

Pandexit: una recuperación diferente

Las últimas semanas han supuesto la confirmación de que la economía internacional ha marcado un punto de inflexión, a partir del cual se va a ir configurando una recuperación que tendrá características especiales, teniendo en cuenta la excepcionalidad, tanto de la crisis, como de las respuestas de política económica. El *pandexit* reflejará la aplicación de programas fiscales expansivos no vistos en las últimas décadas, el mantenimiento de unas condiciones financieras extremadamente laxas por parte de los bancos centrales, las consecuencias sobre el gasto privado de la acumulación de ahorro forzoso y la aceleración del proceso de digitalización de nuestras economías. Sin olvidarnos de que la optimización de la senda de recuperación y, por tanto, la amplificación del efecto de los multiplicadores fiscales solo se alcanzará aplicando las reformas económicas tantas veces postergadas (véase el Dossier de este *Informe Mensual*). Esto facilitaría que la reactivación sea inclusiva y neutral desde un punto de vista medioambiental.

De momento, en esta fase inicial de la recuperación, la visibilidad todavía es reducida y, por tanto, de forma acertada, se ha decidido mantener el rumbo y no cambiar el tono de las recetas aplicadas desde el inicio de la crisis. El ruido es aún muy elevado y está afectando al comportamiento de las variables económicas, con sorpresas al alza tanto en el ámbito de precios, como, por ejemplo, en el de confianza de los agentes, donde estamos asistiendo a niveles máximos de optimismo empresarial en casi década y media. Algo normal, teniendo en cuenta los desajustes provocados por la pandemia en la oferta global y en el funcionamiento de las cadenas de valor, con efectos en logística, gestión de existencias, abastecimiento de materias primas esenciales (semiconductores), etc. La vuelta a la normalidad debería llevar aparejada la apertura de los cuellos de botella ocasionados por la rápida recuperación de la demanda. La realidad es que, solo un año después del inicio de la recesión, los intercambios de bienes y servicios han recuperado los niveles pre-COVID, cuando en la crisis financiera de finales de los noventa tardaron casi 24 meses, señal de que difícilmente vamos a ver una involución en el proceso de globalización, más allá de los lógicos ajustes para reducir la fragilidad de las cadenas de valor.

Acertadamente, las autoridades económicas han decidido que es preferible no precipitarse y esperar a ver cómo evolucionan las variables económicas a partir del verano, tras el fuerte repunte de la actividad que esperamos para los meses centrales del año. Lo único urgente sigue siendo el control de la pandemia, pues la proporción de la población vacunada en la mayoría del mundo emergente, excluida parte de Europa del Este y Oriente Medio, es muy baja, lo que las hace vulnerables a la variante delta, que se propaga

rápidamente e introduce riesgos significativos a la baja en sus perspectivas de crecimiento. Por tanto, la prioridad a corto plazo es aumentar el porcentaje de población vacunada, vía indispensable para limitar las mutaciones del virus que alejan el punto en el que se alcanzará una inmunidad de grupo completa. En este sentido, con solo el 28% de la población mundial con al menos una dosis, el FMI ha estimado en 50.000 millones de dólares el coste que tendría el programa de inmunización global, con un efecto potencial positivo sobre la actividad mundial de unos 9 billones de dólares en 2025.

En este contexto, las novedades más relevantes de las últimas semanas han sido la rápida expansión de la variante delta del virus, la nueva revisión al alza de las previsiones de crecimiento nominal en EE. UU. y Europa y, especialmente, el inicio de un sutil cambio de tono de la Fed que supone el pistoletazo de salida al proceso de normalización monetaria más complejo de la historia, con implicaciones potenciales sobre la estabilidad financiera mundial. Lo importante, más allá de las valoraciones que podamos tener los economistas sobre si el banco central americano va por detrás de la curva con una inflación alcanzando el nivel psicológico del 5%, es que los mercados, de momento, siguen comprando el mensaje de transitoriedad inflacionista, con el bono americano a 10 años manteniéndose en la zona del 1,5% y las expectativas de inflación a medio plazo perfectamente ancladas (en torno al 2,5%). Es decir, se sigue descontando un escenario ideal (*goldilocks*), caracterizado por un crecimiento elevado y duradero, un *shock* de inflación temporal y unas autoridades monetarias extremadamente cautelosas con la estrategia de salida, levantando el pie del acelerador suavemente. Un escenario que sigue apoyando el positivo comportamiento de los mercados, pero que a la mínima duda de los inversores sobre la transitoriedad del repunte inflacionista puede propiciar correcciones en los activos financieros, especialmente en verano, cuando la reducción de la liquidez aumenta la sensibilidad a sorpresas negativas.

En definitiva, en este primer semestre se ha certificado que las principales economías del mundo recuperarán durante 2021 los niveles de PIB perdidos en la crisis, aunque en los próximos meses seguiremos afrontando un escenario complejo, supeditado a los efectos de las potenciales mutaciones del virus y a los desajustes que pueden estar provocando las interrupciones en las cadenas de producción mundiales. Nada parecido a la incertidumbre de hace un año, cuando dudábamos de la efectividad de las vacunas o, incluso, a la preocupación de antes de la crisis por el riesgo de una situación a la japonesa o de estancamiento secular.

José Ramón Díez Guijarro