

Buscando el equilibrio perdido

Los datos publicados en las últimas semanas han confirmado el empeoramiento de la combinación de crecimiento e inflación de la economía mundial durante el 3T del año. La desaceleración del ritmo de avance de la actividad global se ha originado en la pérdida de impulso de las tres grandes economías mundiales (China, EE. UU. y Alemania) lastradas por los cuellos de botella en la oferta mundial y los efectos de las subidas de los precios energéticos. Especialmente significativos son los problemas que se empiezan a manifestar en el sector industrial en países como Alemania, a consecuencia de las distorsiones en las cadenas de suministros, pero también los desajustes en el mercado laboral en países como EE. UU., Alemania o, incluso, España, donde las vacantes no cubiertas de puestos de trabajo rozan las 120.000 personas (máximos de la última década). Por tanto, por primera vez en mucho tiempo, la oferta está siendo incapaz de responder al impulso que ha transmitido a la demanda, tanto la utilización del ahorro forzoso acumulado en los confinamientos, como el tono extraordinariamente expansivo de la política económica. Este desajuste sigue manifestándose en retrasos en las entregas de todo tipo de bienes y desabastecimiento de muchas categorías de productos mientras la válvula de escape de la presión (inflación) empieza a alcanzar temperaturas no vistas en las últimas décadas. En esta coyuntura, debemos contar con el mantenimiento de la desconexión entre oferta y demanda global en los dos últimos meses del año, teniendo en cuenta el tradicional aumento del consumo que se produce en esas fechas.

La disyuntiva para la política económica, especialmente en la vertiente monetaria, es o bien seguir confiando en la flexibilidad de la oferta y, por tanto, en la transitoriedad de las subidas de precios, o bien empezar a reducir las tensiones en el lado de la demanda adaptando las condiciones financieras a una realidad que se parece poco a la de hace un año. Y, como casi siempre en economía, la variable tiempo es la clave. De no producirse un cambio radical en las preferencias de los consumidores, lo más previsible es que la oferta vaya desplazándose hasta responder al aumento de la demanda. ¿Pero cuánto tardará en hacerlo? ¿Y cómo responderán los inversores durante ese periodo de ajuste a los desfavorables datos de inflación?

Para la primera pregunta no hay de momento respuesta y, respecto a la segunda, algo empieza a moverse en los mercados financieros, después de meses anestesiados por los mensajes de tranquilidad de las autoridades monetarias. Se está produciendo un aplanamiento de las pendientes de las curvas de tipos de interés originado en un aumento de las rentabilidades con vencimiento a corto plazo (las subidas en los plazos largos han sido más moderadas). Es decir, el mercado sigue confiando en la capacidad de los bancos centrales en alcanzar los objetivos de inflación (en caso contrario, hubiese aumentado la pendiente de la curva), pero para ello considera necesario ajustar de forma moderada las condiciones financieras en los próximos trimestres. Y, de hecho, un buen número de bancos centrales en la OCDE (EE. UU., Australia, Reino Unido, Canadá y Nueva Zelanda) ya se encuentran en la primera fase del proceso de normalización de la política monetaria. Sin embargo, el BCE, que acaba de renovar en verano la estrategia de política monetaria, prefiere tomarse las cosas con más calma, esperar y ver, aunque eso conlleve situarse por detrás de la curva de las expectativas de mercado. En ese pulso soterrado que se ha abierto en las últimas semanas, ahora los inversores anticipan subidas de tipos oficiales en el otoño del año que viene, mientras que los *swaps* de inflación de la eurozona a cinco años aumentaron hasta el 2,3%. Por tanto, con o sin razón, los mercados financieros empiezan a anticipar la necesidad de que la política monetaria contribuya a cerrar la brecha existente entre oferta y demanda, condición necesaria para evitar efectos de segunda ronda en el ámbito de precios que puedan convertir lo transitorio en permanente. Y eso implicará reducción de los ritmos de compra de deuda pública y privada antes de finalizar el año y suaves ascensos de los tipos de interés a lo largo de 2022.

La realidad es que los desequilibrios en los mercados de bienes y factores de producción caracterizan en estos momentos la situación de la economía internacional, cuando todavía un buen número de países no han recuperado los niveles de PIB perdidos. Desequilibrios en la mayoría de los casos globales (materias primas, transporte de mercancías, etc.), consecuencia de la singularidad de la COVID-19, lo que dificulta anticipar cuándo pueden ir desapareciendo. La duda es si la política económica debe intentar reducir esos desequilibrios a corto plazo o seguir confiando en la capacidad de respuesta de la oferta y la vuelta a la «normalidad» del consumo. El riesgo es que el desajuste se enquistase hasta bien entrado el próximo año, lo que podría alterar la senda de recuperación de la economía mundial.

José Ramón Díez Guijarro
Noviembre 2021