



Artículo basado en la sesión impartida por Jordi Gual

Prepárate para un cambio de ciclo financiero

2023 empezó revisando al alza las previsiones del FMI. La capacidad de los europeos de reducir el uso de gas procedente de Rusia, junto con el fin del confinamiento de la población en China para prevenir contagios de COVID-19, invitaban al optimismo. No en vano, el grueso del crecimiento de la economía mundial recae en China e India.

Sin embargo, la inflación sigue más vigente que nunca. Si bien algunos organismos internacionales insisten en que no se prolongará demasiado en el tiempo, el profesor del IESE Jordi Gual tiene sus reservas. Así lo expresó en una sesión que impartió el pasado 13 de marzo en Barcelona.

Sí, atrás queda la pandemia, pero permanece la deuda heredada de las políticas aplicadas para estimular la economía. Podemos decir que la economía americana, al igual que la europea, ha salido “dopada”. Y el resultado de este impulso monetario son unas cifras de inflación no vistas en muchos años, asegura Gual.

Pero lo más importante no es que la inflación pueda llegar al 10 %, sino el alcance que pueda tener la tasa

de inflación subyacente. Esta es muy alta en Estados Unidos, donde existe una gran tensión en el mercado laboral debido a las jubilaciones anticipadas y los fallecimientos durante la pandemia y las políticas de cierre de las fronteras a la inmigración, que han llevado al aumento de los salarios. En este contexto, rebajar la inflación se antoja complicado.

En España, la inflación subyacente ronda el 7,5 % mientras que la general se sitúa en torno al 6 %. ¿Por qué es más alta la subyacente que la general, al contrario de lo que ocurre en Estados Unidos y el resto de Europa? Porque las intervenciones gubernamentales han tratado de limitar la inflación general con subsidios, una política que aumenta la deuda pública.

Aunque la economía española crecerá en 2023, “hay que vigilar que el choque inflacionario no se enquisté”, advierte el profesor del IESE. Si bien en España los costes salariales crecen menos que en otros países, preocupa la tendencia a incluir una indexación en los convenios colectivos de las empresas, que podría llevar a futuros incrementos.



Los problemas del Silicon Valley Bank, el Signature Bank o Credit Suisse hacen temer que el incremento de tipos de interés desestabilice la economía. Pero, en la lucha contra la inflación, no hay otra que subirlos.



ENERGÍA Y GEOPOLÍTICA

Al exceso de liquidez se suma el conflicto bélico en Ucrania, que se está convirtiendo en una guerra de desgaste y se prevé que pueda alargarse en el tiempo.

Quizá la economía en Rusia ha caído más del 2 % admitido por su Gobierno. Las sanciones están empezando a hacer mella, pero estas solo afectan a Rusia, no a los países que operan con ella. Occidente no ha sido capaz de aislar al país. Aunque su popularidad ha disminuido, muchos bloques del planeta no han condenado el ataque en Naciones Unidas, según un informe de octubre de 2022 del Bennett Institute for Public Policy, de la Universidad de Cambridge. Y existe una correlación casi directa entre el voto y la simpatía hacia Rusia. Así, China, India y Sudáfrica se han abstenido, percibiendo que la política de sanciones es un intento de Occidente de mantener la imposición de sus reglas.

Por otra parte, no podemos olvidar la dimensión energética del conflicto. La cantidad de recursos que Occidente dedica a abastecerse recuerda a las crisis del petróleo del pasado. Sin embargo, el uso de gas licuado procedente de otros países y no de Rusia ha sido clave para registrar la rebaja de los precios del gas y una moderación del precio del petróleo. Además, Europa ya tiene reservas para el próximo invierno (la acumulación explica la subida de precios). Veremos cómo afecta la reactivación de China.

Para Gual, el punto positivo es la reacción de Europa ante esta situación: planes conjuntos de defensa, energía y asuntos exteriores. Habrá que estar atento a potenciales amenazas procedentes de otras zonas fronterizas.

¿NUEVA GUERRA FRÍA?

Xi Jinping se ha consolidado como líder supremo de China, prolongando su Gobierno y aunando todos los poderes ejecutivos, legislativos y judiciales. Según Gual, su acentuada ideología hace temer un retroceso en la apertura del régimen. El PIB per cápita chino está en niveles casi similares al de los países desarrollados, pero, aunque sea un régimen autocrático, necesita seguir creciendo para no ser contestado, y el Gobierno está virando su fórmula de crecimiento hacia un estilo más occidental: el endeudamiento del sector público y privado.

Desde la perspectiva de las empresas, es clave entender que la posición política de Xi choca frontalmente con Estados Unidos, donde el actual presidente Joe Biden sigue la política comercial e inmigratoria del expresidente Donald Trump.

Eso implica que las cadenas de aprovisionamiento globales basadas en precios bajos pierden popularidad. El just in time se ve sustituido por “just in case”, es decir, cadenas redundantes para poder prever las posibles

eventualidades. Vamos a un mundo cada vez más regionalizado, donde el offshore deja paso al friendshore, y los negocios se harán cada vez más con los países amigos.

En este contexto, ha surgido dos grandes bloques: China y Estados Unidos. La primera ha perdido simpatías entre Occidente, pero su relación con los países africanos continúa siendo buena. Estados Unidos cuenta con muchos aliados, pero Europa tradicionalmente le ha mirado con recelo, apunta Gual. Y, aunque Europa querría situarse como un gran tercer bloque, el mundo es cada vez más bipolar. Mientras, la popularidad de Rusia y China está al nivel de la época de la Guerra Fría, con unos altos niveles de animosidad y antagonismo hacia el país.

CAMBIO DE CICLO FINANCIERO

La subida de tipos de interés responde al intento de frenar la inflación. El profesor del IESE considera que llega tarde. No solo la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo han dilatado la aplicación de este incremento, también los mercados financieros parecían convencidos de que no sucedería. Ese retraso explica la agresividad de la subida, pero, incluso así, “el tipo real sigue siendo bajo” para Gual. Y Europa va más rezagada que Estados Unidos. El pasado 8 de marzo se esperaba una subida del 5,75 % en Estados Unidos, mientras que en Europa se preveía un 4,25 %.

Algunos ven en la caída del Silicon Valley Bank y el Signature Bank un signo de que no se pueden subir más los tipos sin hacer temblar la economía. Pero, en realidad, “caerán los negocios débiles y mal diseñados” apunta Gual.

En la lucha contra la inflación, “no hay otra que subir los tipos de interés” de acuerdo con Gual. El objetivo es precisamente contraer la economía, provocando un aumento del desempleo y la moderación de los precios. Normalmente, los efectos de un incremento de los tipos tienen un retardo de unos 18 meses. Su aplicación comenzó en 2022, de modo que toca esperar a ver si tiene los efectos deseados.

Sabemos que actualmente estamos ante en un momento de dominancia fiscal, con una inflación alta y con crecimiento económico. Es posible que en Estados Unidos sigan subiendo los tipos y se vaya hacia un aterrizaje suave. Pero en Europa se oyen muchas voces de resistencia que prolongarían la dominancia fiscal, para al final terminar tal vez en un aterrizaje más duro. De todos modos, el peor escenario es otro: que caiga la economía y la inflación permanezca.

De todos modos, a diferencia de lo que ocurrió en la crisis de 2008, la situación actual es más estándar y podemos mirar al pasado. En los 70, el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker no consiguió reducir la inflación hasta la tercera subida de los tipos de interés. La lección es que hay que subir los tipos de interés y no reducirlos hasta que baje la inflación subyacente.

Este cambio de ciclo implica, forzosamente, que las condiciones crediticias generales van a ser más complejas. Por eso, aconseja Gual, las empresas deben ser precavidas y dedicar esfuerzos a gestionar la reorganización de su estrategia global. La actual situación geopolítica exige una visión estratégica a largo plazo de cómo se van a reconfigurar los mercados.

+INFO: IESE Banking: Navigating the Wave of Inflation

EL CONFERENCISTA

Jordi Gual es profesor de Economía en IESE Business School, España, y presidente de VidaCaixa desde 2021. Anteriormente fue presidente de CaixaBank. Forma parte del Consejo Asesor de Telefónica España y del Consejo de Administración de Telefónica Brasil. Su experiencia incluye telecomunicaciones, banca y mercados digitales, regulación europea y política de competencia.

Artículo publicado en www.iese.edu/es/insight y reproducido previa autorización.