

TEMA DE ANÁLISIS / N°7

**WORLD ECONOMIC
OUTLOOK DE OCTUBRE:
LAS PROYECCIONES DEL
FMI**



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros

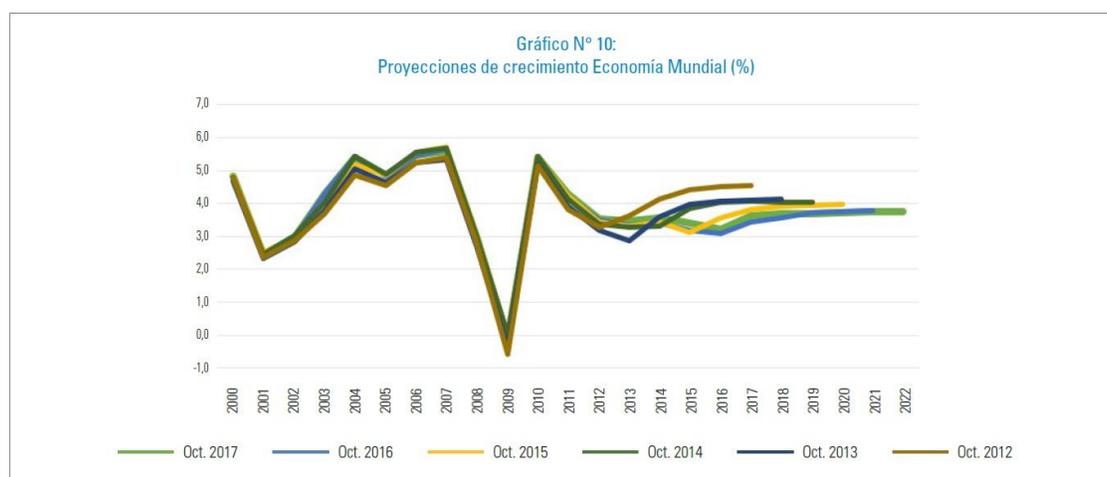
NOVIEMBRE | 2017

Introducción

Dos veces al año, en abril y octubre, el Fondo Monetario Internacional da a conocer un completo documento sobre proyecciones, riesgos y desafíos de la economía mundial, el cual, además de contener el escenario estimado de corto plazo, nos entrega proyecciones de mediano plazo para todos los países del mundo. La calidad del staff que realiza este trabajo es destacada, por lo que la revisión del World Economic Outlook (WEO) es un ejercicio obligado a la hora de realizar un análisis macroeconómico mundial. El objetivo del siguiente artículo es realizar un análisis breve de este informe, haciendo especial énfasis en algunos tópicos a los que el FMI dedica un capítulo especial.

I- El escenario global proyectado

El WEO de octubre se puede resumir en la visión de una economía mundial con un escenario positivo en el corto plazo, pero que presenta además desafíos y riesgos de mediano plazo. No hay duda de que la situación actual de la economía es positiva, y de hecho las proyecciones de crecimiento de corto plazo mejoran respecto a las que se hicieron hace un año atrás. La estimación de crecimiento mundial para 2017 y 2018 sube de 3,5% y 3,6% en octubre de 2016 a 3,6% y 3,7%, respectivamente. Si bien el alza puede parecer modesta, marca un cambio de tendencia evidente respecto a los WEO anteriores, en que año a año veíamos como las proyecciones sólo se movían a la baja, como puede apreciarse en el Gráfico N°10.



Fuente: WEO octubre de cada año.

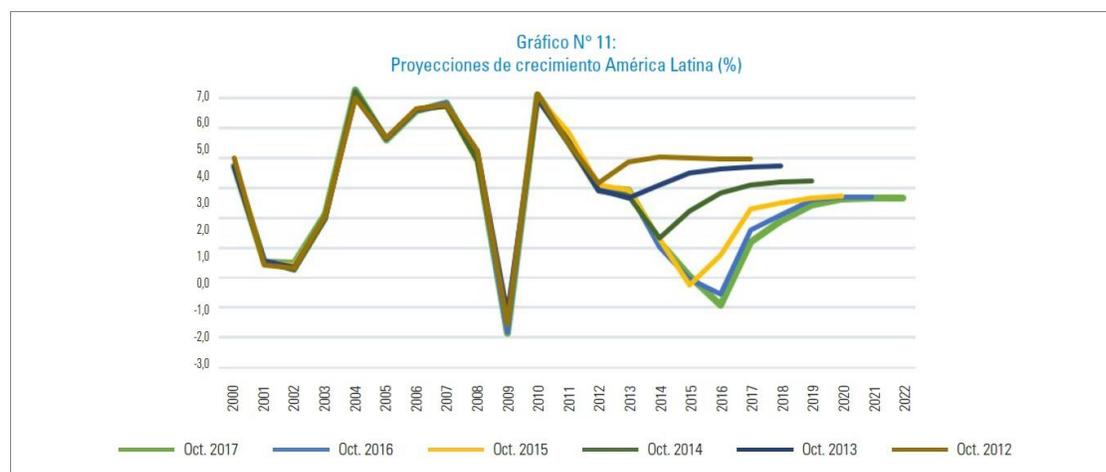
Puede verse que desde 2012 en adelante las proyecciones de crecimiento de corto y mediano plazo registraron bajas consecutivas todos los años, y recién las últimas muestran un leve repunte de corto plazo, aunque se mantienen las estimaciones para el período 2019–2022 en un crecimiento mundial en torno a 3,7%. Este resultado es inferior al promedio de 4,2% registrado en la década anterior a la crisis de 2008. El Gráfico N°10 muestra que hace cinco

años atrás el FMI esperaba que la economía volvería a crecer a un ritmo anual superior a 4%, pero actualmente ese escenario no parece factible.

A pesar de esta mejoría de corto plazo, el FMI habla en forma reiterada de los riesgos presentes en la coyuntura actual, lo cual en parte puede estar motivado porque en el WEO de abril de 2007 no advirtió para nada el escenario de riesgo que se estaba incubando. Una frase de ese informe ilustra que la visión del FMI en ese entonces era claramente auspiciosa sobre el futuro: *“Las perspectivas económicas globales favorables, en particular el fuerte impulso en la zona euro y en los mercados emergentes liderados por China e India, siguen sirviendo como una sólida base para la estabilidad financiera global”* (WEO de abril 2007).

El informe actual del FMI puede bien resumirse en la frase de Tobias Adrian, supervisor de estabilidad fiscal del organismo: *“Pese a que las aguas parecen tranquilas, se están creando vulnerabilidades bajo la superficie, y si se dejan sin atención, podrían descarrilar la recuperación global. Los buenos tiempos están cultivando ‘complacencia’, que está generando excesos financieros”*. Esta vez se alerta en forma bastante clara sobre los riesgos presentes, alerta que por lo demás parece razonable, si se toman en consideración los riesgos y desafíos de la economía mundial actualmente.

Lo primero que genera una señal de alerta es que esta recuperación de corto plazo no es generalizada, y se da principalmente en los países desarrollados y China, lo que representa a tres cuartas partes del PIB mundial. El 25% restante, que agrupa a países de ingresos medios y bajos, no evidencia aún una mejoría, con perspectivas de crecimiento por debajo del promedio mundial. Esto significa además una ampliación de la brecha entre países ricos y pobres. Si comparamos las estimaciones para América Latina en relación a informes WEO anteriores, veremos que la tendencia continúa siendo a la baja. En el Gráfico N°11 se puede ver también que las estimaciones de mediano plazo han tenido un fuerte ajuste a la baja en los últimos años, lo que da cuenta de un problema más estructural en la región. Se puede ver que las estimaciones de crecimiento de mediano plazo siguen estando por debajo del crecimiento esperado para el mundo, contrario a lo que se observó en la década anterior a la crisis. Esto apunta a que el crecimiento de ese período estuvo excesivamente basado en una mejoría larga, pero transitoria al fin, de los precios de las materias primas. Este contexto positivo no fue aprovechado para lograr aumentos de productividad más permanentes, lo que seguramente se explica por factores institucionales.



Fuente: WEO octubre 2017.

El mensaje central de política que hace el FMI respecto a la situación de mejoría actual es que se está abriendo una ventana de oportunidades para resolver problemas estructurales, y que esta ventana no será permanente, por lo que es importante una mayor proactividad para enfrentar los problemas.

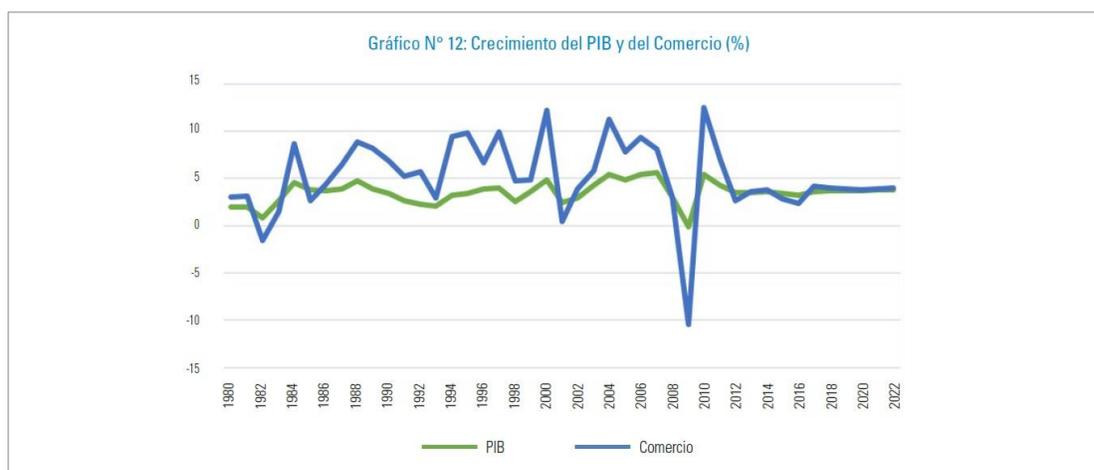
II- Riesgos y recomendaciones de política

Uno de los factores de preocupación es que los países más pobres, mayormente afectados por el cambio climático, siguen rezagados en el proceso de recuperación, lo que, como dijimos, amplía la brecha de ingreso con los países ricos. Otro factor de riesgo al que el FMI dedica un capítulo aparte, es el bajo crecimiento de los salarios reales, a pesar de que las tasas de desempleo se han reducido a los niveles previos a la crisis de 2008. Este bajo crecimiento de salarios es visto por el organismo como uno de los factores que alimenta los sentimientos antiglobalización y, por ende, es considerado un factor de riesgo importante a tener en consideración. En el punto siguiente señalaremos las causas que, de acuerdo al FMI, explican este comportamiento de los salarios reales. Un tercer factor de riesgo es que los déficits fiscales siguen siendo muy elevados, y es necesario ir reduciendo paulatinamente esas brechas. El organismo también señala, como elemento de riesgo, el que se diera una reversión de las favorables condiciones financieras actuales, que han generado fuertes apreciaciones en precios de activos, que podrían ser insostenibles en un contexto de reversión del impulso monetario que sigue vigente en el mundo desarrollado. También es un elemento de preocupación la posibilidad de un trastorno financiero en China, producto de que los niveles de endeudamiento público y privado de esa economía han continuado al alza. Volveremos más adelante sobre algunos aspectos de interés acerca de la situación china en particular.

Como elementos más permanentes de riesgo, el WEO señala la persistencia de bajas tasas de inflación en los países desarrollados, el riesgo de políticas proteccionistas, el que en algún grado ya se ha hecho efectivo, los problemas geopolíticos, que se han tendido a acrecentar durante el año en curso como consecuencia de un gobierno bastante impredecible en

Washington, la mantención de una tendencia al deterioro en la distribución del ingreso, y el fuerte cambio demográfico que enfrenta la población mundial.

Respecto al riesgo de políticas proteccionistas, un elemento evidente al respecto es el menor crecimiento que experimenta el comercio a nivel mundial, el cual fue, sin duda, el principal factor dinamizador de la economía mundial durante las dos décadas anteriores a la Gran Recesión de 2008. El Gráfico N°12 muestra las tasas de crecimiento del comercio y del PIB mundial pasadas, actuales y proyectadas.



Fuente: WEO octubre 2017.

Si comparamos las tasas de crecimiento promedio, entre 1985 y 2007 el PIB mundial creció a una tasa promedio de 3,8% y el comercio mundial lo hizo a un ritmo de 6,8% anual. Para el período 2010–2022 se espera un crecimiento mundial también equivalente a un 3,8%, pero con un menor crecimiento del comercio, de 4,5% promedio mundial. Este resultado se ve bastante influenciado por el comercio exterior de China, que enfrenta una significativa moderación en su tasa de crecimiento.

Sobre el cómo enfrentar estos riesgos, el WEO entrega varias recomendaciones de política, aunque debe señalarse que existe algún grado de contradicción entre los caminos que deben seguirse, lo que es un reflejo de las dificultades que enfrentan los gobiernos para enfrentar los escenarios de riesgo.

Lo primero que se señala es la necesidad de una paulatina consolidación fiscal, lo que reduce el espacio de la política fiscal como un potencial elemento reactivador en el caso de una situación compleja en los mercados financieros. Se señala, al mismo tiempo, que los gobiernos den importancia a la inversión en infraestructura, aprovechando las favorables condiciones financieras de largo plazo que existen actualmente. Sin embargo, la estrechez fiscal limita esta opción, lo que podría ser favorable a la política de concesiones, como una forma de invertir sin deteriorar el resultado fiscal. Se señala también la importancia de utilizar la herramienta fiscal con fines redistributivos, atendiendo el problema de deterioro de la equidad que enfrentan

varios países. Esto significa, en concreto, dar importancia a la inversión en educación, capacitación y reconversión profesional, en atención al fuerte proceso de cambio tecnológico que enfrenta la fuerza laboral. El mix resulta complejo, ya que se combina la necesidad de reducir los déficits fiscales, con la importancia del gasto fiscal para resolver la carencia de infraestructura y mejorar las condiciones de vida de los grupos más vulnerables. La mirada a la eficiencia del gasto público se hace inevitable.

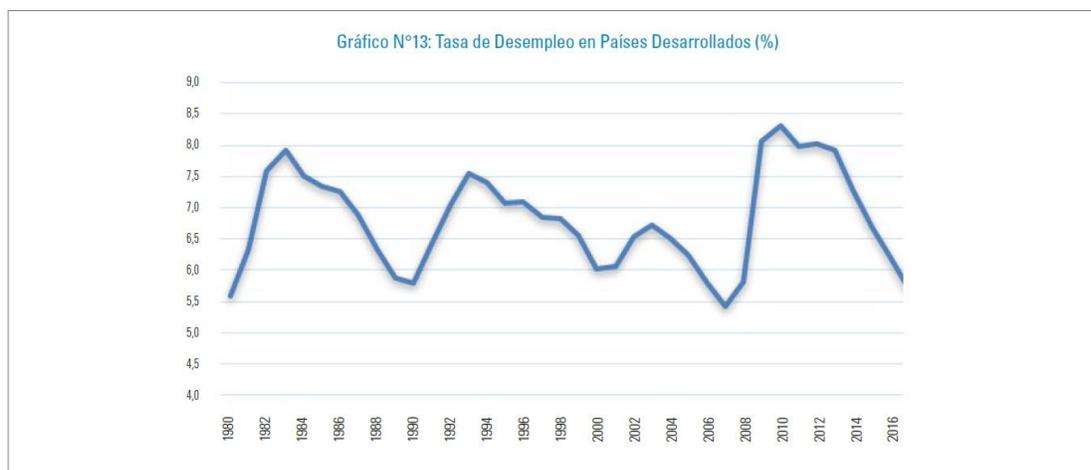
En el contexto de una necesaria consolidación fiscal, el FMI recomienda mantener el estímulo monetario en los países desarrollados, atendida también la situación de una inflación que se mantiene muy baja. Sin embargo, esto genera el riesgo de burbujas en precios de activos, por lo que el organismo ve como necesaria la regulación macroprudencial. Subyace la compleja situación que enfrentan los bancos centrales de los países desarrollados, con tasas de inflación aún por debajo de los objetivos de política, pero con precios de activos financieros que en muchos casos superan los récords históricos.

También recomienda el WEO abordar el problema del desempleo juvenil y fomentar el trabajo de mujeres y adultos mayores, lo que reitera la necesidad de políticas activas de capacitación, junto con una mayor flexibilidad de la regulación laboral. Por último, y considerando que varios de los problemas que se enfrentan tienen un carácter global (cambio climático, envejecimiento de la población, deterioro en la distribución del ingreso), el informe recomienda en varias oportunidades la necesidad de cooperación multilateral. De alguna manera, esto puede leerse como una advertencia al presidente norteamericano (obviamente no se dice en forma explícita), considerando que este gobierno ha mostrado posturas más confrontacionales que las administraciones anteriores.

III- Estancamiento de los salarios reales

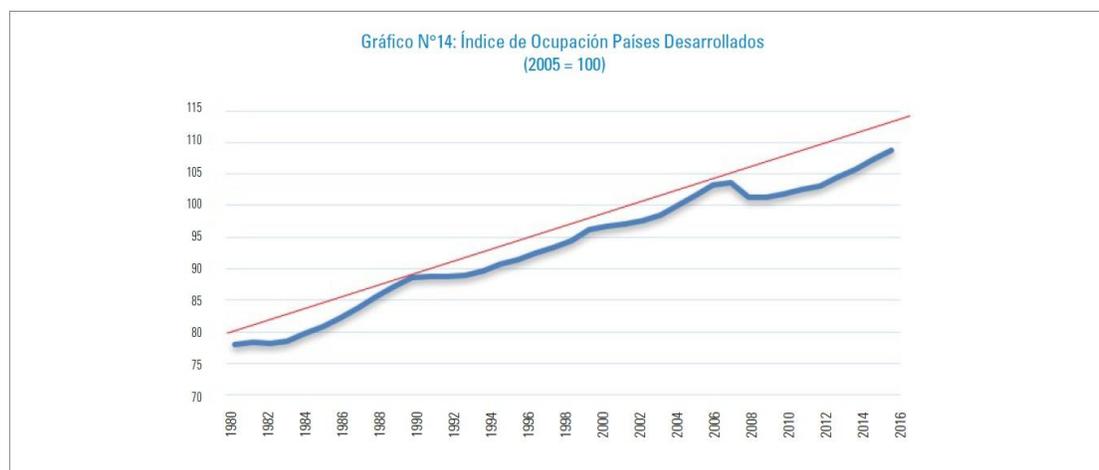
Como dijimos, el WEO dedica en esta oportunidad un capítulo completo a la tendencia que han registrado los salarios reales luego de la Gran Recesión de 2008, ya que muestran una tendencia plana, contrario a lo observado en décadas pasadas. Este fenómeno tiene evidentes implicancias políticas en los países, que ya se han estado viendo con el surgimiento de sentimientos antiglobalización, y con el creciente apoyo a movimientos populistas, nacionalistas y contrarios a la inmigración. De ahí su importancia, y la necesidad de estudiar sus causas.

Lo primero que llama la atención es que a pesar de que las tasas de desempleo en los países desarrollados han recuperado los niveles previos a la Gran Recesión de 2008, esta relativa escasez de mano de obra no ha llevado a aumentos de salarios reales. El Gráfico N°13 muestra la tasa de desempleo promedio en los países desarrollados, que llegó a niveles máximos históricos luego de la crisis, pero que ha vuelto a los niveles previos.



Fuente: WEO octubre 2017.

Frente a los cuestionamientos de por qué este bajo desempleo no se traduce en un aumento de salarios reales, el informe WEO entrega un set de razones que estarían detrás del fenómeno. Lo primero es que, a pesar de que el desempleo se ha reducido significativamente, el crecimiento de la ocupación es inferior a lo que era antes de la crisis, lo que puede verse en el Gráfico N°14, que muestra un índice de ocupación en los países desarrollados.



Fuente: WEO octubre 2017.

Podemos ver que efectivamente la ocupación cae luego de la crisis, y posteriormente se recupera, pero con una tendencia de crecimiento más moderada que la mostrada anteriormente.

El FMI detecta también un aumento de la ocupación a tiempo parcial involuntario, por lo que a pesar de que las personas se encuentran ocupadas, tienen un tipo de empleo de mayor precariedad, lo que lleva a un menor crecimiento salarial. A esto se suman expectativas de

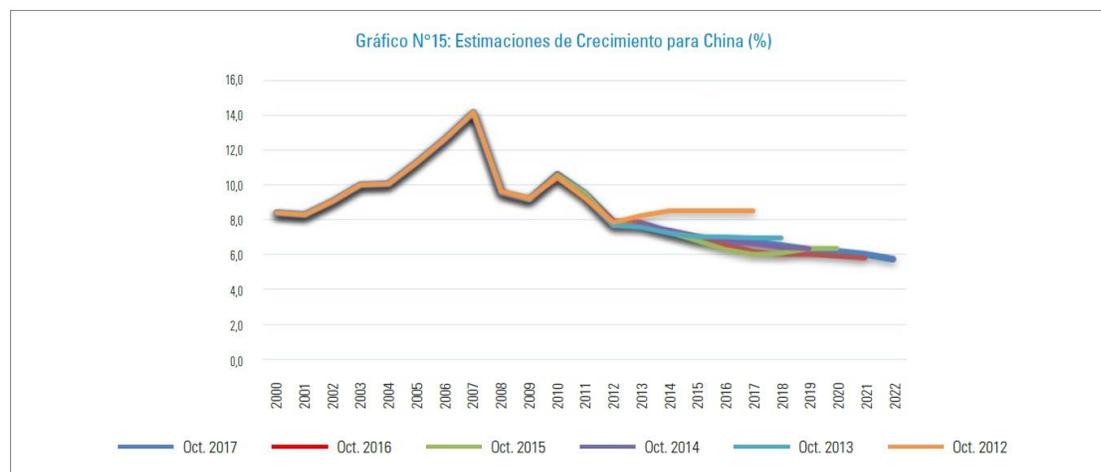
inflación muy reducidas, y un bajo crecimiento de la productividad, respecto a lo que se registraba antes de la crisis. También se señala como un factor explicativo el debilitamiento de las organizaciones sindicales, producto de la globalización y el cambio tecnológico. Por último, la mayor incertidumbre sobre el futuro lleva a que tanto trabajadores como empleadores sean más cautos al momento de reajustar las condiciones salariales.

Esta combinación de mayor precariedad laboral y un comportamiento más plano de las condiciones salariales, genera principalmente dos dificultades: el ya mencionado descontento antiglobalización y un agravamiento del problema de seguridad social, producto de las nuevas formas de trabajo. Ambos son aspectos que el FMI recomienda tener en cuenta en las discusiones de políticas públicas.

IV- China: dinamismo y riesgo

Sin duda, la recuperación que ha mostrado el mundo durante este año tiene una directa relación con el hecho de que en China se interrumpió el proceso de desaceleración que se había iniciado hace un par de años. Esto se ve reflejado en un aumento de las expectativas de crecimiento en el corto plazo, aunque a mediano plazo se mantiene la percepción de que esta economía se encamina a un ritmo de crecimiento algo por debajo del 6%, que incluso podría parecer elevado, atendidos los factores estructurales. Dentro de éstos, los más complejos son el problema de envejecimiento de la población, acentuado por la política de un hijo, y el elevado nivel de endeudamiento, tanto privado como público.

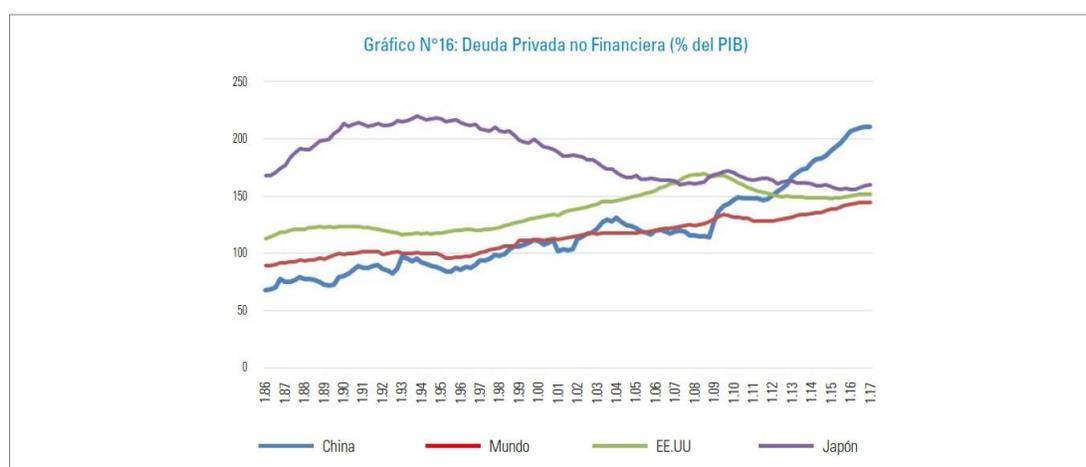
El Gráfico N°15 muestra las estimaciones de crecimiento para China realizadas por el FMI en los distintos WEO's de octubre de cada año. Ya a partir de 2013 se empezó a ser evidente que ritmos de crecimiento de 7% no eran sostenibles. Es bueno destacar, en todo caso, que a nivel de dinamismo mundial, y dado el tamaño que ha alcanzado esta economía, una tasa de 6% sigue siendo un resultado muy positivo como elemento dinamizador de la economía mundial, aunque no exento de riesgos.



Fuente: WEO octubre de cada año.

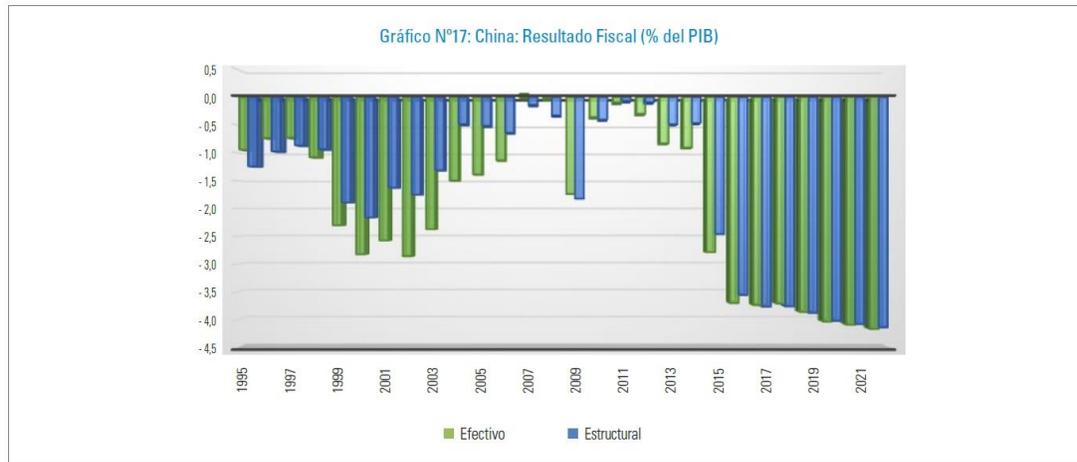
China está intentado llevar a cabo un proceso de transformación de su economía, antes centrada en la inversión y las exportaciones, hacia una mayor preponderancia del consumo interno. Sin embargo, este cambio en el paradigma de desarrollo necesariamente implica un menor crecimiento de tendencia, especialmente cuando la demografía le juega en contra. Existe la percepción (aunque este es un punto que el FMI obviamente no menciona) de que la recuperación de este año puede haber tenido una motivación política, en vista del XIX Congreso Nacional del Partido Comunista de China, del cual el presidente Xi Jinping buscaba salir fortalecido –lo que de hecho logró con creces–. Una economía en franca desaceleración habría seguramente perjudicado este objetivo. No debemos olvidar que parte importante de la banca en China es estatal, por lo que es factible tener un manejo del crédito acorde con los objetivos políticos del gobierno.

Es por eso que una de las preocupaciones más importantes en torno a China es el nivel de endeudamiento, el que podemos ver en el Gráfico N°16, con datos del Bank for International Settlements. Se puede ver que la deuda privada ha tenido un crecimiento muy significativo a partir de 2012, con una tendencia similar a la que tuvo la deuda privada japonesa durante la burbuja financiera e inmobiliaria que finalizó en 1990. Se entienden entonces los temores¹. Existe, en todo caso, una diferencia importante en el caso de China, ya que, al ser la banca mayoritariamente estatal, el riesgo de crisis financiera es directamente un riesgo fiscal. En este sentido, es también preocupante el comportamiento del déficit fiscal en China, que se mantendría por sobre un 4% del PIB en los próximos años. Esto en un contexto además de severo envejecimiento poblacional, sin que se cuente con un sistema previsional que otorgue una cobertura adecuada a la numerosa población que pasará a ser dependiente en las próximas dos décadas. Tanto desde el punto de vista previsional como de salud, las cuentas fiscales tienen un gran desafío por delante. Este desafío se complejiza aún más si se suma el riesgo financiero.



Fuente: Bank for International Settlements.

¹ A este problema se suma el de la “banca en la sombra”, producto de la informalidad que aún existe en materia de créditos en China.



Fuente: WEO octubre 2017.

En el contexto anterior, se entiende la necesidad del gobierno chino de mantener una gran concentración de poder, de tal manera de intentar manejar en la forma más sustentable posible los desequilibrios que presenta esta economía. Está por verse si lo va a lograr hacer, y de ahí los riesgos que representa China para el mundo.