

## Temps de canvi per a la política econòmica

L'escenari econòmic global continua afrontant els efectes d'un triple xoc sobre l'oferta mundial (colls d'ampolla, conflicte bèl·lic i política de COVID zero) que manté tensionats els preus de les primeres matèries, continua deteriorant la confiança dels agents econòmics i ha encès els senyals d'alerta als mercats financers amb un augment de la volatilitat i amb fortes correccions en les cotitzacions. Malgrat tot això i malgrat l'escassa informació publicada del 2T, sembla que l'activitat es manté en territori positiu, gràcies al bon comportament del sector serveis, a la solidesa que continua mostrant el mercat laboral en un bon nombre de països i a l'excés d'estalvi acumulat en els dos últims anys. La incertesa continua pesant en l'ànim dels empresaris i dels inversors, però el cicle d'activitat mostra una elevada resiliència, tot i que queda molt partit per jugar abans d'acabar l'any.

En aquest context, els bancs centrals ja estan accelerant l'enduriment de les condicions financeres, per intentar eliminar pressions pel costat de la demanda, si més no mentre l'oferta continuï sotmesa a tota mena d'obstacles. Les pujades de tipus d'interès són generalitzades (amb algunes excepcions, com el cas del Japó), per intentar minimitzar el risc d'efectes de segona ronda que s'està intensificant amb l'aproximació de les lectures subjacents d'inflació al 5%, i fins i tot per damunt, en el cas dels EUA. No és fàcil anticipar el comportament de les dinàmiques de preus en un escenari tan atípic com l'actual, amb tants xocs interactuant alhora. El refredament de l'activitat i els efectes de base sobre els preus que cal esperar per al final d'enguany poden reduir de manera apreciable la distància amb els objectius dels bancs centrals. Però, probablement, no serà suficient, i, en tot cas, el risc és asimètric, perquè no serà senzill repartir de manera equitativa entre els agents (pacte de rendes) un deteriorament tan marcat de la renda com el que ja s'està produint.

Per tant, l'elevada incertesa que continua caracteritzant l'escenari econòmic afectarà especialment la política monetària, que pot passar-se o quedar-se curta a l'hora d'abordar un problema inesperat, en especial si tenim en compte els retards amb què funciona. No obstant això, el que és clar és que, a curt termini, no és senzill que la política monetària aconseguixi restaurar l'equilibri entre l'oferta i la demanda. En qualsevol cas, el viratge monetari que es ve produint des de l'inici d'enguany era indispensable per mantenir ancorades les expectatives de preus dels agents, en un context de contínues sorpreses negatives en la inflació. En aquest entorn, la principal novetat de les últimes setmanes és el canvi en l'estratègia del BCE, que, en

anticipar sengles pujades de tipus a les reunions del juliol i del setembre, ha reflectit que la balança de riscos començava a ser una amenaça clara per al seu objectiu d'inflació a mitjà termini. El preanunci ha servit per frenar el deteriorament que estava experimentant la cotització de l'euro enfront del dòlar, que s'aproximava a la paritat. En un món sotmès a transformacions de tota mena i en què, no fa tant, hi havia l'amenaça larvada d'una guerra de divises, sembla que els bancs centrals tornen a tenir en compte la fortalesa dels tipus de canvi, per l'efecte positiu sobre la inflació i per la confiança que transmet a uns inversors molt castigats des del principi de l'any per les correccions experimentades tant al mercat de bons com al de renda variable, que anul·len la immunització de les estratègies tradicionals de diversificació de carteres.

Amb la política monetària dirigint-se, almenys, cap a zona neutral, la qual cosa pot comportar nivells de tipus d'interès d'arribada a la zona del 2,75%-3% als EUA i de l'1,25%-1,75% a Europa, la gran incògnita és el paper que pot i que ha de jugar el costat fiscal i, per tant, si la resposta de la política econòmica serà equilibrada o no. Després de la lògica resposta inicial al xoc energètic provocat pel conflicte bèl·lic, sembla que les polítiques pressupostàries són en terra de ningú entre els efectes dels paquets fiscals aprovats fa dos anys, els dubtes sobre els passos que cal fer a curt termini i el temor al risc de fragmentació. Una cosa lògica, tenint en compte que el procés de normalització monetària comportarà un canvi en les regles del joc i una major atenció dels inversors a la solvència fiscal, com ja estem veient amb la pujada de la prima de risc italiana. De la mateixa manera, malgrat que l'any vinent es mantindrà suspesa l'aplicació del Pacte d'Estabilitat a Europa, la recomanació és tornar a una política fiscal neutral (amb la despesa creixent menys que el creixement potencial) mentre es perfilen les noves regles que entraran en vigor el 2024. En tot cas, mantenir un to fiscal marcadament expansiu en un context com l'actual limitaria l'efectivitat de la política monetària per atacar el problema inflacionista. I l'experiència històrica ens diu que és bo que les polítiques monetària i fiscal vagin de braçat.

**José Ramón Díez**