

Perspectivas de macroeconomía global

Las cuatro Ds y el retorno de la inflación



FORO DE TEMAS DE INVERSIÓN
N:5

Perspectivas de macroeconomía global

Las cuatro Ds y el retorno de la inflación

Autores:

Salman Ahmed

*Responsable global de Macroeconomía y
Asignación Estratégica de Activos*

Stefan Rusev

Estratega sénior de Asignación Estratégica de Activos

Wen-Wen Lindroth

Estratega jefe de Inversión

Marc Alexandre Miron

Miembro del área de Soluciones e Inversión Multiactivos

FORO DE TEMAS DE INVERSIÓN N.º 5

ISBN: 978-84-09-51364-2
Depósito Legal: M-17528-2023
Edita: Instituto Español de Analistas
Imprime: Reimpventa

ÍNDICE

PRESENTACIÓN	5
RESUMEN	7
INTRODUCCIÓN	9
LAS CUATRO DS Y EL RETORNO DE LA INFLACIÓN	13
DEUDA	17
DESGLOBALIZACIÓN	23
DESCARBONIZACIÓN	29
DEMOGRAFÍA	33
Implicaciones de las tendencias demográficas para la inflación mundial	35
¿El envejecimiento de la mano de obra es deflacionista o inflacionista?	37
CONCLUSIÓN: LAS PRESIONES INFLACIONISTAS PROBABLEMENTE PERDURARÁN	43
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45
FOROS SOBRE TEMAS DE INVERSIÓN	47
PATRONOS	49

PRESENTACIÓN

La Fundación del Instituto Español de Analistas mantiene una línea de emisión de opinión a través de los “Foros de Temas de inversión”. El objetivo es lanzar cada cierto tiempo un estudio bajo esta denominación donde aportemos a la comunidad análisis sobre los grandes asuntos del momento en el mundo de las inversiones financieras.

El quinto número de esta serie incorpora un trabajo realizado recientemente por Fidelity que se titula “Las cuatro Ds y el retorno de la inflación”, en el que se analizan varios factores que tienen efecto en la inflación a medio plazo y se plantea si el impacto que pueden suponer es tenido en cuenta por los gestores profesionales del ahorro.

Después de haber sido casi inexistente durante muchos años en los países desarrollados, la inflación ahora es una preocupación importante, especialmente en segmentos de población con menor poder adquisitivo. Son varias las cuestiones que han hecho resurgir de forma tan notable la inflación entre las que podemos citar: el papel de las inyecciones de liquidez y los tipos de interés tan bajos, incluso negativos, que hemos tenido en la última década; el resultado de los estímulos fiscales aplicados durante la pandemia; el aumento de los costes de las materias

primas por motivos geopolíticos; y a otros elementos estructurales como las tendencias demográficas, la desglobalización y la descarbonización.

Todos estos factores apuntan a un aumento de precios sostenido en el tiempo y la pregunta que nos hacemos ahora es qué consecuencias tendrá en las empresas, los inversores, los consumidores y en los propios bancos centrales, estos últimos como responsables de la política monetaria.

En el informe se plantean cuatro cuestiones en relación con la inflación: (i) su efecto en la reducción de la deuda de los gobiernos; (ii) el impacto en los precios de la relocalización de la industria como consecuencia de las recientes tensiones geopolíticas; (iii) el coste de la transición pendiente a la descarbonización; y (iv) las implicaciones de las tendencias demográficas.

La Fundación del Instituto Español de Analistas agradecen a Fidelity su apoyo y su contribución a esta iniciativa que esperamos sea del interés de los lectores.

Lola Solana

Presidenta del Instituto Español de Analistas

RESUMEN

La inflación más alta que estamos experimentando actualmente no es únicamente un fenómeno cíclico provocado por una perturbación económica derivada de la pandemia o la invasión de Ucrania por parte de Rusia.

Las tendencias estructurales auspiciadas por las cuatro Ds –deuda, desglobalización, descarbonización y demografía– podrían mantener las presiones inflacionistas en cotas elevadas durante la próxima década en el mundo.

Esta circunstancia limitaría la capacidad de los bancos centrales para sostener el crecimiento con estímulos monetarios, lo que marcaría un cambio de régimen con respecto a la era desinflacionista posterior a la crisis financiera mundial, cuando los tipos de interés reales (ajustados por la inflación) se hundían cada vez más en territorio negativo para favorecer el crecimiento.

Los bancos centrales seguirán queriendo estimular el crecimiento todo lo que puedan y, por lo tanto, tratarán de garantizar la sostenibilidad de las cargas de deuda actuales. Así, la Reserva Federal (Fed) podría verse obligada a fijar como objetivo un tipo de interés real de cero o ligeramente superior, quedando posteriormente la tasa de inflación terminal por encima del 2%.

INTRODUCCIÓN

Desde 2021, hemos asistido a la consolidación de un cambio de régimen dentro de un entorno macroeconómico mundial salpicado por numerosas conmociones, como las derivadas de la pandemia y la guerra en Ucrania. “Cambio de régimen” no es un término que usemos a la ligera, sino que los cambios recientes en los trasfondos geopolíticos y normativos han dado lugar a sucesos macroeconómicos que no han hecho sino reforzar nuestra convicción. Estas dinámicas han tenido un profundo impacto en las perspectivas de inversión y han ocupado un lugar destacado en nuestros planteamientos estratégicos.

Tal vez el síntoma más palpable de ese cambio de régimen ha sido el aumento de la inflación. Ha sido consecuencia de una grave descompensación entre la demanda agregada y la oferta, agravada a su vez por las decisiones que tomaron las autoridades cuando se desató la pandemia. Sin lugar a dudas, la Fed subestimó la fortaleza del impulso inflacionista posterior a la pandemia y, cuando este hecho se hizo evidente, la primera mitad de 2022 fue tremendamente difícil para los mercados de acciones y bonos de todo el mundo. Sin embargo, pensamos que lo que estamos experimentando no es solo un fenómeno cíclico propiciado por las perturbaciones económicas de la pandemia o la invasión de Ucrania por parte de Rusia, sino un cambio estructural sostenido por varias tendencias de amplio calado y recorrido que probablemente mantengan la inflación en niveles elevados durante muchos años. Estas tendencias con las cuatro Ds:

- Deuda: el endeudamiento acumulado en todo el mundo estimula el deseo de las autoridades monetarias de hacerlo sostenible usando el incremento de los precios para reducir su valor.
- Desglobalización: movimiento vinculado al aumento de la rivalidad geopolítica.
- Descarbonización: las actividades necesarias para impulsar el cambio a una economía más sostenible.
- Demografía: las tendencias de la población en todo el mundo.

Todo ello tendrá implicaciones para la inversión a diferentes niveles, pero una inflación persistentemente más alta ya está planteando a los bancos centrales el dilema de tener que conjugar la estabilidad de los precios y el crecimiento. A algunos inversores les inquieta la posibilidad de que se produzca un escenario inflacionista como el que ocurrió en la década de 1970, cuando unas presiones inflacionistas transitorias se dispararon hasta provocar una desestabilización de las expectativas de inflación que necesitó el prolongado tratamiento económico de choque del volckerismo.

Esta inquietud pudo observarse en la reacción de los inversores ante el anuncio de los denominados “minipresupuestos del estado” en el Reino Unido en septiembre de 2022, tras el cual los tipos de la deuda pública británica registraron su ascenso diario más grande desde la crisis cambiaria de 1985, mientras que la libra esterlina sufrió su mayor caída frente al billete verde desde el Miércoles Negro de 1992.

Nuestra expectativa principal es que los consolidados marcos actuales de objetivos de inflación impedirán en última instancia que sean necesarias políticas volckeristas en territorios donde se mantenga la credibilidad de las cuentas públicas, lo que permitirá alejar la amenaza de espirales inflacionistas. Sin embargo, las presiones inflacionistas estructurales serán mucho más difíciles de sofocar y podrían seguir haciendo que la inflación vuele alto de forma persistente, al menos comparado con el periodo desinflacionista posterior a la gran crisis financiera mundial de 2008.

Las presiones inflacionistas pertinazmente altas seguramente requieran tipos de interés nominales medios sistemáticamente más elevados. Juntos, estos factores

es posible que den lugar a un crecimiento económico más lento y volátil. Dicho de otro modo: podríamos estar encaminándonos hacia un entorno en el que las rentabilidades reales medias de las clases de activos serían más bajas de lo que fueron durante el mercado alcista posterior a la crisis financiera mundial. Entretanto, la lucha para controlar la inflación y, al mismo tiempo, sostener el crecimiento probablemente cree incertidumbre en materia de política monetaria, lo que espoleará la volatilidad en los mercados mientras se escrutan las decisiones de las autoridades.

Enfrentados a estos desafíos, los inversores podrían sentirse tentados a retomar estrategias defensivas que funcionaron en el pasado. Sin embargo, los cambios de régimen suelen alterar las condiciones de fondo que permitieron los éxitos pasados y, por lo tanto, hemos tratado de entender y cuantificar los efectos de unas tasas medias de inflación más altas.

Salman Ahmed

Responsable global de Macroeconomía y
Asignación Estratégica de Activos.

**«Cuando se retira la marea es
cuando descubres quién
ha estado nadando desnudo».**

Warren Buffett



LAS CUATRO Ds Y EL RETORNO DE LA INFLACIÓN

La visión de consenso que maneja el mercado actualmente es que la pandemia de COVID y la invasión rusa de Ucrania han conspirado para desencadenar este periodo de inflación elevada desconocido desde hace décadas y que estamos presenciando en muchas economías de todo el mundo.

Inicialmente, las alteraciones temporales de las diferentes cadenas de suministro estaban provocando inflación (por ejemplo, en la industria de los semiconductores), pero la constancia del rápido incremento de los precios en estas áreas relativamente aisladas ha provocado desde entonces que las subidas se amplíen y se vuelvan más persistentes en las economías, lo que ha aumentado el riesgo de una espiral precios-salarios similar a la que se vivió en la década de 1970. Así, los grandes bancos centrales del mundo occidental han empezado a aplicar políticas anticíclicas, abandonando sus anteriores orientaciones sobre la evolución de los tipos y subiendo el precio del dinero para enfriar unos mercados laborales recalentados e impedir que las expectativas de inflación arraiguen.

Si eso da lugar a un aterrizaje forzoso en la economía, podríamos ver incluso cómo se desarrolla una dinámica deflacionista a finales de este año. Pero, ¿y si el alto nivel actual de crecimiento de los precios no fuera solo el resultado de presiones cícli-

cas que pueden aliviarse con medidas de política anticíclica? Si se debe, al menos en parte, a evoluciones de tipo estructural, la política anticíclica podría ser menos eficaz a la hora de atemperar las presiones inflacionistas a más largo plazo. Creemos que se trata de una posibilidad real, toda vez que hemos identificado cuatro pilares clave, que denominamos las cuatro Ds, que podrían mantener la inflación elevada durante la próxima década, al menos en relación con su promedio en el periodo posterior a la crisis financiera mundial y anterior a la pandemia. Cabe señalar que incluso los regímenes económicos duraderos pueden llegar a su fin cuando las condiciones de fondo que los crearon se trastocan de forma permanente. Los niveles extremos de deuda que estamos observando, las tendencias de desglobalización, la desigualdad entre las rentas del trabajo y del capital y las presiones medioambientales nos dan motivos de peso para esperar este cambio durante los próximos años. Sin embargo, esta transformación no está descontada actualmente en los mercados de activos y, lo que es más importante, los inversores no la tienen en cuenta cuando reflexionan sobre su asignación estratégica de activos.

Hemos asistido a un aumento de la volatilidad en los mercados de tipos de interés cuando la Fed ha puesto en marcha sus agresivas subidas de tipos. Estos movimientos de los mercados ponen de relieve inquietudes sobre los efectos de una política más restrictiva para el crecimiento, dado que es evidente que los bancos centrales se ven obligados a alcanzar un equilibrio entre estos dos objetivos. Obviamente, la estabilidad de los precios y el crecimiento son resultados deseables de la política monetaria, pero ¿cuál es la elección probable cuando los bancos centrales no pueden tener ambos? Tenemos motivos fundados para esperar que la primera tendrá que ceder, a la vista de los problemas que podría plantear una crisis deflacionista derivada de una fuerte contracción del crecimiento; para mantener la sostenibilidad de los elevados niveles de deuda (e impedir un aterrizaje forzoso grave que ponga en peligro la estabilidad financiera), se necesitarán unos tipos de interés reales bajos.

Sin embargo, también observamos que una inflación elevada puede reducir el valor real de la carga de la deuda en tiempos de crisis. Estas consideraciones siempre han formado parte de la actuación de los bancos centrales. Hace tiempo, Mervyn King, exgobernador del Banco de Inglaterra que durante años no consiguió alcanzar los objetivos de inflación, se hizo célebre por despachar a los “chiflados de la inflación”, de los que dijo que estaban tan obsesionados con alcanzar el objetivo que aceptarían el efecto secundario de desestabilizar la economía para conseguirlo.

Así, la primera de nuestras cuatro Ds es la deuda que se acumuló a escala mundial antes y durante la pandemia, con el incentivo que el aumento de los precios supone para unas autoridades que pueden usarlo para depreciar con el paso del tiempo una parte de dicha deuda.



La segunda D es la desglobalización y la relocalización de la actividad económica. Esperamos que se produzca a consecuencia del creciente rechazo que suscitan las consecuencias de la globalización, como la desigualdad, entre los electorados de las economías avanzadas, así como la necesidad geopolítica urgente de reducir la dependencia de naciones extranjeras que se perciben como hostiles. Este hecho probablemente impulse una tendencia de localización, caracterizada por la repatriación de actividad económica y un descenso paralelo en la intensidad del comercio, sobre todo si se enconan las actitudes de las poblaciones nacionales que sufren presiones económicas hacia las amenazas extranjeras percibidas. La creciente rivalidad geopolítica entre EE.UU. y China es una de las grandes tendencias a largo plazo que cimentan esta visión y ha pasado al primer plano tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia, que es inflacionista en su raíz.

La tercera D es la descarbonización y el aumento de las presiones inflacionistas que traerá esta transición. La neutralidad en emisiones de carbono solo se con-

seguirá si se ponen en marcha políticas inflacionistas, como aumentos considerables y permanentes en los precios del carbono. Aunque algunos podrían sugerir que los obstáculos para el crecimiento podrían restar eficacia a este pilar durante los próximos años, creemos que la actividad de descarbonización es necesaria en última instancia, ya que los costes socioeconómicos de una transición climática desordenada podrían ser mucho más cuantiosos. A medida que aumente la frecuencia e intensidad de los sucesos meteorológicos extremos, esperamos que se redoble la presión social y política para acelerar la agenda contra el cambio climático.

La cuarta y última D son las tendencias demográficas en todo el mundo. Se librará una pugna entre la presión inflacionista derivada de una oferta menguante de trabajadores, que invierte la tendencia que comenzó cuando China se incorporó a la economía mundial, y la desinflación producto del declive demográfico que se observa en los mercados desarrollados y China. La primera dinámica tiene más probabilidades de dar forma al panorama de la inflación a corto plazo y se apoya en las tendencias a largo plazo que probablemente mantengan la inflación en cotas altas durante muchos años.

Por último, también debemos tener en cuenta el canal de las expectativas de inflación como posible catalizador del aumento constante de los precios. Si las cuatro Ds que hemos comentado se combinan para situar las expectativas de inflación de los agentes económicos en niveles sistemáticamente más altos (tanto en salarios como en precios al consumo), la inflación podría autoalimentarse. Este escenario marcaría otro importante cambio en las tendencias de la inflación a largo plazo.

1. PRIMERA D. DEUDA: EL LEGADO DE LA PANDEMIA EN LAS CUENTAS PÚBLICAS

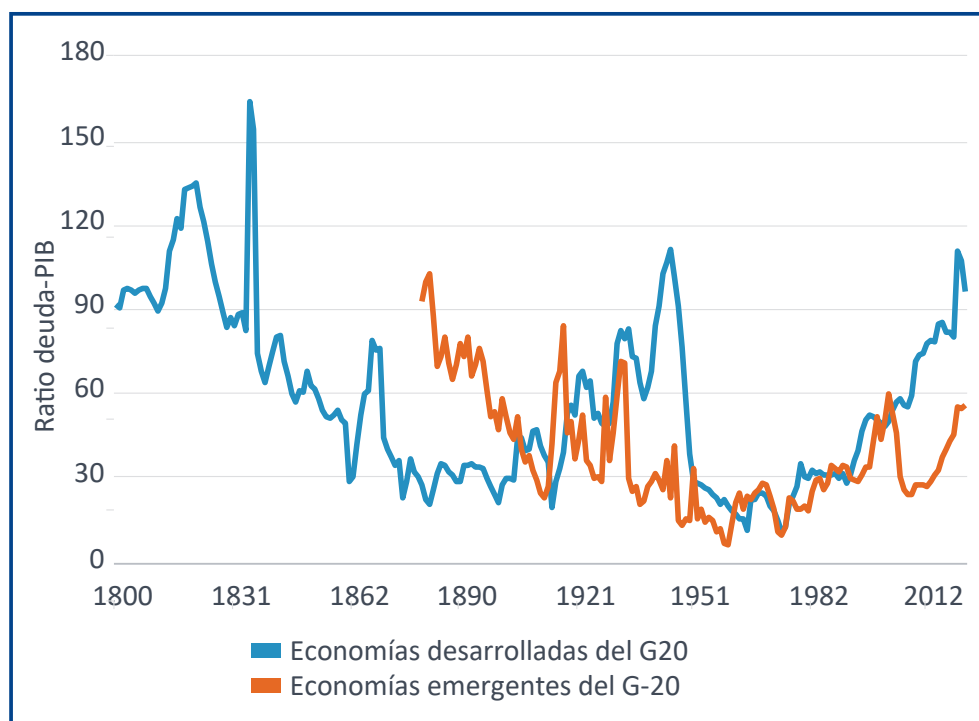
Los déficits presupuestarios se dispararon durante la pandemia y los bancos centrales llevaron a cabo simultáneamente programas de compras de activos sin precedentes para mantener unas condiciones financieras expansivas. A consecuencia de ello, los ratios de deuda pública-PIB escalaron hasta niveles cercanos a los máximos de la II Guerra Mundial en las economías desarrolladas (Fig. 1).

Aunque, desde entonces, muchos gobiernos han comenzado a restringir sus ayudas de emergencia sin precedentes, todavía se observa poca voluntad de equilibrar las cuentas y los déficits presupuestarios abultados siguen siendo habituales. Menos voluntad aún manifiestan los políticos de devolver los préstamos relacionados con la pandemia mediante subidas de impuestos y superávits presupuestarios, dado que los electorados descontentos se enfrentan ahora a una crisis en el coste de la vida. Más bien al contrario: el lastre que eso supone para el nivel de vida está empujando a los gobiernos a dejar aún más de lado el rigor presupuestario y volver a elevar el déficit. Esta forma de actuar es quizá más evidente en Europa, donde el auge de los populismos políticos está acrecentando el temor a otra crisis de deuda, a tenor de las reglas fiscales de la zona euro.

Sumado a la política monetaria expansiva actual, el aumento constante del gasto público sería inflacionista, ya que se sustanciaría en una creación monetaria que

sería inyectada directamente en la economía real. En última instancia, es posible que el gasto público tenga que verse acompañado de una subida de los impuestos, como ha ocurrido a menudo después de grandes crisis socioeconómicas en el pasado, cuando no ha sido infrecuente que los tipos impositivos marginales más altos superasen el 90%. Sin embargo, cuesta creer que la política presupuestaria no vaya a contribuir a un aumento de la inflación durante los próximos años a tenor de los movimientos recientes en las políticas públicas, como las ayudas para contrarrestar el encarecimiento de la energía.

Figura 1: Mediana histórica de la deuda pública (% del PIB).



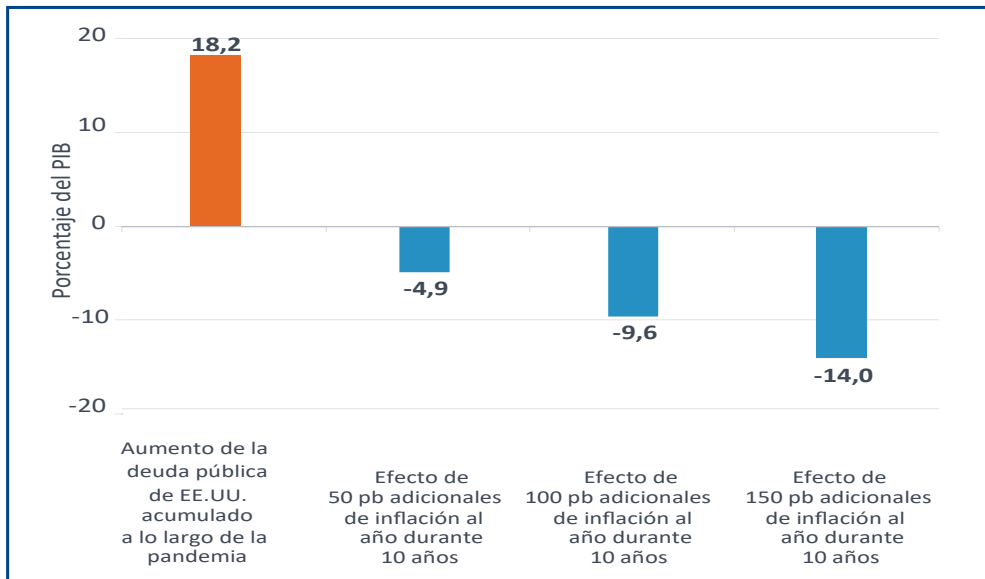
Fuente: FMI, World Economic Outlook Database; cálculos del Departamento de Estudios Macroeconómicos de Fidelity, octubre de 2022.

A la vista de la falta de interés en reducir la deuda de la administración pública y del escenario de impagos masivos que las autoridades querrían evitar a casi cualquier coste por sus desestabilizadores efectos económicos y sociales, los bancos

centrales probablemente harán todo lo que esté en su mano para, al menos, conseguir que la deuda acumulada sea sostenible.

De hecho, ya en 2021 argumentábamos que la sostenibilidad de la deuda se había convertido en un objetivo implícito de la política monetaria, de tal modo que los bancos centrales probablemente utilizarán la inflación como herramienta para desinflar unos volúmenes de deuda acumulada que, de otro modo, serían inmanejables. También pronosticábamos que los bancos centrales permitirían que los tipos reales descendieran todo lo posible, siempre que no amenazaran la estabilidad estructural de los precios. Nuestras experiencias con el taper tantrum de 2013 y la breve política de reducción del balance de la Fed de 2018 nos dicen que los inversores simplemente no creen que las economías puedan funcionar bajo el peso de unos tipos de interés reales positivos elevados durante mucho tiempo, algo que es aún más cierto hoy en día a la vista de las enormes deudas adicionales que se acumularon a lo largo de la pandemia.

Figura 2: Acumulación de deuda neta en EE.UU. a lo largo de la pandemia y posible efecto reductor de la inflación futura.



Fuente: FMI, World Economic Outlook Database; cálculos del Departamento de Estudios Macroeconómicos de Fidelity, octubre de 2022.

La Fed ya había normalizado de forma efectiva su enfoque sobre la gestión de la sostenibilidad de la deuda en agosto de 2020, cuando desveló su marco de objetivos de inflación media (Flexible-Average Inflation Targeting, FAIT), un planteamiento que posteriormente fue seguido por el resto de grandes bancos centrales occidentales, al menos implícitamente. En lugar de limitarse a intentar que la inflación anualizada de EE.UU. regrese directamente al nivel objetivo de la Fed del 2%, el FAIT consiente que la inflación lo supere en el conjunto del ciclo para compensar cotas inferiores anteriores, permitiendo que los tipos de interés reales se mantengan negativos hasta que surjan pruebas claras de que la inflación está poniendo en peligro la estabilidad estructural de los precios (momento en el que se necesitaría la política anticíclica). Para demostrar las ventajas de este enfoque, la Figura 2 ilustra los efectos positivos que los repuntes prolongados de la inflación podrían tener en los ratios de deuda-PIB frente a la magnitud del volumen de deuda acumulado a lo largo de la pandemia.

La lección principal es que más de la mitad de la deuda acumulada por la administración estadounidense a causa del COVID podría esfumarse en términos reales si las autoridades permitieran que la inflación se situara 100 pb por encima de la media anterior al COVID durante los próximos diez años (lo que se traduciría en una tasa de inflación PCE en EE.UU. en el entorno del 2,6%). Naturalmente, cuanto más alta sea la inflación, más rápido puede reducirse la deuda pública actual. Estos escenarios probablemente también sean beneficiosos para la actividad en el sector privado, especialmente en áreas donde los elevados niveles de deuda ya se han convertido en un obstáculo para la nueva formación de capital.

Las autoridades de los países desarrollados y emergentes ya han comprendido los efectos beneficiosos del aumento de la inflación para la sostenibilidad de las cuentas públicas (Fig. 3). Sin embargo, para la gran mayoría de los países el aumento de la inflación probablemente se traduzca en mayores costes de financiación, negando cualquier impacto fiscal positivo. Únicamente los emisores de moneda de reserva que tienen la suerte de beneficiarse de este privilegio impagable (EE.UU., Japón y un puñado de emisores europeos con calificaciones elevadas) son capaces de saltarse las reglas habituales del juego. Si estos países lo desean, pueden optar por aceptar una inflación más elevada en paralelo a unos tipos de interés nominales bajos, simplemente poniendo en marcha la imprenta del dinero y comprando bonos en el mercado. Para los emisores de moneda de reserva, las únicas limitaciones prácticas a la depreciación de la deuda por la vía de la inflación son las consideraciones políticas, como el descontento por los

efectos socioeconómicos adversos de la inflación (por ejemplo, el aumento de la desigualdad de riqueza), el descenso del nivel de vida, la depreciación de las monedas, etc. Aunque estos problemas están empezando a emerger en algunos de estos países, es improbable que eso impida a las autoridades monetarias aceptar una inflación estructural superior al objetivo de forma más regular durante los próximos años.

Figura 3: Contribución de la inflación a los ratios de deuda pública (como % del PIB) - Octubre de 2020 frente a abril de 2022.



La inflación se define como la variación porcentual en el deflactor del PIB.

Fuente: FMI, World Economic Outlook Database, y cálculos del personal del FMI, octubre de 2022.

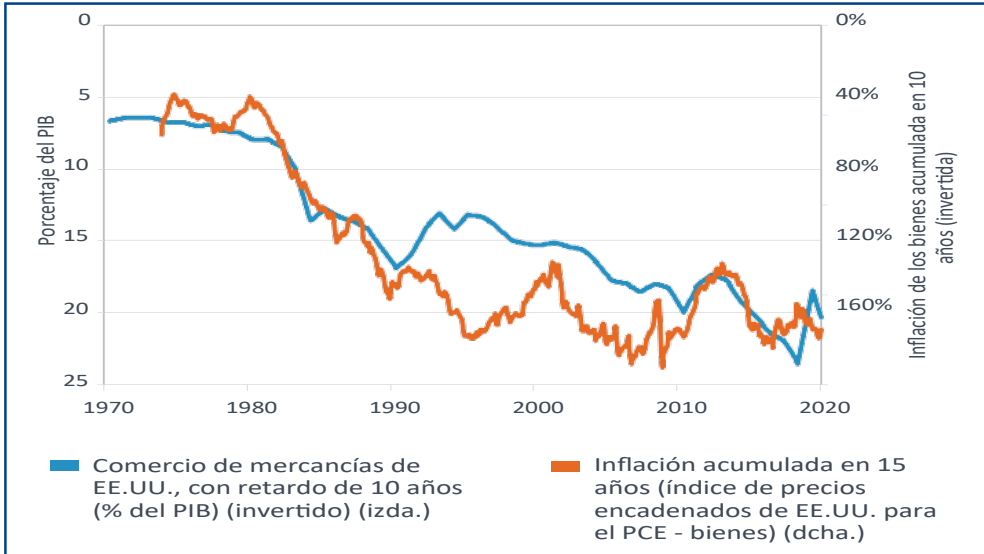


2. SEGUNDA D. DESGLOBALIZACIÓN Y RELOCALIZACIÓN DE LAS CADENAS DE SUMINISTRO: CONSECUENCIAS DE LA MAYOR RIVALIDAD GEOPOLÍTICA

La globalización fue una de las tendencias económicas más destacadas de las últimas cuatro décadas, como lo demuestra el enorme incremento que hemos visto de la inversión extranjera directa, la internacionalización de las cadenas de suministro y el posterior crecimiento de los volúmenes de intercambios comerciales (Fig. 4).

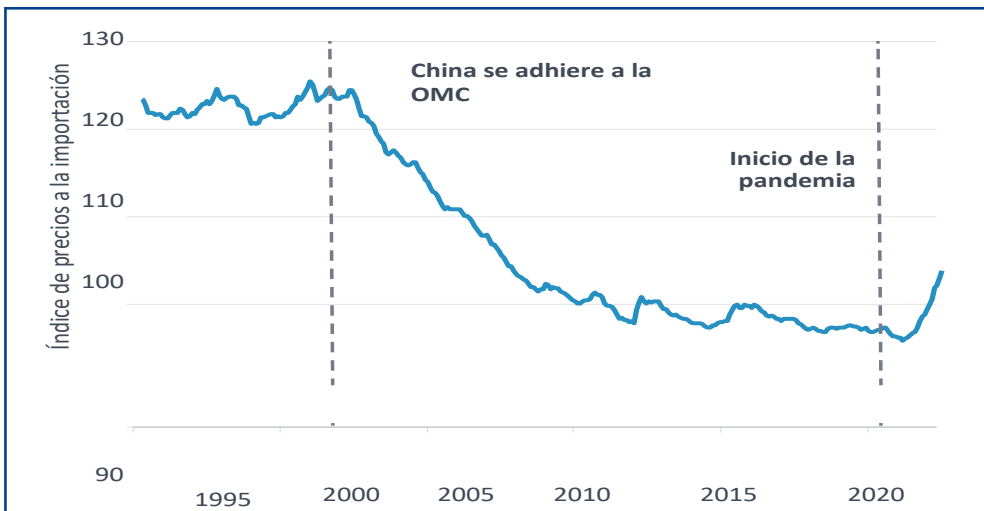
Coincidiendo aproximadamente con la caída del Muro de Berlín y el fin efectivo de la Guerra Fría, la segunda oleada de la globalización fue posible principalmente por la integración de los anteriores regímenes comunistas en la economía mundial, la mano de obra barata que eso aportó y la facilidad con la que se pudo mejorar la eficiencia mediante la movilización de los factores y la equiparación tecnológica. Obviamente, el más importante de esos países ha sido China y los años transcurridos desde 2001, cuando fue admitida a la Organización Mundial del Comercio, han sido testigos de un periodo de globalización acelerada. Este fenómeno ha sido una imponente fuerza deflacionista para las economías desarrolladas que únicamente dio marcha atrás cuando la pandemia de COVID comenzó a perturbar las cadenas de suministro en 2020 (Fig. 5).

Figura 4: Comercio de mercancías e inflación de EE.UU.



Fuente: Fidelity International, Bloomberg, datos hasta enero de 2020.

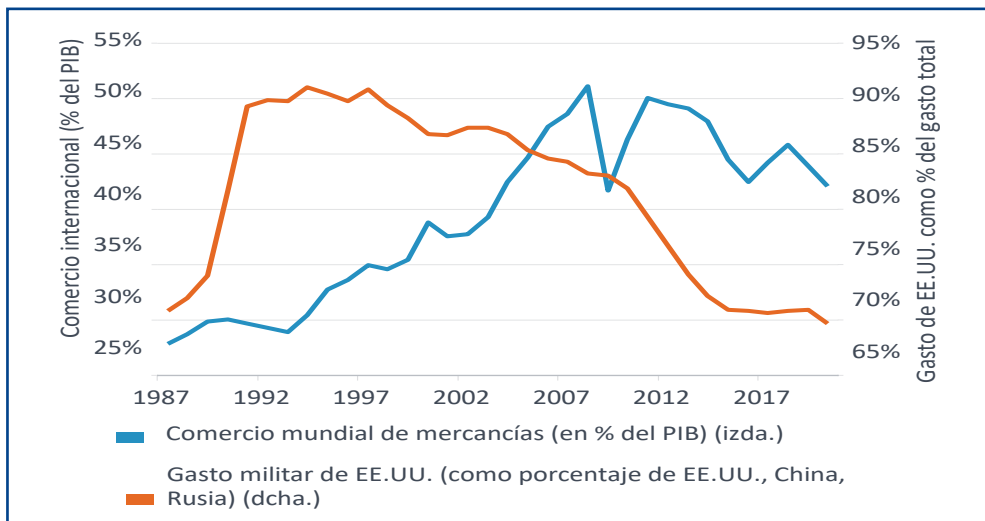
Figura 5: Precios a la importación de Alemania (bienes de equipo).



Fuente: Fidelity International, Refinitiv DataStream, datos hasta abril de 2022.

Los acontecimientos recientes nos han llevado a preguntarnos si se han visto socavados los cimientos de la globalización y si se han agotado los catalizadores que permitieron que floreciera. Consideramos que un elemento favorecedor clave fue la unipolaridad estadounidense, que comenzó con la caída de la Unión Soviética a comienzos de la década de 1990. Ello es debido a que el estatus hegemónico de EE.UU. le permitía aplicar un orden internacional basado en reglas en el que las industrias estratégicas se trasladaban alegremente a los territorios con la ventaja competitiva más alta con el fin de satisfacer la demanda de productos baratos y mayor calidad de vida. Sin embargo, se podría afirmar que la hegemonía estadounidense comenzó a declinar en 2011, cuando el gasto militar del país se redujo con fuerza como porcentaje del gasto total (Fig. 6) y China comenzó a rivalizar con su potencia económica.

Figura 6: Comercio mundial y gasto militar.



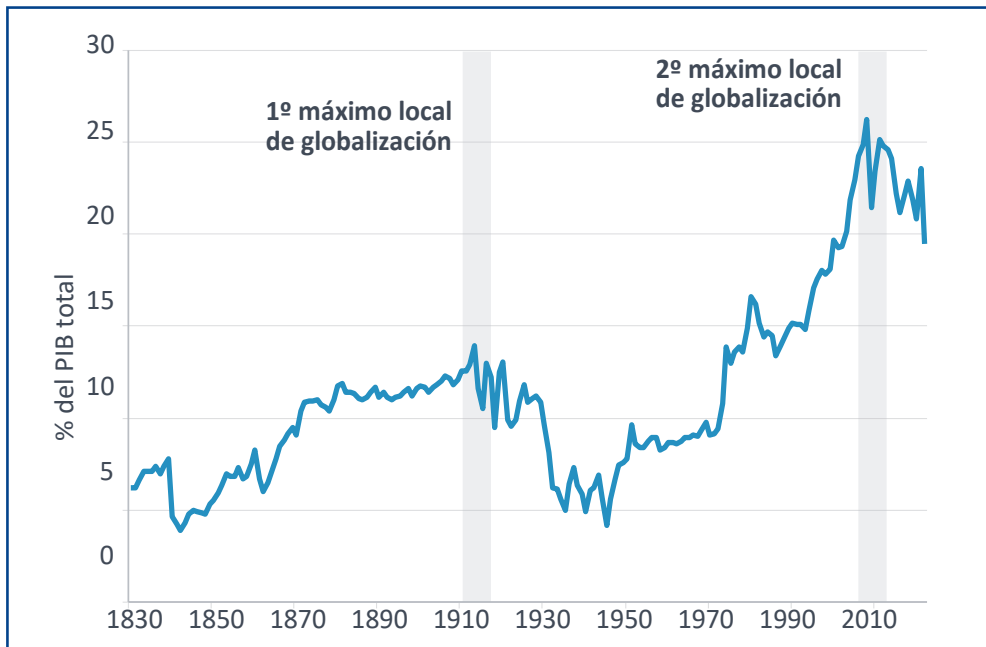
Fuente: Fidelity International, Refinitiv, Banco Mundial, SIPRI, datos hasta diciembre de 2020.

Aunque somos conscientes de que EE.UU. sigue aventajando en gasto a sus rivales geopolíticos atendiendo al desembolso militar total, ya no vivimos en un mundo unipolar.

Actualmente, vivimos más bien en un mundo multipolar con más competencia en el que la lógica geoestratégica de la globalización se desdibuja. Esta idea ha

quedado de manifiesto en la postura de creciente rivalidad estratégica de EE.UU. con China y su renovado énfasis en la seguridad nacional (al menos en su formato del s. XXI). Este giro ha influido en la ampliamente difundida aplicación de políticas comerciales proteccionistas, tanto directas como indirectas, y en el paso de estructuras de cadena de suministro just-in-time a just-in-case (especialmente desde que la pandemia causara estragos en los sistemas orientados a la eficiencia). Obviamente, China también ha tratado de asegurarse su influencia internacional a través de muchos canales, como su conocida iniciativa Belt and Road. Entretanto, su estrategia económica Dual Circulation trata de sostener su propio crecimiento ante un entorno cada vez más hostil en las exportaciones a EE.UU. La invasión de Ucrania y las posteriores medidas tomadas por muchos países y empresas contra Rusia también pueden considerarse síntomas de este cambio. Sin embargo, incluso antes de la invasión rusa de Ucrania, las incipientes tendencias de desglobalización ya habían provocado un deterioro del comercio mundial frente al PIB (Fig. 7).

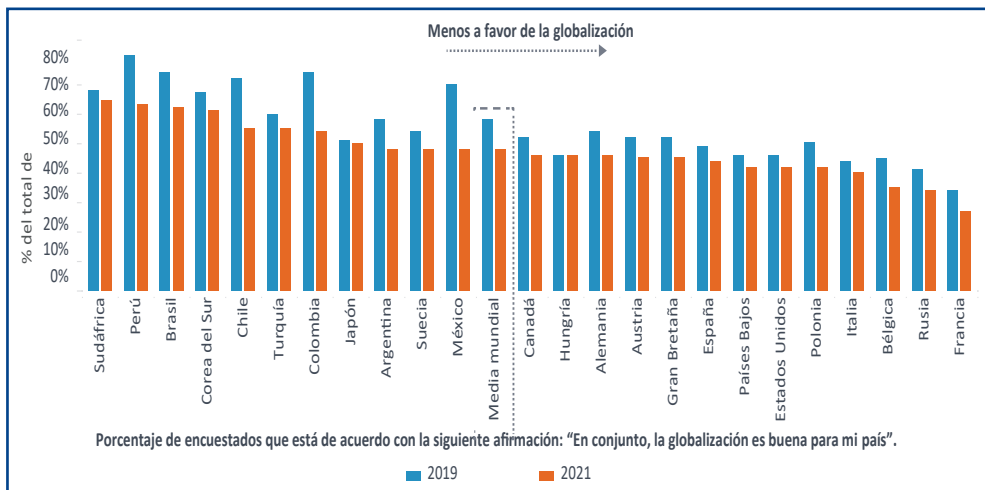
Figura 7: ¿Hemos sobrepasado ya el punto de máxima globalización?



Fuente: Fidelity International, Fouquin y Hugot (CEPII 2016), datos hasta marzo de 2022.

Entonces, ¿qué pasará en el futuro? En Occidente, los electorados de las economías ricas que determinan si hay globalización han comenzado a mostrar una opinión menos favorable (Fig. 8). Este repudio se ha manifestado en varios ejemplos de reacciones políticas como el Brexit, la elección del presidente Trump, el porcentaje de votos que los partidos populistas (tanto de izquierdas como de derechas) cosecharon en las elecciones legislativas de 2022 en Francia (49%) y la caída del gobierno de unidad nacional de Mario Draghi en Italia, también en 2022. Tal vez estos sucesos no sorprendan atendiendo a la dinámica que hemos visto en materia de renta y desigualdad durante las últimas décadas, que está ampliamente documentada en la literatura académica moderna gracias a economistas como el profesor Thomas Piketty.

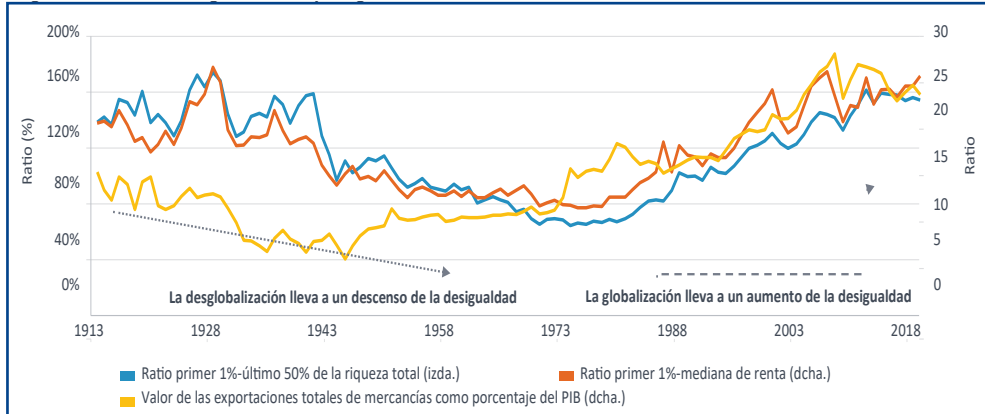
Figura 8: Las actitudes positivas hacia la globalización han disminuido.



Fuente: Ipsos, World Opinion on Globalization and International Trade in 2021.

Un aspecto importante es que ha habido también un vínculo estrecho entre la desigualdad y la globalización (Fig. 9), algo lógico a la vista de la indisolubilidad de la globalización y la financiarización, la libre circulación de capitales y empleos hacia los países extranjeros más baratos en un contexto de aumento del nivel educativo en todo el mundo y la acumulación de riqueza por una minoría internacional cada vez más pequeña. Indudablemente, la incapacidad de las sociedades para redistribuir las ganancias de la globalización entre los desfavorecidos por estas tendencias ha tenido mucho que ver.

Figura 9: El vínculo entre globalización y desigualdad económica.



Fuente: Cuentas nacionales distributivas, 2019.

En este contexto, es importante destacar que las reacciones políticas populistas han puesto freno históricamente a cada oleada de globalización. Tenemos ejemplos famosos, como cuando el Partido Laborista británico accedió al poder por primera vez en 1924 después de que la I Guerra Mundial pusiera fin a la primera oleada de globalización y la desacertada política exterior lastrara posteriormente la economía británica, así como el New Deal y las políticas proteccionistas a costa de empobrecer al vecino que proliferaron por todo el mundo durante la Gran Depresión de los años 1930. Actualmente estamos viendo numerosos paralelismos. Como ocurrió hace casi un siglo, ahora estamos asistiendo a una parecida combinación de incompatibilidad geoestratégica e insatisfacción económica que provoca reacciones políticas dentro de las fronteras; en este sentido, el aumento de la rivalidad internacional probablemente ahonde la primera y la crisis del coste de la vida probablemente agrave la segunda. En el Reino Unido ya se observa esta situación en el aumento de las tensiones entre empleados y empleadores en mercados caracterizados por una situación de monopsonio, lo que está dando lugar a huelgas más frecuentes. Como ocurrió en el periodo de entreguerras, estos sentimientos podrían dar lugar a nuevos retrocesos de la globalización, de tal modo que esta antaño dominante fuente de desinflación se convierte en un creador persistente de inflación durante los próximos años.

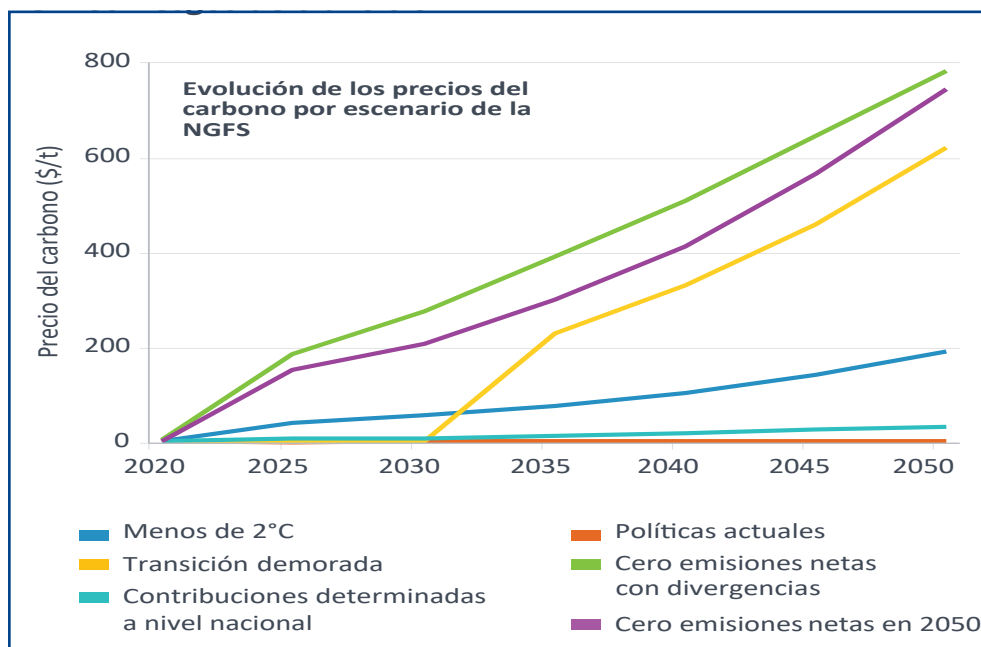
3. TERCERA D. LA TRANSICIÓN HACIA LA DESCARBONIZACIÓN: LA MAYOR TEMÁTICA DE INVERSIÓN DE NUESTRO TIEMPO

Abordar la crisis del cambio climático requiere nada menos que una gran transformación del modelo económico mundial, con especial hincapié en los sistemas energéticos. Eso significa que el cambio climático y las políticas encaminadas a frenarlo tendrán una influencia considerable en la trayectoria del crecimiento económico este siglo. Aunque las autoridades no son necesariamente actores económicos racionales, no pueden cancelar sin más sus planes de descarbonización para sostener el crecimiento indefinidamente, al menos de forma global; como argumentábamos en nuestro informe de 2022 titulado “Riesgo planetario: correlaciones entre las trayectorias climáticas, la macroeconomía y la asignación estratégica de activos”, los elevados costes iniciales asociados con el avance hacia las cero emisiones netas de gases de efecto invernadero simplemente se reemplazarían con unos costes aún más altos asociados con los daños medioambientales a largo plazo y la rotura de la cohesión social dentro de una transición climática desordenada. Por fortuna, ya existen las soluciones a la crisis climática y los diálogos activos mantenidos por nuestros analistas fundamentales indican que continúan los avances hacia las cero emisiones netas a pesar de los problemas socioeconómicos con que el mundo se ha topado desde comienzos de 2022, aunque de forma lenta.

A tenor del contexto, esperamos que la actividad de descarbonización constituya

el tercer pilar de una inflación persistentemente más elevada durante la próxima década. De hecho, las fuerzas del mercado ya están impulsando la “inflación verde” por la vía del encarecimiento de materias primas clave vinculadas a la revolución ecológica, como el litio (un componente clave de las baterías empleadas en los vehículos eléctricos). Sin embargo, una respuesta eficaz a la crisis del cambio climático también tendrá que incorporar los altos precios de las emisiones de carbono, entre otras cosas, y eso podría crear intensas presiones inflacionistas. Para dar contexto, la Network for Greening the Financial System (NGFS) estima que la trayectoria de los precios del carbono tendría que ser muy pronunciada para conseguir las cero emisiones netas en 2050; así, el precio medio internacional del carbono de alrededor de 3 dólares por tonelada en la actualidad subirá hasta 150-200 dólares a mediados de esta década y no parará hasta los 700-800 dólares en 2050 (con varias formas de tarificación explícita e implícita de las emisiones, como impuestos y regulaciones) (Fig. 10).

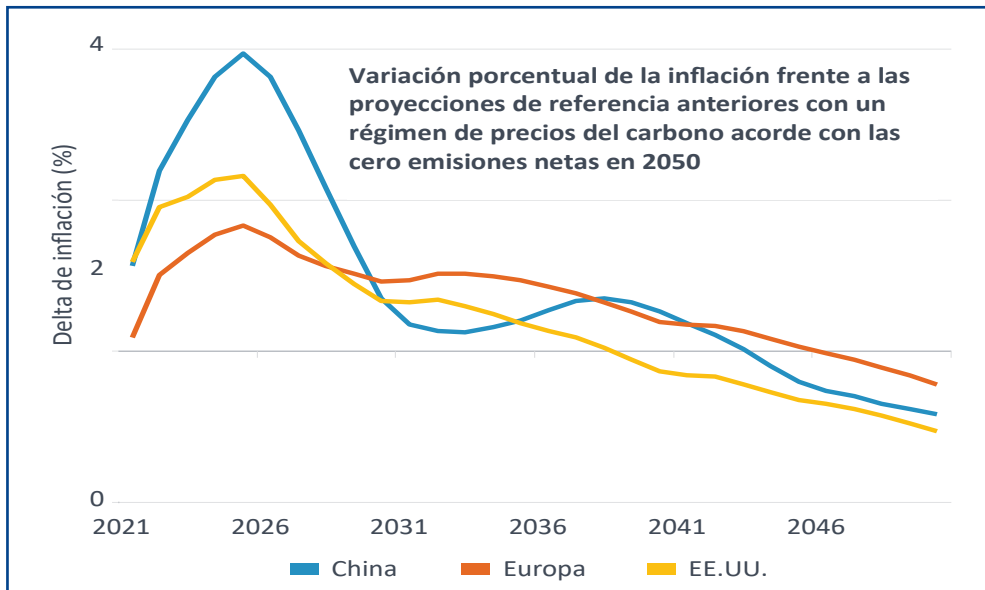
Figura 10: El precio del carbono es un factor determinante en los riesgos de transición.



Fuente: Fidelity International, NGFS Scenario Explorer (junio de 2021), noviembre de 2021.

La Figura 11 cuantifica el impacto inflacionista de un régimen integral para los precios del carbono coherente con una transición hacia las cero emisiones netas en 2050. Es importante destacar que estas proyecciones dependen en cierto modo de la rapidez y los plazos de implantación de las políticas de precios del carbono y que eso está sujeto a un alto grado de incertidumbre. Si los líderes mundiales tratan de abordar el cambio climático de forma temprana y coordinada, el empujón a la inflación derivado de los precios del carbono será fuerte y llegará pronto. Si lo retrasan, el impacto sobre la inflación podría aplazarse y disminuir ligeramente, pero seguiría siendo importante y veríamos cómo aumentan los costes indirectos anteriores. Por suerte, las energías renovables ofrecen una alternativa a los problemas actuales de seguridad energética de las economías avanzadas y, por lo tanto, confiamos en que la inversión en esta área aumentará con fuerza durante los próximos años. Sin embargo, también somos conscientes de que la transición justa podría hacer que algunos sectores afectados y algunos países más pobres sigan siendo grandes emisores durante algún tiempo.

Figura 11: El precio del carbono podría provocar una inflación importante a medio plazo.



Fuente: Fidelity International, Escenarios climáticos de la NGFS para bancos centrales y supervisores, junio de 2021.



4. CUARTA D. TENDENCIAS DEMOGRÁFICAS INTERNACIONALES

Se prevé que la población mundial toque techo en 10.400 millones de personas en 2087 y comience a decrecer después de esa fecha, según las estimaciones más recientes de la ONU. De los cinco países contenidos en nuestro análisis, que son EE.UU., China, Japón, Alemania y el Reino Unido, todas las poblaciones excepto la estadounidense habrán tocado techo antes de que concluya el siglo. La población de Japón comenzó a contraerse en 2010, mientras que en Alemania se esperaba que la contracción comenzara el año pasado. De hecho, la población de China menguó en 2022, nueve años antes de lo previsto inicialmente, y la población del Reino Unido comenzará a declinar en 2056.

La ONU también pronostica que la población mundial va a envejecer debido al efecto combinado del rápido descenso de las tasas de fertilidad y la mayor longevidad. La población de muchos países emergentes y economías "frontera" seguirá siendo joven comparada con la de estos cinco países, pero incluso sus tasas de fertilidad están reduciendo la brecha con los mercados desarrollados. La tendencia a tener menos hijos elevará la mediana de edad de prácticamente todos los países de aquí a finales de siglo, lo que tendrá consecuencias desde el punto de vista de la producción, la inflación, el consumo y el ahorro, entre otros.

China se desmarcará claramente del resto, ya que se prevé que su población se

reduzca a la mitad durante los próximos 75 años. Los datos sobre el envejecimiento de China son extraordinarios: se prevé que su población activa descienda del 64% del total actualmente hasta el 46% en 2100, y que su tasa de dependencia pase del 44% al 103% en este periodo. Japón presentará unas cifras bastante similares, con una tasa de dependencia del 100% en 2100; entretanto, las tasas de dependencia de EE.UU., Reino Unido y Alemania oscilarán entre el 80% y el 90%, entre 25 y 30 puntos porcentuales más que en la actualidad. Los cinco países se situarán ampliamente por encima de la tasa de dependencia media mundial en 2100, cifrada en el 68%.

Tabla 1: Crecimiento total de la población por década.

	EE.UU.	China	Japón	Alemania	Reino Unido	Mundo
Años 1950	19%	20%	12%	3%	5%	21%
Años 1960	14%	26%	12%	7%	6%	22%
Años 1970	11%	19%	12%	-1%	1%	20%
Años 1980	11%	17%	5%	2%	2%	20%
Años 1990	14%	10%	3%	3%	3%	16%
Años 2000	10%	7%	1%	0%	7%	14%
Años 2010	8%	6%	-2%	2%	7%	12%
Años 2020	5%	-1%	-5%	-1%	3%	9%
Años 2030	4%	-3%	-6%	-2%	2%	8%
Años 2040	2%	-5%	-7%	-3%	1%	6%
Años 2050	1%	-8%	-7%	-4%	0%	4%
Años 2060	2%	-10%	-8%	-3%	0%	2%
Años 2070	1%	-10%	-7%	-3%	0%	1%
Años 2080	0%	-11%	-6%	-2%	-1%	0%
Años 2090	0%	-11%	-6%	-2%	-1%	-1%

Fuente: Fidelity International, ONU, 2022.

Tabla 2: Población total por década (millones).

	EE.UU.	China	Japón	Alemania	Reino Unido	Mundo
1960	176	654	94	73	53	3.019
1970	200	823	105	78	56	3.695
1980	223	982	118	78	56	4.444
1990	248	1.154	124	79	57	5.316
2000	282	1.264	127	82	59	6.149
2010	311	1.348	128	81	63	6.986
2020	336	1.425	125	83	67	7.841
2030	352	1.416	119	83	69	8.546
2040	367	1.378	111	81	71	9.188
2050	375	1.313	104	79	72	9.709
2060	381	1.205	97	76	72	10.068
2070	387	1.085	89	74	72	10.297
2080	391	973	83	72	72	10.415
2090	393	863	78	70	71	10.424
2100	394	767	74	69	70	10.349

Fuente: Fidelity International, ONU, 2022.

En conjunto, dos grandes situaciones demográficas determinarán lo que resta de s. XXI. En primer lugar, la contracción global de la población de las grandes economías del mundo y, en segundo lugar, el aumento de las tasas de dependencia a resultas del envejecimiento. En China y Japón, habrá aproximadamente una persona no trabajadora por cada trabajador en 2070.

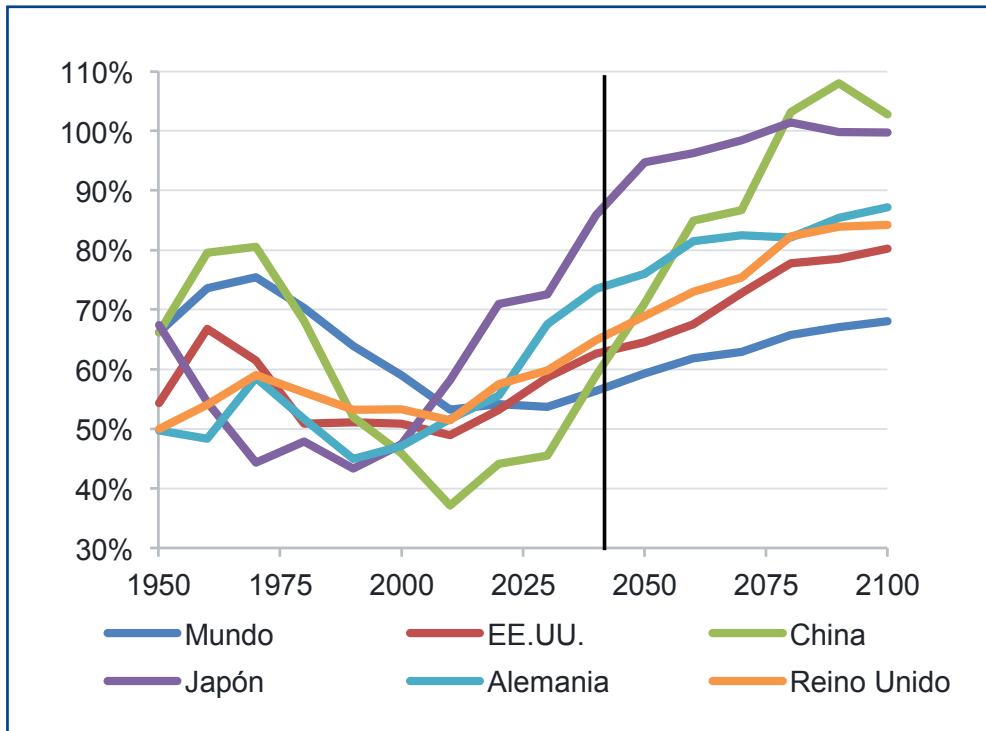
Estas evoluciones tendrán consecuencias sustanciales para el crecimiento mundial, la inflación, los tipos de interés, el ahorro y la inversión, los mercados de la vivienda, la asignación de activos y los precios de los activos. En este documento, nos centramos en cómo van a repercutir las tendencias demográficas en el crecimiento y la inflación.

Implicaciones de las tendencias demográficas para la inflación mundial

Así pues, ¿qué conllevan las tendencias demográficas desde el punto de vista de la inflación mundial? Se trata de una cuestión compleja que ha sido abordada por numerosas figuras de prestigio del ámbito de la economía y las políticas públicas,

desde Larry Summers (“estancamiento duradero”) hasta Charles Goodhart (The Great Demographic Reversal).

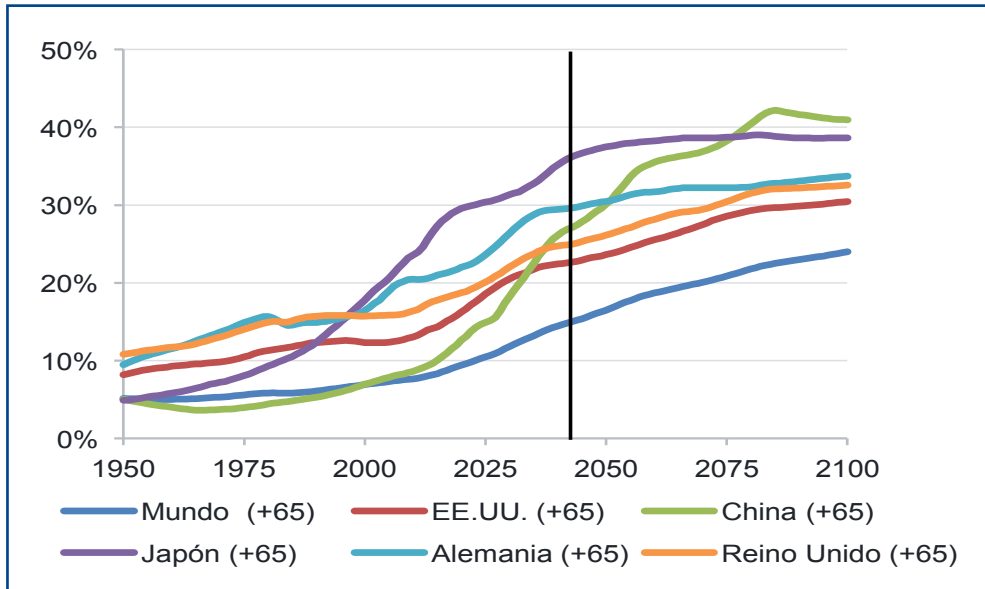
Figura 12: Tasas de dependencia, históricas y previstas.



Fuente: Fidelity International, ONU, 2022.

En resumen, creemos que la oleada de jubilaciones en la generación del Baby Boom en China y EE.UU., junto con otras fuerzas, sostendrán el aumento del salario real y una inflación estructuralmente más elevada durante los próximos 10 a 20 años. Sin embargo, durante la segunda mitad del siglo cabe esperar que adquiera mayor relevancia el impacto desinflationista derivado de la ralentización y envejecimiento de las poblaciones a causa de las menores tasas de crecimiento tendencial. También podría augurar una era de estancamiento duradero de no mediar una fuerte mejora de la productividad.

Figura 13: Porcentaje de población de edad avanzada, histórico y previsto.



Fuente: Fidelity International, ONU, 2022.

¿El envejecimiento de la mano de obra es deflacionista o inflacionista?

Existen dos grandes facciones en el debate sobre los cambios demográficos y la inflación. La primera echa mano de las teorías del ciclo de vida y aprecia una correlación positiva entre una población joven en expansión y el crecimiento y la inflación. En este bando, las tendencias económicas a largo plazo son producto de los ciclos de vida. Los periodos con altas tasas de fertilidad dan paso dos o tres décadas más tarde a un dividendo demográfico a medida que las poblaciones en edad de trabajar jóvenes y en expansión impulsan la innovación, el crecimiento y la inversión¹.

Estos periodos se caracterizan por un mayor crecimiento de la inflación y el salario real, lo que beneficia a los trabajadores². Por el contrario, cuando la población

¹ Aksoy et al, *Demographic Structure and Macroeconomic Trend*, 2015.

² Bullard et al, *Demographics, Redistribution and Optimal Inflation*, 2016

crece más despacio o mengua, la economía registrará menos crecimiento, inversión y consumo, el salario real se estancará y la desinflación (que beneficia a los jubilados) entrará en escena.

El segundo bando, que ha recibido más atención desde que los economistas Charles Goodhart y Manoj Pradhan publicaran su trabajo titulado *The Great Demographic Reversal*, considera que el aumento de la inflación obedece a una contracción de la reserva de mano de obra a medida que se aceleran las jubilaciones en los mercados desarrollados y China. En su marco, los salarios dependen principalmente de la oferta y la demanda, de tal modo que los trabajadores aumentan su poder de negociación a medida que desciende la oferta de mano de obra. Argumentan convincentemente que la integración de la población activa más joven y más barata de China al comercio y las cadenas de suministro internacionales a partir de la década de 1990 redujo los salarios reales y la inflación en todos los mercados desarrollados. Su principal predicción es que la inminente contracción y envejecimiento de la población china tendrá ahora el efecto contrario y tirará al alza de la inflación en todo el mundo³.

Las dos facciones del debate tienen argumentos de peso. Estamos de acuerdo en que existe una pugna entre los obstáculos para el crecimiento que tienen un efecto desinflacionista y las presiones inflacionistas derivadas de la escasez de trabajadores, lo que lógicamente debería dar lugar a salarios más altos. La experiencia histórica justifica ambas posturas: por un lado, la trayectoria de la inflación en EE.UU. y Japón ha replicado las tendencias poblacionales (véase la Fig. 14). Por otro, el estancamiento de los salarios reales en EE.UU. después de que China se adhirió a la OMC plantea claramente que la desinflación de las últimas tres décadas se dispone a regresar a la media (Tabla 3 y Fig. 15).

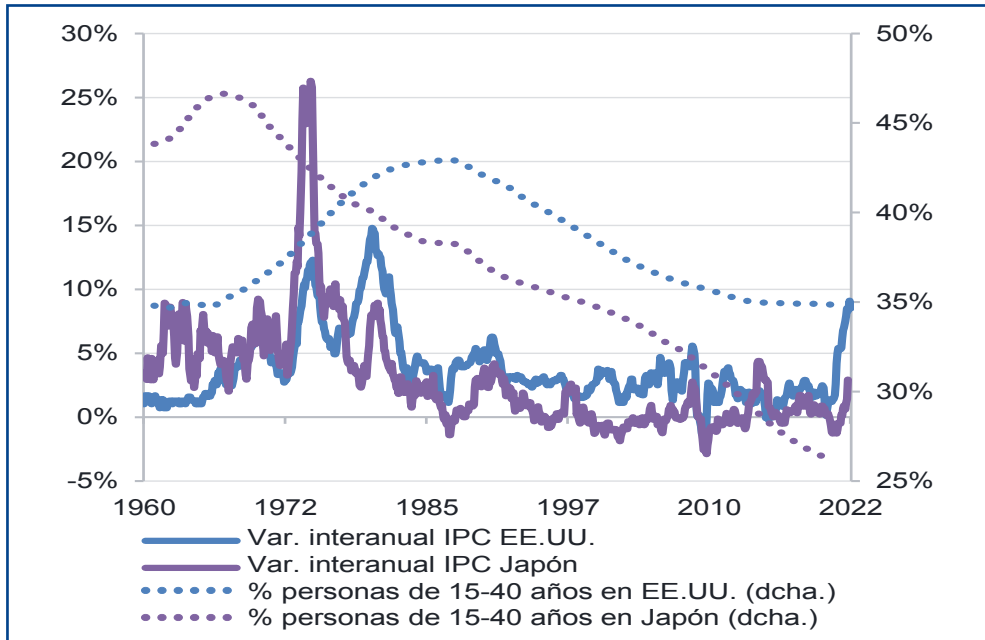
Una vez alcanzados los diferentes objetivos de las políticas públicas, el estancamiento duradero en forma de crecimiento más lento e inflación más baja podría prevalecer debido a la transición demográfica en los mercados desarrollados y China. Un posible desenlace en la segunda mitad de siglo es un largo periodo de estancamiento.

Esta tensión se puede resolver dividiendo el impacto de estos factores en horizontes a corto y largo plazo. A corto plazo (hasta 2040), vemos que la transición

³ Goodhart and Pradhan, *The Great Demographic Reversal*, 2020.

demográfica ejerce un efecto inflacionista en el mundo, sobre todo si China deja de exportar desinflación a través de una abundante oferta de mano de obra.

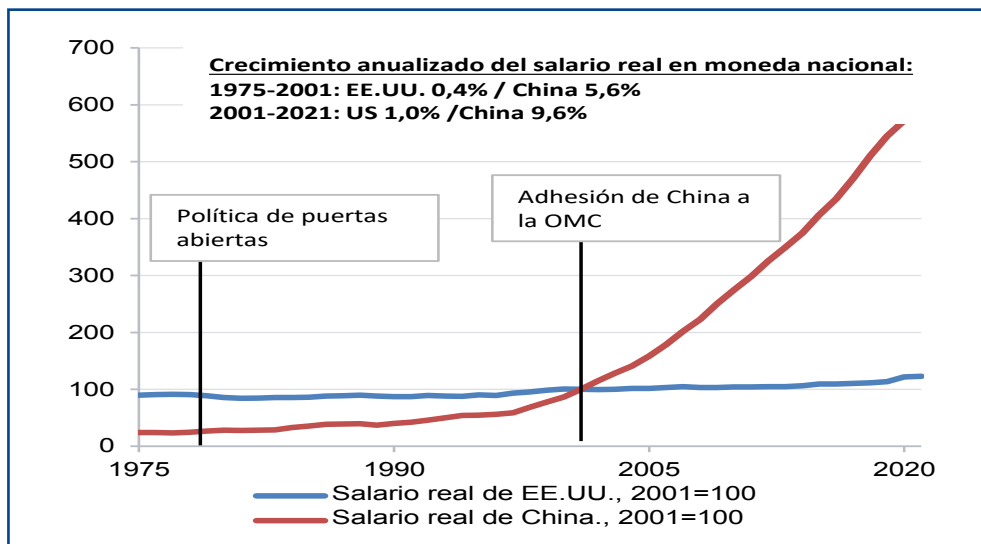
Figura 14: Inflación y cambios demográficos: Japón y EE.UU. (1960-2021).



Fuente: Fidelity International, ONU, Bloomberg, 2022, Bullard et al, 2016.

Además, los objetivos de las políticas públicas tanto en EE.UU. como en China, a saber, reducir la desigualdad y mejorar la estabilidad social sosteniendo el crecimiento del salario real, probablemente tengan un impacto inflacionista. En EE.UU., el estancamiento del salario real que se observa desde hace décadas en los grupos de rentas más bajas, debido en parte al choque demográfico que se produjo cuando la mano de obra de China se incorporó a la economía mundial, ha suscitado suficiente atención como para dar lugar a medidas legislativas. Por ejemplo, la Chips and Science Act de 2022, cuyo objetivo es promover la relocalización de la fabricación de tecnología y elevar el peso de las aportaciones nacionales, debería ser inflacionista en última instancia. En China, el objetivo de “prosperidad compartida” y “economía interna” abrazado por las autoridades tendrá un efecto similar.

Figura 15: Salario real de EE.UU. y China, 2001 = 100.



Fuente: Fidelity International, Haver Analytics, 2022.

Tabla 3: Comparativa decenal de las tendencias demográficas y de inflación.

	EE.UU.				China				Japón				Alemania				Reino Unido			
	Crec. acumulado de la población	Crec. acumulado de la población activa	Var. interanual del IPC general, media mensual	Crecimiento real de los salarios, anualizado	Crec. acumulado de la población	Crec. acumulado de la población activa	Var. interanual del IPC general, media mensual	Crecimiento real de los salarios, anualizado	Crec. acumulado de la población	Crec. acumulado de la población activa	Var. interanual del IPC general, media mensual	Crecimiento real de los salarios, anualizado	Crec. acumulado de la población	Crec. acumulado de la población activa	Var. interanual del IPC general, media mensual	Crecimiento real de los salarios, anualizado	Crec. acumulado de la población	Crec. acumulado de la población activa	Var. interanual del IPC general, media mensual	Crecimiento real de los salarios, anualizado
1950-1960	19%	8%	2%		20%	13%	3%		12%	24%	4%		3%	5%	2%		5%	1%	4%	
1960-1970	14%	13%	3%		26%	17%	1%	0%	12%	24%	6%	5%	7%	0%	3%		6%	2%	4%	
1970-1980	11%	21%	8%	-1%	19%	31%	1%	2%	12%	11%	9%	3%	-1%	2%	5%	5%	1%	1%	12%	3%
1980-1990	11%	15%	5%	-1%	17%	34%	8%	3%	5%	7%	2%	2%	2%	12%	3%	1%	2%	7%	6%	3%
1990-2000	14%	14%	3%	0%	10%	19%	8%	7%	3%	3%	1%	1%	3%	1%	2%	2%	3%	4%	3%	2%
2000-2010	10%	12%	2%	0%	7%	16%	2%	13%	1%	-5%	0%	0%	0%	-3%	2%	0%	7%	8%	2%	1%
2010-2020	8%	6%	2%	1%	6%	3%	3%	8%	-2%	-10%	1%	-1%	2%	1%	1%	1%	7%	4%	2%	1%

Fuente: Fidelity International, ONU, Bloomberg, Haver Analytics, fuentes nacionales, 2022.

CONCLUSIÓN: LAS PRESIONES INFLACIONISTAS PROBABLEMENTE PERDURARÁN

Cuando consideramos el deseo de los políticos de evitar pagar la deuda acumulada, pero también asegurarse de que sea sostenible, la tentación de recurrir a mayores tasas de incremento de los precios para desinflarla, la voluntad explícita y creciente de los países avanzados de dar marcha atrás a la globalización y la necesidad de descarbonizar (y sus costes asociados), resulta fácil ver por qué las presiones inflacionistas podrían seguir siendo más elevadas durante la próxima década de lo que han sido en promedio durante la década anterior.

Además, el declive del crecimiento poblacional en los mercados desarrollados y China pronto se sentirá también en la inflación. La transición demográfica demandará una planificación cuidadosa y con amplitud de miras por parte de las autoridades para promover la estabilidad social, la gestión eficaz de los recursos públicos y la preservación de la riqueza y la renta.

Obviamente, se mantendrán algunas fuerzas desinflacionistas, como las mejoras de la eficiencia gracias a la tecnología. Sin embargo, apreciamos claramente la posibilidad de que el mundo occidental pueda estar adentrándose en un periodo prolongado de inflación media más alta, tal vez entre el 3% y el 4% durante los próximos diez años. Aunque eso podría parecer chocante en el contexto de los años de desinflación desde la crisis financiera mundial y el nivel del 2% que

se acepta comúnmente como representativo de la estabilidad de los precios, un vistazo a la historia nos enseña que no sería tan sorprendente. Si efectuáramos nuestro análisis empírico de la inflación a cien años a comienzos de la crisis financiera mundial, la mediana de la inflación histórica habría superado ese 3%, ya que los años desinflacionistas posteriores a la crisis habrían sido reemplazados por el periodo fuertemente inflacionista de la I Guerra Mundial. La anomalía es, en realidad, la era desinflacionista reciente.

AGRADECIMIENTOS ESPECIALES

Tony Lee, Kapil Sethi, Naveen Yadav, Max Stainton, Edward Rayment, Hokeun Chung, el equipo de Macroeconomía Global y Asignación Estratégica de Activos, Ayesha Akbar, Caroline Shaw, el equipo de Dirección de Inversiones del área de Multiactivos, Amartya Maheshwari y otros compañeros de Fidelity International por sus aportaciones a este trabajo, incluidos los estudios y análisis que lo sustentan.

BIBLIOGRAFÍA SOBRE DEMOGRAFÍA

Tendencias demográficas mundiales

Myers y Pitkin, Turning Points in the American City, 1950-2040, The Annals of the American Academy, 2009.

Revisión de 2022 de las Perspectivas de población en el mundo de la ONU.

ONU, Perspectivas de población en el mundo 2022: Resumen de resultados, 2022.

Implicaciones para la inflación mundial

Anderson, Botman y Hunt, Is Japan's Population Aging Deflationary?, Documento de trabajo del FMI, 2014.

Bosma et al, 2019/2020 Global Report, Global Entrepreneurship Monitor, 2022.

Carpenter, Job Switchers Are Earning a Lot More than Those Who Stay, Wall Street Journal, 25 de julio de 2022.

Faberman y Justiniano, Job Switching and Wage Growth, Federal Reserve Bank of Chicago, Carta de la Fed de Chicago n°. 337, 2015.

Faccini, Melosi y Miles, The Effects of the “Great Resignation” on Labor Market Slack and Inflation, Banco de la Reserva Federal de Chicago, Carta de la Fed de Chicago n°. 465, 2022.

Gagnon, Johannsen y López-Salido, Understanding the New Normal, The Role of Demographics, 2016.

Goodhart y Pradhan, The Great Demographic Reversal, 2020.

Juselius y Takats, The enduring link between demography and inflation, Documentos de trabajo del BEI, 2018.

Katagiri, Konishi y Ueda, Aging and Deflation from a Fiscal Perspective, 2014.

Kochhar et al, Majority of US Workers Changing Jobs are Seeing Real Wage Gains, Pew Research Center, julio de 2022.

Koo, The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan’s Great Recession, 2008.

Krueger, Reflections on Dwindling Worker Bargaining Power and Monetary Policy, Almorzo de trabajo de Jackson Hole, 2018.

Rachel y Summers, On Secular Stagnation in the Industrialized World, 2019.

Schmelzing, Eight Centuries of global real interest rates, R-G, and the ‘suprasecular’ decline, 1311-2018, Documento de trabajo del personal del Banco de Inglaterra, 2020.

FOROS SOBRE TEMAS DE INVERSIÓN

- Nº 1. Las grandes tendencias de inversión: el impacto de la demografía.
- Nº 2. Longevidad y cambios en el ahorro y la inversión.
- Nº 3. El papel del cambio climático en la macroeconomía y la asignación de activos.
- Nº 4. Una visión de la banca actual a través del coste de capital y sus determinantes.
- Nº 5. Perspectivas de macroeconomía global. Las cuatro Ds y el retorno de la inflación.

ENTIDADES PATRONO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS

BANCO SANTANDER, S.A.

BANCO SABADELL

FIDELITY INTERNATIONAL

LA CAIXA

BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES

URIA & MENENDEZ

ACS

EY

FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA

KPMG

JB CAPITAL

DELOITTE

J&A GARRIGUES, S.L.

CECA

GVC GAESCO

FINALBION

FLUIDRA

WORKDAY



Núñez de Balboa, 108 - 1ª planta - 28006 Madrid
Tel.: +34 91 563 19 72 - Fax: +34 91 563 25 75
www.institutodeanalistas.com