

Punts d'inflexió

L'economia mundial es troba en plena fase de transició, entre la resiliència que va continuar mostrant el creixement durant els mesos d'estiu i l'ajust a la baixa de l'activitat que estarien anticipant el ràpid deteriorament de les expectatives dels agents econòmics (especialment marcat a l'octubre) i l'enduriment de les condicions financeres. Amb riscos que poden moure l'agulla, com la política de COVID zero a la Xina o les tensions geopolítiques.

La clau per als propers mesos serà assolir el punt d'inflexió en el comportament de la inflació, moment en què es pot albirar el final del procés de pujades dels tipus d'interès més agressiu dels 40 últims anys, la qual cosa, previsiblement, reduiria la volatilitat en el comportament dels mercats financers. I, ara com ara, no hi ha gaires novetats, perquè continuem acumulant sorpreses negatives generalitzades (amb excepcions com la d'Espanya), entre les quals destaca l'augment dels preus a l'octubre a la zona de l'euro fins al 10,7%, impulsat per l'evolució negativa de països com Alemanya (l'11,6%), Itàlia (el 12,8%) o els Països Baixos (el 16,8%). Gairebé dos anys després de l'inici del procés inflacionista, continuem assistint a nous màxims mes rere mes, mentre que els diferents xocs d'oferta s'han anat filtrant de forma generalitzada a tots els sectors, com ho posa de manifest que, a la zona de l'euro, gairebé el 60% de la cistella de l'IPC (el 45% en el cas de la subjacent) presenta creixements anuals de preus superiors al 5%. Però el més important és que som lluny d'entendre la mutació que està experimentant la inflació i les seves implicacions potencials a mitjà termini sobre el creixement, sobre els tipus d'interès d'equilibri, etc.

A curt termini, els incipients senyals de baixades dels costos de transport (contenedors, etc.) i de recuperació de les existències poden estar anticipant una neteja gradual dels colls d'ampolla i, per tant, millores en les primeres etapes del procés de formació de preus, precisament on es van començar a originar els problemes fa dos anys. A més a més, els futurs dels preus del gas per a l'any 2023 s'han reduït el 25% en les últimes setmanes i reflecteixen els avanços en les respostes de política energètica a Europa i els elevats nivells assolits per les existències de gas (el 95% de la capacitat d'emmagatzematge).

És a dir, no hauríem de ser gaire lluny del punt de gir en el comportament de la inflació general als països industrialitzats, ja que, a la millora de les restriccions pel costat de l'oferta, s'unirà l'intens refredament de l'activitat que s'anticipa de cara als sis propers mesos. El gran enigma serà el

ritme al qual els preus tornaran als objectius dels bancs centrals. Les expectatives d'inflació descomptades pels mercats financers anticiparien que la inflació es podria situar per sota del 5% a partir de l'estiu vinent a Europa i als EUA, però, segons aquestes lectures, caldrà esperar gairebé dos anys més per veure com s'aproxima al 2%. Per tant, la primera part del camí cap a l'objectiu es podria recórrer durant el semestre vinent, però, a partir d'aquí, augmentarà el pendent del trajecte, tenint en compte factors de caràcter estructural com la desglobalització, el risc geopolític o la transició energètica. Tot això pot posar a prova la tolerància de les autoritats monetàries a les desviacions de l'objectiu d'1 o de 2 p. p., sobretot, si el preu que cal pagar en termes d'ocupació o de riscos per a l'estabilitat financera és elevat. Fins i tot es podria arribar a reobrir el debat sobre la idoneïtat d'unes metes dissenyades en un context econòmic ben diferent de l'actual.

Ara com ara, després dels dubtes del 2021, els tipus d'interès mundials han pujat en 3 p. p. el 2022, la qual cosa els situa, en la majoria dels casos, en zona restrictiva. A hores d'ara, la incògnita és encara quins efectes tindrà aquest sobtat enduriment monetari sobre l'activitat i sobre l'ocupació a curt termini, tenint en compte que també poden estar canviant els retards en la transmissió de la política monetària a les variables reals. És per això que, d'ara endavant, cal esperar una moderació en la intensitat de les pujades dels tipus d'interès, que s'haurà de combinar de manera adequada amb els programes de reducció del balanç, en un entorn de nerviosisme elevat als mercats financers. Però el més important serà acabar d'entendre què explica les dinàmiques de la inflació, monitorar la senda de normalització cap a objectius i intentar anticipar si, després de la tempesta, assistirem a un canvi de règim en el comportament dels preus. Més que res, per evitar sobreaccions innecessàries i doloroses.

José Ramón Díez