

Turno para los bancos centrales

El oficio de banquero central se ha ido complicando en los últimos años, no solo por la dificultad de compaginar objetivos de crecimiento, inflación y estabilidad financiera, sino también por el desafío que ha supuesto la concatenación de tres grandes crisis de naturaleza muy diversa en la última década y media (financiera, COVID y conflicto bélico), con efectos heterogéneos sobre las dinámicas de precios. Si hace dos escasos años la preocupación de las autoridades monetarias a ambos lados del Atlántico todavía eran los riesgos deflacionistas, que obligaron a utilizar de manera profusa herramientas no convencionales para intentar salir de la trampa de la liquidez, ahora el reto es cómo afrontar el proceso más intenso de subida de precios de las últimas cuatro décadas. Hoy todavía está en vigor el mayor despliegue expansivo de la política monetaria de la historia y se encuentra en periodo de prueba el reciente cambio de estrategia realizado por los dos grandes bancos centrales del mundo que, no olvidemos, pretendía facilitar un ajuste al alza de las expectativas de inflación. Por tanto, el punto de partida incrementa el desafío de afrontar un *shock* de oferta, intentando minimizar los efectos sobre la actividad y la estabilidad financiera del inevitable camino hacia la neutralidad.

Además, el problema es que el aumento del precio de las materias primas como consecuencia del conflicto de Ucrania se desencadena cuando la inflación ya mostraba desde hace más de un año los efectos de los cuellos de botella en las cadenas de producción globales. Es decir, el momento en el que se produce la perturbación es diferente al de otros episodios parecidos de las últimas décadas, pues coincide con una inflación que supera el 5% en buena parte de los países desarrollados, tras meses de sorpresas negativas en el comportamiento de los precios.

La realidad es que cuando combinamos una oferta mundial incapaz de adaptarse al repunte de la demanda, cuellos de botella en partes muy sensibles de las cadenas de suministros mundiales, subidas intensas de los precios de las *commodities* (no solo energéticas), incertidumbre geopolítica y unos bancos centrales por detrás de la curva, el cóctel es una amenaza para el anclaje de las expectativas de precios, al amplificar los riesgos de efectos de segunda ronda en las dinámicas de precios. El problema de la inflación actual es que tiene muchas capas y es complicado discernir si el aumento de los precios se está filtrando a los componentes tendenciales, aun utilizando las tradicionales medidas de inflación subyacente.

De ahí que los bancos centrales estén centrando su preocupación en los efectos del conflicto bélico en el compor-

tamiento de la inflación, mientras que su incidencia en el crecimiento parece una preocupación secundaria que, en todo caso, debería tratarse a través de la política fiscal y de rentas. No olvidemos que la autonomía de los bancos centrales, sus objetivos, estrategia y configuración actual son producto de los *shocks* del petróleo de la década de los setenta. O, más bien, de los errores iniciales en la respuesta de la política económica que conllevaron una espiral inflacionista y un proceso de estanflación. Por tanto, teóricamente, la lección debería estar bien aprendida.

Precisamente ese sólido marco institucional creado en la década de los ochenta del pasado siglo, como respuesta a una situación parecida a la actual, debería inmunizar frente a los riesgos de desequilibrios macroeconómicos, y así lo están entendiendo los inversores al anticipar una normalización sin sobresaltos de la política monetaria. Y, esa es la clave, los tipos de interés ya están subiendo de forma generalizada a lo largo de toda la curva de rentabilidades, pero ese endurecimiento de las condiciones financieras se está produciendo con mínimos costes en términos de estabilidad en los mercados. Incluso con alguna sorpresa positiva, como el buen comportamiento de las bolsas después del ajuste inicial tras el inicio de la guerra. Por tanto, de momento, el precio que están pagando los bancos centrales por encontrarse algo por detrás de la curva al inicio de las hostilidades no está siendo muy significativo. Siendo también cierto que la Fed está acelerando la retirada de estímulos, pues tras la primera subida en marzo está anticipando otras seis subidas este año y, sobre todo, un tipo de interés de llegada al final del proceso por encima del nivel de largo plazo considerado como neutral (2,4%, según la propia institución). Se trata del primer reconocimiento de un gran banco central de la necesidad de entrar en zona restrictiva para afrontar los problemas actuales de precios.

En definitiva, la cuestión no es si van a subir los tipos de interés (ya lo están haciendo), sino qué dosis será necesaria para mantener ancladas las expectativas de inflación después del choque energético. Por tanto, más de una década tras el último endurecimiento monetario en Europa (agosto de 2011), parece que la flecha está en el arco y ahora solo queda decidir el momento más adecuado para lanzarla. A partir de ahí, la clave es cómo interactuará una conjunción de tipos de interés, inflación e incertidumbre en niveles mucho más elevados a los que estábamos acostumbrados sobre unas economías altamente endeudadas.

José Ramón Díez