

Torn per als bancs centrals

L'ofici de banquer central s'ha anat complicant en els últims anys, no solament per la dificultat de compaginar objectius de creixement, d'inflació i d'estabilitat financera, sinó també pel desafiament que ha representat la concatenació de tres grans crisis de naturalesa molt diversa en l'última dècada i mitja (financera, COVID i conflicte bèl·lic), amb efectes heterogenis sobre les dinàmiques de preus. Si fa amb prou feines dos anys la preocupació de les autoritats monetàries a banda i banda de l'Atlàntic encara eren els riscos deflacionistes, que van obligar a utilitzar de manera profusa eines no convencionals per intentar sortir del parany de la liquiditat, ara el repte és com afrontar el procés més intens de pujada de preus de les quatre últimes dècades. Avui encara està en vigor el major desplegament expansiu de la política monetària de la història i es troba en període de prova el recent canvi d'estratègia realitzat pels dos grans bancs centrals del món, que, no ho oblidem, pretenia facilitar un ajust a l'alça de les expectatives d'inflació. Per tant, el punt de partida incrementa el desafiament d'afrontar un xoc d'oferta intentant minimitzar els efectes sobre l'activitat i sobre l'estabilitat de l'inevitable camí cap a la neutralitat.

A més a més, el problema és que l'augment del preu de les primeres matèries a conseqüència del conflicte de Ucraïna es desencadena quan la inflació ja mostrava, des de fa més d'un any, els efectes dels colls d'ampolla sobre les cadenes globals de producció. És a dir, el moment en què es produeix la pertorbació és diferent al d'altres episodis semblants de les últimes dècades, perquè coincideix amb una inflació que supera el 5% a bona part dels països desenvolupats, després de mesos de sorpreses negatives en el comportament dels preus.

La realitat és que, quan combinem una oferta mundial incapaç d'adaptar-se al repunt de la demanda, colls d'ampolla en parts molt sensibles de les cadenes mundials de subministrament, pujades intenses dels preus de les *commodities* (no solament energètiques), incertesa geopolítica i uns bancs centrals per darrere de la corba, el còctel és una amenaça per a l'ancoratge de les expectatives de preus, ja que s'amplifiquen els riscos dels efectes de segona ronda sobre les dinàmiques de preus. El problema de la inflació actual és que té moltes capes, i és complicat discernir, fins i tot utilitzant les mesures tradicionals de la inflació subjacent, si l'augment dels preus s'està filtrant als components tendencials.

Això explica que els bancs centrals estiguin centrant la seva preocupació en els efectes del conflicte bèl·lic sobre el

comportament de la inflació, mentre que la seva incidència sobre el creixement sembla una preocupació secundària, que, en tot cas, s'hauria de tractar a través de la política fiscal i de rendes. No oblidem que l'autonomia dels bancs centrals, els seus objectius, l'estratègia i la configuració actuals són producte dels xocs del petroli de la dècada dels setanta. O, més aviat, dels errors inicials en la resposta de la política econòmica que van comportar una espiral inflacionista i un procés d'estagflació. Per tant, teòricament, la lliçó hauria d'estar ben apresada.

Precisament, aquest sòlid marc institucional creat en la dècada dels vuitanta del segle passat, com a resposta a una situació semblant a l'actual, ens hauria d'immunitzar davant els riscos de desequilibris macroeconòmics, i així ho estan entenen els inversors en anticipar una normalització sense ensurts de la política monetària. I, aquesta és la clau, perquè els tipus d'interès ja estan pujant de forma generalitzada al llarg de tota la corba de rendibilitats, però aquest enduriment de les condicions financeres s'està produint amb mínims costos en termes d'estabilitat als mercats. Fins i tot amb alguna sorpresa positiva, com el bon comportament de les borses després de l'ajust inicial posterior al començament de la guerra. Per tant, ara com ara, el preu que estan pagant els bancs centrals per trobar quelcom rere la corba a l'inici de les hostilitats no és gaire significatiu. També és cert, però, que la Fed està accelerant la retirada d'estímul, perquè, després de la primera pujada al març, està anticipant sis pujades més enguany i, sobretot, un tipus d'interès d'arribada al final del procés per damunt del nivell a llarg termini considerat com a neutral (el 2,4%, segons la mateixa institució). Es tracta del primer reconeixement d'un gran banc central de la necessitat d'entrar en zona restrictiva per afrontar els problemes actuals de preus.

En definitiva, la qüestió no és si pujaran els tipus d'interès (ja ho estan fent), sinó quina dosi serà necessària per mantenir ancorades les expectatives d'inflació després del xoc energètic. Per tant, més d'una dècada després de l'últim enduriment monetari a Europa (agost del 2011), sembla que la fletxa és a l'arc, i ara només queda decidir el moment més adequat per llançar-la. A partir d'aquí, la clau és com interactuarà una conjunció de tipus d'interès, d'inflació i d'incertesa molt per damunt dels nivells als quals estàvem acostumats sobre unes economies molt endeudades.

José Ramón Díez