

# Perspectivas macroeconómicas: nubarrones en torno al pico de la inflación



**Gilles Moec**  
Economista Jefe del Grupo AXA  
y Jefe de AXA IM Research

## Puntos clave

- 2022 marcó el comienzo de una nueva era de política monetaria. Una recesión inducida por las políticas parece el precio a pagar para recuperar el control de la inflación tras el máximo alcanzado a finales de 2022.
- El aumento de los tipos de interés perjudicará gradualmente la capacidad de la política fiscal para seguir siendo acomodaticia. En EE. UU., se espera una «parálisis política» tras las elecciones de mitad de mandato, mientras que, en Europa, la política fiscal seguirá ofreciendo más estímulos en el primer semestre de 2023 para hacer frente al impacto de la inflación externa, pero creemos que este será el «último aliento» del activismo fiscal.
- El respaldo de las políticas fiscales y monetarias ha disimulado la desaceleración subyacente del crecimiento potencial durante dos décadas. Se necesita un nuevo modelo de crecimiento, pero este se muestra esquivo.

## El coste inmediato de la futura desinflación

El choque inflacionista ha definido el año 2022. Y no principalmente porque, como es habitual, la erosión del poder adquisitivo y los márgenes corporativos ha frenado el consumo y la inversión (el gasto privado ha resistido notablemente en el mundo desarrollado dadas las circunstancias), sino porque ha marcado el fin de una era para la política monetaria.

Después de no haber visto las señales de que lo que se veía inicialmente como un reajuste transitorio de los precios tras la reapertura posterior a la pandemia se estaba convirtiendo en una inflación persistente, los principales bancos centrales se comprometieron a realizar un reajuste rápido inédito desde la década de 1990. La Reserva Federal tardó aproximadamente seis meses en ponerse al día desde lo que seguía siendo una postura muy acomodaticia hasta territorio debidamente restrictivo. Junto con el ajuste cuantitativo, esto ha provocado el endurecimiento más pronunciado de las condiciones financieras generales desde la gran crisis financiera de 2008-2009.

En principio, no todos los bancos centrales deberían haber seguido a la Fed. EE. UU. tuvo que enfrentarse a un claro caso de sobrecalentamiento tras el excesivo estímulo fiscal del final del gobierno de Trump y el principio del de Biden, con un mercado laboral extremadamente tenso afectado por una tasa de participación más baja. La zona euro ha sido más prudente con su postura fiscal durante la pandemia y la participación está aumentando en esta región, superando el nivel de EE. UU. en el tramo de los 15-64 años de edad. Sin embargo, el Banco Central Europeo (BCE) a veces refleja el enfoque de la Fed, por ejemplo, cuando realiza una subida de 75 pb. Es cierto que la zona euro no alcanzará el extremo superior de la «horquilla neutral» (del 1 al 2%) en su tipo oficial hasta diciembre de 2022, pero el punto de partida fue inferior al de EE. UU., y esperamos que se supere el umbral neutral en el primer trimestre de 2023 (en el 2,5%).

Junto con un endurecimiento de las condiciones de concesión de préstamos de los bancos, en nuestra opinión, la postura del BCE ya ha llevado a las condiciones financieras generales a territorio restrictivo. El enfoque del BCE, mientras la inflación en la zona euro siga siendo impulsada por la evolución de la oferta (en particular, los precios del gas), que difícilmente puede verse afectada por la política monetaria, se centra explícitamente en anclar las expectativas de inflación, pero sospechamos que una parte significativa de su nueva postura restrictiva se ve alimentada por la depreciación del euro.

De hecho, la economía mundial (de nuevo en una configuración parecida a episodios de la década de 1990) se está ajustando a un dólar más fuerte impulsado por la política de la Fed. En realidad, el BCE es uno de los bancos centrales menos afectados. Sus homólogos de los mercados emergentes tienen mucho más trabajo por hacer y hemos visto subidas acumuladas superiores a 1.000 puntos básicos en algunos países (Brasil, Hungría).

No nos preocupan excesivamente los riesgos sistémicos en el mundo emergente (su posición financiera intrínseca es mucho mejor que en la década de 1990, una diferencia clave con ese periodo), pero la extrema rigidez de la política monetaria frenará seriamente la demanda interna, especialmente cuando la política fiscal tenga que ajustarse al aumento de los costes de refinanciación soberana (de nuevo Brasil). Quienes han optado por no defender su moneda y se han resistido a la tendencia recortando tipos se enfrentan a una hiperinflación dolorosa, como es el caso de Turquía.

China es la gran excepción a esta regla. Aunque el tipo de cambio se ha suavizado como resultado, Pekín ha sido capaz de flexibilizar la política monetaria en un contexto de inflación contenida. Sin embargo, las autoridades chinas siguen siendo reacias a hacer pleno uso de su todavía amplio margen de política por temor a reavivar los riesgos de estabilidad financiera, mientras que el alejamiento de la política de «COVID cero» es provisional en el mejor de los casos, lo que probablemente desencadenará más perturbaciones relacionadas con la pandemia en 2023. En nuestra opinión, la contribución de China al crecimiento mundial seguirá siendo moderada.

Por lo tanto, nos encontramos en una configuración que no habíamos visto desde hace décadas: una desaceleración de la economía mundial basada en políticas. La intensidad y la duración de esta fase de ajuste depende, por supuesto, de la velocidad de desinflación en el epicentro del problema: la economía estadounidense. En el otoño de 2022, por fin aparecieron algunos signos provisionales de que el mercado laboral se estaba suavizando, lo que anunciaría la desaceleración de los salarios en 2023, algo que la Fed quiere ver. Es probable que se haya alcanzado el «pico de inflación, lo que debería permitir un ritmo menos rápido de subidas de tipos, pero la distancia del objetivo y los riesgos de nuevos desvíos son tan elevados que no se ha alcanzado la «tasa terminal» (creemos que alcanzará el 5%).

Esto significa que, dado el retraso de la transmisión, es probable que la postura monetaria a lo largo de 2023 siga siendo más restrictiva que en el segundo semestre de 2022. Esto se basa en nuestra creencia de que la Fed no va a querer rebajar los tipos tan rápido como el mercado está descontando actualmente (segundo semestre de 2023), ya que querrá estar satisfecha de haber roto debidamente el trasfondo de la inflación. El precio a pagar por esto será una recesión en los tres primeros trimestres de 2023 en EE. UU., lo que provocará los efectos adversos habituales sobre el conjunto de la economía mundial el próximo año.

Los recuerdos de errores pasados suelen servir de base para las acciones de los responsables políticos. Al igual que el ajuste monetario prematuro de la década de 1930 fue el error que Ben Bernanke quería evitar a toda costa en su gestión de las consecuencias de la gran crisis financiera de 2008/2009, esta vez probablemente sea el error de 1974 el que esté acechando a Jerome Powell. En efecto, contrariamente a la creencia popular, la Fed respondió inicialmente a la primera crisis del petróleo de 1973 subiendo los tipos rápidamente. Su fatídica decisión llegó a finales de 1974 cuando, preocupada por el importante aumento del desempleo, la Fed revirtió su tendencia a pesar de que la inflación seguía en niveles de dos dígitos. Esto preparó el terreno para una inflación desenfrenada a lo largo de la segunda mitad de la década de 1970, lo que en última instancia forzó a la Fed a realizar un ajuste masivo en 1980.

En cierto modo, lo que nos espera es el reflejo del «sobreactivismo» de la política monetaria de las dos últimas décadas. Los bancos centrales habían llegado a la conclusión de que solo llevando a la economía a cifras en rojo (muy por encima de su potencial) lograrían que la inflación volviera al objetivo de su tendencia persistente y cercana a cero. Hoy en día, la conclusión a la que han llegado es que solo impulsando la demanda por debajo de un ritmo de oferta ya bajo serán capaces de conseguir que la inflación vuelva al 2%. Sin esfuerzo no hay recompensa.

## **El «último aliento» del activismo fiscal**

Aunque el endurecimiento monetario está sincronizado al otro lado del Atlántico, la política fiscal ha empezado a divergir. En EE. UU., la ley de reducción de la inflación (que en realidad es una ley de transición ecológica) será probablemente el último gran programa del mandato de Biden, ya que la victoria del partido republicano en las elecciones de la Cámara de Representantes a mitad de legislatura probablemente iniciará un periodo de al menos dos años de parálisis política. Pero es probable que esto sea justo lo que hacía falta en este momento en EE. UU.: no tiene mucho sentido que la política fiscal intente compensar la postura de la Fed dada la necesidad de abordar el sobrecalentamiento de la economía centrado en el mercado doméstico.

La situación es muy diferente en la zona euro, donde los gobiernos han adoptado una nueva serie de estímulos fiscales para mitigar el impacto de los elevados precios de la energía en las rentas de los hogares y los márgenes corporativos en el contexto de la guerra de Ucrania.

Es probable que haya cierto grado de complementariedad entre la política fiscal y la política monetaria en Europa. Los hogares que reciben apoyo a las rentas temporal por parte de los gobiernos pueden reducir la presión sobre los salarios más persistentes, limitando así los riesgos de que la región se asiente en un bucle de salarios/precios, lo que obligaría al BCE a realizar un endurecimiento aún mayor. Sin embargo, es probable que surja un conflicto hacia el segundo semestre de 2023, ya que las importantes emisiones gubernamentales chocarían contra con la probable decisión del BCE de reducir gradualmente la reinversión de los bonos que compró durante la expansión cuantitativa (*quantitative easing*). Aunque el sistema europeo de supervisión fiscal permitiera una nueva prórroga de la exención de las normas de reducción del déficit, esperamos que las facturas presupuestarias para 2024, que comenzarán a debatirse en el verano de 2023, marquen el fin del despilfarro fiscal.

## Buscando un modelo de crecimiento

En las últimas dos décadas, el apoyo monetario y fiscal a menudo ha disimulado la falta subyacente de dinamismo de las economías desarrolladas, ante la desaceleración de la productividad, que se suma a los males demográficos. En algunos países, y desde luego en EE. UU., el descenso de la participación del mercado laboral es otra fuente de debilidad para el crecimiento potencial del PIB. Ahora que el apoyo de las políticas ha dejado atrás su nivel máximo, estos defectos estructurales serán el centro de atención.

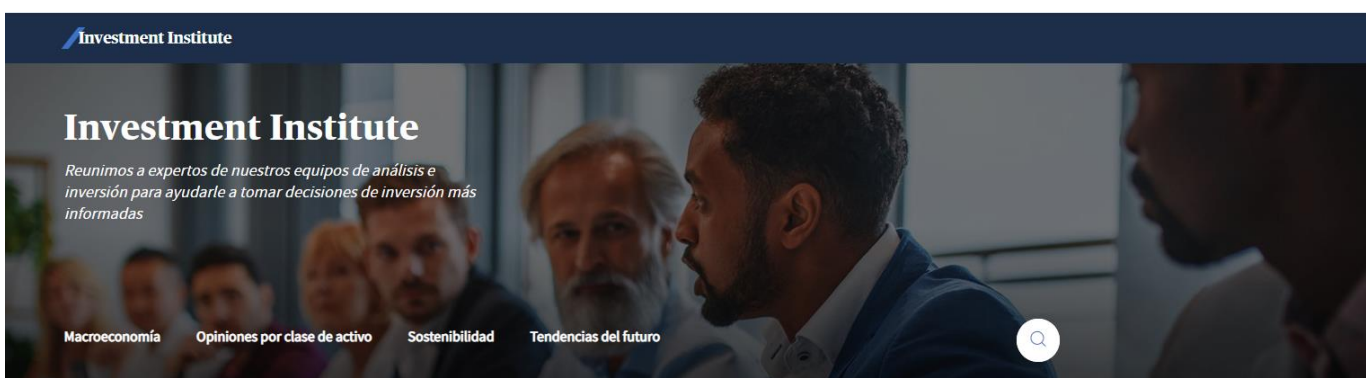
La reciente experiencia en el Reino Unido es interesante desde este punto de vista. Si bien el contenido del plan fue profundamente defectuoso (recortes de impuestos por adelantado y sin financiación, junto con promesas vagas sobre reformas estructurales), al menos el gobierno de Liz Truss intentó hacer frente al deterioro del crecimiento potencial en el Reino Unido. El importante giro en la política fiscal por parte del gobierno de Sunak es, por supuesto, bienvenido desde el punto de vista de la estabilidad financiera, pero lo que falta es un plan para reactivar la economía.

A la lista de desafíos macroeconómicos, debemos añadir la probable «inflación verde» inminente: la necesaria lucha contra el cambio climático está forzando la adopción de tecnologías más limpias, pero generalmente más caras, mientras que esperamos que más regiones fuera de la UE adopten formas de fijación de precios del carbono.

La desglobalización también supone un riesgo, especialmente para los países que han optado por un crecimiento extrovertido, como Alemania. Es probable que EE. UU. se encuentre en una posición más cómoda que Europa. Su posición demográfica, aunque se está deteriorando, es menos problemática y el país puede, al menos, contar con una energía barata y de producción nacional. En el momento de la pandemia, la Unión Europea había logrado dar fuelle a su estrategia de crecimiento a largo plazo, rompiendo el tabú de la mutualización de la deuda para financiar los programas «Next Generation». Nos preocupa que los Estados miembros no hayan encontrado la misma capacidad para responder a las consecuencias de la guerra de Ucrania con otro esfuerzo de inversión concertado.

Aunque confiamos en que, a mediados de 2023, la economía mundial vuelva a mejorar, advertiríamos sobre cualquier entusiasmo excesivo. Más allá de la recuperación cíclica, muchos interrogantes estructurales seguirán sin respuesta.

Nuestra publicación está disponible en Internet: [Investment Institute | AXA IM ES \(axa-im.es\)](https://www.axa-im.es)



## Disclaimer

Este documento tiene fines informativos y su contenido no constituye asesoramiento financiero sobre instrumentos financieros de conformidad con la MiFID (Directiva 2014/65 / UE), recomendación, oferta o solicitud para comprar o vender instrumentos financieros o participación en estrategias comerciales por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus filiales.

Las opiniones, estimaciones y previsiones aquí incluidas son el resultado de análisis subjetivos y pueden ser modificados sin previo aviso. No hay garantía de que los pronósticos se materialicen.

La información sobre terceros se proporciona únicamente con fines informativos. Los datos, análisis, previsiones y demás información contenida en este documento se proporcionan sobre la base de la información que conocemos en el momento de su elaboración. Aunque se han tomado todas las precauciones posibles, no se ofrece ninguna garantía (ni AXA Investment Managers Paris, S.A. asume ninguna responsabilidad) en cuanto a la precisión, la fiabilidad presente y futura o la integridad de la información contenida en este documento. La decisión de confiar en la información presentada aquí queda a discreción del destinatario. Antes de invertir, es una buena práctica ponerse en contacto con su asesor de confianza para identificar las soluciones más adecuadas a sus necesidades de inversión. La inversión en cualquier fondo gestionado o distribuido por AXA Investment Managers Paris, S.A. o sus empresas filiales se acepta únicamente si proviene de inversores que cumplan con los requisitos de conformidad con el folleto y documentación legal relacionada.

Usted asume el riesgo de la utilización de la información incluida en este documento/ material audiovisual. La información incluida en este documento/ material audiovisual se pone a disposición exclusiva del destinatario para su uso interno, quedando terminantemente prohibida cualquier distribución o reproducción, parcial o completa por cualquier medio de este material sin el consentimiento previo por escrito de AXA Investment Managers Paris, S.A.

La información aquí contenida está dirigida únicamente a clientes profesionales tal como se establece en los artículos 205 y 207 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores que se aprueba por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. Queda prohibida cualquier reproducción, total o parcial, de la información contenida en este documento.

Por AXA Investment Managers Paris, S.A., sociedad de derecho francés con domicilio social en Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, inscrita en el Registro Mercantil de Nanterre con el número 393 051 826. En otras jurisdicciones, el documento es publicado por sociedades filiales y/ o sucursales de AXA Investment Managers Paris, S.A. en sus respectivos países.