

## ASÍ SERÁ LA ECONOMÍA MUNDIAL EN 2023



La pregunta clave para el año que viene es si los bancos centrales van a ser capaces de doblegar la subida de los precios y hacerlo sin causar un profundo daño a las economías, en un entorno de máxima volatilidad económica y tensión geopolítica

## **ALICIA GONZÁLEZ**

Los registros de las últimas décadas dan cuenta de que el consenso de los economistas, a diferencia de los mercados, no ha anticipado ninguna de las recesiones que se han producido desde los años setenta. Ahora, ese mismo consenso apunta que la combinación de inflación, subidas de tipos de interés, debilidad de la economía china e incertidumbre geopolítica tiene grandes probabilidades (de más del 60%) de acabar desembocando en una recesión. Y precisamente por eso hay quien dice que si los economistas prevén una recesión, lo más probable es que no suceda.

2022 estaba llamado a ser el año de la plena recuperación tras la pandemia, del fin de las restricciones y la vuelta a la normalidad. Y ha acabado convirtiéndose en el año de la guerra, de la inflación, de las crisis de precios de la energía y las materias primas, de las sequías y las inundaciones. También ha sido el año del cambio de paradigma en los bancos centrales, sumidos en la dura tarea de luchar contra la inflación a cualquier precio, del adiós a los tipos de interés cercanos a cero, del fin de la energía barata y de la globalización tal y como la conocíamos.

Yves Bonzon, director de inversiones del banco privado suizo Julius Baer, reconoce en su último análisis que no es fácil hacer conjeturas en estas circunstancias. “2022 ha sido un año sombrío para las previsiones económicas y 2023 no será más fácil de leer”, sostiene. Con la cantidad de cisnes negros y rinocerontes grises que se han materializado en los últimos años, el ejercicio de hacer previsiones se complica aún más. Pero básicamente la pregunta clave para 2023 es si los bancos centrales van a ser capaces de reducir la inflación no hasta su meta del 2% sino a niveles aceptables sin producir con ello una recesión o, al menos, sin que esta sea muy profunda. Y pese a que las diferencias regionales son notables, los riesgos son muy elevados.

Después de insistir durante meses en que la inflación era primero temporal y después transitoria, los bancos centrales se dieron de bruces con unos niveles de precios que no habían visto desde los años ochenta y que los llevó reaccionar con la subida de los tipos de interés más agresiva en estas cuatro décadas. El precio del dinero ha pasado del 0,25% en marzo en EE UU al 4,5%; en el caso europeo, el Banco Central Europeo (BCE) ha subido los tipos del 0% al 2,5% entre julio y diciembre. A uno y otro lado del Atlántico la consigna es que las subidas de tipos seguirán hasta que la inflación se aproxime al objetivo del 2%. Lo que trasladan es que intentan recuperar el terreno perdido en términos de credibilidad por sus errores de cálculo.

Aunque en los últimos meses la inflación ha empezado a moderarse en Estados Unidos y en algunos países de la zona euro, como España, todavía se mantiene en los dos dígitos en economías como Alemania, el Reino Unido o Italia. Un buen número de economías en Latinoamérica, así como en Europa del Este y central empezaron a subir tipos para hacer frente a las presiones inflacionistas mucho antes que sus pares de las economías desarrolladas. Ninguno de esos países ha conseguido doblegar la inflación, sin embargo su actividad en términos generales se ha comportado mejor de lo previsto.

Los economistas prevén que las tasas se irán moderando en los próximos trimestres, a medida que las perturbaciones de este año en los precios de la energía y los alimentos empiecen a desaparecer de las comparaciones anuales. Pero tampoco pueden descartarse nuevas tensiones en el ámbito energético, dado que “el mercado global del gas está tan tensionado que sería incapaz de acomodar casi cualquier aumento de la demanda europea el año que viene, suponiendo que se materialice la prevista recuperación de la demanda asiática”, explica Edoardo Campanella, economista de Unicredit. Sin final a la vista en la guerra en Ucrania, en los próximos meses se estará jugando también qué sucederá con los precios de la energía el próximo invierno.

Además, igual que los efectos de la política monetaria tardan entre 6 y 18 meses en dejarse sentir en la economía, también los estímulos fiscales tienen efectos rezagados. Y paquetes de ayuda como el impulsado por Alemania, de 200.000 millones de euros, o el grueso de los fondos europeos de Next Generation todavía deben aterrizar en la economía. La situación es similar en Estados Unidos, donde después de los cheques de estímulo a los hogares estadounidenses y las ayudas al desempleo, el ahorro de los ciudadanos ha pasado de rondar el billón de dólares antes de la pandemia a 4,7 billones en el segundo trimestre de este año, según datos de Bloomberg.

### **Subidas salariales**

Hay otros factores que van a contribuir a mantener la inflación en niveles elevados —incluida la tasa subyacente— durante bastante tiempo, como apunta Stefan Hofrichter, responsable de economía y estrategia de Allianz: las subidas salariales previstas en países clave; la fragmentación de la economía global, que encarece las cadenas de suministro y reduce la oferta en productos decisivos como los semiconductores, y la lucha contra el cambio climático, que provoca que los precios de la energía se disparen durante la transición hacia un modelo más sostenible y eficiente. En este escenario, la perspectiva de que los bancos centrales sigan endureciendo la política monetaria a lo largo de 2023 es más que plausible.

“La Gran Moderación, 40 años de actividad e inflación prácticamente estables, ha terminado”, sentencian los economistas de BlackRock Investment Institute. En este nuevo régimen, continúan, los bancos

centrales ya no acudirán al rescate de la actividad como han hecho en el pasado y esto hace que la recesión —rematan— sea casi anunciada. Lo cierto es que si la historia sirve como referente, en estos tiempos de teletrabajo y economía digital de efectos no del todo cuantificados, en el pasado los bancos centrales no han sido capaces de reducir unos niveles de inflación de dos dígitos sin provocar una recesión. Puede que esta vez sea diferente, pero conviene estar prevenidos para lo contrario. Algunos datos anticipan un frenazo de la actividad, como el índice de gestores de compras, que lleva varios meses instalado por debajo del nivel 50, compatible con una contracción de la actividad. O las bajadas de la producción industrial, que anticipan una caída del PIB en la zona euro y una notable desaceleración en EE UU. En el lado positivo del análisis cabe incluir la reciente decisión de China de poner fin a la política de covid cero, lo que ha sido recibido con alborozo por los mercados. Pero conviene no olvidar que el cambio hacia una convivencia con el coronavirus será más difícil de lo que algunos creen y que, a la luz de la experiencia, cabe esperar nuevas olas de contagios en China, que provoquen interrupciones a corto plazo en la actividad mundial.

Hasta ahora, la solidez del mercado laboral ha protegido a la economía global de un posible aterrizaje brusco, esa resistencia que ha sorprendido a muchos expertos que auguraban una recesión en las principales economías ya en este 2022. Pero el aumento de los costes de financiación por la subida de tipos y la caída de la renta disponible suponen un lastre evidente a la actividad. Si a ello se le suma el freno al crecimiento de los beneficios empresariales y la consiguiente desaceleración de la inversión, todo apunta que acabarán por desencadenar una recesión. “Cuando tu análisis macroeconómico y tus propios indicadores dicen lo mismo, conviene no ignorarlos”, explica Neil Shering, economista jefe global de Capital Economics. “El consuelo es que la recesión no debería ser muy profunda: no estamos ante una pandemia o una crisis financiera, como ha sucedido con las últimas recesiones de 2020 y 2008”, subraya. A una recesión suave, le seguirá una recuperación débil, asegura el economista jefe de Unicredit Daniel Vernazza, y la estanflación es una clara amenaza una vez que las principales economías superen el terreno negativo.

## **IN ENGLISH**

**What's in store for the global economy in 2023?**

Según los cálculos de Fitch, en el caso de EE UU y de la zona euro cada punto porcentual de subida de los tipos de interés reduce el PIB en medio punto. El BCE ya subido 2,5 puntos porcentuales los tipos y la Reserva Federal, 4,25 puntos. La agencia de calificación asegura que el mercado inmobiliario ya está sufriendo las consecuencias del encarecimiento de la financiación, con una caída de la inversión residencial del 8%. Aunque las previsiones varían de una casa de análisis a otra, el consenso apunta que la recesión en Estados Unidos puede rondar el -0,5%, mientras que en la

eurozona y el Reino Unido la recesión será más profunda (entre -1,5% y -2%) debido al mayor impacto de la crisis energética y a los lazos comerciales con Rusia. España, según casi todos los pronósticos, evitaría la entrada en recesión técnica, aunque su ritmo de crecimiento también se deterioraría. Esta semana, el Banco de España fijaba el crecimiento en el 1,3% para 2023.

En el caso de China, la segunda economía del mundo, la recesión queda descartada pero los expertos calculan que su economía se situará en 2023 en los niveles de mediados de 2021, tras casi dos años de crecimiento perdido por la gestión de la pandemia. Las previsiones apuntan a una primera mitad del año de crecimiento lento mientras que Pekín se adapta al fin de la política de covid cero, que los expertos no creen que entre plenamente en vigor hasta abril, seguida de un notable rebote en la segunda mitad del año. Con todo, los expertos de Goldman Sachs aprecian cambios notables en la economía china, que afectan a sus bases de crecimiento. Por un lado, las últimas restricciones estadounidenses a las exportaciones de semiconductores avanzados, así como de los equipos capaces de producirlos, reducirán un cuarto de punto el PIB de China en 2023 y 1,7 puntos porcentuales del PIB chino para 2026. Por otro, calculan que buena parte de la desaceleración del crecimiento chino en los últimos años corresponde a una reducción de su crecimiento potencial hasta el 4,2%. “Creemos que el crecimiento potencial se ralentizará hasta el 3% en la próxima década, como consecuencia tanto de su debilidad demográfica y de su productividad, así como la larga caída del mercado inmobiliario”, asegura el banco de inversión estadounidense en uno de sus informes. De ahí que cada vez más expertos prevean que Pekín no logrará superar a Estados Unidos como primera potencia económica mundial, si eso finalmente sucede, antes de 2060, lo que supondría 30 años después de lo previsto hasta hace poco.

### **Pronósticos pesimistas**

Con estos mimbres, los expertos han rebajado sus previsiones de crecimiento y el consenso apunta que el PIB global rondará el 2,2% en 2023. Según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), si se ajustan los efectos de base, el PIB global apenas crecerá un 1,2% el próximo año, niveles no vistos desde la Gran Recesión, con la excepción de la pandemia de 2020, y compatible con lo que los economistas consideran una recesión de facto a nivel global.

Ahora que el dinero ha dejado de ser gratis, el riesgo vuelve a tener un precio. La crisis desatada en el Reino Unido con el castigo de los mercados a los planes fiscales de la entonces primera ministra Liz Truss demostró dos cosas: la dura realidad del Brexit y que habrá tolerancia cero para aquellos planes fiscales insostenibles. Para 2023, los expertos ponen en el punto de mira del riesgo soberano a Italia, con una deuda pública que ronda el 150%, y a Brasil, que cambiará de Gobierno el 1 de enero. Pero como la

experiencia demuestra, una vez que se produce un episodio de tensión en los mercados, la posibilidad de contagio se dispara. Y esa amenaza volverá, toda vez que algunos bancos centrales, como la Reserva Federal, han iniciado el proceso de reducción en el tamaño del balance y que el BCE ha anunciado que a partir de marzo dejará de comprar deuda de los Estados, que volverán a estar sometidos a la dictadura de los mercados. Con más deuda pública y mayores costes de financiación, los planes de ajuste fiscal volverán a estar sobre la mesa y los inversores seguirán con atención las primas de riesgo.

“Bienvenidos a la recesión Godot”, señalaba en una nota Ray Farris, de Credit Suisse, parafraseando la famosa obra de Samuel Beckett. El pesimismo tiene un punto seductor y, dada la experiencia de 2022, es fácil dejarse llevar por los malos augurios de cara a 2023. Aunque lo único que se puede dar por seguro a estas alturas es que cualquier escenario estará dominado por la incertidumbre y que hasta la recesión que hoy parece inevitable puede acabar, como Godot, por no llegar.

‘Cisnes negros’ y ‘rinocerontes grises’

Después de lo vivido en los últimos años, “no hay límites a lo que uno pueda imaginar que sucederá en 2023”, confiesa Erik Nielsen, asesor económico del grupo Unicredit. Lo cierto es que la pandemia, la guerra en Ucrania, o la erupción del volcán de La Palma en el caso español, han devuelto a la actualidad la teoría de los cisnes negros que describió el filósofo e investigador libanés Nassim Taleb en 2007. Son sucesos inesperados, de gran impacto socioeconómico que se explican a toro pasado como si hubiera sido posible anticiparlos a la luz de los datos. Aunque son más quienes consideran que lo acontecido en estos años son rinocerontes grises, riesgos de alta probabilidad y gran impacto (como los ambientales, tecnológicos o sanitarios) que, a pesar de ser reconocidos y evaluados, resultan ignorados hasta que es demasiado tarde, y explotan. Una idea que expuso la autora estadounidense Michele Wucker en la cumbre de Davos de 2013.

Las previsiones de Nielsen encajan más entre los rinocerontes grises, que divide entre la política y la economía y a los que adjudica una probabilidad no menor al 20%. Entre las políticas, Nielsen expresa su preocupación por la situación estadounidense y teme que, con la Cámara de Representantes bajo control de un Partido Republicano echado en brazos del populismo, pueda acabar provocando una crisis del techo de deuda “que deje la volatilidad provocada por los planes fiscales de Liz Truss en el Reino Unido en un juego de niños”, apunta. También advierte del cambio de alianzas que se está produciendo en Oriente Próximo, con China como nuevo actor regional de la mano de Arabia Saudí, como se ha podido comprobar en el reciente viaje de Xi Jinping a Riad. En el lado económico, el que ha sido durante años economista jefe de la entidad italiana apunta la posible amenaza de una recaída en la recesión en la segunda mitad de 2023, si las

tensiones inflacionistas persisten, el poder adquisitivo de los hogares se deteriora y el impacto de la política monetaria. “Si fuera así, los bancos centrales tendrían que revertir la senda de la política monetaria”, subraya. Aunque también ve similares posibilidades de lo contrario, un repunte de la actividad notable que obligue a las autoridades monetarias a seguir subiendo los tipos hasta niveles del 6%-7%, en el caso de la Reserva Federal, y del 4%-5%, para el Banco Central Europeo. No se puede descartar tampoco, a su juicio, un nuevo shock de oferta en el ámbito energético ni que los problemas del sector inmobiliario chino rebasen sus fronteras

Más provocadoras son las “escandalosas” previsiones que cada año elabora el banco danés Saxo Bank de la mano de Steen Jakobsen, su director de inversiones, que sin embargo tienen en su haber su anticipo del Brexit en 2016, el desplome de la Bolsa en 2008 o el auge del bitcoin en 2017. Entre las predicciones de Saxo Bank para 2023 está la dimisión de Emmanuel Macron como presidente de Francia y la llegada de Marine Le Pen al Eliseo, una victoria de los laboristas en el Reino Unido y un nuevo referéndum para dar marcha atrás al Brexit, la escalada del oro hasta los 3.000 dólares por onza, la puesta en marcha de controles de precios sobre productos básicos o la salida del FMI de los países de la OPEP, China e India. ¿La recapitulación? Dentro de 12 meses.

#### **La nueva geopolítica del comercio mundial**

La Organización Mundial del Comercio (OMC) y la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (Unctad) anticipan que la fortaleza mostrada por el comercio mundial este año se frenará notablemente en 2023. El deterioro de las perspectivas de crecimiento, el elevado precio de los bienes intercambiados y el impacto de la subida de los tipos de interés sobre la deuda (pública y privada) van a pesar negativamente sobre el volumen de los intercambios de bienes y servicios, aunque haya algunos factores positivos como la mejora de la logística comercial o algunos acuerdos regionales. Alrededor de un 1% se espera que crezca el comercio el año que viene, tras el 3,5% previsto para este año.

Con todo, los cambios más importantes están relacionados con la guerra en Ucrania. La decisión de las potencias occidentales de reducir progresivamente su elevada dependencia del gas ruso ha llevado a Rusia a ampliar su cartera de clientes, a los que ofrece sus productos con un sustancial descuento. Como consecuencia, la India lidera los países que más han aumentado sus importaciones de Rusia, con incrementos mensuales superiores al 100% desde febrero, según datos de S&P Global. Por su parte, en los nueve primeros meses del año Gazprom aumentó el suministro a China a través del gasoducto Poder de Siberia un 61%, según Interfax. Para 2023, S&P calcula que China será el destino de más del 25%

de las exportaciones de Rusia, desde el 12% en 2018. Le seguirán Turquía, Bielorrusia, Kazajistán y Corea del Sur.

Los expertos advierten que las cadenas de suministro se están adaptando con rapidez a las interrupciones del suministro energético y de otras materias primas, y advierten de que, si el conflicto en Ucrania se prolonga, los cambios pueden volverse permanentes. Es la teoría de Ivan Krastev, politólogo y presidente del Centro de Estrategias Liberales de Sofía, que sostiene que son las potencias medianas las que están rediseñando la geopolítica.

¿Es válido el 2% como objetivo del IPC?

No es la primera vez que economistas de reconocido prestigio defienden la necesidad de revisar al alza el actual objetivo de inflación del 2% aceptado por los principales bancos centrales como herramienta de su política monetaria. La meta del 2% fue una herramienta desarrollada por el banco central de Nueva Zelanda a finales de los años ochenta y desde entonces muchas cosas han sucedido en la economía, tan profundas como cambios en los elementos que la componen.

Ahora es Olivier Blanchard, senior fellow en el Instituto Peterson de Economía Internacional de Washington, quien lidera las voces que piden revisar al alza la meta de inflación. Su argumento, que ya defendió en 2010 cuando la principal amenaza de los precios era la contraria, la deflación, es que un objetivo más alto de precios implica unos tipos de interés nominales también más altos y ofrece mayor margen a la política monetaria para bajar los tipos en caso de que la economía lo demande, al tiempo que reduce los riesgos de liquidez asociados al límite inferior de cero.

Con la inflación de vuelta, y parece que para quedarse por bastante tiempo, una meta más elevada de inflación evitaría que los bancos centrales tuvieran que subir los tipos de interés hasta niveles que estrangulen la actividad. Y, como apuntan James Ashley y Simona Gambarini, de Goldman Sachs, permitiría mejorar la dinámica de la deuda pública, en momentos de niveles récord de endeudamiento, al reducir de facto parte del stock de deuda.

En su momento, Blanchard, como antes Kenneth Rogoff, profesor de Economía y Política Pública en Harvard, proponía elevar la meta de inflación al 4%. Ahora considera que cuando los precios en Estados Unidos se sitúen en el 3% —la meta realista que propone también Goldman Sachs— se abrirá un debate sobre si merece la pena el coste de reducir la inflación al 2%. Con el temor de los bancos centrales a poner en riesgo su credibilidad, no parece fácil que esos cambios se produzcan en 2023.