

La resiliente economía mundial avanza a paso lento, y las divergencias están aumentando

La economía mundial continúa su lenta recuperación tras los golpes de la pandemia, la invasión rusa de Ucrania y la crisis del costo de vida. En retrospectiva, la resiliencia ha sido notable. Pese a la perturbación que causó la guerra en los mercados de energía y alimentos y el endurecimiento sin precedentes de las condiciones monetarias internacionales para luchar contra una inflación no vista en décadas, la economía mundial se ha ralentizado, pero no estancado. Aun así, el crecimiento es lento y desigual, con crecientes divergencias a escala mundial. La economía mundial avanza a paso lento, sin correr.

La actividad mundial tocó fondo a finales del pasado año, mientras que la inflación —tanto la general como la subyacente— se está controlando de forma gradual. Sin embargo, la plena recuperación hasta las tendencias previas a la pandemia parece cada vez más inalcanzable, en especial en las economías de mercados emergentes y en desarrollo.

Según nuestras últimas proyecciones, el crecimiento mundial se desacelerará de 3,5% en 2022 a 3% este año y 2,9% el próximo, un empeoramiento de 0,1 puntos porcentuales para 2024 con respecto a nuestras proyecciones de julio. Estas cifras están muy por debajo del promedio histórico.

La inflación general continúa su desaceleración, de 9,2% en 2022, en términos interanuales, a 5,9% este año y 4,8% en 2024. También se proyecta que la inflación subyacente, que excluye los precios de los alimentos y la energía, disminuya, aunque de forma más gradual que la inflación general, hasta 4,5% en 2024.

Como resultado, las proyecciones son cada vez más coherentes con un escenario de “aterrizaje suave”, en el que la inflación se reduce sin una gran desaceleración de la actividad, en especial en Estados Unidos, donde se pronostica un incremento del desempleo muy moderado, de 3,6% a 3,9% para 2025.

Sin embargo, están apareciendo importantes divergencias. La desaceleración es más pronunciada en las economías avanzadas que en las de mercados

emergentes y en desarrollo. Entre las economías avanzadas, Estados Unidos ha sorprendido de forma positiva, con la resiliencia de su consumo y su inversión, mientras que la actividad de la zona del euro se ha revisado a la baja. Muchas economías de mercados emergentes han mostrado bastante resiliencia y han sorprendido de forma positiva, con la notable excepción de China, que afronta dificultades crecientes derivadas de su crisis inmobiliaria y el deterioro de la confianza.

Intervienen tres fuerzas a escala mundial. En primer lugar, la recuperación de los servicios prácticamente se ha completado. En el último año, la fuerte demanda de servicios animó las economías orientadas a este sector —entre ellas, importantes destinos turísticos como Francia y España— frente a las potencias manufactureras, como China y Alemania. La elevada demanda de servicios con uso intensivo de mano de obra también se tradujo en una mayor estrechez en los mercados laborales y una inflación más alta y persistente en los servicios. Sin embargo, la actividad del sector de servicios se está debilitando en paralelo a la persistente desaceleración de las manufacturas, lo que sugiere que la inflación de los servicios disminuirá en 2024 y que los mercados laborales y la actividad se moderarán.

En segundo lugar, parte de la desaceleración es resultado de la contracción monetaria necesaria para reducir la inflación. Este endurecimiento está empezando a surtir efecto, aunque la transmisión es desigual entre los países. El endurecimiento de las condiciones crediticias está lastrando los mercados de vivienda, la inversión y la actividad, más aún en países con un porcentaje mayor de hipotecas a tasa variable o donde los hogares están menos dispuestos a recurrir a sus ahorros o tienen menor capacidad para hacerlo. Las quiebras de empresas han aumentado en Estados Unidos y en la zona del euro, si bien desde niveles históricamente bajos. Los países también se encuentran en diferentes puntos de sus ciclos de aumento de tasas: las economías avanzadas (excepto Japón) están cerca de sus niveles máximos, mientras que algunas economías de mercados emergentes, como Brasil y Chile, ya han comenzado a relajar su política.

En tercer lugar, la inflación y la actividad acusan el shock de precios de las materias primas del pasado año. Las economías que dependen mucho de las importaciones de energía de Rusia experimentaron un incremento más pronunciado de los precios de la energía y una desaceleración más brusca. Algunos de nuestros recientes estudios muestran que el efecto de traspaso de los mayores precios de la energía incidió notablemente en el aumento de la inflación subyacente en la zona del euro, al contrario que en Estados Unidos, donde las presiones de la inflación subyacente indican, en su lugar, una escasez de oferta de mano de obra.

Pese a las señales de moderación, los mercados laborales en las economías avanzadas mantienen su dinamismo, con tasas de desempleo históricamente bajas que respaldan la actividad. Hasta el momento, existe escasa evidencia de una “espiral de precios y salarios”, y los salarios reales se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia. Además, muchos países han experimentado una brusca —y bienvenida— compresión de la distribución salarial. Parte de esta compresión se debe al mayor valor que otorgan los trabajadores de rentas altas a los horarios de trabajo flexible y a distancia, lo que reduce las presiones salariales de ese grupo.

Riesgos

Aunque algunos de los riesgos extremos —como una grave inestabilidad bancaria— se han moderado desde abril, la balanza no deja de inclinarse hacia un deterioro de la situación.

En primer lugar, la crisis inmobiliaria podría agravarse aún más en China, un importante riesgo para la economía mundial. El reto para las políticas es complejo. Restaurar la confianza exige la reestructuración sin demora de las promotoras inmobiliarias en dificultades, al tiempo que debe mantenerse la estabilidad financiera y abordar las tensiones en las finanzas públicas locales. Si los precios inmobiliarios disminuyen con demasiada rapidez, los balances de los bancos y los hogares empeorarán, con el potencial de una grave amplificación financiera. Si los precios inmobiliarios se sostienen de forma artificial, los balances estarán protegidos durante un tiempo, pero esto puede desplazar otras oportunidades de inversión, reducir la actividad en nueva construcción y tener un efecto adverso sobre los

ingresos públicos locales debido a la reducción de las ventas de terrenos. En cualquier caso, la economía de China debe alejarse del modelo de crecimiento basado en un sector inmobiliario impulsado por el crédito.

En segundo lugar, la volatilidad de los precios de las materias primas podría aumentar en un contexto de resurgimiento de las tensiones geopolíticas y las perturbaciones vinculadas al cambio climático. Desde junio, los precios del petróleo han aumentado aproximadamente un 25%, como consecuencia de los amplios recortes de la oferta por parte de los países de la OPEP+ (la Organización de Países Exportadores de Petróleo más otros países exportadores de petróleo ajenos a dicha organización). Los precios de los alimentos siguen siendo altos y, si se produce un recrudecimiento de la guerra en Ucrania, podrían sufrir nuevas perturbaciones, lo que provocaría fuertes penurias para muchos países de ingreso bajo. Esto, por supuesto, representa un grave riesgo para la estrategia de desinflación. La fragmentación geoeconómica también ha dado lugar a un incremento brusco de la dispersión en los precios de las materias primas, incluidos los minerales críticos, entre las regiones. Como se analiza en el capítulo 3 de este informe, esta situación presentaría graves riesgos macroeconómicos de aquí en adelante, por ejemplo, para la transición climática.

En tercer lugar, si bien han disminuido, la inflación general y la subyacente siguen siendo demasiado elevadas. Las expectativas de inflación a corto plazo han aumentado considerablemente por encima de su nivel fijado como meta, aunque parece que esta tendencia está dando un giro. Como se detalla en el capítulo 2 de este informe, reducir estas expectativas de inflación a corto plazo es fundamental para ganar la batalla contra la inflación. Con la estrechez en los mercados laborales, los cuantiosos ahorros excedentarios en algunos países y la evolución negativa de los precios de la energía, la inflación podría tornarse más persistente, lo que exigiría medidas aún más contundentes por parte de los bancos centrales.

En cuarto lugar, las reservas fiscales han mermado en muchos países, debido a los elevados niveles de deuda, los costos crecientes de financiamiento, la ralentización del crecimiento y el desajuste creciente entre las mayores exigencias sobre el Estado y los recursos fiscales disponibles (véase el informe Monitor Fiscal de octubre de 2023). Esto hace que muchos países sean más vulnerables ante las crisis y exige centrarse de nuevo en la gestión de los riesgos fiscales.

Por último, pese a la contracción de la política monetaria, las condiciones financieras se han relajado en muchos países (véase el Informe sobre la estabilidad financiera mundial de octubre de 2023). El peligro es que se produzca una revalorización brusca del riesgo, en especial en los mercados emergentes, que resultaría en una mayor apreciación del dólar de Estados Unidos, provocaría salidas de capital e incrementaría los costos de endeudamiento y las tensiones por sobreendeudamiento.

Políticas

En nuestro escenario base, la inflación sigue retrocediendo ante la orientación restrictiva que mantienen los bancos centrales.

Con muchos países cerca del nivel máximo de sus ciclos de endurecimiento, no se justifica una nueva contracción importante. Sin embargo, la relajación prematura desperdiciaría los logros conseguidos en los últimos 18 meses. Una vez que el proceso de desinflación avance firmemente y las expectativas de inflación a corto plazo estén disminuyendo, ajustar a la baja la tasa de política monetaria permitirá que la orientación de la política monetaria, es decir, la tasa de interés real, no varíe hasta que las metas de inflación estén a la vista.

La política fiscal debe respaldar la estrategia monetaria y contribuir al proceso de desinflación. En 2022, las políticas fiscales y monetarias remaban en la misma dirección, ya que se retiraron muchas de las medidas fiscales de emergencia por la pandemia. En 2023, el grado de alineamiento ha disminuido. El caso más preocupante es el de Estados Unidos, donde la orientación fiscal se ha deteriorado sustancialmente. La política fiscal en Estados Unidos no debería ser procíclica, menos aún en esta fase del ciclo de inflación. Más en general, la política fiscal en todos los lugares debería centrarse en recomponer las reservas fiscales que se han visto gravemente mermadas por la pandemia y la crisis energética; para ello, por ejemplo, pueden eliminarse los subsidios a la energía.

También deberíamos volver a centrar nuestra atención en el mediano plazo. En este horizonte el panorama está ensombreciéndose. Las perspectivas de crecimiento a mediano plazo son débiles, en especial para las economías de mercados emergentes

y en desarrollo. Las implicaciones son profundas: una convergencia mucho más lenta hacia los niveles de vida de las economías avanzadas, la reducción del espacio fiscal, el aumento de las vulnerabilidades de la deuda y la exposición a los shocks y la disminución de oportunidades para superar las secuelas de la pandemia y la guerra.

Con un crecimiento menor, tasas de interés más altas y un espacio fiscal reducido, las reformas estructurales son fundamentales. Puede lograrse un crecimiento a largo plazo más elevado mediante una secuenciación prudente de reformas estructurales, en especial, las centradas en la gobernanza, las normativas empresariales y el sector externo. Estas reformas de “primera generación” contribuyen a desbloquear el crecimiento y permiten que las reformas subsiguientes —ya sea de los mercados de crédito o para la transición verde— sean mucho más eficaces.

La cooperación multilateral puede ayudar a velar por que todos los países logren mejores resultados de crecimiento. En primer lugar, los países deberían evitar adoptar políticas que contravengan las normas de la Organización Mundial del Comercio y distorsionen el comercio internacional. En segundo lugar, los países deberían proteger el flujo de minerales críticos necesarios para la transición climática, así como de materias primas agrícolas. Estos “corredores verdes” contribuirían a reducir la volatilidad y acelerar la transición verde.

Por último, todos los países deben procurar limitar la fragmentación geoeconómica que impide los avances conjuntos hacia objetivos comunes y trabajar, en su lugar, hacia el restablecimiento de la confianza en los marcos multilaterales basados en reglas que mejoran la transparencia y la certidumbre de las políticas y que contribuyen a fomentar una prosperidad compartida en todo el mundo. Una prioridad esencial es mantener una red sólida de protección financiera mundial, cuya estructura tenga como eje un FMI dotado adecuadamente de recursos.

Pierre-Olivier Gourinchas
Consejero Económico