

La batalla mundial contra la inflación casi está ganada; ahora se necesita un triple giro en las políticas

La batalla mundial contra la inflación está prácticamente ganada, a pesar de que en algunos países persisten presiones sobre los precios. Tras alcanzar un máximo del 9,4% interanual en el tercer trimestre de 2022, ahora se proyecta que la tasa de inflación general se sitúe en el 3,5% para finales de 2025, por debajo del promedio del 3,6% del período comprendido entre 2000 y 2019.

Además, pese al endurecimiento acusado y sincronizado de la política monetaria en todo el mundo, la economía mundial ha seguido dando muestras de una resiliencia poco habitual durante el proceso de desinflación, lo que ha permitido evitar una recesión global. Se prevé que el crecimiento se mantenga estable en una tasa del 3,2%, a pesar de que en algunas economías, especialmente en países en desarrollo de ingreso bajo, se han producido considerables revisiones a la baja del crecimiento, a menudo como consecuencia de una intensificación de los conflictos.

Aunque el retroceso mundial de la inflación es un hito importante, los riesgos de deterioro están aumentando y ahora dominan las perspectivas: una escalada de los conflictos regionales, la prolongación excesiva de la orientación restrictiva de la política monetaria, una posible reaparición de la volatilidad en los mercados financieros que tenga efectos adversos en los mercados de deuda soberana (véase la edición de octubre de 2024 del *Informe sobre la estabilidad financiera mundial*), una desaceleración más pronunciada del crecimiento en China y el continuo aumento de las políticas proteccionistas.

¿A qué se debe el descenso de la inflación? Como sostiene el capítulo 2 de este informe, la escalada y el posterior retroceso de la inflación mundial son consecuencia de una combinación excepcional de shocks: las amplias perturbaciones

de la oferta junto con fuertes presiones de demanda que se produjeron a raíz de la pandemia, seguidas por las acusadas subidas de los precios de las materias primas que causó la guerra de Ucrania. Estos shocks dieron lugar a un desplazamiento hacia arriba y un aumento de la pendiente de la relación entre la actividad y la inflación, la curva de Phillips. Cuando las perturbaciones de la oferta cedieron y el endurecimiento de la política monetaria empezó a frenar la demanda, la normalización de la situación en los mercados de trabajo permitió un rápido descenso de la inflación sin una ralentización significativa de la actividad. Es obvio que buena parte de la desinflación puede atribuirse a la propia corrección de los shocks y, en menor medida, a la mejora de la oferta de mano de obra, con frecuencia vinculada a la inmigración. Pero la política monetaria también fue una pieza clave, ya que contribuyó a mantener ancladas las expectativas de inflación, lo que permitió evitar espirales de precios y salarios perjudiciales y que se repitiera la desastrosa experiencia inflacionaria de la década de 1970.

El retorno de la inflación a niveles próximos a las metas de los bancos centrales allana el camino para un triple giro muy necesario en las políticas económicas.

El primer giro, el de la política monetaria, ya ha comenzado. Desde junio, los principales bancos centrales de economías avanzadas han empezado a bajar sus tasas de interés de política monetaria, adoptando una orientación más neutral en su política. Esto respaldará la actividad en un momento en el que los mercados de trabajo de muchas economías avanzadas muestran indicios de debilidad, con un ascenso de las tasas de desempleo. También ayudará a conjurar los riesgos de deterioro.

El cambio en las condiciones monetarias mundiales está aliviando la presión sobre las economías de mercados emergentes, cuyas monedas se están revalorizando frente al dólar estadounidense y donde las condiciones financieras están mejorando.

Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias importadas y permitirá que estos países recorran más fácilmente sus propias sendas de desinflación.

No obstante, sigue siendo muy importante estar vigilantes. La inflación en los servicios se mantiene en niveles excesivamente elevados, que casi duplican los observados antes de la pandemia. Algunas economías de mercados emergentes afrontan un resurgimiento de las presiones inflacionarias, en ocasiones como consecuencia de los elevados precios de los alimentos. Además, ahora hemos entrado en un mundo dominado por las perturbaciones de la oferta, causadas por cuestiones climáticas, de salud y geopolíticas. A la política monetaria siempre le resulta más difícil mantener la estabilidad de precios cuando debe hacer frente a este tipo de shocks, que incrementan los precios y reducen el producto de manera simultánea. Por último, aunque las expectativas de inflación han permanecido bien ancladas en esta ocasión, es posible que la próxima vez esto sea más difícil, ya que los trabajadores y las empresas estarán más vigilantes para proteger su nivel de vida y las ganancias.

El segundo giro es el que afecta a la política fiscal. El espacio fiscal también es un pilar fundamental de la estabilidad financiera. Tras años de una política fiscal expansiva, ha llegado el momento de estabilizar la dinámica de la deuda y recomponer unas reservas fiscales sumamente necesarias. Aunque el descenso de las tasas de interés de política monetaria proporciona cierto alivio fiscal al reducir los costos de financiamiento, no será suficiente, sobre todo porque las tasas de interés reales a largo plazo están muy por encima de los niveles pre-pandémicos. En muchos países, se han de mejorar los saldos fiscales primarios, es decir, la diferencia entre el ingreso fiscal y el gasto público, neto del servicio de la deuda. En algunos, como Estados Unidos y China, la dinámica de la deuda no se estabilizaría con los actuales planes fiscales (véase la edición de octubre de 2024 del informe Monitor Fiscal). En muchos otros, pese a que los planes fiscales elaborados tras la pandemia y las crisis del costo de la vida parecían prometedores, cada vez hay más indicios de desviación. No hay mucho margen de maniobra: retrasar injustificadamente los ajustes incrementa el riesgo de ajustes desordenados impuestos por el mercado, mientras que un giro excesivamente abrupto hacia la consolidación fiscal sería contraproducente y dañaría la actividad económica.

Para tener éxito, se ha de mantener el rumbo poniendo en práctica sin demora ajustes plurianuales graduales y creíbles allí donde la consolidación sea necesaria. Cuanto más creíble y disciplinada sea la consolidación fiscal, más apoyo podrá proporcionar la política monetaria. Sin embargo, hasta la fecha no ha habido ni la voluntad ni la capacidad necesarias para ejecutar ajustes disciplinados y creíbles.

El tercer giro —el más complicado— es el de las reformas estructurales. Es preciso redoblar los esfuerzos para mejorar las perspectivas de crecimiento y elevar la productividad, ya que solo así podremos dar respuesta a los múltiples retos a los que nos enfrentamos: la recomposición de las reservas fiscales, el envejecimiento y la reducción de la población en muchas partes del mundo, la juventud y el crecimiento de la población africana en busca de oportunidades, la transición climática, el aumento de la resiliencia y la mejora de la vida de quienes son más vulnerables, tanto dentro de los países como a escala internacional. Por desgracia, las perspectivas de crecimiento mundial a mediano plazo (3,1%) siguen siendo poco prometedoras. Pese a que, en buena medida, esto es reflejo de la mayor debilidad de las previsiones para China, las perspectivas a mediano plazo de otras regiones, como América Latina y la Unión Europea, también han empeorado. El informe Draghi publicado recientemente ofrece un análisis realista del deterioro de las perspectivas de crecimiento de la UE y de los desafíos asociados.

Ante el aumento de la competitividad externa y las debilidades estructurales de las manufacturas y de la productividad, muchos países están poniendo en práctica medidas de política industrial y comercial destinadas a proteger a sus trabajadores y sus sectores productivos. Aunque en ocasiones estas medidas pueden estimular la inversión y la actividad a corto plazo —especialmente cuando se basan en subsidios financiados mediante deuda—, con frecuencia dan lugar a represalias, tienen escasas probabilidades de propiciar mejoras sostenidas del nivel de vida en el país o fuera, y deberían rechazarse de plano cuando no hayan sido cuidadosamente concebidas para corregir fallos del mercado bien identificados o para dar respuesta a problemas de seguridad nacional. El crecimiento económico debe lograrse mediante reformas internas ambiciosas que impulsen la tecnología y la innovación, mejoren la competencia

y la asignación de los recursos, profundicen en la integración económica y estimulen la inversión productiva privada.

Sin embargo, aunque las reformas estructurales son más urgentes que nunca, con frecuencia se enfrentan a una significativa resistencia social. El capítulo 3 del informe explora los factores que determinan la aceptabilidad social de las reformas, que es uno de los requisitos previos para que puedan tener éxito. El mensaje del capítulo es claro: la mejora de la comunicación no basta. Lo que es esencial es fomentar la confianza entre los gobiernos y los ciudadanos —un proceso bidireccional a lo largo del diseño de

las políticas— e incluir medidas de compensación adecuadas para mitigar el impacto distributivo. Esta es una importante lección que también deberíamos tener en cuenta cuando tratemos de encontrar formas de seguir mejorando la cooperación internacional e intensificar nuestros esfuerzos multilaterales para dar respuesta a los desafíos comunes, ahora que celebramos el 80.º aniversario de las instituciones de Bretton Woods.

Pierre-Olivier Gourinchas
Consejero Económico