

Puntos de inflexión

La economía mundial se encuentra en plena fase de transición, entre la resiliencia que siguió mostrando el crecimiento en los meses de verano y el ajuste a la baja de la actividad que estarían anticipando el rápido deterioro de las expectativas de los agentes económicos (especialmente marcado en octubre) y el endurecimiento de las condiciones financieras. Con riesgos que pueden mover la aguja, como la política de COVID cero en China o las tensiones geopolíticas.

La clave para los próximos meses será alcanzar el punto de inflexión en el comportamiento de la inflación, momento en el que se puede vislumbrar el final del proceso de subidas de los tipos de interés más agresivo de los últimos 40 años, lo que previsiblemente reduciría la volatilidad en el comportamiento de los mercados financieros. Y, de momento, no hay muchas novedades, pues seguimos acumulando sorpresas negativas generalizadas (con excepciones como la de España), destacando el aumento de los precios en octubre en la eurozona hasta el 10,7%, impulsada por la negativa evolución de países como Alemania (11,6%), Italia (12,8%) o Países Bajos (16,8%). Casi dos años después del inicio del proceso inflacionista continuamos asistiendo a nuevos máximos mes tras mes, mientras que los diferentes choques de oferta se han ido filtrando de forma generalizada a todos los sectores, como pone de manifiesto que en la eurozona casi el 60% de la cesta del IPC (45% en el caso de la subyacente) presenta crecimientos anuales de precios superiores al 5%. Pero, lo más importante es que estamos lejos de entender la mutación que está experimentando la inflación y sus implicaciones potenciales a medio plazo sobre el crecimiento, los tipos de interés de equilibrio, etc.

A corto plazo, las incipientes señales de bajadas de los costes de transporte (contenedores, etc.) y de recuperación de las existencias pueden estar anticipando una paulatina limpieza de los cuellos de botella y, por tanto, mejoras en las primeras etapas del proceso de formación de precios, precisamente donde empezaron a originarse los problemas hace dos años. Además, los futuros de los precios del gas para el año 2023 se han reducido en un 25% en las últimas semanas y reflejan los avances en las respuestas de política energética en Europa y los elevados niveles alcanzados por las existencias de gas (95% de la capacidad de almacenamiento).

Es decir, no deberíamos estar muy lejos del punto de giro en el comportamiento de la inflación general en los países industrializados, pues a la mejora de las restricciones en el

lado de la oferta se unirá el intenso enfriamiento de la actividad que se anticipa para los próximos seis meses. El gran enigma será el ritmo al que retornarán los precios a los objetivos de los bancos centrales. Las expectativas de inflación descontadas por los mercados financieros anticiparían que la inflación puede situarse por debajo del 5% a partir del verano que viene en Europa y EE. UU., pero según estas lecturas habrá que esperar casi otros dos años para verla aproximarse al 2%. Por tanto, la primera parte del camino hacia el objetivo podría recorrerse en el próximo semestre, pero a partir de ahí aumentará la pendiente del trayecto, teniendo en cuenta factores de carácter estructural como la desglobalización, el riesgo geopolítico o la transición energética. Todo ello puede poner a prueba la tolerancia de las autoridades monetarias a desviaciones de 1 o 2 p. p. respecto al objetivo, sobre todo, si el precio a pagar en términos de empleo o riesgos para la estabilidad financiera es elevado. Incluso podría llegarse a reabrir el debate sobre la idoneidad de unas metas diseñadas en un contexto económico bien diferente al actual.

De momento, después de las dudas de 2021, los tipos de interés mundiales han subido en 3 p. p. en 2022, lo que los sitúa en la mayoría de los casos en zona restrictiva. La incógnita todavía a estas alturas del año es qué efectos tendrá este súbito endurecimiento monetario en la actividad y el empleo a corto plazo, teniendo en cuenta que también pueden estar cambiando los retardos en la transmisión de la política monetaria a las variables reales. Es por ello por lo que, a partir de ahora, cabe esperar una moderación en la intensidad de las subidas de los tipos de interés que deberá combinarse de forma adecuada con los programas de reducción del balance, en un entorno de elevado nerviosismo en los mercados financieros. Pero lo más importante será terminar de entender qué hay detrás de las dinámicas de la inflación, monitorizar la senda de normalización hacia objetivos e intentar anticipar si después de la tormenta asistiremos a un cambio de régimen en el comportamiento de los precios. Más que nada, para evitar sobrerreacciones innecesarias y dolorosas.

José Ramón Díez