

Un alto en el camino

El ciclo de actividad se enfrenta en los próximos meses a la enésima prueba de fuego, teniendo en cuenta: la aparición de la nueva variante de la pandemia (ómicron), las restricciones a la movilidad anunciadas en los países del centro de Europa, la acumulación de sorpresas negativas en el ámbito de la inflación y el deterioro que sigue mostrando la industria por las disrupciones en las cadenas de suministros. La sensación es que se van a tener que revisar a la baja al menos las previsiones del 1T del próximo año, pues afrontamos un nuevo miniciclo en el que aumentarán las limitaciones a los movimientos de bienes y personas. De momento, desconocemos desde la tasa de reproducción de la variante ómicron (estimaciones iniciales la cifran en niveles algo superiores a la delta) hasta el grado de eficacia de las vacunas (hay división de opiniones en la industria sanitaria). En todo caso es pronto para estimar el efecto neto sobre la actividad y se debe tener en cuenta que la capacidad de respuesta de los agentes y autoridades económicas ha ido mejorando con cada nuevo episodio de mutación de la COVID-19, dentro de un proceso de adaptación y aprendizaje continuo.

La novedad esta vez estriba en que la aparición de la variante ómicron se produce en un momento en el que se van acumulando las sorpresas negativas en la vertiente de precios. En el mes de noviembre se ha producido un nuevo aumento de la inflación en la eurozona hasta el 4,9% (2,6% la subyacente), situándose en máximos de las últimas décadas en países como Alemania (6%) o España (5,6%), mientras que los precios industriales siguen escalando hasta niveles no vistos desde los *shocks* del petróleo de la década de los setenta (+32% en España o +19% en Alemania en el mes de octubre). De manera que, incluso en los escenarios más favorables, no se espera alcanzar un punto de inflexión en el comportamiento de la inflación hasta bien entrado el próximo año. Como acaba de reconocer el presidente de la Reserva Federal (Jerome Powell), la hipótesis de transitoriedad empieza a perder credibilidad, considerando que el problema no parece flor de un día, especialmente en EE. UU., donde los aumentos de precios de los componentes más volátiles se van filtrando al resto de rúbricas de la cesta y los ratios de rotación en el puesto de trabajo (*The big quit*) ya están situados en el 3% de la fuerza laboral (7% en sectores como la hostelería), provocando escasez de mano de obra en muchos segmentos del mercado laboral. Estimamos que en EE. UU. la inflación tocará techo en niveles cercanos al 7% a finales del 1T 2022, pero lo más importante es que la subyacente se aproximará en ese momento al 6%, lo que puede obligar a intensificar el *tapering* a la Fed para,

en caso necesario, empezar a subir los tipos de interés antes del verano.

En este contexto, la pregunta es: ¿cómo puede afectar la nueva variante del virus al comportamiento de los precios? A juzgar por la experiencia de lo ocurrido en 2020, el descenso de la demanda debería disminuir la presión en los mercados de producción y conllevar una bajada de precios, empezando por los de materias primas. Sin embargo, esta vez puede ser diferente, pues con la logística global muy tocada, cualquier nueva disrupción (cierre de puertos en China, etc.) podría introducir nuevas restricciones en el funcionamiento de las cadenas de valor, complicando la gestión de existencias y enquistando las tensiones en el proceso de formación de precios. Ello complicaría el incipiente proceso de normalización monetaria, pues los bancos centrales se encontrarían entre la espada de intentar mantener muy laxas las condiciones financieras y la pared de afrontar un periodo más largo de lo esperado con la inflación desviándose de forma marcada de los objetivos. La parte más frágil del escenario seguirán siendo los países emergentes, especialmente aquellos dependientes del turismo y con necesidades de financiación elevadas a corto plazo.

Por tanto, la recuperación se va a tener que enfrentar a un nuevo obstáculo a corto plazo, lo que no debería cambiar su trayectoria, pero sí que puede volver a enturbiar el panorama económico en las próximas semanas, al menos hasta que contemos con toda la información necesaria para afinar las respuestas sanitarias y de política económica. Las expectativas de empresas y consumidores condicionarán la incidencia a corto plazo. A medio plazo siguen en pie los factores que han ido consolidando la reactivación en los últimos trimestres: efectividad y capacidad de adaptación de las vacunas, elevados niveles de ahorro y condiciones monetarias y fiscales muy expansivas. Nos enfrentamos a un nuevo alto en el camino, tras el cual el ciclo de negocios debería proseguir en la senda de reactivación.

José Ramón Díez Guijarro