

## Estrategias de salida

Como se ha puesto de manifiesto en las últimas semanas, hay pocas cosas más importantes que contar con una adecuada estrategia de salida una vez que se da por finalizada una misión. También en economía, donde se empieza a poner en duda la idoneidad de mantener por tiempo indefinido el programa de política económica que, de forma acertada, se ha estado utilizando desde hace año y medio para afrontar la crisis pandémica. Los avances en los ritmos de vacunación y la recuperación de la movilidad están situando al ciclo económico en una posición bien diferente a la de hace 12 meses y, en ese cambio de trayectoria, aparecen cuellos de botella a lo largo de la cadena de formación de precios (transporte, logística, etc.), afectando al comportamiento de la inflación. Un termómetro que aunque en circunstancias tan especiales como las actuales no esté reflejando con exactitud la temperatura de la economía (aun utilizando las lecturas subyacentes), sí que muestra que la balanza de riesgos empieza a cambiar.

De momento, el consenso de analistas sigue defendiendo que buena parte del repunte de precios viene explicado por factores de índole transitoria (efectos de base y desequilibrios temporales entre demanda y oferta) y, por tanto, los sorprendentes ritmos interanuales a los que está creciendo el coste de la cesta de consumo en EE. UU. (5,4%) y Europa (3%) deberían ir diluyéndose en los próximos meses según vaya ajustándose la oferta al fuerte aumento de la demanda, tanto de bienes como de servicios. Algo muy importante para el futuro de la recuperación, porque ya están aflorando efectos negativos en márgenes empresariales y capacidad de compra de las familias (especialmente en países emergentes). Si las subidas de precios se enquistan a lo largo de la cadena productiva y los costes laborales unitarios empiezan a elevarse, se pondría en riesgo el buen comportamiento que ha mostrado la demanda externa en países como España en los últimos años.

¿Qué deben hacer los bancos centrales en estas circunstancias? Por un lado, no precipitarse, pero a la vez ir adaptando la hoja de ruta a los cambios que empiezan a detectarse en la coyuntura económica. Si la nueva senda está bien diseñada y, sobre todo, comunicada de forma correcta, la normalización monetaria no tiene por qué traducirse en un fuerte endurecimiento de las condiciones financieras. Algo que de momento está consiguiendo la Fed, primer banco central, entre los grandes países desarrollados, obligado a mover ficha. El anuncio de Powell en la reunión de Jackson Hole de que probablemente se iniciará el *tapering* (reducción del volumen de compras de deuda) hacia finales de año fue bien recibido por los mercados, pues a la vez el máximo responsable de la Fed anticipó que las subidas de tipos de interés se dejarán para más tarde. Al contrario que cuando lo comunicó Bernanke en 2013, provocando una tormenta en los mercados financieros.

En el caso de Europa, las urgencias son menores, pese a que la inflación se ha situado durante el verano en máximos desde 2011 y la actividad ha mantenido un tono positivo, a juzgar por las señales provenientes de las encuestas y de los indicadores de alta frecuencia. Probablemente, ante la incomodidad que empieza a manifestar una parte del Consejo del BCE, a corto plazo solo será necesario un ligero retoque a la baja en los niveles de compra del programa creado para combatir la pandemia (PEPP) en el último trimestre del año. Mientras, se irá aterrizando la nueva estrategia comunicada por el BCE en julio que sigue la filosofía apuntada por la Fed hace 12 meses, a la búsqueda de una mayor flexibilidad para encajar el doble objetivo de inflación y estabilidad financiera a la nueva realidad económica. Esta actualización aumenta la simetría del objetivo para tener más capacidad de responder al riesgo de deflación, incorpora a la caja de herramientas cotidiana los instrumentos extraordinarios utilizados en los últimos años y prevé ampliar la composición de la cesta de precios, con la vivienda en propiedad (ahora solo se incluyen los alquileres). De momento, la parte que aún necesita algo más de rodaje es el ajuste de la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), que debe facilitar la formación de las expectativas de tipos de interés en los mercados. De momento, el mensaje es que la autoridad monetaria europea necesitará señales más firmes de una aproximación al objetivo de las previsiones de inflación a medio plazo (incluidas las lecturas tendenciales de precios), antes de señalar una retirada de los estímulos. Ello se ha traducido en un ligero retraso del momento en el que los inversores esperan una subida de tipos de la eurozona. Más simetría, más flexibilidad o la pérdida de importancia de las variables monetarias en el análisis reflejan que el BCE quiere ir dejando atrás la huella del Bundesbank, lo que sin duda facilitará la compleja estrategia de salida que van a tener que abordar los bancos centrales en los próximos años.

José Ramón Díez Guijarro  
Septiembre 2021