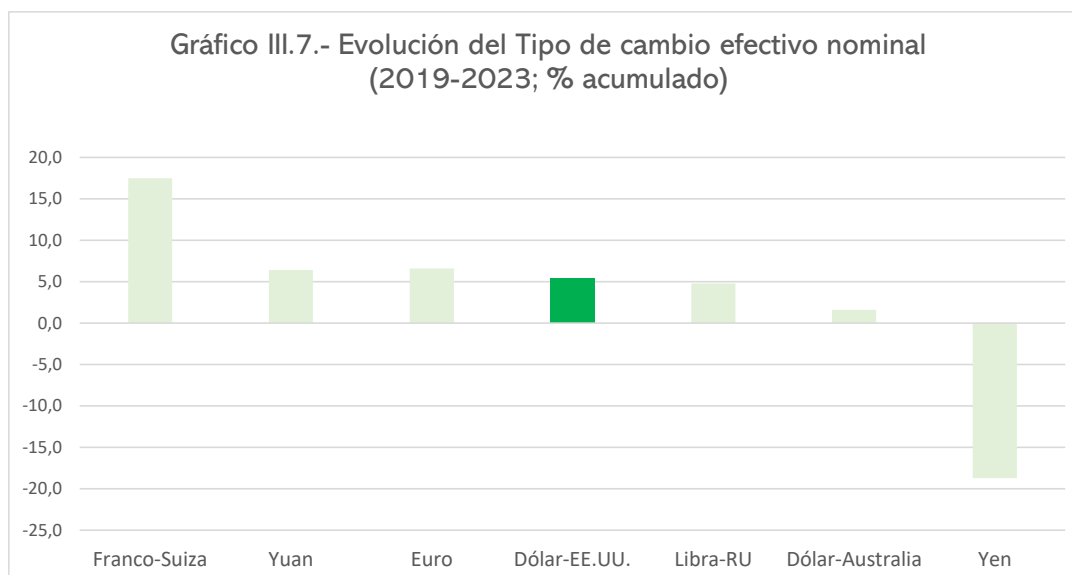
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

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.

Mientras tanto, pese a las dudas sobre la trayectoria de la economía china y la persistencia de los tipos de interés en territorio negativo en Japón, las dos principales divisas asiáticas han mostrado una modesta apreciación en el último trimestre del año, insuficiente para compensar la tendencia opuesta del resto del ejercicio.

No podemos dejar de señalar que el Banco Central japonés, a pesar de presenciar tasas de inflación por encima del objetivo desde hace más de año y medio, ha mantenido inalterable su tipo de interés de referencia en el -0.1%, y su muy limitada restricción monetaria se ha limitado a elevar el tipo de interés de los bonos a largo plazo que considera tolerable, mientras ha seguido comprando deuda pública en cantidades masivas. Si se ha permitido continuar con esa política en pleno ciclo restrictivo de las políticas monetarias en Occidente, con los tipos europeos y americanos en previsible descenso en 2024, la posibilidad de un cambio es muy escasa. Así que no puede extrañar que el yen no solo se haya debilitado en 2023, sino que lo ha hecho, y de manera muy significativa (casi un 20% en términos nominales efectivos) desde el período prepandemia.

El Gráfico III.7 reproduce para las principales divisas internacionales el mismo ejercicio que realizábamos en la subsección anterior para las materias primas; es decir, comprobar la evolución acumulada entre 2019 y 2023. El movimiento más acusado es precisamente esa depreciación del yen, mientras en el extremo opuesto se sitúa el fortalecimiento en un 17.5% de ese activo refugio por excelencia para períodos turbulentos como los vividos en ese cuatrienio que es el franco suizo.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Nota: Movimientos al alza (a la baja) implican la apreciación (depreciación) del euro.

El resto de las grandes divisas han mostrado un comportamiento similar, de apreciación limitada, en el conjunto de los cuatro años, aunque con trayectorias temporales bastante distintas. Primero, y dado que estamos siempre refiriéndonos a tipos de cambio efectivos⁹, esa apreciación simultánea de todas ellas implica que (al margen de la parte correspondiente a la pérdida de valor del yen) el conjunto de monedas de países en desarrollo y emergentes se ha depreciado respecto a las de las grandes economías, exactamente lo que cabe esperar en un período de sucesivos shocks negativos para la economía mundial.

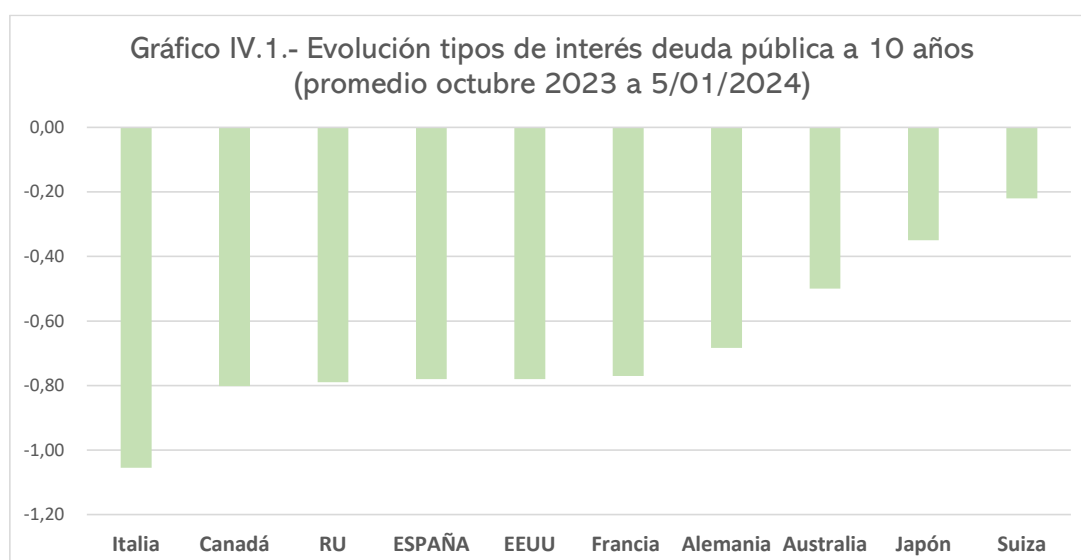
Por otra parte, como se indicaba, mientras la apreciación del dólar y las monedas europeas se concentra en el período de rápidas y contundentes de las subidas de tipos de interés (haciendo más rentable la inversión en esos países), el yuan se mostró especialmente fuerte en 2021 y principios de 2022, cuando la estrategia china de COVID cero parecía mostrar ciertos visos de funcionar. Después, se ha ido debilitando, al constatar la insostenibilidad de esa estrategia y los problemas para reactivar el crecimiento del país, lastrado por un sector inmobiliario colapsado, un exceso de deuda pública y privada y el intervencionismo creciente del Gobierno en todas las actividades económicas.

⁹ Es decir, el valor de la divisa en cuestión respecto a los de todas las monedas de los socios comerciales, con cada tipo de cambio bilateral ponderado por la importancia relativa de cada socio en el comercio del país cuya divisa se analiza.

Con el cambio de ciclo en los tipos de interés en Occidente, las dudas sobre el crecimiento en Europa y China, y la continuidad de la perenne expansión monetaria en Japón, el año 2024 debe contemplar un debilitamiento de las grandes divisas, limitado precisamente por ser un episodio compartido. Salvo el franco suizo, claro está.

IV.- ENTENDIENDO EL TRIMESTRE EN SIETE CLAVES

1.- ¡Pues sí que duró poco el “higher for longer”... al menos en la mente (podría añadirse sin problemas el adjetivo “calenturienta”) de los mercados financieros. Los favorables resultados de inflación de noviembre, tanto en Estados Unidos como en Europa, y las poco medidas declaraciones del Presidente de la Reserva Federal, Jay Powell, sugiriendo que el objetivo del “aterrizaje suave” (inflación bajo control sin provocar una recesión, ni siquiera un estancamiento) está poco menos que conseguido, desataron la euforia, con escaladas simultáneas de las Bolsas¹⁰ y de los precios (recuerden que sus movimientos son opuestos a los de los tipos de interés) de la renta fija. Y es que los mercados descontaban en diciembre nada menos que seis o siete recortes de tipos de interés a ambos lados del Atlántico en el presente año. Alegría para los inversores, pero también, por ejemplo, para los Gobiernos occidentales, que vieron recortar el coste de su financiación (véase el Gráfico IV.1), que tan preocupante escalada había contemplado en el final del verano y el inicio del otoño, como reflejábamos en nuestro anterior *Informe*.



Fuente: elaboración propia. Datos: OCDE; BCE; FRED II.

Por suerte, no tardó mucho en recobrase una visión más realista de esa política monetaria futura. Los datos de inflación de diciembre nos recordaron que las tasas interanuales, dentro de una tendencia, sin duda, a la baja, se moverán en ambas direcciones en función de cómo fue ese mismo período un año atrás y de posibles cambios en aspectos tales como los precios de las materias primas, los impuestos o los subsidios. Habrá meses en 2024 donde se alcanzará el ansiado 2%, y meses donde las economías occidentales se alejarán de esa cifra. La estabilización de los precios, recorrer “la última milla”, como se ha dado en denominar, de la reducción de la inflación, no será nada fácil, y posiblemente necesitemos llegar a 2025 para consolidarla. Además, los mercados laborales, tanto en empleo como en crecimiento salarial, se han mostrado muy

¹⁰ Es cierto que las subidas bursátiles, especialmente en Estados Unidos, donde fueron más intensas en el tramo final de 2023, estuvieron protagonizadas de forma muy predominante por las grandes compañías tecnológicas, y, para ellas, las razones van mucho más allá de los movimientos de la política monetaria.

firmes, y los Bancos Centrales siguen atentos a ello, tanto como a las disrupciones provocadas por la geopolítica. Y así lo han hecho notar desde el Banco Central Europeo y el Banco de Inglaterra. Más vale ser cauto que tener que revertir, poco después de comenzar, el ciclo de descensos de tipos desde los niveles actuales.

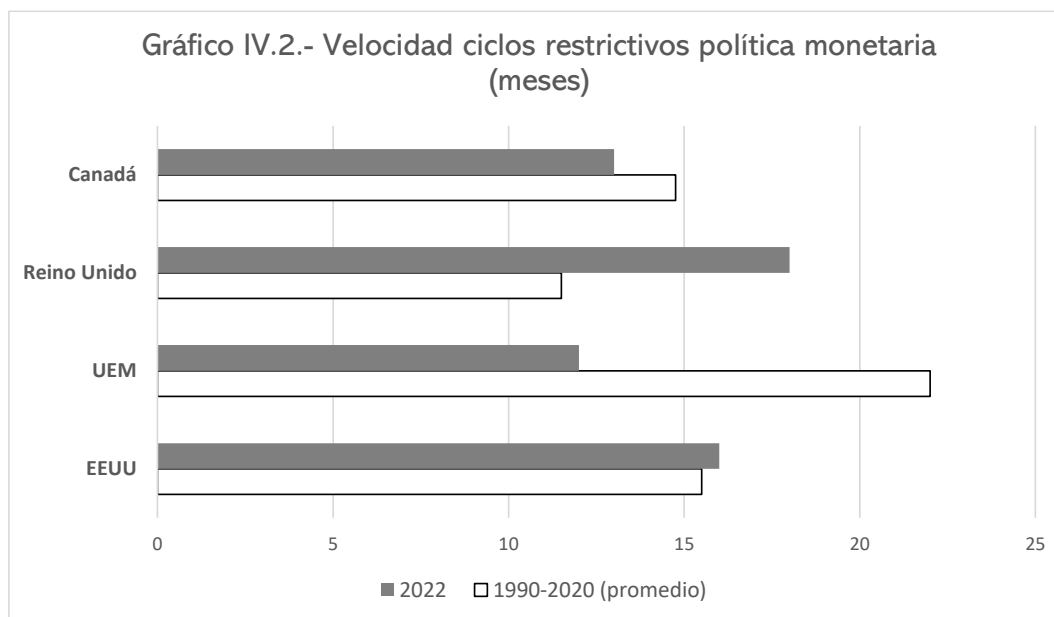
Conviene no olvidar, además, que, al margen de la subida de tipos, la cantidad de dinero en circulación en las economías occidentales sigue siendo muy abundante, porque los Bancos Centrales distan de haber compensado, con su actual "restricción cuantitativa", lo que fue una expansión sin precedentes entre la Gran Recesión (2008) y 2022. Por ejemplo, la Reserva Federal estadounidense sextuplicó el tamaño de su balance en el período, alcanzando los 9 billones de dólares, de los que solo ha reducido un 20% hasta el final de 2023. Volveremos sobre este aspecto, menos comentado que la evolución de los tipos de interés, en nuestro próximo *Informe*.

En este contexto, nuestra previsión es que asistiremos a tres recortes (75 puntos básicos en total) de los tipos en la Eurozona y el Reino Unido durante 2024, comenzando no antes de finales del segundo trimestre del año, y cuatro descensos de los tipos de la Fed, que abrirá el ciclo también después de más de un trimestre de adecuado mantenimiento de los mismos en los niveles actuales.

2.- Mientras tanto, y como puede afirmarse que el próximo movimiento de los tipos de referencia en todo Occidente (¿queda, quizás, un último ascenso en Noruega o Australia?) será, antes o después, a la baja, dedicamos unas líneas (y los Gráficos IV.2 y IV.3) a evaluar si, en realidad, el ciclo monetario restrictivo recién concluido ha sido, como se ha escrito, muy rápido e intenso. Ya comprobamos en esta misma sección en el *Informe de Octubre de 2023*, que, en realidad, los tipos alcanzados no son particularmente altos. En cuanto a la segunda parte del "higher for longer", parece que van a mantenerse en máximos alrededor de tres trimestres, lo que tampoco resulta un período particularmente extenso.

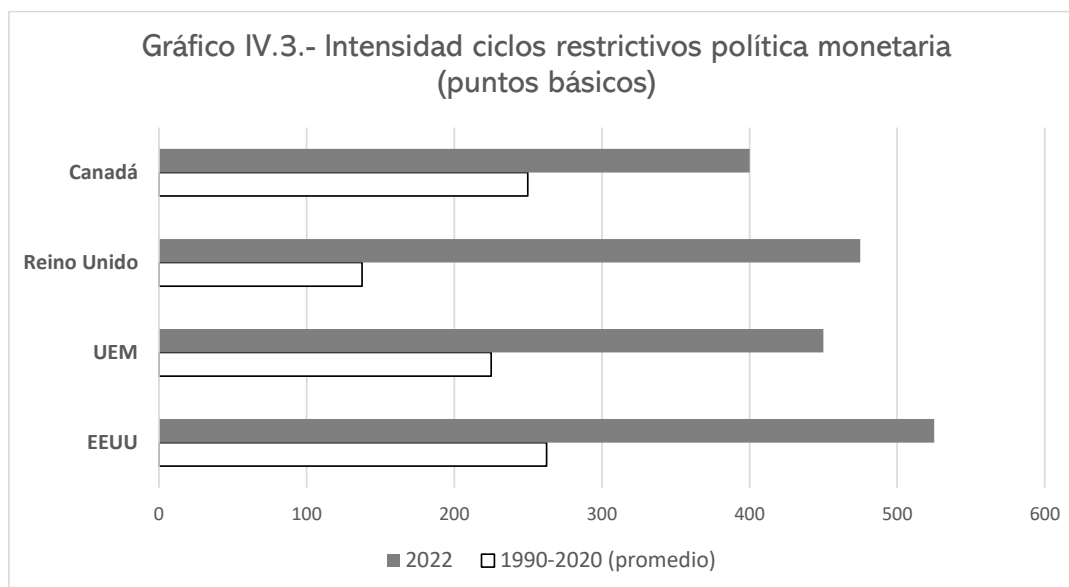
El primero de los dos Gráficos referidos compara la duración (desde el primer hasta el último movimiento al alza de los tipos de referencia en cada ciclo) de los períodos de restricción monetaria, considerando de forma conjunta los anteriores al actual en las tres décadas precedentes. Un mayor número de meses implica un proceso más pausado de endurecimiento monetario. La conclusión es que, mientras es cierto que la rapidez del incremento de los tipos que ha estimado necesario el BCE en esta ocasión ha sido sustancialmente mayor que en los anteriores ciclos restrictivos, ello no se verifica para los países anglosajones. En Estados Unidos y Canadá la distancia temporal entre la primera y la última subida ha sido similar a episodios anteriores, mientras en el Reino Unido ha sido, incluso, bastante mayor.

No obstante, el Gráfico IV.3 sí muestra que la magnitud de los incrementos en los tipos de interés desde mediados de 2022 hasta el último trimestre de 2023 ha sido muy superior (el triple en el Reino Unido, el doble o casi para el resto de los Bancos Centrales considerados) al promedio de los episodios precedentes de restricción monetaria.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Notas: La velocidad del ciclo restrictivo se ha calculado desde el mes del primer incremento del tipo de referencia hasta el del último incremento (no se incluyen, por tanto, los meses en los que se ha mantenido ese nivel máximo del ciclo). Los ciclos considerados para los tres Bancos Centrales anglosajones, antes del actual, son los iniciados en los años 1994, 1999, 2004 y 2017 (no necesariamente en el mismo mes para los tres). Para el BCE, son los ciclos empezados en 1995 y 2009.

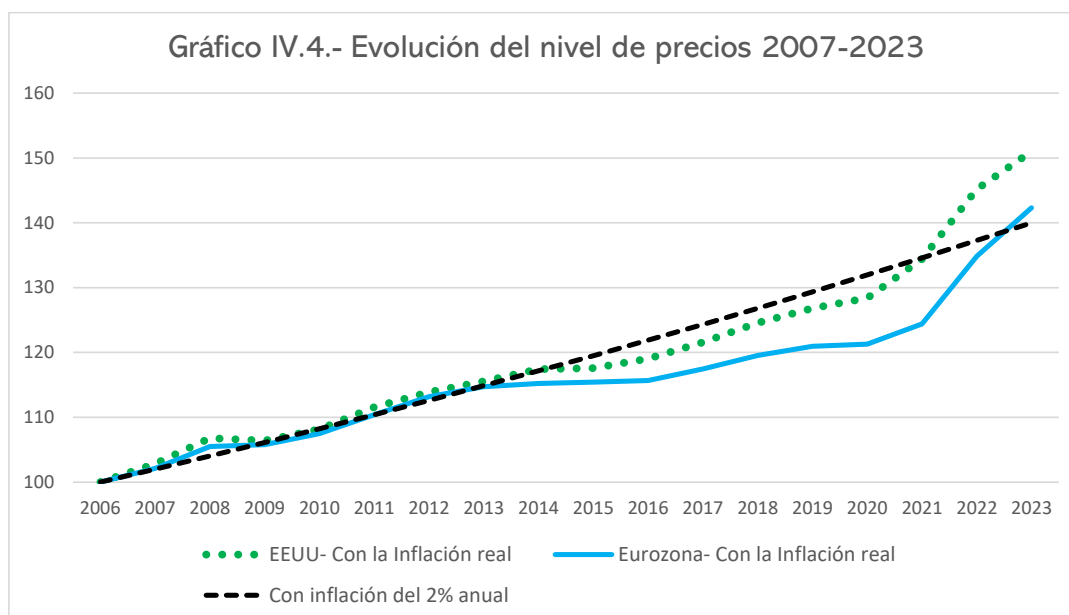


Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Notas: La intensidad del ciclo restrictivo se ha calculado como la diferencia en el tipo de interés de referencia entre el nivel vigente antes del primer incremento y el establecido tras el último incremento. Los ciclos considerados para los tres Bancos Centrales anglosajones, antes del actual, son los iniciados en los años 1994, 1999, 2004 y 2017 (no necesariamente en el mismo mes para los tres). Para el BCE, son los ciclos empezados en 1995 y 2009.

Por tanto, si evaluamos el ciclo de subidas de tipos de interés de los pasados dos años en las mayores economías de Occidente, podríamos concluir que ni las subidas han sido muy rápidas (en meses), ni han llevado los tipos a niveles muy altos, ni parece que éstos se vayan a mantener mucho tiempo. Sin embargo, sí se ha producido una escalada muy intensa de los mismos desde el inicio al final del ciclo, y, claro está, en ello se apoyan los Bancos Centrales para conseguir su objetivo de reconducir la inflación a las tasas deseadas... después de haber tardado en exceso en ponerse manos a la obra.

Un último apunte por el que el lector habitual de estos *Informes* sabe que siento debilidad. Incorporando las cifras de 2023, la subida de precios acumulada desde la Gran Recesión en la Eurozona ya excede la que se hubiera producido si se hubiese cumplido rigurosamente el objetivo de inflación anual del 2% desde entonces. En Estados Unidos, este hecho ya acaeció con los datos de 2022 (véase el Gráfico IV.4).



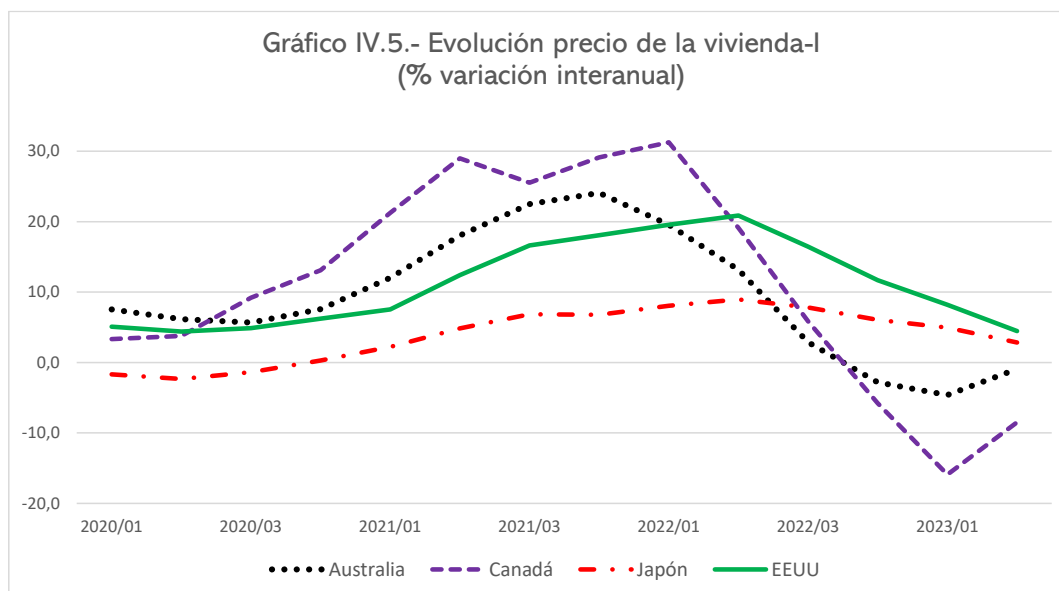
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Este apunte se dedica con cariño a quienes, durante los años en los que los precios crecieron menos de ese 2%, se empeñaban en afirmar que había que compensarlo permitiendo y hasta forzando que, en un futuro inmediato, lo hicieran por encima de esa cifra. Sigo esperando que ahora sugieran, en justa correspondencia, que, en los próximos años, la inflación debería ser inferior al 2%. Pero lo esperaré sentado.

De hecho, algunos de estos analistas, economistas y periodistas ahora afirman que, en el fondo, la inflación desmesurada vivida desde mediados de 2021, ha sido "transitoria". Total, qué son dos años y medio (y lo que quede de inflación por encima del objetivo) en el largo devenir de la Historia...

3.- Una de las grandes preocupaciones surgidas a raíz de las subidas de tipos de interés durante 2022 y 2023 fue el potencial impacto depresivo sobre el mercado inmobiliario. La negativa experiencia del ciclo anterior, en particular en algunos países anglosajones

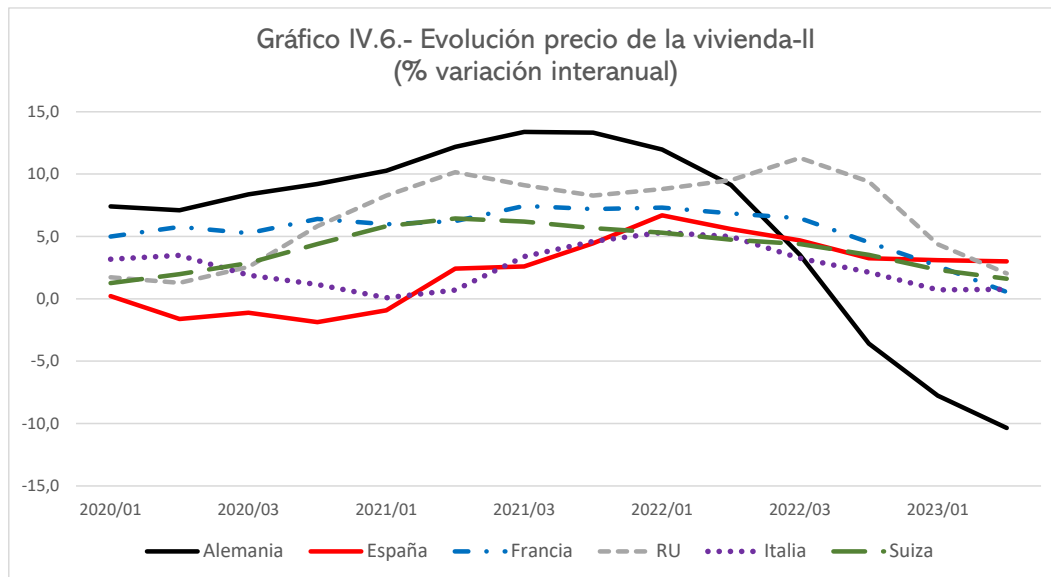
y de la periferia de la Eurozona, hacía temer un impacto de nuevo muy significativo de la subida de tipos sobre actividad y precios de la vivienda. Pero hay dos factores que han conducido a un resultado al menos parcialmente distinto. Primero, fruto de esa experiencia anterior, el porcentaje del total hipotecas contratadas a tipo fijo en este inicio de la tercera década del siglo XXI, tanto en Europa como más aún en Estados Unidos, es sustancialmente mayor que hace una o dos décadas. Este anclaje a un coste estable de la financiación para los ya propietarios (hipotecados) limita las ventas y el pánico que, a su vez, desincentiva la demanda por parte de nuevos compradores. Segundo, los niveles de ahorro acumulados durante las primeras fases de la pandemia han servido de colchón no solo para el consumo, sino también para la inversión en vivienda. En este caso, es en Europa (aunque no de forma homogénea por países) donde ese ahorro sigue por encima de lo habitual antes de 2020, mientras en Estados Unidos se ha consumido el exceso casi por completo.



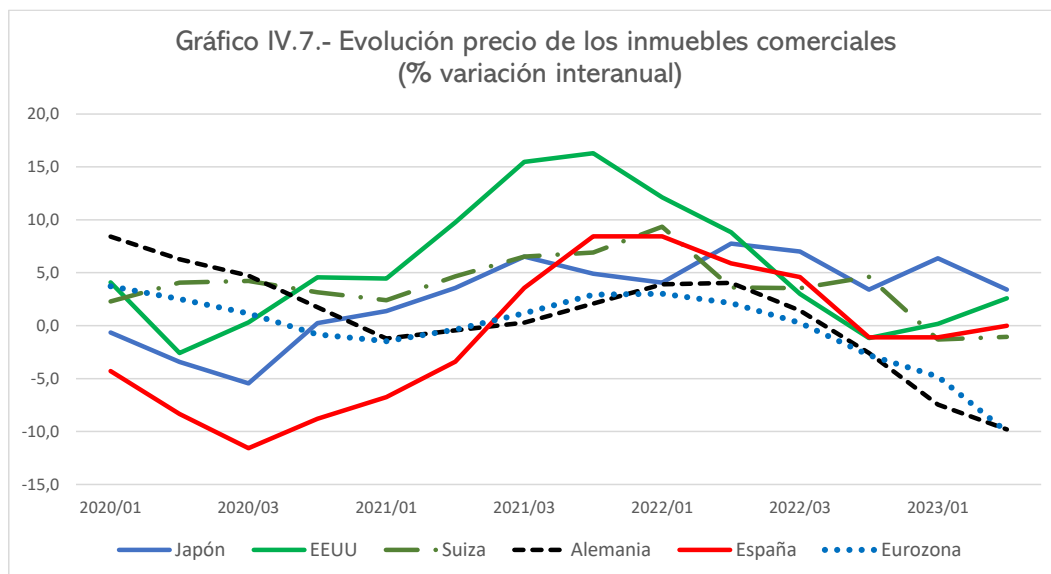
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; Reserva Federal de Dallas.

No obstante, el encarecimiento del dinero, la detracción de renta real por el exceso de inflación y un progresivo debilitamiento de la actividad económica (en la Eurozona) sí han tenido un efecto sobre el mercado inmobiliario, como revelan los Gráficos IV.5 y IV.6. Pero nótese que los descensos significativos en los precios solo se han producido en los países que mostraban una exuberancia considerable antes del inicio del ciclo monetario restrictivo. Es el caso de los países anglosajones o de Alemania, con crecimiento interanuales de precios de dos dígitos en ese período previo. Para países con avance de precios menores (o ninguno, como en España) antes de 2021, la norma es una estabilización de los mismos en la actualidad. Los datos reflejados en los Gráficos, y los preliminares del tercer trimestre de 2023 muestran incluso cómo países con tendencias marcadas a la baja (Estados Unidos, Australia o Canadá) han empezado a invertir esa trayectoria. Actualmente, entre las grandes economías, solo la alemana (que, en su conjunto, está en recesión técnica en el tránsito entre 2023 y 2024) muestra una acentuación de la caída en los precios de la vivienda. Por otra parte, y vista la

preocupación suscitada por los crecimientos previos, al menos en su Banco Central, estos descensos no son del todo mal vistos.



Fuente: elaboración propia. Datos: BIS; Reserva Federal de Dallas.



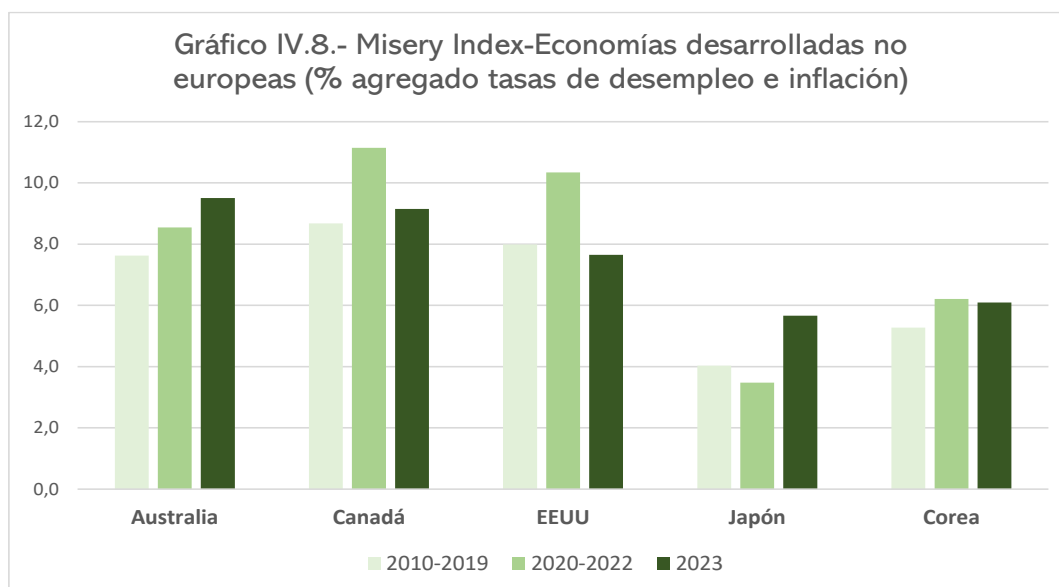
Fuente: elaboración propia. Datos: BIS.

Teniendo en cuenta el ya comentado cambio en un futuro no demasiado lejano de la trayectoria de los tipos de interés, no parece que el mercado inmobiliario vaya a suscitar mayor problema¹¹ en las economías occidentales. Eso sí, las ventajas de haber anclado las hipotecas a los tipos fijos reducidos de los últimos años se convertirán en una dificultad futura, porque la nueva financiación será inequívocamente más cara.

¹¹ Nótese que nos estamos refiriendo a la compraventa de viviendas como consecuencia de los avatares del ciclo económico, no al problema, perceptible en no pocas ciudades occidentales, de la escalada del precio de los alquileres, y tampoco al limitado acceso de ciertos colectivos (jóvenes) en algunos países a la propiedad de la vivienda.

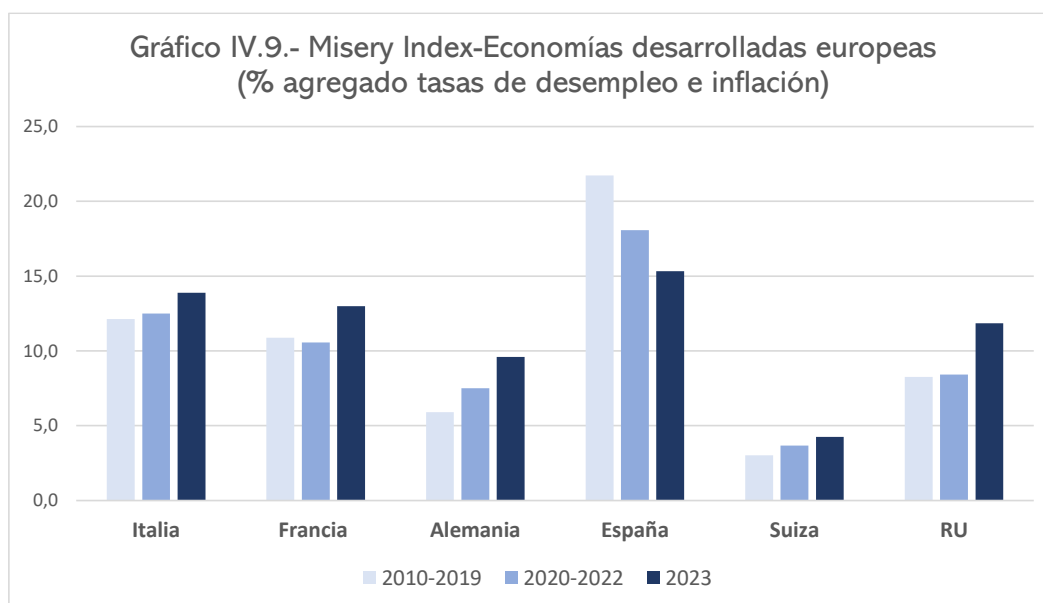
Mientras tanto, se ha extendido una preocupación paralela por la evolución de los precios de los locales comerciales. Las noticias del desplome del valor de algunos de ellos, localizados en puntos estratégicos de grandes ciudades, los abandonos de los mismos por parte de grandes compañías y las pérdidas de las empresas dedicadas a su gestión, todo ello en el marco del crecimiento del trabajo online, sustentan esa preocupación. Los datos (ver Gráfico IV.7) sugieren que la preocupación no es superflua. Para el conjunto de la Eurozona, con Alemania a la cabeza, se detectan caídas notables de precios. En otros países hay un estancamiento, a pesar de que, al contrario que en el caso de la vivienda y salvo en Estados Unidos, no se produjeron apreciables ascensos de precios en años precedentes. No estará de más prestar cierta atención a la evolución futura en este sector.

4.- Uno de los rasgos más característicos del bienio 2022-2023, ya comentado en previos *Informes* y sobre el que volveremos en el futuro, es el comportamiento excepcionalmente robusto del mercado de trabajo en Occidente, pese a los shocks negativos que han ido impactando sobre las economías. Factores económicos, demográficos, sociales e institucionales han influido en tal evolución. Lo cierto es que la favorable trayectoria del desempleo ha moderado el coste, muy elevado, del exceso de inflación en estos años.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; BIS.

El economista estadounidense Arthur Melvin Okun propuso su "Misery Index" como forma para medir la insatisfacción agregada causada a los ciudadanos por esos procesos económicos, desempleo e inflación. En su presentación original, Okun simplemente agregaba los valores de ambas variables. Aunque se han formulado un buen número de alternativas posteriores, echaremos aquí un vistazo a la evolución de ese indicador en su versión original desde el período prepandémico a la actualidad. Los Gráficos IV.8 y IV.9 presentan los resultados para las principales economías occidentales.



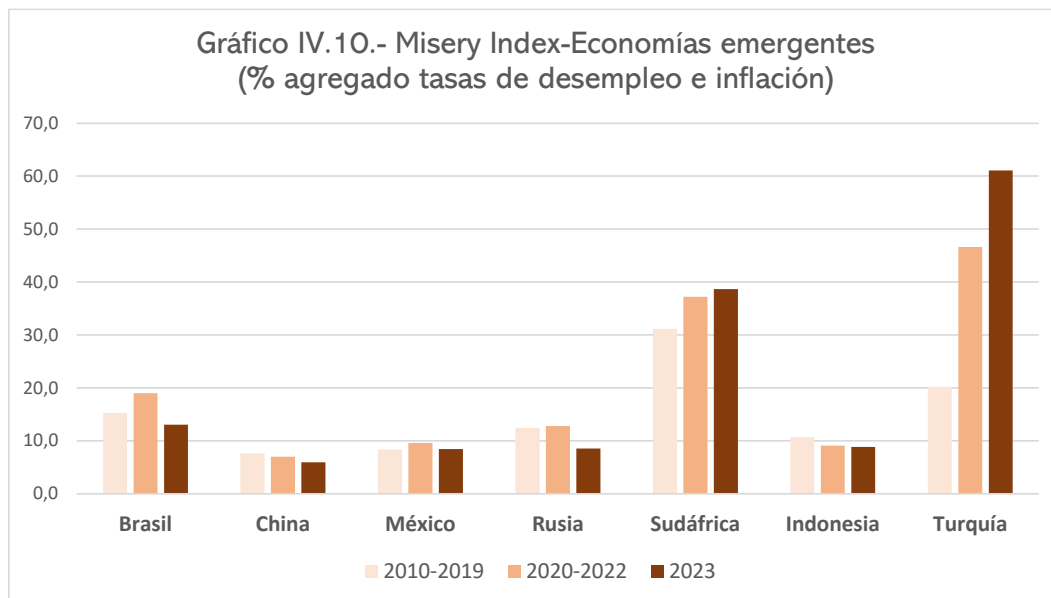
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; BIS.

Con carácter general, el año 2023 cierra con un Índice de Miseria apreciablemente más alto que el de la década previa a la pandemia. No obstante, mientras en Europa y Japón los datos de inflación del año recién concluido, peores que los del trienio 2020-2022, conducen el Índice hasta máximos del período considerado, en Norteamérica, donde el grueso del descenso de la inflación ha sido anterior (en consonancia con la antelación con la que se inició el ciclo monetario restrictivo, así como con el mucho menor impacto del ascenso de los precios de la energía), el año 2023 muestra ya una apreciable mejoría. Considérese también que, mientras el modelo de ayudas elegido en Europa en respuesta a la COVID-19, centrado en sostener el empleo, supuso que el paro apenas ascendiese incluso en los peores momentos de la crisis, en Estados Unidos y Canadá las ayudas se dirigieron a la ciudadanía con independencia de su estatus laboral. Por tanto, se permitió un crecimiento del desempleo que, aunque revertido en escasos trimestres, empujan al alza el Índice en 2020-2023.

España constituye muestra un comportamiento particularmente reseñable, por cuanto su Índice de Miseria desciende durante todo el período de pandemia y posterior. La ruptura de una penosa tradición de enorme elasticidad del desempleo ante las caídas de la actividad¹², combinación de los efectos de reformas laborales previas y de los mecanismos de estabilización del empleo ante la crisis, explica parte de esa evolución. La intervención pública sobre los precios de la energía (y la no dependencia de los suministros rusos, cuya sustitución fue especialmente costosa), conduciendo a un menor ascenso de la inflación, es también relevante para entender este comportamiento alejado del resto de Occidente.

¹² Es decir, aumentos del paro por cada punto de descenso del PIB muy superiores a los del resto de economías occidentales, fruto de un mercado laboral segmentado de atroz funcionamiento.

Por supuesto, el lector atento habrá observado que el Índice de Miseria de España era, antes de la pandemia, y sigue siendo, el más alto (el peor, por tanto) de las once economías seleccionadas. Pero bueno, hoy nos centramos en la evolución reciente...

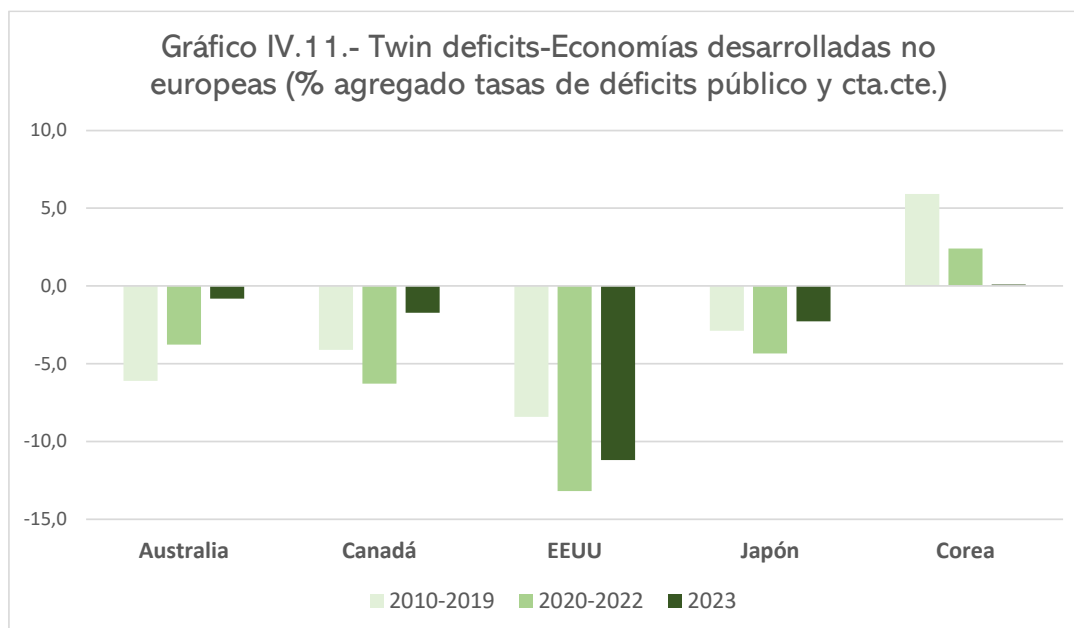


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI; BIS.

De la repetición del ejercicio para un grupo de grandes economías emergentes (Gráfico IV. 10), concluimos que el deterioro en el Índice de Miseria es destacable en las economías con serios problemas de inflación, particularmente Turquía, Sudáfrica (donde, en cualquier caso, es el desempleo el que ofrece las peores cifras) o Brasil, donde, sin embargo, la corrección parcial de la misma en 2023 deja ya el Índice por debajo de los niveles prepandemia. En el resto de los casos, es llamativo que la confluencia de shocks tan relevantes haya alterado poco el resultado de agregar inflación y desempleo. Si ello muestra una singular capacidad de estabilización de esas economías ante las dificultades o una dudosa fiabilidad de las estadísticas, queda a discreción del lector.

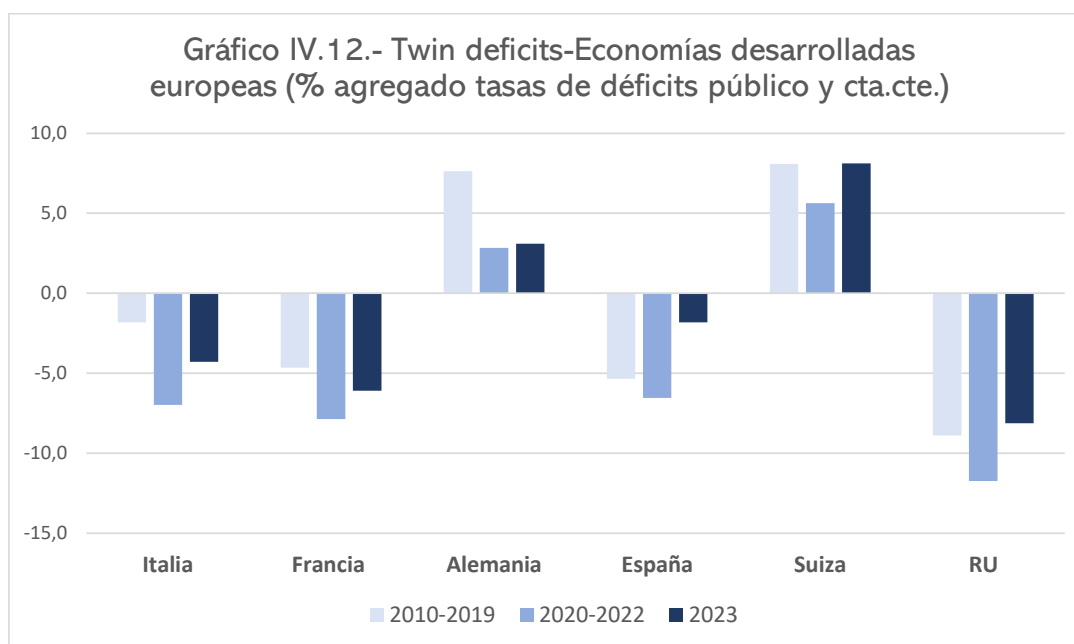
5.- Desde luego, como ya se ha indicado, el mantenimiento de los niveles de desempleo apenas alterados (y de un crecimiento económico cuanto menos moderado) ante la combinación de los shocks sanitarios y geopolíticos vividos desde 2020, debe mucho a las políticas macroeconómicas extremadamente expansivas del período. Por ello, para acompañar al Índice de Miseria, presentamos a continuación otra agregación sencilla y bien conocida de otros dos desequilibrios macroeconómicos, el déficit en las cuentas públicas y el déficit por cuenta corriente. Con el conjunto de economías afectado por las mismas crisis (aunque, ciertamente, sobre todo por lo que se refiere a los costes de la invasión rusa de Ucrania), la evolución de los conocidos como “twin deficits” (déficits gemelos), salvo excepciones, debiera explicarse sobre todo por la trayectoria de las cuentas públicas. Veamos que nos indican los datos.

Comenzamos de nuevo con las economías occidentales (Gráficos IV.11 y IV.12).



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Nota: el valor de 2023 corresponde a la agregación de las estimaciones más recientes del FMI.

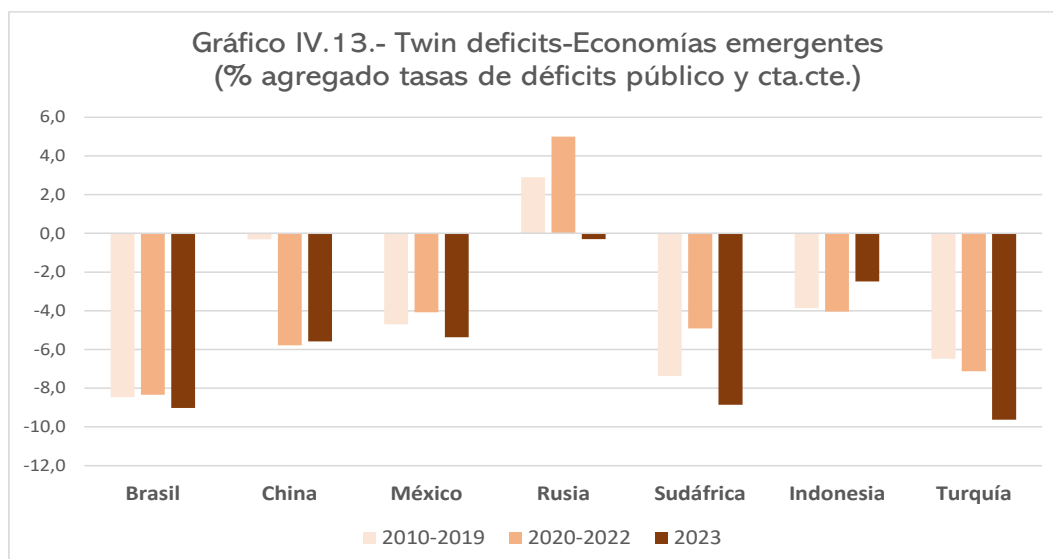


Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Nota: el valor de 2023 corresponde a la agregación de las estimaciones más recientes del FMI.

En efecto, el trienio 2020-2022 recoge el severo deterioro (en forma de mayor déficit o menor superávit agregado) del indicador, con una incidencia mucho mayor del deterioro de las cuentas públicas que de la evolución del saldo exterior. Superado lo peor de los shocks adversos, y con la conciencia de una acumulación de deuda pública a todas luces preocupante en la mayor parte de los casos, el año 2023 muestra, en general (la excepción es Corea del Sur) una corrección favorable. Dos breves apuntes a estas tendencias, bastante compartidas por lo demás. Primero, Australia exhibe, pese a la expansión fiscal del período 2020-2022, una mejora en el mismo de los déficit gemelos

respecto a la prepandemia; Canadá, sin llegar a tanto, muestra menor deterioro que el resto de los países considerados. En estos casos, es resultado del saldo exterior, beneficiado del incremento de los precios de las materias primas (únicos dos de las once economías que son grandes exportadores netos de las mismas) el que explica el comportamiento de los déficit gemelos. Segundo, obsérvese que, incluso con el crecimiento económico más favorable entre todos los grandes países occidentales, en Estados Unidos la suma de déficit público y déficit por cuenta corriente sigue anclada por encima del 10% del PIB. Como veremos en la sección 5, el saldo exterior es negativo, pero no con especial intensidad en relación a períodos anteriores. Lo que está detrás de esos déficits gemelos es el desequilibrio en las cuentas públicas, fruto de la magnitud sin comparación de las ayudas coyunturales ante la crisis (tanto con la Administración Trump como con la Administración Biden) y de la dimensión de los planes de cambio estructural de la economía estadounidense (Biden). Y, claro está, no parece que en 2024, año electoral, vaya a percibirse mejoría en este ámbito. Pero la deuda sigue creciendo, y su coste incrementándose.



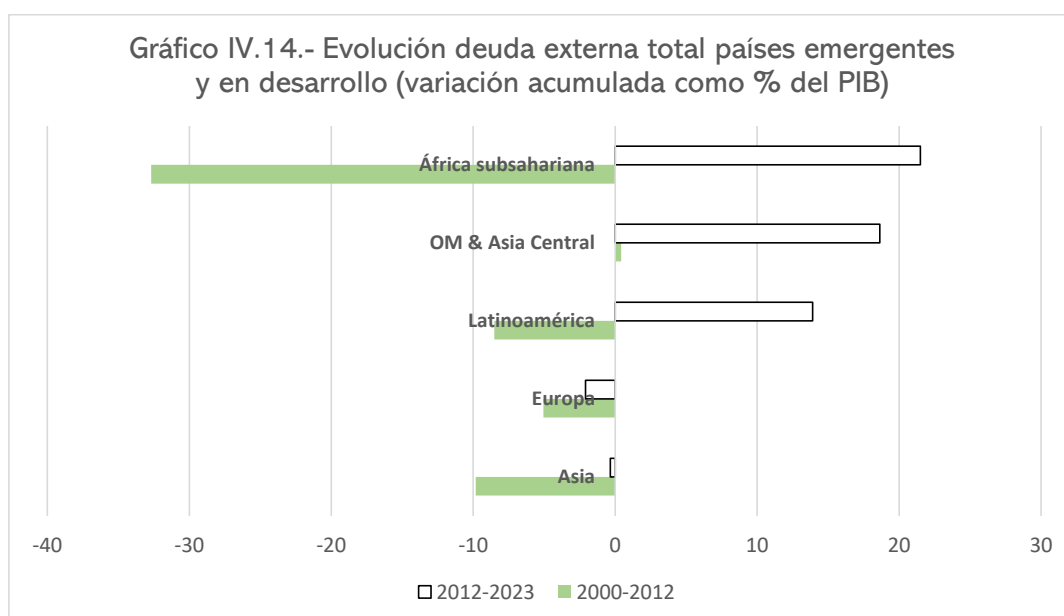
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Nota: el valor de 2023 corresponde a la agregación de las estimaciones más recientes del FMI.

Respecto a las economías emergentes, el perfil de los déficits gemelos es mucho menos homogéneo. Una intensidad mucho menor de los estímulos fiscales que en Occidente explica que los valores de este indicador entre la década prepandemia y los años desde el estallido de la misma sean relativamente estables en varios de estos países. En sentido opuesto, las cuentas públicas chinas (en especial, en los Gobiernos locales y regionales) se han deteriorado considerablemente en estos últimos años, fruto, además de los costes de la crisis, del colapso de la actividad inmobiliaria. Mientras, el empeoramiento en el caso turco tiene su explicación en el aumento del déficit por cuenta corriente, resultado de las cifras desmedidas de inflación y pese a la depreciación continua de la lira. Por último, la mejoría de los déficits gemelos en Sudáfrica y Rusia en el trienio 2020-2022 está vinculado al saldo exterior, con el aprovechamiento del aumento de los precios de las materias primas exportadas por ambos países. En 2023, el cambio de tendencia en

los precios (y el efecto, aunque limitado, de las sanciones occidentales en el caso ruso) empuja a un peor el resultado del indicador.

6.- Prosigamos con las economías emergentes, pero incorporemos ahora a las menos favorecidas en el Planeta, para ofrecer una reflexión sobre el creciente problema que vuelve a manifestarse (desde luego, no es la primera vez) en forma de deuda externa del mundo no desarrollado. Los defaults, en forma de incumplimientos totales o parciales de los pagos de esa deuda, han ido salpicando las noticias y los análisis económicos en los últimos tiempos (Sri Lanka, Ghana, Zambia, Ecuador o, como último ejemplo, en diciembre de 2023, Etiopía). Veamos una perspectiva un poco más amplia, coincidiendo con el último informe, de tintes alarmantes al respecto, del Banco Mundial¹³.



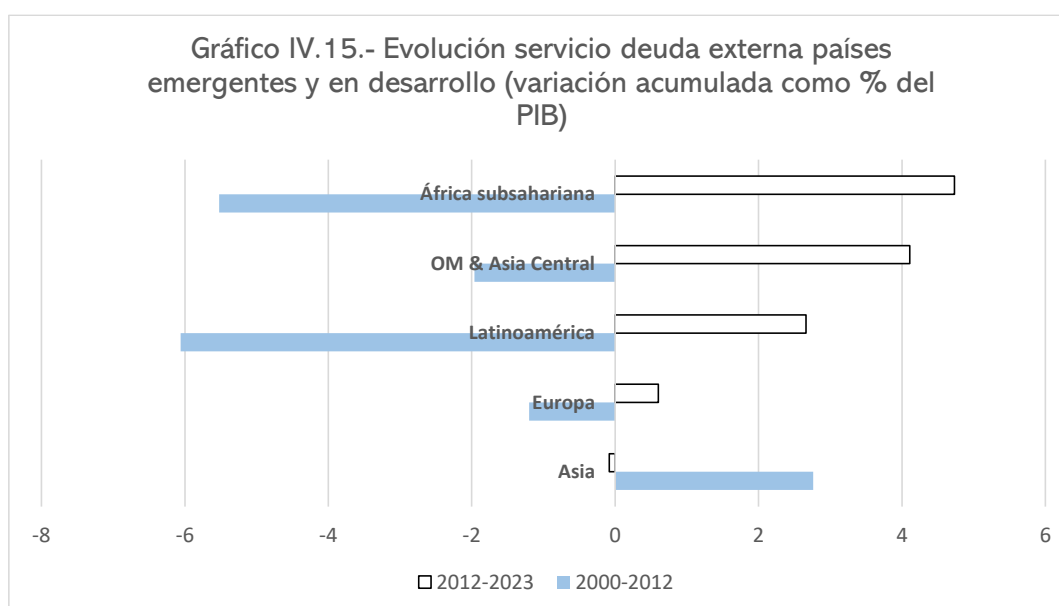
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Con carácter global, la década cerrada en 2022 ha contemplado un crecimiento de la deuda externa de las economías emergentes de 16 puntos sobre su PIB agregado, mientras que para las economías de baja renta el aumento ha alcanzado los 22 puntos porcentuales. Actualmente, el 15% de estas últimas economías están en una situación de default o cercanía al mismo, y otro 40% adicional en riesgo de verse abocado a ese mismo escenario. La ralentización de la globalización, principal impulsora del crecimiento en la mayoría (no todos, ciertamente) de los países no desarrollados durante las dos décadas previas a 2012, los severos efectos contractivos de la pandemia, frente a la que estos países apenas contaban con margen fiscal o monetario de respuesta (al contrario que Occidente), y el encarecimiento de los precios de las materias primas (para los países no exportadores) están detrás de ese severo deterioro de la situación.

¹³ El lector interesado puede encontrarlo en

<https://openknowledge.worldbank.org/entities/publication/02225002-395f-464a-8e13-2acfa05e8f0>

Los Gráficos IV.14 a IV.16 ilustran el drástico cambio (a peor) entre la primera y la segunda década de este siglo para el mundo no desarrollado, eligiendo para ello tres indicadores estratégicos y con la regionalización habitual de ese mundo emergente y en desarrollo. En el primero de ellos, se comprueba cómo la reducción generalizada (con la excepción del Norte de África y Oriente Medio, donde se mantuvo estable) del peso de la deuda externa en relación con el tamaño de esas economías en los primeros años del siglo XXI, se convierte en la pasada década en un fuerte incremento del endeudamiento. El cambio de dinámica ha sido particularmente dramático en África. Tanto Asia como Europa, aunque no pueden mantener el ritmo de reducción de deuda, siguen evolucionado de manera favorable en la pasada década, pero debe considerarse que, en estas dos áreas, el peso de las economías emergentes es mucho mayor que el de las economías de baja renta¹⁴.



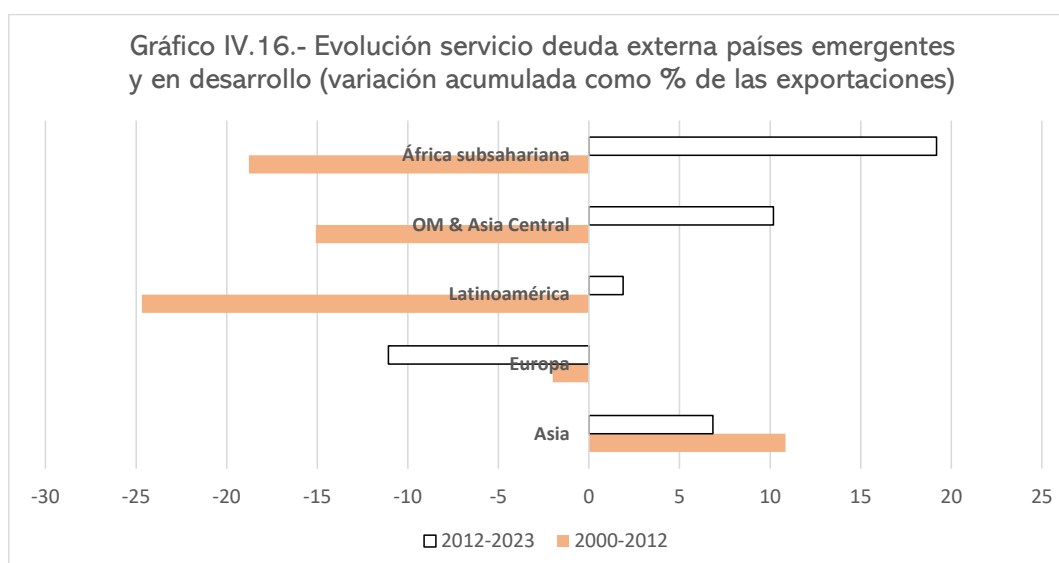
Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

El Gráfico IV.15 muestra un panorama similar cuando lo que ponemos en relación al PIB es el servicio de la deuda externa. Considérese que aumentos de 4 o 5 puntos porcentuales en este servicio en la última década, como en África subsahariana o Latinoamérica, significan que la desviación de recursos para atender los compromisos de la deuda externa puede superar en no pocos casos todo el presupuesto de sanidad o educación de estos países. De nuevo, es Asia emergente donde encontramos una evolución favorable de la situación, con el servicio de la deuda estabilizado en la pasada década tras el crecimiento en la anterior¹⁵.

¹⁴ Los datos del FMI agrupan todo el conjunto de economías no desarrolladas.

¹⁵ Crecimiento que, mientras en algunos casos puede atribuirse a un deterioro de la situación, en un mayor número corresponde a la facilidad de captación de fondos en los mercados internacionales de capital de muchas economías de Asia emergente, sin duda las más beneficiadas con el proceso globalizador. Bien invertidos, esos capitales extranjeros, a través del crecimiento económico que impulsan, permiten atender sin problemas el servicio de la deuda.

Finalmente, el tercer gráfico incorpora un indicador muy utilizado en este ámbito, y muestra cuanto absorbe el servicio de la deuda externa de todo el ingreso por exportaciones de las economías consideradas. Previsiblemente, la considerable mejora del período 2000-2012, en especial para las áreas con mayor peso de las economías de baja renta, se revierte (de nuevo, cambio negativo) en el período más reciente¹⁶. La excepción en este caso corresponde a Europa, zona de economías emergentes en su casi totalidad; y nótese que buena parte de estas economías forman parte de la UE, y los costes de su financiación externa por unidad de deuda, aunque aún superiores, se han ido aproximando cada vez más a los de Europa occidental.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

En resumen, un panorama nada alentador, en especial en África subsahariana y zonas más delimitadas del Sur de Asia y Latinoamérica. A menos que se produzcan actuaciones enérgicas de los organismos multilaterales y los acreedores nacionales, públicos y privados (incluyendo los chinos), que solo surgen, con muchas reticencias, cuando una economía está al borde del incumplimiento de sus obligaciones (o ya está en esta situación), los problemas para las economías en desarrollo van a seguir acumulándose, y estallando en forma de impagos, en el previsible futuro.

7.-

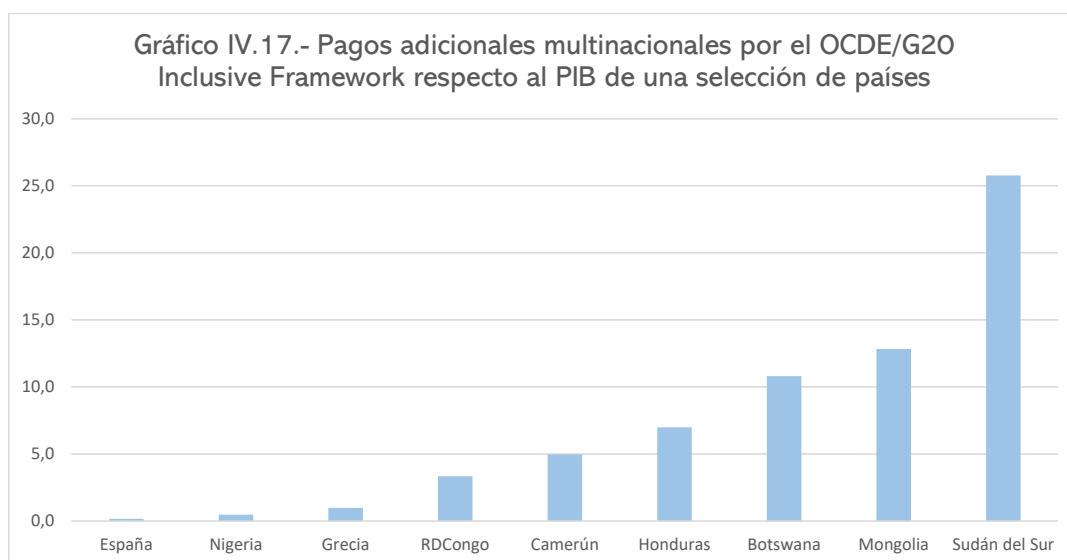
Una iniciativa que podría aliviar, aun tímidamente, la situación de algunas de esas economías con serios problemas de financiación, es la extensión del nuevo marco de imposición internacional a las multinacionales. Aunque todavía no. Veamos los motivos.

En efecto, desde el 1 de enero de 2024 ha entrado en vigor el nuevo esquema de imposición sobre las compañías multinacionales con facturación superior a los 750 millones de euros, pactado por 140 países, bajo el paraguas de la OCDE y el G20, y conocido como *Inclusive Framework in Base Erosion and Profit Shifting*. En realidad,

¹⁶ Para entender cómo en Asia crece esta ratio durante el primer período, véase la nota al pie anterior.

solamente una parte minoritaria de los signatarios (no Estados Unidos o China, que no han ratificado el Pacto), liderados por la Unión Europea, Reino Unido, Japón, Australia y Canadá, han comenzado a aplicar lo acordado, y solamente el denominado Pilar 2. De acuerdo con éste, las mencionadas compañías multinacionales deben pagar al menos un 15% de sus beneficios como impuesto de sociedades. Si la jurisdicción en la que están localizadas no alcanza ese nivel, otros signatarios pueden establecer una carga adicional hasta que el total repercutido en la compañía alcance ese 15%.

La configuración de este Segundo Pilar tiene dos implicaciones interesantes; por un lado, reduce drásticamente el incentivo de las multinacionales a instalarse en “paraísos fiscales”. Además, aunque una parte de los países que acordaron este nuevo Marco no lo ratifiquen, los que sí lo implementen pueden alcanzar el objetivo de hacer efectivo el mencionado 15%. De acuerdo con la OCDE, el suplemento recaudatorio de la extensión del Marco Inclusivo a más de 4000 empresas multinacionales que exceden los citados 750 millones de euros de facturación, podría alcanzar los 220000 millones de dólares anuales¹⁷. Como mera curiosidad, el Gráfico IV.17 establece la relación entre esa cantidad recaudada y el tamaño de algunas economías.



Fuente: elaboración propia. Datos: FMI.

Aplaudamos esta iniciativa que pone fin a una “carrera hacia el cero” en la imposición sobre las mayores empresas del orbe, y que ha drenado una cantidad significativa de recursos a las arcas públicas de la mayor parte de países en las pasadas décadas. Dicho esto, nótese que no hemos hecho referencia a qué ocurre con el Pilar 1, el que ordena el reparto de los fondos derivados de esa imposición entre el conjunto de países, incluyendo las economías en desarrollo, procurando acercar la distribución de tales ingresos a cómo se reparte la actividad de las multinacionales en cada jurisdicción. De momento, este Pilar no se ha activado, y por ello no aliviará a economías emergentes y

¹⁷ Justo en el momento de redactar este Informe, la OCDE ha actualizado sus cálculos precedentes, reduciendo el incremento de recaudación sobre las multinacionales a entre 155000 y 192000 millones de dólares.

de baja renta, aunque en ellas la presencia de determinadas grandes empresas sea relevante. Acordar cómo efectuar este reparto no va a ser nada sencillo.

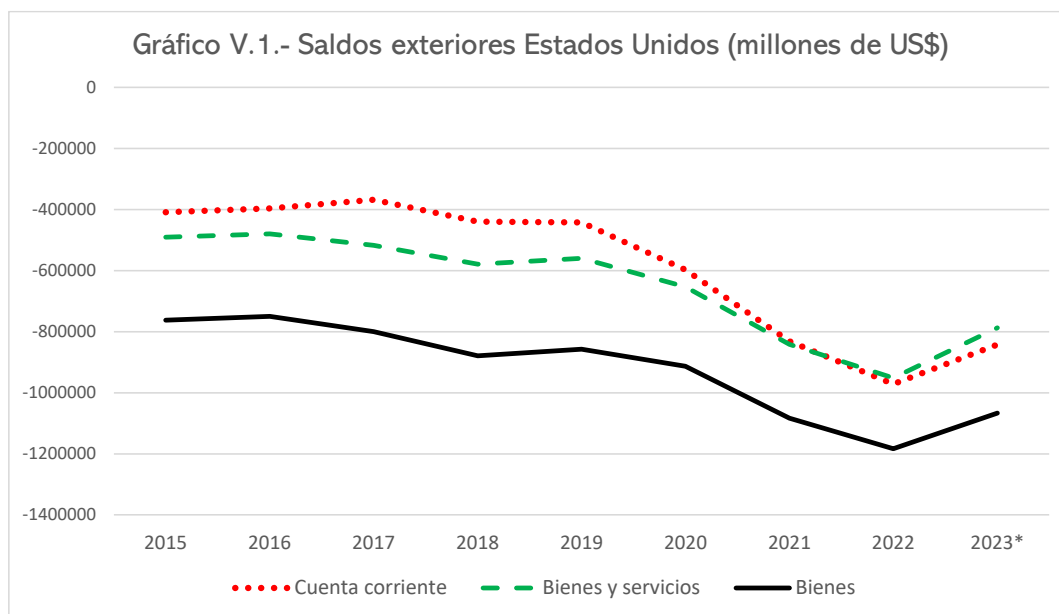
De momento, los grandes beneficiados del Marco Inclusivo pueden ser (así lo espera la OCDE) los “paraísos fiscales” (o, en los elegantes términos empleados por la propia OCDE “investments hubs”), que carecen ya de incentivos para fijar tipos impositivos nulos o casi nulos, dado que las empresas, en todo caso, terminarán pagando hasta el 15% en otros países. Además, parece probable que las multinacionales opten a continuación por abonar lo que pueda restar hasta ese porcentaje en países (desarrollados, claro) con procedimientos fiscales claros, ágiles y con las pertinentes garantías jurídicas.

Por tanto, me temo, no veremos demasiados de esos alrededor de 200 millardos de dólares anuales haciendo rebosar las arcas de, por ejemplo, Sudán del Sur.

V.- REFLEXIONES SOBRE EL COMERCIO INTERNACIONAL

Vamos a centrar nuestra atención en esta sección en la evolución del comercio exterior, particularmente de bienes, de Estados Unidos, en los últimos años. Ello se debe a que tal análisis nos permitirá contrastar algunas ideas, ciertas en parte de los casos, engañosas en otros, que se han asentado (no sin estar discutidas) a raíz del discurso proteccionista que, ya desde antes de ocupar la Presidencia, y (al menos aparentemente) muy volcado en China, desarrolló la Administración Trump. No fue tan solo el Presidente, sino que lo compartió la mayor parte del equipo económico y comercial, liderados por el Secretario de Comercio, Wilbur Ross y el Encargado de Comercio, Robert Lighthizer, y con la excepción del Secretario del Tesoro, Steven Mnuchin.

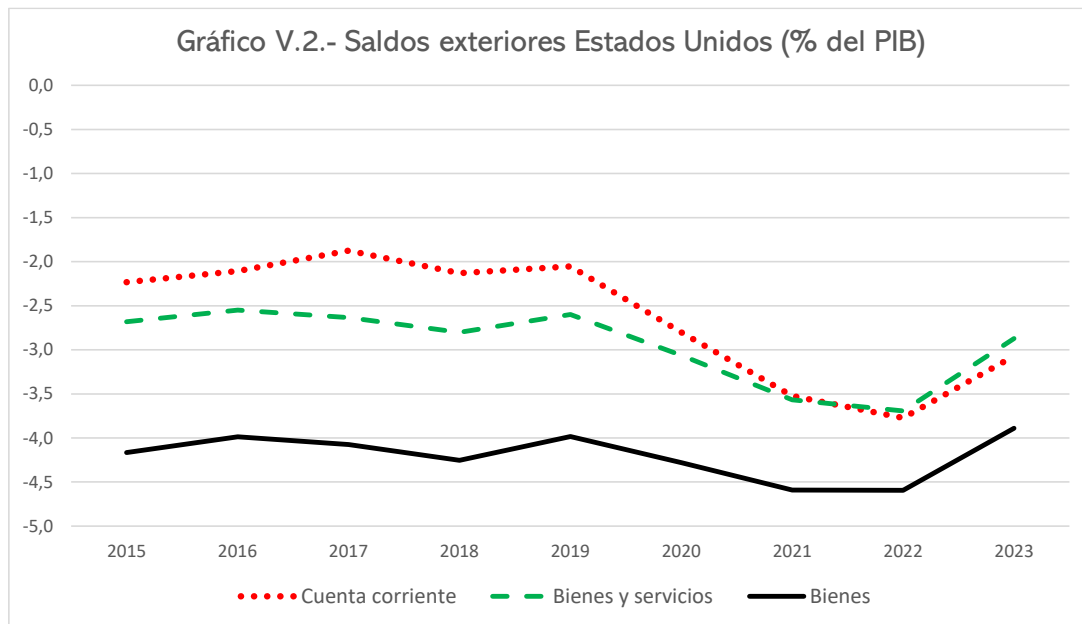
Comencemos nuestro análisis con un recorrido por el comportamiento de los saldos exteriores estadounidenses desde mediados de la pasada década (ver Gráficos V.1 y V.2).



Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

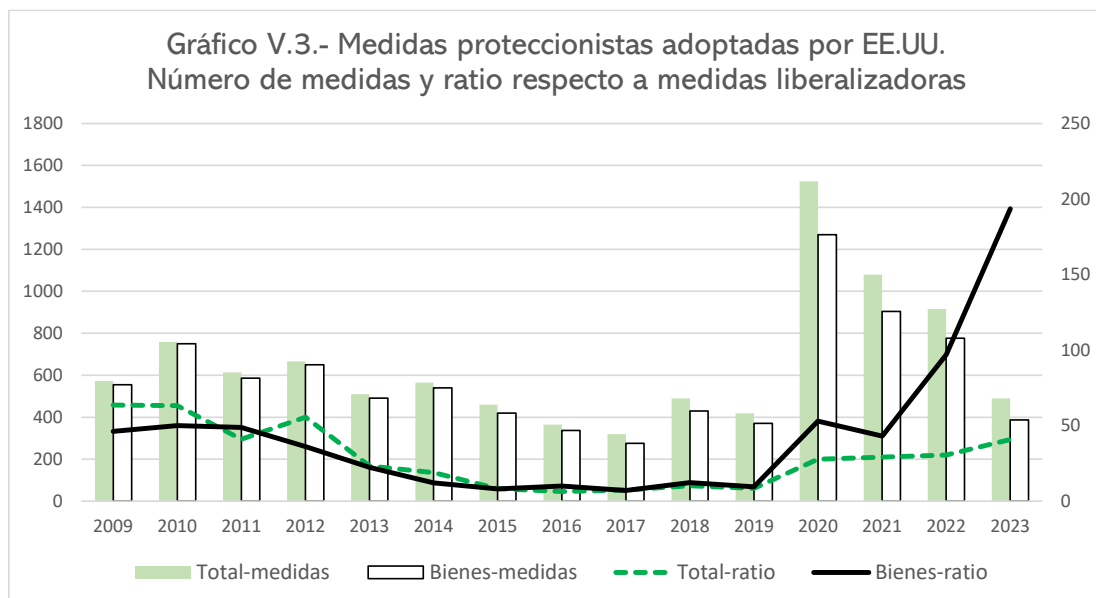
Nota: Para facilitar la comparación con ejercicios anteriores, el dato final de 2023 se ha proyectado para el conjunto del año a partir de los tres trimestres cuyos datos ya son conocidos.

Resulta perceptible que no hubo corrección alguna pese al giro proteccionista del país en los últimos años de la pasada década, sino un aumento de los déficits, lo que implica estabilización en términos del PIB al crecer también éste. A raíz del estallido de la pandemia y de la invasión rusa de Ucrania, el deterioro exterior, en bienes en particular, se acentúa, pero se explica simplemente por el mayor dinamismo de la economía estadounidense respecto al resto del mundo. Ese diferencial proviene de una expansión fiscal y monetaria sin comparación internacional, y la protección relativa que la producción autóctona de hidrocarburos supone para Estados Unidos frente a los aumentos del precio de los mismos en, por ejemplo, Europa, Japón o China. Y si creces más que tus socios, con el gasto tanto público como privado al alza por encima de los de esos otros países, tus importaciones aumentan más que tus exportaciones. Poco misterio y poco que ver con la política comercial.



Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

Reflexionemos un poco ahora sobre esas intervenciones sobre el comercio. El Gráfico V.3 nos ayuda a establecer la evolución global de las medidas, tanto proteccionistas como liberalizadoras, sobre el comercio en general y el de bienes en particular. Y, frente alguna evidencia conocida, hallamos también alguna relevante sorpresa.

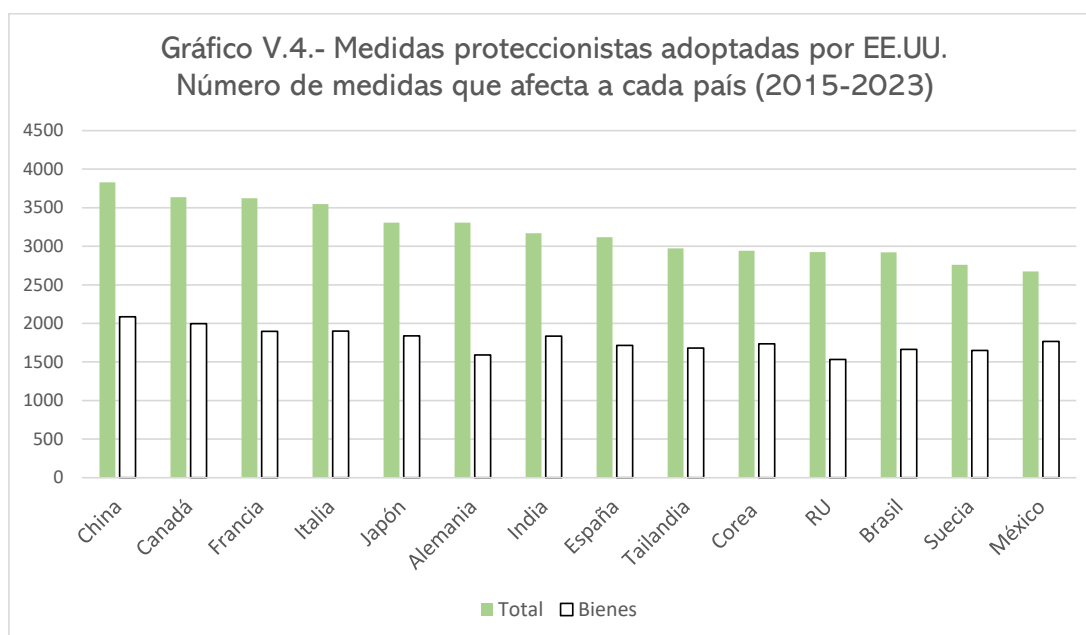


Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Primero, lo conocido. Desde la Gran Recesión, el número de medidas proteccionistas excede las de liberalización comercial., año tras año, con independencia del partido político que ostentase la Presidencia (véanse las ratios en el Gráfico). Segundo, después de años de amenazas y escaso respaldo en la teoría económica (uno no puede eliminar

los déficits mientras gaste más de lo que produce, o invierta más de lo que ahorre), la Administración Trump desató una oleada de medidas proteccionistas sin precedentes, materializada en 2020, con cierta inercia en forma de implementación a posteriori, pese al cambio de Administración. Y sí, con Biden en la Presidencia, el número de medidas se reduce apreciablemente hasta situarse en 2023 en las cifras (considerables, en todo caso) previas a Trump.

Pero solicito al lector que centre de nuevo su atención en las líneas del mismo Gráfico V.3, en especial en la negra, que muestra la ratio entre el número de medidas restrictivas respecto a las facilitadoras del comercio de bienes. Lo que contemplamos en una escalada exponencial de la misma. Pero si las medidas proteccionistas están disminuyendo, ello implica que la Administración Biden ha extinguido prácticamente sus decisiones liberalizadoras del comercio. Esto es también proteccionismo. Al menos contemplando el número de medidas¹⁸, el período Biden no difiere del período Trump; si acaso, ha acentuado la tendencia. Lo que se corresponde con el perfil histórico del partido Demócrata, siempre (quizás salvo en la era Clinton) más proteccionista que el Republicano. En todo caso, de la Administración Biden, en política comercial, ni una mala palabra ni una buena obra, empleando el dicho popular...



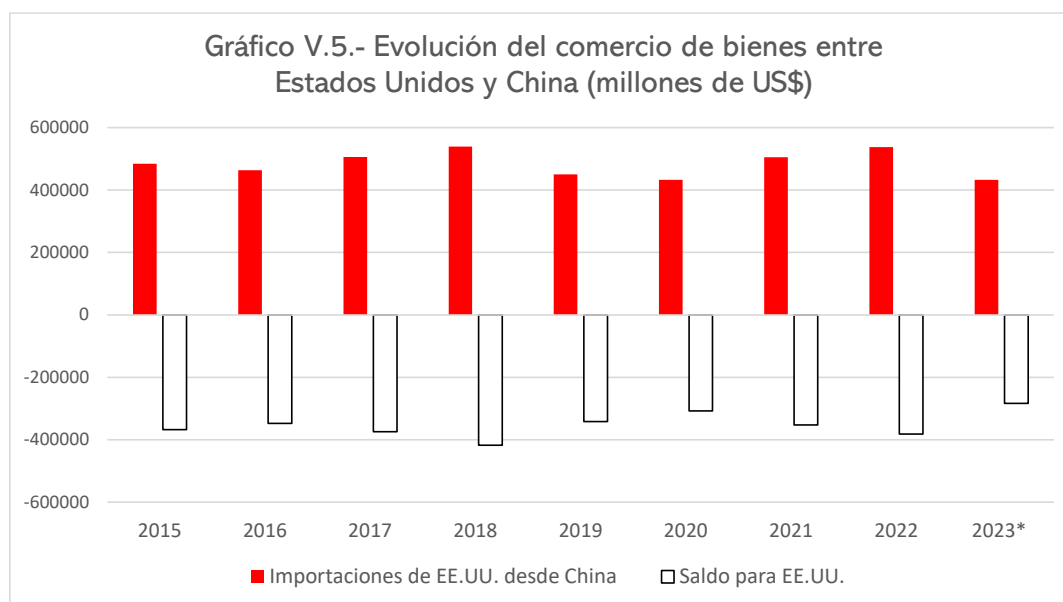
Fuente: elaboración propia. Datos: Global Trade Alert.

Llamativa también la información sintetizada en el Gráfico V.4, mostrando las medidas proteccionistas adoptadas por Estados Unidos ya desde el final del segundo mandato de Barak Obama a la actualidad. Durante todo este período el discurso ha centrado en China el enfado por el creciente déficit exterior estadounidense. El lenguaje ha rotado desde el más centrado en problemas reales de las actuaciones chinas (dumping, masivos subsidios estatales a sectores estratégicos o meramente potentes en su capacidad

¹⁸ El impacto del conjunto de las mismas, y su comparación entre períodos, es muy difícilmente evaluable, y los estudios empíricos suelen centrarse en subconjuntos de actuaciones y de países y/o sectores afectados.

exportadora, violación generalizada de la propiedad intelectual y obligación de compartirla para poder operar en el país, entre otras) a otro no tan sutil ("China está violando a nuestro país", Trump dixit). Pero lo cierto es que una esperaría una concentración en el coloso asiático de las medidas proteccionistas habilitadas en toda esta etapa. Y China es, en efecto, el país más afectado por las mismas...por muy poco. El volumen de las decisiones penalizadoras para el comercio de todas las grandes economías, la mayoría, en principio, de aliados de Estados Unidos, no difiere salvo muy marginalmente del acumulado contra China. Se trata, por tanto, de un proteccionismo generalizado, no selectivo.

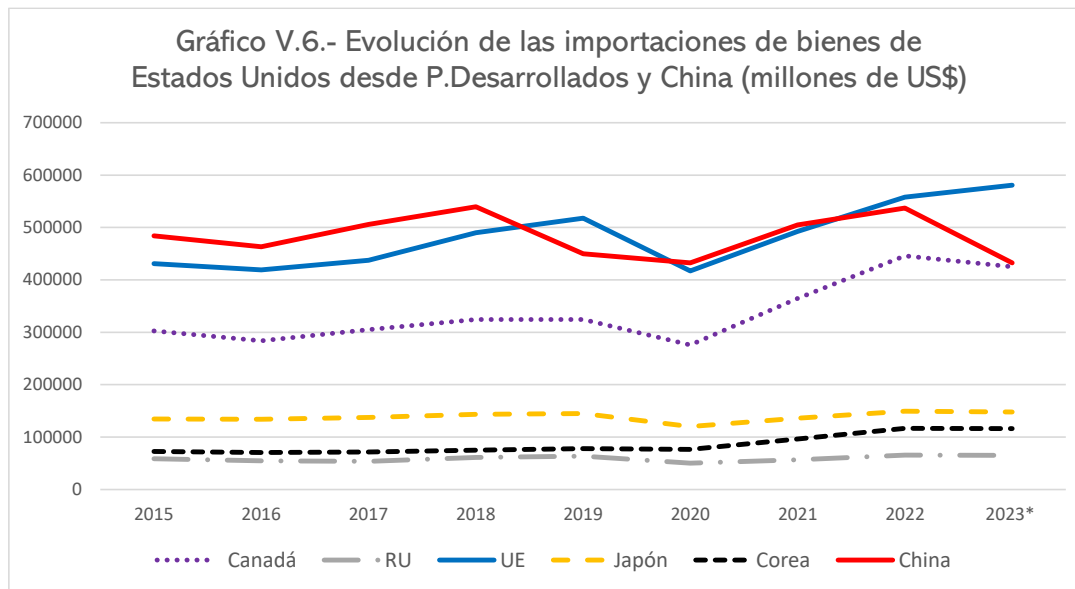
A todo esto, centrándonos en el gran objeto de interés de esta tendencia proteccionista¹⁹, el comercio de bienes, ¿han limitado las políticas estadounidenses las importaciones desde China y el déficit con su gran rival? Las cifras absolutas (Gráfico V.5) parecen indicar que, a lo sumo, se ha producido una estabilización en las dos variables.



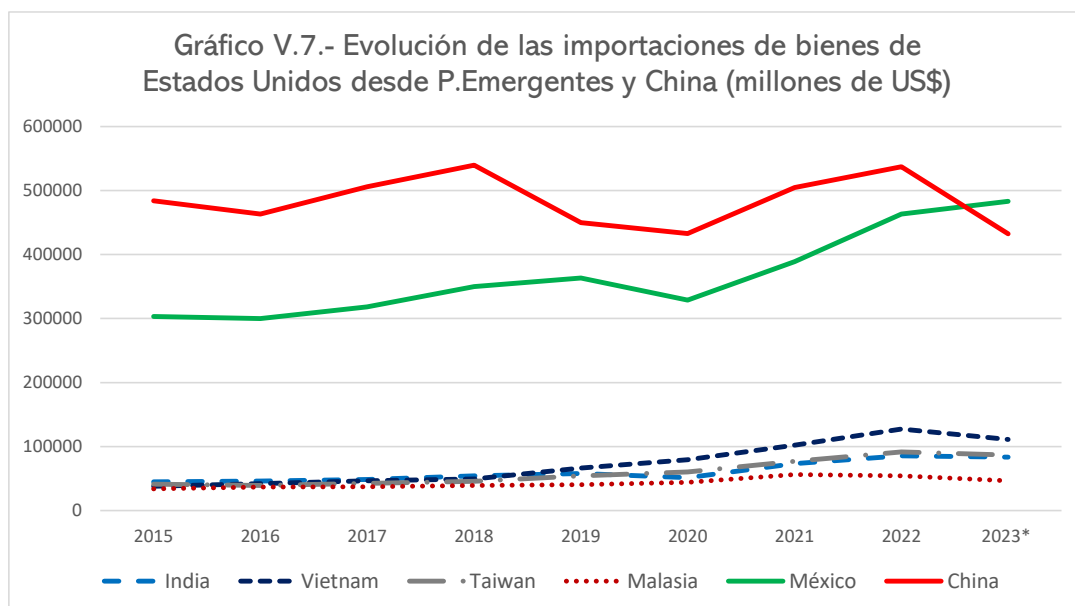
Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

No obstante, en la medida que la economía estadounidense es ahora sustancialmente mayor que en 2015, cabría esperar que las importaciones desde China se hubieran incrementado, y su mero estancamiento parece mostrar que, en efecto, la política seguida ha tenido un impacto no desdeñable. Sobre todo porque, en el mismo período, las importaciones respecto al mundo desarrollado (Gráfico V.6) y el resto del mundo emergente (Gráfico V.7) sí han aumentado.

¹⁹ Al menos hasta muy recientemente, cuando el interés de la Administración Biden ha pasado a concentrarse en impedir el acceso de China a ciertas tecnologías y los servicios asociados a las mismas, lo que revela una motivación mucho más estratégica que económica.



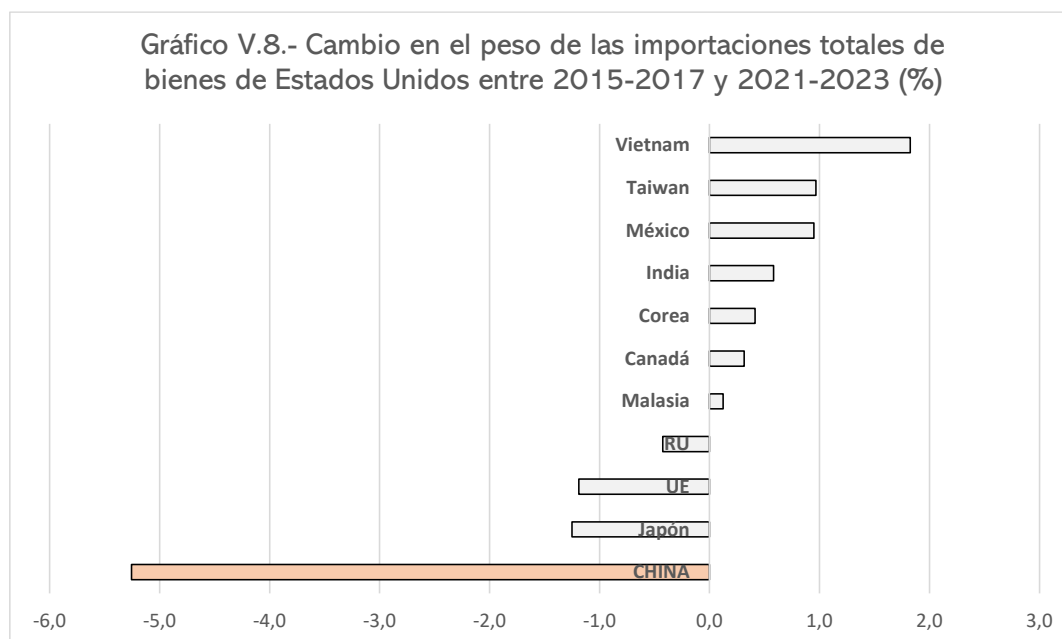
Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.



Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

Así que quizás las políticas frente a China han tenido el deseado efecto de congelación del volumen de importaciones, pero, como veíamos al inicio de este ejercicio, el total, incluso como porcentaje del PIB, ha seguido creciendo, por lo que parece percibirse una desviación del flujo de importaciones desde el país asiático hacia otros orígenes. El Gráfico V.8 nos da una perspectiva más nítida al respecto. En él se refleja la variación en el peso de las importaciones procedentes de los principales socios comerciales de Estados Unidos respecto al total de las mismas, entre los años previos a la Administración Trump y los últimos tres ejercicios. Los resultados son elocuentes. En efecto, el peso de las importaciones chinas ha caído más de cinco puntos en un período de apenas un quinquenio, pero también lo han hecho las europeas y las japonesas, si bien en mucha

menor medida, y respondiendo a la acumulación de medidas proteccionistas que también han afectado a estas economías, como ya hemos reflejado. Mientras tanto, son algunas economías asiáticas, con Vietnam claramente a la cabeza, y México, las que han ganado cuota de mercado en Estados Unidos. Por cierto, son estos países donde, de manera creciente, se están localizando, además de compañías occidentales deslocalizadas (parcialmente) desde China, empresas de este país, que buscan, desde otros espacios económicos, un acceso más sencillo a su mercado preferente²⁰.



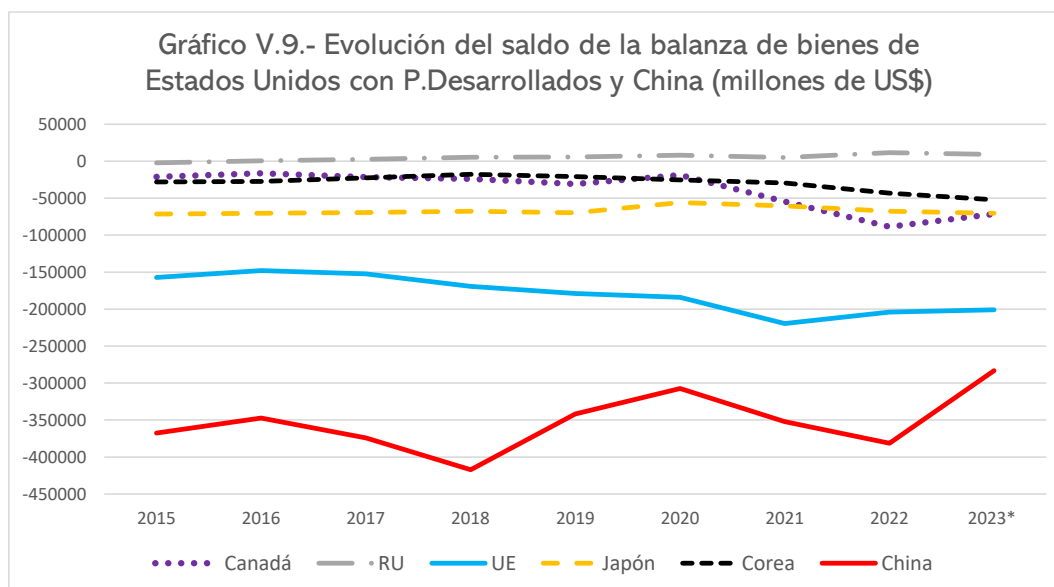
Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

Para cerrar este análisis, reproducimos este último ejercicio, pero para el saldo (en lugar de las importaciones) del comercio de bienes estadounidense. Aunque las compras del exterior no han disminuido, sino que proceden de otros lugares de producción, ¿tal vez las políticas de las dos últimas Administraciones, han facilitado, al presionar a otros países, un crecimiento diferencial de las exportaciones de bienes de Estados Unidos, reduciendo el déficit? Ya hemos visto en gráficos previos que la respuesta es negativa, pero de nuevo vamos a mostrar la evolución del saldo para los grandes socios comerciales, desarrollados y emergentes, de Estados Unidos (Gráficos V.9 y V. 10, respectivamente). Y, a continuación, cómo se ha transformado la composición geográfica del permanente déficit exterior del país (Gráfico V.11).

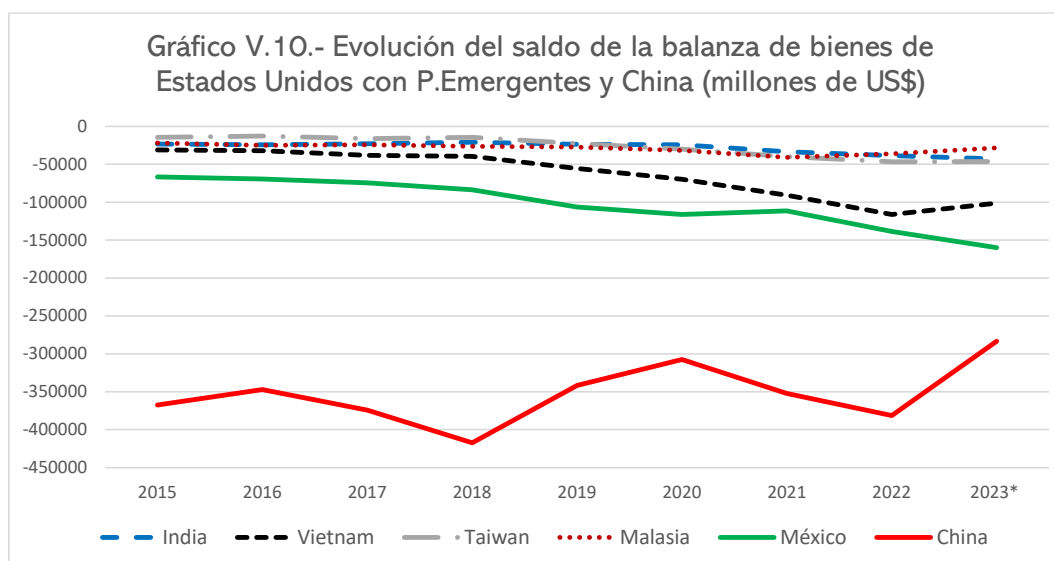
Respecto a los países occidentales, puede comprobarse que el déficit (superávit, mínimo pero noticable por su excepcionalidad, con el Reino Unido) se ha mantenido en niveles similares a lo largo del período transcurrido desde 2015, con una mínima elevación más perceptible en el caso de la Unión Europea y Canadá. Para la selección de países emergentes, la tendencia es al crecimiento del déficit de forma generalizada, partiendo

²⁰ La búsqueda por parte de BYD, entre otros productores chinos de vehículos eléctricos, de localizaciones para instalar factorías para los mismos en México, garantizándose las ventajas de estar en un país con un tratado de (relativo) libre comercio con Estados Unidos, ha levantado serias suspicacias en el que sería, sin duda, su mercado de exportación prioritario.

eso sí de cifras reducidas en términos absolutos, muy lejos de las mostradas por el comercio con China o la Unión Europea.

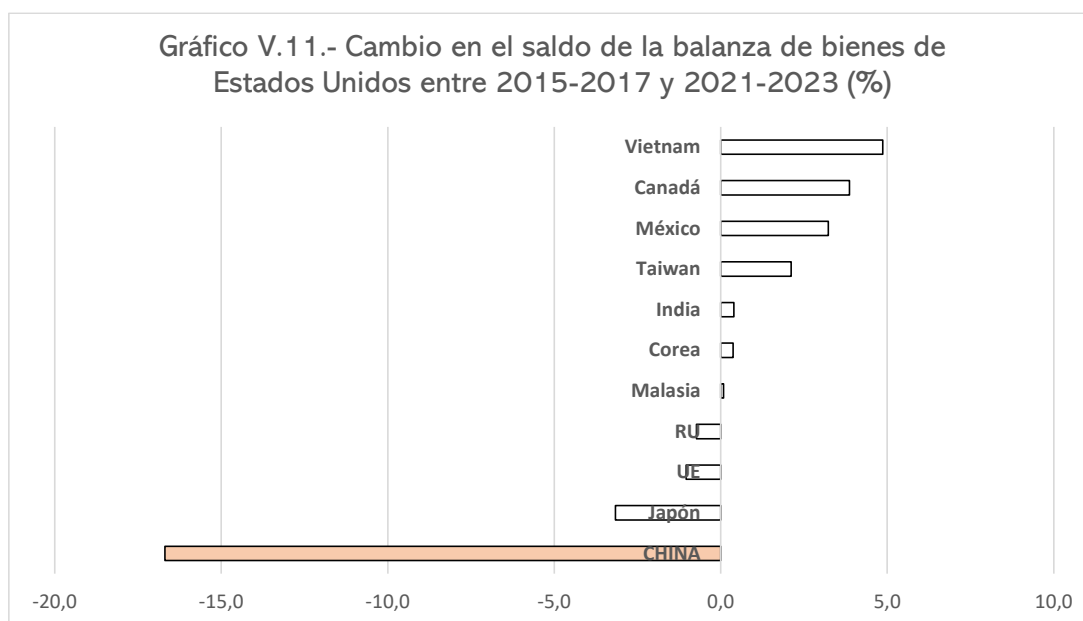


Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.



Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

Finalmente, de nuevo contemplamos un descenso, realmente notable, del porcentaje del déficit en el comercio de bienes de Estados Unidos que tiene China como contraparte (nada menos que 17 puntos porcentuales en el período analizado) y una disminución mucho menos acusada del debe con Europa y Japón. En sentido opuesto, el déficit acumulado con Vietnam ha aumentado sustancialmente, como también el mantenido con los dos vecinos, México y Canadá.



Fuente: elaboración propia. Datos: US Bureau of Economic Analysis.

Concluamos. Las acentuadas políticas proteccionistas de Estados Unidos ni aparecen ni desaparecen con la Administración Trump, ni son exclusivas de este país, tema al que volveremos en un futuro en esta sección. Lo único que sobresale de esos cuatro años es la dimensión del ruido, sobre todo el generado por el mismo Presidente Trump. Pero, desde la Gran Recesión, todo el mundo se ha embarcado en una retracción respecto al período de liberalización comercial de las dos décadas anteriores. La Administración Biden no ha sido un ápice menos proteccionista que su predecesora, pese a un lenguaje, salvo en relación a China, mucho más amable. Pero el déficit exterior de Estados Unidos se ha mantenido, como la mayor parte de economistas habíamos anticipado, porque las pautas de gasto-producción y de inversión-ahorro, con la primera parte de ambos pares ampliamente excedentarias respecto a la segunda, no se han modificado y, por ello, por pura identidad contable, el déficit exterior es inevitable²¹. Lo que ha ocurrido no es un retorno generalizado de la producción a territorio estadounidense, sino una desviación del comercio (y las compras en el exterior) en beneficio de otros países, con los socios comerciales geográficamente más cercanos, Tratado de Libre Comercio incluido (Canadá y México) y algunas economías asiáticas (Vietnam, Taiwán) como los grandes beneficiados.

Por tanto, si la política comercial no consigue el objetivo declarado de devolver producción manufacturera y empleo a Estados Unidos, se imponía un cambio de estrategia. Desde la perspectiva de la Administración Biden, debía ser un impulso excepcional a la política industrial, articulado a través de varios programas simultáneos actualmente en marcha, con ayudas públicas (en el total de esos programas) de más de un billón de dólares, concentrados en sectores estratégicos (vehículos y baterías

²¹ Al lector que desee comprobar los fundamentos de esta aseveración, lo remitimos al breve Anexo que hemos incorporado a este *Informe*.

eléctricos, revolución energética “verde”, inteligencia artificial, semiconductores de última generación, minerales “raros”...).

Como ya se está observando, esta estrategia está realmente atrayendo capital internacional y orientando el estadounidense hacia esos sectores. Un éxito, que, sin embargo, merece dos matizaciones: primero, el resto del mundo no va a permanecer impasible, y está ya respondiendo con medidas equivalentes. La política industrial se convierte en la nueva vía de intensificar el proteccionismo. Segundo, Estados Unidos, con su insuficiente ahorro y su exceso de gasto, seguirá teniendo un significativo déficit por cuenta corriente.

ANEXO

Consideremos una economía, en ausencia de relaciones con el exterior, dispone de unos recursos que vienen dados por su producción (Y). Esa producción puede destinarse o bien a la satisfacción de deseos o necesidades corrientes, es decir, consumo del sector privado (C) y consumo del sector público (G) o la obtención de bienes en el futuro, o sea, la inversión no residencial (Inr), o bien para adquirir viviendas (Ir). Obsérvese que ello nos proporciona una expresión que es simplemente una identidad contable, que se verifica para cualquier economía:

$$Y \equiv C + G + Inr + Ir \quad (1)$$

Obviamente, ninguna economía carece de relaciones con el exterior, por lo que debemos ampliar la expresión anterior para incluir una nueva fuente de recursos, lo que compramos en el exterior (importaciones, M) y un nuevo empleo de los mismos, lo que vendemos al resto del mundo (exportaciones, X). Esto es, nuestra producción (Y) podemos destinarla en parte a la exportación (X) junto con los destinos previamente apuntados (C + G + Inr + IR), pero al mismo tiempo, una parte de nuestro consumo, privado o público o de la inversión puede ser satisfecha mediante la adquisición de bienes y servicios procedentes del exterior (las importaciones, M). La expresión quedaría ahora como sigue:

$$Y + M \equiv C + G + Inr + Ir + X \quad (2)$$

Para abreviar, es habitual reunir el conjunto de empleos consistentes en el consumo y la inversión realizados en el interior del país en un solo término, la absorción²² o demanda interna (A), por lo que tendríamos:

$$Y + M \equiv A + X \quad (3)$$

Expresando la misma identidad resituando los términos, podemos escribir:

$$Y - A \equiv X - M \quad (4)$$

Ello implica que el saldo de las relaciones exteriores de la economía (X-M) es necesariamente la diferencia entre la producción y la demanda interna de la misma (Y-A). Nótese, por tanto, que un déficit por cuenta corriente²³ implica que la demanda interna en esa economía (el consumo

²² Por ello, lo aquí expuesto es comúnmente denominado “enfoque de la absorción”.

²³ El término exacto sería déficit por cuenta corriente y por cuenta de capital.

más la inversión) exceden la producción realizada en la misma. Esa diferencia, claro, se cubre con unas importaciones que exceden las exportaciones, y de ahí el déficit exterior.

Procedamos ahora a introducir el ahorro (S) en estas reflexiones. Por simple definición, la producción de una economía o se consume o se ahorra. Al diferenciar entre dos tipos de consumo, privado y público, tenemos:

$$Y = C + G + S; \text{ por tanto, } S = Y - C - G \quad (5)$$

Por tanto, a partir de (2) y (5) podemos escribir:

$$Y + M - C - G = Inr + Ir + X; \text{ por tanto, } S + M = Inr + Ir + X; \text{ y } S - Inr - Ir = X - M \quad (6)$$

Esta expresión nos indica que el saldo de las relaciones exteriores de la economía ($X - M$) es también necesariamente la diferencia entre el ahorro y la inversión, residencial y no residencial, de la economía ($S - Inr - Ir$). Así, un déficit por cuenta corriente implica que el ahorro de ese país no es capaz de financiar la inversión que se desarrolla en el mismo. Por tanto, la economía en cuestión precisa del ahorro del resto del mundo para cubrir esa diferencia.

Dado que se trata de una identidad contable, un país con déficit por cuenta corriente está experimentando un exceso de demanda interna respecto a su producción y una insuficiencia de ahorro respecto a su inversión. Estos dos desequilibrios internos son paralelos al externo, y los tres se cubren con la aportación del resto del mundo, que financia tales desequilibrios, mediante la provisión de ahorro o entradas netas de capital. En términos económicos, se produce un superávit por cuenta financiera (los flujos de capital que entran en el país exceden los que salen del mismo). Así pues, el déficit por cuenta corriente y el superávit por cuenta financiera son las dos caras de la misma moneda. Por supuesto, lo contrario ocurre en aquellos países con exceso de ahorro respecto a su inversión y de producción respecto a su demanda interna.