



# Dominancia fiscal y otros riesgos sobre el crecimiento

Noviembre 7 de 2024

## Autores:

**Fabio D. Nieto**

Economista Jefe

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

**Natalia Ossa M.**

P.S. - Macroeconomía

[natalia.ossa@bancoagrario.gov.co](mailto:natalia.ossa@bancoagrario.gov.co)

Banco Agrario de Colombia  
Edificio Dirección General  
Bogotá D.C.  
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7  
+601 5948500  
[www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**

Tesorería

La economía mundial se encuentra en una fase de estabilización del crecimiento, en medio de un contexto donde el balance agregado de oferta y demanda luce más equilibrado y la inflación ha descendido a niveles más cercanos a las metas de política monetaria. En gran parte del mundo, la coyuntura de 2024 ha permitido continuidad en las reducciones graduales de tasas de interés de los bancos centrales, un factor que ha sido determinante para el objetivo de la política económica de atajar decididamente la inflación sin generar recesión.

Las presiones inflacionarias derivadas de unos mercados laborales estrechos también se han moderado y se espera que se disipen en su totalidad hacia 2025. En el caso particular de EEUU, la brecha positiva de empleo prácticamente se cerró en 2024 y las presiones inflacionarias están reaccionando a este fundamento. Estimaciones actualizadas de la curva de Phillips en este país dan cuenta de una fuerte relación entre desempleo e inflación durante el periodo postpandemia, situación que justifica el accionar prudente de la Fed.

Sin embargo, durante este mismo periodo se ha creado una desincronización entre la política macroeconómica a nivel mundial. Mientras que las tasas de interés de política monetaria subieron para atajar la inflación, la postura de política fiscal ha seguido siendo expansiva y en la mayoría de los casos se está intensificando, lo que podría desembocar en más inflación. Esta situación está generando una dominancia fiscal, que tiene efectos ambiguos sobre el crecimiento y alcistas sobre las tasas de interés de los mercados financieros.

El principal riesgo de corto plazo que enfrenta la economía mundial es esta dominancia fiscal. Si la flexibilización monetaria tendrá que ser necesariamente lenta para evitar que los estímulos fiscales generen inflación, eso podría afectar el flujo del crédito hacia el sector real. Además, para las economías de mercados emergentes, que tienen un mayor riesgo crediticio, lo anterior implica dificultades para lograr una consolidación fiscal segura en el mediano plazo.

Un crecimiento de China más bajo al previsto, así como una nueva escalada de proteccionismo y tensiones geopolíticas, son también algunos riesgos que enfrente el crecimiento económico mundial de cara al 2025. En los últimos 7 años, los volúmenes de comercio mundial se vienen desacelerando afectados por el escalamiento y materialización de estos riesgos.

## La meta: estabilizar el ciclo

La economía mundial se encuentra en una fase de estabilización del crecimiento, en medio de un contexto donde el balance agregado de oferta y demanda luce más equilibrado y la inflación ha descendido a niveles más cercanos a las metas de política monetaria de los Bancos Centrales (BC). En gran parte del mundo, la coyuntura de 2024 ha permitido continuidad en las reducciones graduales de tasas de interés de los BC, un factor que ha sido determinante para la consecución del objetivo de la política económica de atajar decididamente la inflación sin generar recesión (ver “Tiempo de relajamiento” en [CE – Septiembre 19 de 2024](#)).

Recientemente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) presentó su última actualización de pronósticos de PIB real global para 2024 y 2025, los cuales incorporan justamente una perspectiva de estabilización del ciclo económico. En efecto, para 2024 y 2025 se prevé un crecimiento estable en ritmos del orden 3.2%, ligeramente inferior a las expansiones de 3.5% y 3.3% registradas en 2022 y 2023, respectivamente (Tabla 1).

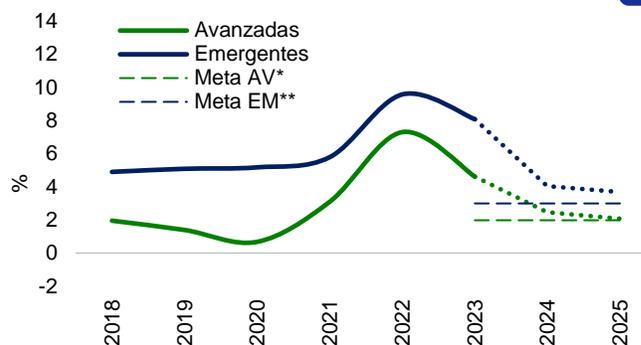
Los pronósticos por grupos de economías muestran cierta heterogeneidad. Para las economías avanzadas, el FMI estima sendos crecimientos de 1.8% en 2024 y 2025, levemente superior al crecimiento de 2023. Por su parte, en el cono de economías en vía de desarrollo y mercados emergentes se prevén crecimientos de 4.2% para el bienio 2024-2025, ligeramente por debajo del 4.4% de 2023, algo que está explicado en su totalidad por el menor crecimiento estructural previsto para la economía de China en los próximos años.

En materia de inflación, los nuevos pronósticos del FMI dan cuenta de una dinámica de los precios que en 2025 prácticamente alcanzarían las metas de los BC (Gráfico 1). La inflación para las economías avanzadas cerraría en 2.1%, muy alineada a la mediana de inflación objetivo en este grupo de economías (2%). Para el caso de las economías emergentes, la proyección del FMI apunta a un cierre de 3.7% que también se acerca a la mediana de inflación objetivo de 3% de los principales BC de estas economías.

Las presiones inflacionarias derivadas de unos mercados laborales estrechos (inflación salarial) también se han

### Inflación al consumidor por grupo de economías

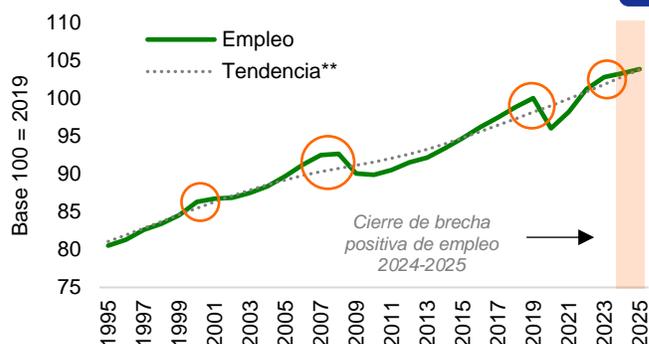
1



Fuente: FMI - WEO oct-24. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Mediana de inflación objetivo en economías avanzadas del G7.  
\*\*Mediana de inflación objetivo en 10 economías emergentes más grandes.

### Evolución del empleo en economías avanzadas\*

2



Fuente: FMI. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Se tomó un promedio ponderado en el nivel de empleo de economías G10.  
\*\*Componente tendencial del filtro Hodrick-Prescott.

moderado y se espera que se disipen hacia 2025. A lo largo de la historia, cada vez que los niveles de empleo superaron su tendencia de largo plazo hubo episodios de aceleración en la inflación de salarios, si bien en magnitudes en distintas, pero que en cualquier caso reflejaron excesos de demanda agregada y presiones sobre la inflación global al consumidor. Según nuestros cálculos, la brecha positiva de empleo del bienio 2022-2023 se ha venido cerrando y en 2024 habría retornado a su equilibrio dinámico (Gráfico 2).

Un caso particular de presiones inflacionarias más moderadas, que se derivan de un mejor balance en el mercado laboral, es el de EEUU. La demanda de empleos, medida con la generación de nóminas no agrícolas, se ha suavizado desde principios de este año y la tasa de desempleo ha venido aumentando hasta niveles ligeramente por encima de 4%. Pese a ello, en ningún momento este ajuste de demanda ha implicado riesgos de recesión (ver “Cada vez más cerca” en [CE – Agosto 6 de 2024](#)).

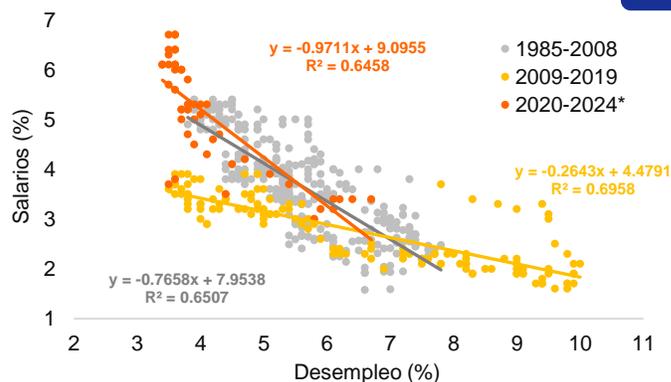
De hecho, la brecha de positiva de empleo que persistió durante 2022 y 2023 se calcula que ya se haya cerrado y la tasa de desempleo se estabilizó alrededor de sus niveles estructurales del 4.2%. En este entorno, la inflación salarial se ha desacelerado hasta ritmos del 4.6% anual, por debajo de los máximos de 6.7% alcanzados en 2022 y cerca de sus promedios históricos del orden de 4%.

Según nuestras estimaciones, la relación entre desempleo e inflación salarial, o curva de Phillips como se le conoce comúnmente, se ha intensificado durante todo el periodo postpandemia (Gráfico 3). En efecto, la elasticidad entre estas 2 variables en valor absoluto se hizo recientemente muy cercana a 1 p.p., superando con creces la sensibilidad histórica que se observó en otros momentos del tiempo. Entre 2009 y 2019, justo antes de la pandemia y en medio de un estancamiento secular de la economía de EEUU, esta relación se hizo muy baja y propició algunas conclusiones apresuradas sobre la inexistencia entre esta relación estructural que afecta la inflación al consumidor.

Esto refuerza el accionar prudente de la Fed en su proceso de flexibilización monetaria, recortando sólo hasta hace pocos meses atrás su tasa de referencia. No solamente la curva de Phillips está más vigente que

### Evolución histórica curva de Phillips en EEUU

3



Fuente: BLS y Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Se omitieron *outliers* generados durante al año 2020 por la pandemia.

nunca, sino que además está justificando que este proceso de recortes en los tipos de interés de la Fed sea gradual para garantizar que la inflación se siga enfriando, retorne a la meta de 2% y que el ciclo del producto se estabilice.

## Choque monetario-fiscal

A pesar de lo anterior, el choque de la pandemia del COVID-19 ha creado una desincronización entre la política macroeconómica a nivel mundial. Por un lado, las tasas de interés de política monetaria subieron para atajar la inflación y corregir los excesos de demanda, pero vienen descendiendo muy lentamente y permanecen en terreno restrictivo. En el frente fiscal, la postura de política ha seguido siendo expansiva y en la mayoría de los casos se está intensificando, lo que contrario al objetivo de política monetaria, podría desembocar en más inflación.

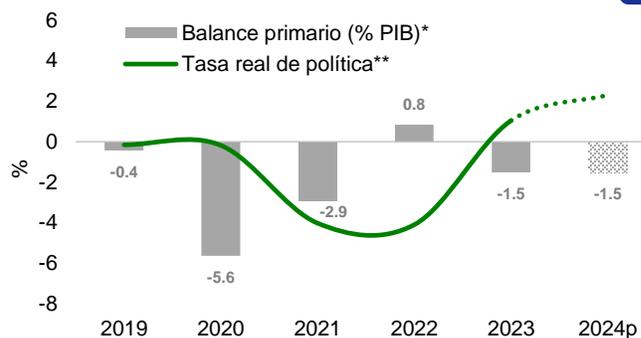
En efecto, mientras que las tasas reales de política monetaria se tornaron contractivas a partir de 2023, el balance primario de los gobiernos generales volvió a ser deficitario (expansivo) durante el mismo año (Gráfico 4). Ese patrón se ha mantenido a lo largo de 2024, donde el déficit primario global se situaría, en el mejor de los casos, en 1.5% del PIB. Esto constituye un choque entre política monetaria y fiscal que tiene consecuencias ambiguas sobre el crecimiento, pero multiplicativas sobre las tasas de interés de los mercados de deuda.

Teóricamente, si la postura monetaria se torna contractiva pero la fiscal se vuelve expansiva, el resultado sobre el PIB es indeterminado, pues ambos instrumentos de política apuntan en direcciones opuestas. No obstante, si el déficit primario aumenta y las tasas de interés de política suben, las necesidades de financiamiento público vía emisión de deuda necesariamente tendrán que ser más altas para cubrir el mayor déficit y también el servicio de la deuda.

El choque monetario-fiscal impone, en consecuencia, una fuerte presión a las tasas de interés de los bonos soberanos. Este efecto multiplicativo es justamente lo que ha ocurrido en los últimos 2 años: el déficit primario mundial aumentó 0.7 p.p. del PIB entre 2022 y 2024, al tiempo que el pago de intereses de la deuda lo hizo en 0.5 p.p. del PIB (Gráfico 5). Como lo analizamos en un informe reciente, los mercados de deuda pública siguen

### No sincronización en posturas fiscal y monetaria

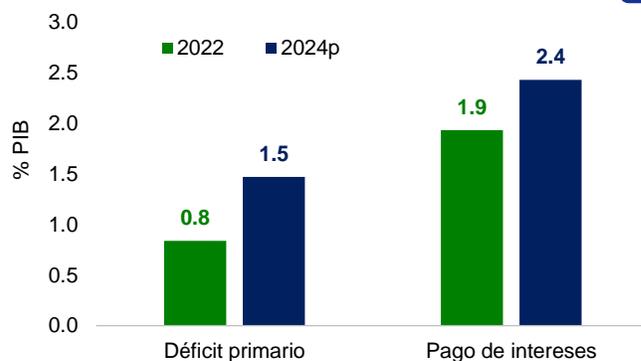
4



Fuente: FMI - WEO oct-24. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio aritmético 37 mayores economías (ex China, India y Rusia).  
\*\*Promedio aritmético para economías del G10.

### Necesidades financiamiento sin amortizaciones\*

5



Fuente: FMI. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio aritmético 37 mayores economías (ex China, India y Rusia).

incorporando este efecto y las tasas de interés de los bonos de largo plazo se mantienen fuertemente presionadas al alza (ver “Tercera ola de reajustes” en [IMDP – Octubre de 2024](#)).

## Riesgos de corto plazo

El principal riesgo que enfrenta el proceso de estabilización de la economía mundial es, en nuestra opinión, este choque de posturas de política que implican una dominancia fiscal. Esto es, que la flexibilización monetaria tendrá que ser necesariamente lenta para evitar que los estímulos fiscales-expansivos socaven el proceso de convergencia de la inflación hacia las metas de política.

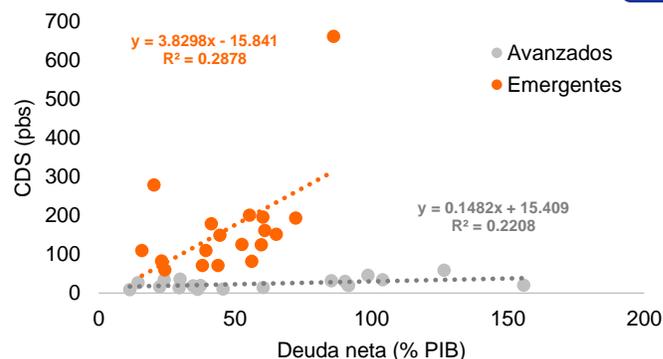
Otro costo colateral de esta dominancia fiscal es que, con tasas de interés todavía altas, el flujo del crédito hacia el sector real en la economía global seguiría débil. Eso implica, naturalmente, un riesgo bajista sobre las previsiones de crecimiento del PIB para 2025, pues no sólo el consumo y la inversión se resentirían, sino también el espacio de maniobra del gasto público ante una mayor concentración de los pagos del servicio de deuda.

Las economías de mercados emergentes, cuyo riesgo crediticio es mayor, son las que lucen más vulnerables (Gráfico 6). Una presión adicional sobre las primas de riesgo-país en estas economías hacen más difícil su consolidación fiscal de mediano plazo (reducción del déficit primario y niveles de endeudamiento). Además, obliga a que el desmonte de posturas expansivas para lograr equilibrios primarios tenga que necesariamente traducirse en un menor crecimiento económico.

Un crecimiento de China que sea más bajo al previsto, en el entendido que es la economía más grande del cono de mercados emergentes y el mayor importador de materias primas, también es otro riesgo de corto plazo sobre la expansión mundial. A esto se suma el riesgo de una nueva escalada de proteccionismo impulsada por el reciente Gobierno electo en EEUU. Como ya ocurrió en los últimos 7 años, estas medidas no sólo son ineficaces para reducir los déficits comerciales, sino que además afectan negativamente el comercio internacional (Gráfico 7). Por esta vía, el crecimiento del PIB global también tendría un riesgo a la baja.

### Riesgo de crédito y deuda pública en 2024\*

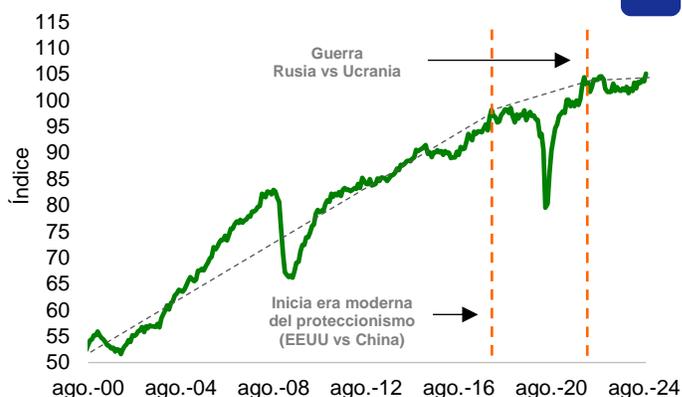
6



Fuente: FMI. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Muestra de las 37 mayores economías (ex China, India y Rusia).

### Volúmenes del comercio mundial de bienes

7



Fuente: Bloomberg y OMC. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

## Pronósticos de PIB real para 2024 y 2025 del Fondo Monetario Internacional (FMI)

T1

	2022	2023	Proyecciones (%)		Revisión vs jul-24 (p.p.)	
			2024	2025	2024	2025
<b>Mundo</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>2.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>
EEUU	1.9	2.9	2.8	2.2	0.2	0.3
Canadá	3.8	1.2	1.3	2.4	0.1	0.1
Eurozona	3.4	0.4	0.8	1.2	-0.1	-0.3
Japón	1.0	1.7	0.3	1.1	-0.4	0.1
Reino Unido	4.3	0.1	1.1	1.5	0.4	0.0
<b>Economías en desarrollo</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.2</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.1</b>
Latinoamérica	4.2	2.2	2.1	2.5	0.2	-0.2
Brasil	3.0	2.9	3.0	2.2	0.9	-0.2
México	3.7	3.2	1.5	1.3	-0.7	-0.3
Argentina	5.0	-1.6	-3.5	5.0	-0.7	0.0
<b>Colombia</b>	<b>7.5</b>	<b>0.6</b>	<b>1.6</b>	<b>2.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.0</b>
Chile	2.4	0.2	2.5	2.4	0.5	-0.1
Perú	2.7	-0.6	3.0	2.6	0.5	-0.1
China	3.0	5.2	4.8	4.5	-0.2	0.0
Rusia	-1.2	3.6	3.6	1.3	0.4	-0.2
India	7.0	8.2	7.0	6.5	0.0	0.0

Fuente: FMI. Cifras del *World Economic Outlook* (WEO) - Octubre de 2024.

AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---