

## Buscant l'equilibri perdut

Més de dos mesos després de l'inici de la guerra a Ucraïna, la sensació és que els escenaris econòmics continuen estant molt oberts, subjectes a l'elevat nivell d'incertesa que generen l'evolució del conflicte bèl·lic i les seves implicacions econòmiques, a l'efecte dels tancaments parcials de l'activitat a la Xina provocats per la política de COVID zero i a les implicacions de l'enduriment general de les condicions financeres. La interacció de les dinàmiques (i dels desequilibris) que veníem arrossegant des de l'inici de la pandèmia, amb la nova realitat que representen l'augment de la inestabilitat geopolítica i les pujades de tipus, conforma un escenari nou i desafiador, al qual hauran d'adaptar les seves decisions les famílies, les empreses i els governs. Sobretot, per l'aparició d'una amenaça nova per a tota una generació, com és la inflació, amb la qual ja estem convivint en el dia a dia, després de dècades sense manifestar-se amb la intensitat actual.

No serà senzill per a la política econòmica protegir les rendes dels agents més vulnerables, repartir de forma equitativa la pèrdua d'activitat que genera un xoc d'oferta, permetre que els preus enviïn els senyals adequats per reequilibrar els mercats més afectats per la guerra i, alhora, normalitzar els nivells de tipus d'interès des d'una zona extremadament expansiva. O, si més no, no ho serà sense provocar un refredament intens de l'activitat en economies molt endeutades, amb la dificultat addicional de prendre decisions sense visibilitat completa sobre l'evolució de les successives rondes de sancions a Rússia i els seus efectes potencials sobre els mercats de l'energia. A l'enèsima crui·lla que han d'afrontar les autoritats econòmiques en els últims anys, el preu a pagar per una resposta adequada als desafiaments actuals (polítics i econòmics) pot ser un creixement estancat durant dos o tres trimestres, però, a canvi, es minimitzaria l'amenaça de consolidació d'un procés d'estagflació, la digestió del qual sol exigir molts més sacrificis a mitjà termini. A més a més, serà necessari mantenir la coordinació en les respostes de política econòmica en un món amb el risc de fragmentació en blocs geopolítics, per limitar els riscos d'inestabilitat financera i de desajustaments en els tipus de canvi.

La dificultat rau en el fet que ens continuem movent en un escenari molt volàtil, amb molt soroll i amb pocs senyals sòlids. El diagnòstic sobre els efectes de tot el que ha succeït en els últims mesos sobre l'activitat encara és molt parcial, perquè només tenim dades de creixement del 1T, i els senyals de les enquestes a les empreses i als consumidors no són gaire concloents. En general, es perceben més dubtes en els consumidors que en els empresaris, i, entre aquests últims, sembla que els gestors dels sectors manufacturers estan més preocupats que els pertanyents a les branques de serveis, tot i que aquests dubtes són coherents amb una economia encara en zona de creixement positiu. La clau, com gairebé sempre, serà el comportament de la despesa privada, que es mourà entre els efectes negatius de la inflació sobre la capacitat de compra dels agents i l'existència d'un estalvi acumulat en els dos últims anys que es pot mobilitzar i por servir de contrapunt. Ara com ara, l'única certesa és que la inflació ha continuat escalant mes rere mes i s'ha convertit en el principal risc de l'escenari. El magre consol és que hauríem d'estar molt a prop dels màxims a bona part de l'OCDE, mentre que el preocupant són les tensions que comencen a mostrar les lectures subjacents (en especial als EUA) i el seu trasllat a unes expectatives d'inflació a llarg termini que es comencen a situar a les dues bandes de l'Atlàntic més a prop del 3% que del 2%, la qual cosa explicaria el gir abrupte de la política de comunicació dels bancs centrals.

En aquest context, la principal novetat de l'escenari és l'intens augment de la rendibilitat nominal exigida pels inversors al llarg de tota la corba de tipus d'interès per compensar els riscos inflacionistes. Ara com ara, la notícia positiva és que els tipus d'interès reals es continuen comportant de forma molt moderada, la qual cosa reflecteix un vot de confiança dels inversors, que hauran de confirmar els bancs centrals deixant d'estar per darrere de la corba, la qual cosa, segurament, exigirà situar-se, com a mínim, a la zona de tipus d'interès neutrals en els 18 propers mesos. Per tant, cal esperar una determinació clara en el ritme de normalització de la política monetària fins a un punt d'arribada dels tipus d'interès oficials pròxim al 3% als EUA i de l'1,5% a la zona de l'euro. Són nivells amb una incidència potencial moderada sobre l'estabilitat financera i sobre el creixement, sobretot si són suficients per ancorar les expectatives d'inflació en el 2%, tot i que contrasten amb les condicions financeres a les quals hem estat acostumats en l'última dècada (euríbor a 12 mesos mitjà del 0,05%). En definitiva, en els propers mesos, ens continuarem movent en un cicle de negocis procel·lós, caracteritzat pels realineaments geopolítics, pels trastorns persistents en les cadenes de subministraments, per la volatilitat als mercats financers i per uns bancs centrals intentant recuperar el temps perdut.

José Ramón Díez  
Maig 2022