

Del *soft landing* al *no landing*: tipus d'interès més alts durant més temps

A la passarel·la de les expressions econòmiques de moda, en les últimes setmanes, cotitza a l'alça el *higher for longer* per als tipus d'interès, que reflecteix les sorpreses positives que es van acumulant en les dades d'activitat i la resistència a la baixa que continuen mostrant components fonamentals de la cistella de preus de consum, com els aliments o els serveis. Amb l'amenaça d'una recessió diluïda a curt termini en la fortalesa del mercat de treball, la preocupació es torna a centrar en la inflació, i ara els mercats financers cotitzen pujades addicionals en els tipus oficials fins al 4% a la zona de l'euro i el 5,5% als EUA. Els 75 p. b. addicionals en relació amb el que s'havia descomptat a l'inici de l'any han tingut un impacte immediat sobre tota la corba de rendibilitats, amb especial incidència en els trams més curts, on els bons a 2 anys als EUA i a Alemanya se situen en màxims dels 15 últims anys.

Per tant, sembla que l'enèsim canvi de narrativa econòmica dels últims mesos, aquesta vegada passant del *soft landing* al *no landing*, juga a favor de la intenció dels bancs centrals de mantenir el curs, de continuar apujant els tipus i, quan s'assoleixi el pic, de romandre en terreny restrictiu durant més temps del que s'esperava. Els efectes negatius d'aquest nou gir monetari sobre el creixement es farien sentir a l'hivern de l'any vinent, com ho estaria anticipant l'ampliació dels pendents negatius dels tipus d'interès a les dues bandes de l'Atlàntic. És a dir, hem salvat el *match ball* energètic, però el partit continua, tenint en compte la complexitat de valorar els efectes potencials del major enduriment monetari de les quatre últimes dècades sobre un món que no ha deixat d'acumular deute.

Segons les dades de l'IIF, malgrat la lleugera reculada del 2022 (4 bilions de dòlars), el deute total global ascendeix a 299 bilions de dòlars (el 338% del PIB) i duplica, en termes nominals, els nivells del 2006 (+50 p. p. en percentatge del PIB). A més de l'elevat palanquejament de les empreses xineses (el 160% del PIB), ja conegut, els més vulnerables davant el nou gir de l'entorn monetari són els països emergents. Tant per l'augment del deute total des de l'inici de la pandèmia (+20 bilions, fins a un total de 95 bilions de dòlars), com pels elevats venciments que han d'assumir el 2023 (7 bilions de dòlars), amb el dòlar apreciant-se enfront de les principals divises. Recordem que, des del 2020, tres països emergents (Zàmbia, Sri Lanka i Ghana) han impagat els seus deutes.

La veritat és que, en un món tan complex com l'actual, amb diferents xocs interactuant alhora, és difícil calibrar els efectes de les pujades de tipus d'interès sobre l'activitat i sobre la inflació, tenint en compte les distorsions de tota mena que afecten els canals de transmissió de la política monetària. Els exercicis publicats recentment pel BCE reflecteixen una dispersió important en funció del model triat per valorar l'impacte. Segons la mitjana de totes les estimacions, per cada 100 p. b. de pujada de tipus d'interès, el creixement es reduiria en 0,7 p. p. i la inflació, en 3 dècimes. Atès que, al final del trajecte, la pujada acumulada se situarà entre 400 i 450 p. b., serà molt apreciable el preu que caldrà pagar en creixement per intentar aproximar la inflació a l'objectiu.

Per tant, els bancs centrals transiten per un moment tan complex com l'actual amb escasses certeses sobre els efectes de les seves decisions i amb la necessitat de mostrar una flexibilitat elevada davant les possibles sorpreses en l'escenari. Sobretot, si el que està realment damunt la taula és una insuficiència estructural de l'oferta, fruit d'una dècada i mitja amb nivells baixos d'inversió pública i privada i dels canvis que es comencen a percebre al mercat de treball als països de l'OCDE (jubilació dels *baby boomers*, cohorts de treballadors joves més reduïdes o dimissió silenciosa). Això limitaria la capacitat de corregir la inèrcia inflacionista actual (*sticky* és una altra paraula de moda) amb polítiques de demanda. En tot cas, mentre van sedimentant corrents de fons com la transició energètica (o la desglobalització), a curt termini ens haurem d'acostumar a un món amb tipus d'interès més alts. Ara com ara, els implícits dels tipus de la facilitat de dipòsit a Europa a 10 anys vista cotitzen nivells mitjans pròxims al 3%, molt per damunt dels nivells amb què hem conviscut en l'última dècada i que consideràvem neutrals fins fa un parell de trimestres. Un canvi important amb efectes no menyspreables.

José Ramón Díez