

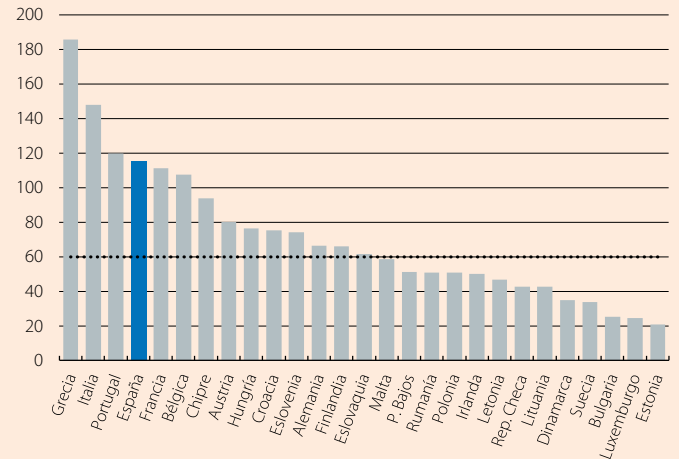
Tiempos de transformación

El punto de partida de la economía internacional de cara a 2023, después de las sorpresas negativas de todo tipo que han ido calando en el escenario, es bien conocido por todos: aumento del riesgo geopolítico, disrupciones en los mercados energéticos, fragilidad macroeconómica, drástica respuesta de los bancos centrales a la amenaza inflacionista e incremento de la inestabilidad financiera. Un panorama poco halagüeño, cuyo origen estriba en el persistente desequilibrio entre oferta y demanda que han ido alimentando los sucesivos *shocks* a los que nos hemos ido enfrentando en los últimos años (COVID, guerra en Ucrania, cuellos de botella, etc.). Y cuyo desenlace está siendo el aumento generalizado de las presiones inflacionistas y la intensa desaceleración del crecimiento que ya se está percibiendo en los indicadores de actividad desde el verano, con la duda de si todo terminará en un retroceso puntual de la actividad (un par de trimestres de crecimiento negativo) o afrontaremos una crisis de mayor calado con afectación al mercado de trabajo (¿estanflación?).

La volatilidad que están presentando en los últimos meses variables clave para las previsiones macroeconómicas (precios de la energía, tipos de interés y tipos de cambio), la dificultad de incorporar en los escenarios las novedades en el ámbito geopolítico y sus efectos en las expectativas y, por último, el problema de calibrar la respuesta de política monetaria y fiscal a los desafíos que van apareciendo día a día, confieren al 2023 una complejidad especial al siempre proceloso ejercicio de previsión económica. Especialmente cuando la sensibilidad de los mercados va aumentando al hilo del endurecimiento de las condiciones financieras globales que se ha producido en los últimos 12 meses (+300 p. b. de media en las economías avanzadas), movimiento liderado por una Reserva Federal que, después de las dudas iniciales, se ha puesto a tirar del pelotón sin mirar atrás.¹

Deuda pública

(% del PIB)

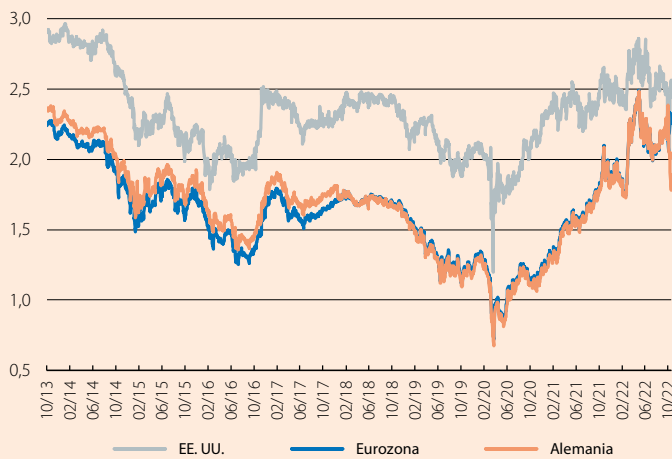


Notas: Previsión de la Comisión Europea para el año 2022 (Spring Forecasts). La línea punteada corresponde al 60% del PIB, límite establecido por los Tratados Europeos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.

Swaps ligados a la inflación, 5Y5Y

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precisamente, la digestión de este cambio de régimen en la política monetaria y, por tanto, la capacidad (flexibilidad) de los bancos centrales de sofocar cualquier episodio de inestabilidad financiera será una de las claves del escenario a medio plazo. Siendo conscientes, tras el aviso a navegantes de la minicrisis británica que se saldó con la dimisión de Liz Truss, de la importancia de que la política fiscal esté alineada con el desafío monetario. Los tiempos están cambiando también para la combinación óptima de política económica que demanda la coyuntura económica. Ignorar la restricción presupuestaria con una política fiscal desordenada alejaría la meta que intentan alcanzar las autoridades monetarias e incrementaría el riesgo de accidentes financieros. En ese caso, la incertidumbre fiscal puede obligar a mayores subidas de tipos de interés, algo equivalente a apretar el freno y el acelerador a la vez, como nos recordaba el FMI en su última reunión semestral.

Por tanto, la coordinación entre Gobiernos y bancos centrales, cuando los objetivos del lado fiscal y monetario son diferentes, se convertirá en los próximos meses en una de las claves que determinará el desempeño del ciclo económico en 2023. No es

1. Para más detalles, véase el artículo «¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023», en este mismo Dossier.

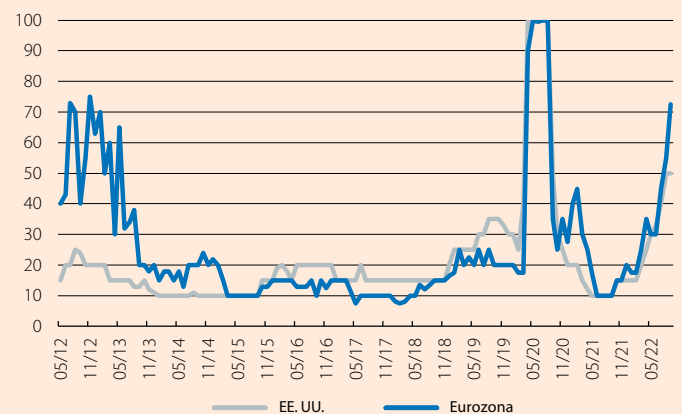
fácil pasar de algo parecido a la dominancia fiscal a un régimen en el que vuelve a ser prioritaria la estabilidad macroeconómica a corto plazo, especialmente con el ruido que pueden introducir los desajustes en los tipos de cambio. En gran medida, ese juego determinará el nivel de llegada en el proceso de subida de los tipos de interés (*terminal rate*) y el tiempo que tardará la inflación en volver a aproximarse a los objetivos.

En este contexto, la economía mundial podría crecer un 2,7% en 2023, con una marcada desaceleración en los ritmos medios de actividad tanto en los países avanzados (1% frente al 2,4% en 2022), como en las economías emergentes (4% frente a 7% en 2022). Con la escasa visibilidad existente en estos momentos es muy complicado intentar extrapolar el perfil del ciclo económico, pero lo lógico es pensar que los próximos seis meses deben ser los de máxima debilidad para Europa, mientras que en el caso de EE. UU. los efectos de las subidas de tipos de interés de la Fed se deberían hacer notar más en primavera, teniendo en cuenta los retardos con los que la política monetaria afecta a la actividad. Este enfriamiento que veremos en la demanda de los países avanzados hasta el verano y la incipiente mejora que se empieza a percibir en las restricciones a la producción podrían propiciar una progresiva normalización de los desequilibrios entre oferta y demanda según vaya avanzando el año. Ello permitiría una moderación de la inflación y una estabilización de las condiciones financieras, y crearía las bases para un retorno a las tasas de crecimiento potencial a partir del otoño de 2023 que, probablemente, serán inferiores a las que existían antes de la pandemia. La duda es el coste que se deberá pagar a corto plazo en términos de actividad y empleo para embridar el problema de la inflación y, por tanto, el ajuste a la baja del PIB en los próximos dos trimestres. Esa ratio de sacrificio vendrá determinada por: la posibilidad de estabilizar los mercados de materias primas energéticas, la credibilidad de los bancos centrales y la evolución de los efectos de segunda ronda y, por tanto, la capacidad de repartir de forma equitativa a través de pactos de rentas los efectos del deterioro de la relación real de intercambio que se está produciendo en un gran número de países.

Por tanto, la economía mundial deberá seguir afrontando importantes desafíos en 2023, teniendo en cuenta las dinámicas disruptivas que siguen presentes en el escenario. Con la incógnita del desempeño de la economía china y de la evolución del conflicto en Ucrania, las claves serán minimizar los daños en el mercado de trabajo del endurecimiento monetario y mantener aislado del ruido al canal financiero. Será un año de transición en el que se deben sedimentar las condiciones para el retorno a una cierta normalidad a partir de 2024, aunque pueden aparecer obstáculos por el camino y, por tanto, la política económica deberá ser flexible y emplear la cirugía para optimizar unos grados de libertad cada vez más reducidos. En definitiva, seguiremos sumidos en esa fase en la que lo viejo no termina de morir y lo nuevo no acaba de nacer. Como ponen de manifiesto grandes debates abiertos como: la idoneidad de las estrategias y objetivos actuales de inflación, el papel que jugará China en la próxima década, los límites al endeudamiento en la economía mundial o el futuro de la globalización.

José Ramón Díez

Probabilidad de recesión del consenso de Bloomberg (%)



Notas: Mediana entre los analistas que participan en el consenso de Bloomberg. Probabilidad de recesión en los próximos 12 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.