

Tiempos de cambio para la política económica

El escenario económico global sigue afrontando los efectos de un triple *shock* sobre la oferta mundial (cuellos de botella, conflicto bélico y política de COVID cero) que mantiene tensionados los precios de las materias primas, sigue deteriorando la confianza de los agentes económicos y ha encendido las señales de alerta en los mercados financieros con un aumento de la volatilidad y fuertes correcciones en las cotizaciones. Pese a todo lo anterior y a la escasa información publicada del 2T, parece que la actividad se mantiene en territorio positivo gracias al buen comportamiento del sector servicios, a la solidez que sigue mostrando el mercado laboral en un buen número de países y al exceso de ahorro acumulado en los dos últimos años. La incertidumbre sigue pesando en el ánimo de empresarios e inversores, pero el ciclo de actividad muestra una elevada resiliencia, aunque queda mucho partido por jugar antes de terminar el año.

En este contexto, los bancos centrales ya están acelerando el endurecimiento de las condiciones financieras, intentando eliminar presiones en el lado de la demanda, al menos mientras la oferta siga sometida a todo tipo de obstáculos. Las subidas de tipos de interés están siendo generalizadas (con excepciones, como el caso de Japón), intentando minimizar el riesgo de efectos de segunda ronda que se está intensificando con la aproximación de las lecturas subyacentes de inflación al 5% e, incluso por encima, en el caso de EE. UU. No es fácil anticipar el comportamiento de las dinámicas de precios en un escenario tan atípico como el actual, con tantos *shocks* interactuando a la vez. El enfriamiento de la actividad y los efectos de base en los precios que cabe esperar para finales de este año pueden reducir de forma apreciable la distancia a los objetivos de los bancos centrales. Pero probablemente no será suficiente y, en todo caso, el riesgo es asimétrico, pues no será sencillo repartir de forma equitativa entre los agentes (pacto de rentas) un deterioro tan marcado de la renta como el que ya se está produciendo.

Por tanto, la elevada incertidumbre que sigue caracterizando al escenario económico afectará especialmente a la política monetaria, que puede tanto pasarse como quedarse corta a la hora de abordar un problema inesperado, especialmente teniendo en cuenta los retardos con los que funciona. Sin embargo, lo que está claro es que a corto plazo no es sencillo que la política monetaria consiga restaurar el equilibrio entre oferta y demanda. En cualquier caso, el viraje monetario que se viene produciendo desde principios de año era indispensable para mantener ancladas las

expectativas de precios de los agentes, en un contexto de continuas sorpresas negativas en la inflación. En este entorno, la principal novedad de las últimas semanas está siendo el cambio en la estrategia del BCE que, al anticipar sendas subidas de tipos en las reuniones de julio y septiembre, ha reflejado que la balanza de riesgos empezaba a suponer una clara amenaza para su objetivo de inflación a medio plazo. El preanuncio ha servido para frenar el deterioro que estaba experimentando la cotización del euro frente al dólar, aproximándose a la paridad. En un mundo sometido a transformaciones de todo tipo y en el que, no hace tanto, existía la amenaza larvada de una guerra de divisas, parece que los bancos centrales vuelven a tener en cuenta la fortaleza de los tipos de cambio tanto por el efecto positivo en inflación, como por la confianza que transmite a unos inversores muy castigados desde principios de año por las correcciones experimentadas tanto en el mercado de bonos como en el de renta variable, anulando la inmunización de las estrategias tradicionales de diversificación de carteras.

Con la política monetaria dirigiéndose al menos hacia zona neutral, lo que puede suponer niveles de tipos de interés de llegada en la zona del 2,75%-3% en EE. UU. y del 1,25%-1,75% en Europa, la gran incógnita es el papel que puede y debe jugar el lado fiscal y, por tanto, si la respuesta de política económica va a ser equilibrada o no. Después de la lógica respuesta inicial al choque energético provocado por el conflicto bélico, las políticas presupuestarias parecen estar en tierra de nadie entre los efectos de los paquetes fiscales aprobados hace dos años, las dudas sobre los siguientes pasos a dar a corto plazo y el temor al riesgo de fragmentación. Algo lógico, teniendo en cuenta que el proceso de normalización monetaria conllevará un cambio en las reglas del juego y una mayor atención de los inversores a la solvencia fiscal, como ya estamos viendo con la subida de la prima de riesgo italiana. De la misma manera, aunque el año que viene se mantendrá suspendida la aplicación del Pacto de Estabilidad en Europa, la recomendación es volver a una política fiscal neutral (con el gasto creciendo menos que el crecimiento potencial) mientras se perfilan las nuevas reglas que entrarán en vigor en 2024. En todo caso, mantener un tono fiscal marcadamente expansivo en un contexto como el actual limitaría la efectividad de la política monetaria para atacar el problema inflacionista. Y la experiencia histórica nos dice que es bueno que las políticas monetaria y fiscal vayan de la mano.

José Ramón Díez