

## Buscando el equilibrio perdido

Más de dos meses después del inicio de la guerra de Ucrania, la sensación es que los escenarios económicos continúan estando muy abiertos, sujetos al elevado nivel de incertidumbre sobre la evolución del conflicto bélico y sus implicaciones económicas, al efecto de los cierres parciales de actividad en China provocados por la política de COVID cero, así como a las implicaciones del endurecimiento general de las condiciones financieras. La interacción de las dinámicas (y desequilibrios) que veníamos arrastrando desde el inicio de la pandemia, con la nueva realidad que supone el aumento de la inestabilidad geopolítica y las subidas de tipos, conforman un escenario nuevo y desafiante al que deberán adaptar sus decisiones familias, empresas y gobiernos. Sobre todo, por la aparición de una amenaza nueva para toda una generación como es la inflación, con la que ya estamos conviviendo en el día a día, después de décadas sin manifestarse con la intensidad actual.

No va a ser sencillo para la política económica proteger las rentas de los agentes más vulnerables, repartir equitativamente la pérdida de actividad que genera un choque de oferta, permitir que los precios envíen las señales adecuadas para reequilibrar los mercados más afectados por la guerra y, a la vez, normalizar los niveles de tipos de interés desde una zona extremadamente expansiva. O, al menos, no lo será sin provocar un enfriamiento intenso de la actividad en economías muy endeudadas, con la dificultad adicional de tomar decisiones sin visibilidad completa sobre la evolución de las sucesivas rondas de sanciones a Rusia y sus efectos potenciales en los mercados de la energía. En la enésima encrucijada que deben afrontar las autoridades económicas en los últimos años, el precio a pagar por una respuesta adecuada a los desafíos actuales (políticos y económicos) puede ser un crecimiento estancado durante dos o tres trimestres, pero a cambio se minimizaría la amenaza de consolidación de un proceso de estanflación, cuya digestión suele exigir muchos más sacrificios a medio plazo. Será necesario además mantener la coordinación en las respuestas de política económica en un mundo con riesgo de fragmentación en bloques geopolíticos, para limitar los riesgos de inestabilidad financiera y desajustes en los tipos de cambio.

La dificultad estriba en que nos seguimos moviendo en un escenario muy volátil, con mucho ruido y pocas señales sólidas. El diagnóstico sobre los efectos de todo lo acontecido en los últimos meses sobre la actividad es todavía muy parcial, pues solo tenemos datos de crecimiento del 1T y las señales de las encuestas a empresas y consumidores no son demasiado concluyentes. En general, se perciben mayores dudas en los consumidores que en los empresarios y, entre estos últimos, parecen más preocupados los gestores de sectores manufactureros que los pertenecientes a las ramas de servicios; aunque todas ellas son consistentes con una economía todavía en zona de crecimiento positivo. La clave, como casi siempre, será el comportamiento del gasto privado que se moverá entre los efectos negativos de la inflación en la capacidad de compra de los agentes y la existencia de un ahorro acumulado en los dos últimos años que se puede movilizar y servir de contrapunto. De momento, la única certeza es que la inflación ha seguido escalando mes a mes, convirtiéndose en el principal riesgo del escenario. El magro consuelo es que deberíamos estar muy cerca de los máximos en buena parte de la OCDE, mientras que lo preocupante son las tensiones que empiezan a mostrar las lecturas subyacentes (especialmente en EE. UU.) y su traslado a unas expectativas de inflación de largo plazo que empiezan a situarse a ambos lados del Atlántico más cerca del 3% que del 2%, lo que explicaría el abrupto giro de la política de comunicación de los bancos centrales.

En este contexto, la principal novedad del escenario está siendo el intenso aumento de la rentabilidad nominal exigida por los inversores a lo largo de toda la curva de tipos de interés para compensar los riesgos inflacionistas. De momento, la noticia positiva es que los tipos de interés reales siguen comportándose de forma muy moderada, lo que refleja un voto de confianza de los inversores que deberán refrendar los bancos centrales dejando de estar por detrás de la curva, lo que seguramente exigirá situarse como mínimo en la zona de tipos de interés neutrales en los próximos 18 meses. Por tanto, es de esperar una clara determinación en el ritmo de normalización de la política monetaria hasta un punto de llegada de los tipos de interés oficiales cercano al 3% en EE. UU. y del 1,5% en la eurozona. Son niveles con una incidencia potencial moderada en estabilidad financiera y crecimiento, sobre todo si son suficientes para anclar las expectativas de inflación en el 2%, aunque contrastan con las condiciones financieras a las que hemos estado acostumbrados en la última década (euríbor a 12 meses medio del 0,05%). En definitiva, en los próximos meses seguiremos moviéndonos en un proceloso ciclo de negocios caracterizado por los realineamientos geopolíticos, los trastornos persistentes en las cadenas de suministros, la volatilidad en los mercados financieros y unos bancos centrales intentando recuperar el tiempo perdido.

José Ramón Díez  
Mayo 2022