

Estratègies de sortida

Com s'ha posat de manifest en les últimes setmanes, hi ha poques coses més importants que comptar amb una estratègia de sortida adequada quan es dona per finalitzada una missió. També en economia, on es comença a qüestionar la idoneïtat de mantenir per temps indefinit el programa de política econòmica que, de manera encertada, s'ha estat utilitzant des de fa un any i mig per combatre la crisi pandèmica. Els avanços en els ritmes de vacunació i la recuperació de la mobilitat situen el cicle econòmic en una posició ben diferent a la de 12 mesos enrere, i, en aquest canvi de trajectòria, apareixen colls d'ampolla al llarg de la cadena de formació de preus (transport, logística, etc.) que afecten el comportament de la inflació. Un termòmetre que, malgrat que, en circumstàncies tan especials com les actuals, no reflecteixi amb exactitud la temperatura de l'economia (fins i tot utilitzant les lectures subjacents), sí que mostra que la balança de riscos comença a canviar.

Ara com ara, el consens d'analistes continua defensant que una bona part del repunt de preus s'explica per factors transitoris (efectes de base i desequilibris temporals entre la demanda i l'oferta) i que, per tant, els sorprenents ritmes interanuals als quals creix el cost de la cistella de consum als EUA (el 5,4%) i a Europa (el 3%) s'haurien d'anar diluint en els propers mesos, a mesura que l'oferta es vagi ajustant al fort augment de la demanda, tant de béns com de serveis. Quelcom molt important per al futur de la recuperació, perquè ja afloren els efectes negatius en els marges empresarials i en la capacitat de compra de les famílies (en especial, als països emergents). Si les pujades de preus s'enquisten al llarg de la cadena productiva i els costos laborals unitaris comencen a pujar, es posaria en risc el bon comportament que ha mostrat la demanda externa en països com Espanya en els últims anys.

Què han de fer els bancs centrals en aquestes circumstàncies? D'una banda, no precipitar-se, però, alhora, han d'anar adaptant el full de ruta als canvis que es comencen a detectar en la conjuntura econòmica. Si la nova senda està ben dissenyada i si, sobretot, es comunica de manera correcta, la normalització monetària no té per què traduir-se en un enduriment fort de les condicions financeres. Quelcom que, ara com ara, està aconseguint la Fed, primer banc central, entre els grans països desenvolupats, obligat a moure fitxa. L'anunci de Powell en la reunió de Jackson Hole que, probablement, s'iniciarà el *tapering* (reducció del volum de compres de deute) cap al final d'enguany ha estat ben rebut pels mercats, perquè, al mateix temps, el màxim responsable de la Fed va anticipar que les pujades de tipus d'interès es deixaran per a més endavant. Al contrari del que va succeir quan Bernanke ho va comunicar el 2013 i va provocar una tempesta als mercats financers.

En el cas d'Europa, les urgències són menors, malgrat que la inflació s'ha situat durant l'estiu en màxims no vistos des del 2011 i l'activitat ha mantingut un to positiu, atesos els senyals provinents de les enquestes i dels indicadors d'alta freqüència. És probable que, davant la incomoditat que comença a manifestar una part del Consell del BCE, a curt termini, només sigui necessari un lleuger retoc a la baixa en els nivells de compra del programa creat per combatre la pandèmia (PEPP) en l'últim trimestre de l'any. Mentrestant, anirà aterrant la nova estratègia, comunicada pel BCE al juliol, que segueix la filosofia apuntada per la Fed fa 12 mesos, a la cerca d'una major flexibilitat per encaixar el doble objectiu d'inflació i d'estabilitat financera a la nova realitat econòmica. Aquesta actualització augmenta la simetria de l'objectiu per tenir més capacitat de respondre al risc de deflació, incorpora a la caixa d'eines quotidiana els instruments extraordinaris utilitzats en els últims anys i preveu ampliar la composició de la cistella de preus, amb l'habitatge en propietat (ara només s'inclouen els lloguers). De moment, la part que encara necessita una mica més de rodatge és l'ajust de l'orientació futura de la política monetària (*forward guidance*), que ha de facilitar la formació de les expectatives de tipus d'interès als mercats. Ara com ara, el missatge és que l'autoritat monetària europea necessitarà senyals més fermes d'una aproximació a l'objectiu de les previsions d'inflació a mitjà termini (incloses les lectures tendencials de preus) abans de senyalitzar una retirada dels estímuls. Això s'ha traduït en un lleuger retard del moment en què els inversors esperen una pujada de tipus a la zona de l'euro. Més simetria, més flexibilitat o la pèrdua d'importància de les variables monetàries en l'anàlisi reflecteixen que el BCE vol anar deixant enrere la petjada del Bundesbank, la qual cosa, sens dubte, facilitarà la complexa estratègia de sortida que hauran d'abordar els bancs centrals en els pròxims anys.

José Ramón Díez Guijarro
Setembre 2021