

Nadie dijo que fuera a ser fácil

A primera vista, la economía mundial parece apuntar a una recuperación gradual tras los duros golpes de la pandemia y de la guerra que Rusia libra en Ucrania sin mediar provocación. China está repuntando con fuerza tras la reapertura de su economía. Los fraccionamientos en las cadenas de suministro se están disipando, mientras que los trastornos en los mercados de la energía y los alimentos causados por la guerra están remitiendo. Al mismo tiempo, la importante y sincronizada contracción de la política monetaria llevada a cabo por la mayor parte de los bancos centrales debería comenzar a dar sus frutos, y la inflación debería retroceder hacia los niveles fijados como meta.

En nuestro último pronóstico, el crecimiento mundial tocará fondo al situarse en 2,8% este año, para luego aumentar ligeramente a 3,0% en 2024. La inflación mundial disminuirá, aunque más lentamente de lo previsto inicialmente, de 8,7% en 2022 a 7,0% este año y 4,9% en 2024.

En particular, las economías de mercados emergentes y en desarrollo ya se están adelantando en muchos casos, con saltos de las tasas de crecimiento (de cuarto trimestre a cuarto trimestre) desde 2,8% en 2022 a 4,5% este año. La desaceleración se concentra en las economías avanzadas, en especial en la zona del euro y el Reino Unido, donde se prevé que el crecimiento (también de cuarto trimestre a cuarto trimestre) caiga, respectivamente, a 0,7% y -0,4% este año, para repuntar a 1,8% y 2,0% en 2024.

Sin embargo, al echar un segundo vistazo, las turbulencias se están arremolinando y la situación es bastante frágil, como nos ha recordado el reciente brote de inestabilidad bancaria.

La inflación es mucho más rígida de lo que se anticipaba incluso hace unos pocos meses. Si bien la inflación mundial ha disminuido, esto se debe principalmente al marcado retroceso en los precios de la energía y los alimentos. Pero la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles de la energía y los alimentos, todavía no ha alcanzado su máximo en muchos países. Se prevé que se reduzca a 5,1%

este año (de cuarto trimestre a cuarto trimestre), una considerable revisión al alza de 0,6 puntos porcentuales respecto a nuestra actualización de enero, muy por encima del nivel fijado como meta.

La actividad también muestra signos de resiliencia ante la estrechez histórica de los mercados laborales en la mayoría de las economías avanzadas. En este punto del ciclo contractivo, cabría esperar indicios más fuertes de moderación en el producto y el empleo. En su lugar, las estimaciones tanto del producto como de la inflación se han revisado al alza para los dos últimos trimestres, lo que hace pensar que la demanda es más fuerte de lo previsto, y que podría requerir una contracción adicional o más prolongada de la política monetaria.

¿Debe preocuparnos el riesgo de una espiral de precios y salarios sin control? Por ahora, no estoy del todo convencido. La inflación de salarios nominales se mantiene muy por detrás de la inflación de precios, lo que implica un descenso fuerte y sin precedentes de los salarios reales. Dada la escasa mano de obra en los mercados laborales, es poco probable que esta situación continúe, y los salarios reales deberían recuperarse. Los márgenes empresariales han aumentado notablemente en los últimos años —esta es la otra cara de la moneda de un marcado aumento de los precios acompañado solo de un ligero aumento de los salarios— y deberían poder absorber, en promedio, los crecientes costos laborales. Siempre y cuando las expectativas de inflación se mantengan bien ancladas, este proceso no debería desbocarse. Sin embargo, podría llevar un tiempo.

Resulta más preocupante que la brusca contracción de la política de los últimos 12 meses esté empezando a tener graves efectos colaterales en el sector financiero, como hemos advertido en repetidas ocasiones que podía pasar (Informe sobre la estabilidad financiera mundial [informe GFSR] de octubre de 2022; *Actualización de las Perspectivas de la economía mundial* [informe WEO] de enero de 2023). Tras el prolongado período de inflación moderada y tasas de interés extremadamente bajas, la rápida contracción de la

política monetaria del pasado año ha provocado pérdidas considerables en los activos de renta fija a largo plazo. La estabilidad de cualquier sistema financiero depende de su capacidad para absorber pérdidas sin recurrir al dinero de los contribuyentes. La inestabilidad financiera en el cuarto trimestre del año pasado en el mercado de bonos del Reino Unido y la reciente turbulencia bancaria en Estados Unidos, con el colapso de unos pocos bancos regionales, muestran que existen vulnerabilidades importantes tanto entre los bancos como entre las instituciones financieras no bancarias. En ambos casos, las autoridades no tardaron en adoptar medidas decididas y han podido hasta el momento contener la propagación de la crisis (informe GFSR de abril de 2023). Sin embargo, el sistema financiero podría verse sometido a prueba una vez más.

De nuevo, predominan los riesgos a la baja. El nerviosismo entre los inversionistas suele llevarlos a buscar el siguiente eslabón más débil, como hicieron con Credit Suisse, un banco europeo de importancia sistémica mundial que atravesaba dificultades. El próximo eslabón podrían ser las instituciones financieras con exposición excesiva al apalancamiento, al riesgo de crédito o a las tasas de interés, con demasiada dependencia del financiamiento a corto plazo, o las situadas en jurisdicciones en las que el espacio fiscal es limitado. También podrían serlo los países cuyos fundamentos económicos se perciben como más débiles. Un endurecimiento brusco de las condiciones financieras mundiales —un shock de “aversión al riesgo”— podría tener un impacto drástico en las condiciones crediticias y las finanzas públicas, en especial en las economías de mercados emergentes y en desarrollo, con cuantiosas salidas de capital, un incremento repentino de las primas de riesgo, la apreciación del dólar por una búsqueda apresurada de activos sin riesgo, e importantes reducciones en la actividad mundial en medio de una reducción de la confianza, el gasto de los hogares y la inversión. En este escenario a la baja severo, el PIB per cápita mundial podría quedar al borde de sufrir una caída, un resultado cuya probabilidad estimamos en alrededor de 15%.

Así pues, estamos entrando en una fase peligrosa en la que el crecimiento económico se mantiene bajo respecto a sus niveles históricos y los riesgos financieros han aumentado, mientras que la inflación todavía no ha logrado dar un giro decisivo. Además, las autoridades tendrán que mantener la mano firme y emitir comunicaciones claras. La manera adecuada

de proceder está supeditada a la situación del sistema financiero. En tanto que este último se mantenga razonablemente estable, como está ahora, la política monetaria ha de centrarse decididamente en reducir la inflación. Una ventaja es que la turbulencia bancaria ayudará a ralentizar la actividad agregada, ya que los bancos recortarán el crédito frente a los crecientes costos de financiamiento y la necesidad de actuar con mayor prudencia. De por sí, esto debería mitigar en parte la necesidad de nuevas contracciones de la política monetaria. Pero cualquier expectativa de que los bancos centrales abandonarían la lucha contra la inflación tendría el efecto contrario: disminuirán las rentabilidades, se fomentará la actividad más allá de lo conveniente y se complicará la tarea de los bancos centrales. Una política fiscal restrictiva también puede desempeñar un papel activo. Al enfriar la actividad económica, apoyaría a la política monetaria y permitiría que las tasas de interés reales volvieran más pronto a su nivel bajo natural (capítulo 2 del informe WEO de abril de 2023). Diseñar de forma adecuada la consolidación fiscal también ayudará a recomponer los tan necesarios amortiguadores fiscales y contribuirá a apuntalar la estabilidad financiera (capítulo 3 del informe WEO de abril de 2023; Monitor Fiscal de abril de 2023).

Si se sintiera la amenaza de una crisis financiera sistémica, sería necesario recalibrar la política de forma meditada y oportuna para proteger tanto al sistema financiero como a la actividad económica. Es importante señalar que no nos encontramos en esta situación, aun cuando es probable que vayan a producirse más temblores financieros. Los reguladores y los supervisores deben actuar ahora, gestionando de forma activa las tensiones en los mercados y reforzando la supervisión, para evitar que estos temblores se transformen en una crisis financiera en toda regla. Para las economías de mercados emergentes y en desarrollo, esto también significa garantizar un acceso adecuado a la red mundial de seguridad financiera, que incluye los acuerdos precautorios del FMI, y acceso al servicio de acuerdos de recompra de la Reserva Federal para Autoridades Monetarias Extranjeras e Internacionales, o a líneas de crédito recíproco (swaps) de los bancos centrales, cuando sea pertinente. Los tipos de cambio deben ajustarse lo máximo posible, a menos que esto provoque riesgos para la estabilidad financiera o suponga una amenaza para la estabilidad de precios, de conformidad con nuestro Marco Integrado de Políticas.

Por último, nuestras últimas proyecciones también indican una desaceleración general en los pronósticos de crecimiento a mediano plazo. Los pronósticos de crecimiento a cinco años se redujeron a un ritmo constante desde 4,6% en 2011 a 3,0% en 2023. Parte de este descenso se debe a la desaceleración del crecimiento de economías que antes crecían a un ritmo rápido, como China y Corea. Esto es predecible: el crecimiento se ralentiza a medida que los países convergen. Aunque parte de la desaceleración más reciente quizá se deba a fuerzas más inquietantes: las secuelas a más largo plazo de la pandemia; un ritmo menor de las reformas estruc-

turales, así como la creciente amenaza de fragmentación geoeconómica que daría lugar a más tensiones comerciales; menos inversión directa; y un menor ritmo de innovación y adopción de tecnologías entre los distintos “bloques” fragmentados (capítulo 4 del informe WEO de abril de 2023). Es poco probable que un mundo fragmentado logre un progreso que beneficie a todos o que nos permita abordar desafíos mundiales como el cambio climático o la preparación para pandemias. Debemos evitar ese camino a toda costa.

Pierre-Olivier Gourinchas
Consejero Económico