

Del *soft landing* al *no landing*: tipos de interés más altos durante más tiempo

En la pasarela de expresiones económicas de moda, en las últimas semanas cotiza al alza el *higher for longer* para los tipos de interés, que refleja las sorpresas positivas que se van acumulando en los datos de actividad y la resistencia a la baja que siguen mostrando componentes fundamentales de la cesta de precios de consumo, como alimentos o servicios. Con la amenaza de una recesión diluida a corto plazo en la fortaleza del mercado de trabajo, la preocupación vuelve a centrarse en la inflación, y ahora los mercados financieros cotizan subidas adicionales en los tipos oficiales hasta el 4% en la eurozona y el 5,5% en EE. UU. Los 75 p. b. adicionales con respecto a lo descontado a principios de año han tenido un impacto inmediato en toda la curva de rentabilidades, con especial incidencia en los tramos más cortos, donde los bonos a 2 años en EE. UU. y Alemania se sitúan en máximos de los últimos 15 años.

Por tanto, el enésimo cambio de narrativa económica de los últimos meses, esta vez pasando del *soft landing* al *no landing*, parece jugar a favor de la intención de los bancos centrales de mantener el curso, seguir subiendo tipos y, una vez se alcance el pico, permanecer en terreno restrictivo durante más tiempo del esperado. Los efectos negativos de esta nueva vuelta de tuerca monetaria sobre el crecimiento se harían sentir en el invierno del año que viene, como estaría anticipando la ampliación de las pendientes negativas de los tipos de interés a ambos lados del Atlántico. Es decir, hemos salvado el *match ball* energético, pero el partido sigue en juego, teniendo en cuenta la complejidad de valorar los efectos potenciales del mayor endurecimiento monetario de las últimas cuatro décadas sobre un mundo que no ha dejado de acumular deuda.

Según los datos del IIF, pese al ligero retroceso de 2022 (4 billones de dólares), la deuda total global asciende a 299 billones de dólares (338% del PIB), duplicando en términos nominales los niveles de 2006 (+50 p. p. en porcentaje del PIB). Además del ya conocido elevado apalancamiento de las empresas chinas (160% del PIB), los más vulnerables ante la nueva vuelta de tuerca del entorno monetario son los países emergentes. Tanto por el aumento de la deuda total desde el inicio de la pandemia (+20 billones, hasta un total de 95 billones de dólares), como por los elevados vencimientos que tienen que asumir en 2023 (7 billones de dólares), con el dólar apreciándose frente a las principales divisas. Recordemos que, desde 2020, tres países emergentes (Zambia, Sri Lanka y Ghana) han impagado sus deudas.

Lo cierto es que en un mundo tan complejo como el actual, con diferentes *shocks* interactuando a la vez, es difícil calibrar los efectos de las subidas de tipos de interés sobre la actividad y la inflación, teniendo en cuenta las distorsiones de todo tipo que están afectando a los canales de transmisión de la política monetaria. Los ejercicios recientemente publicados por el BCE reflejan una importante dispersión según el modelo elegido para valorar el impacto. En media de todas las estimaciones, por cada 100 p. b. de subida de tipos de interés, el crecimiento se reduciría 0,7 p. p. y la inflación, en 3 décimas. Teniendo en cuenta que al final del trayecto la subida acumulada se situará entre 400 y 450 p. b., va a ser muy apreciable el precio a pagar en crecimiento para intentar aproximar la inflación al objetivo.

Por tanto, los bancos centrales transitan por un momento tan complejo como el actual con escasas certezas sobre los efectos de sus decisiones y la necesidad de mostrar una elevada flexibilidad ante posibles sorpresas en el escenario. Sobre todo, si lo que está realmente encima de la mesa es una insuficiencia estructural de la oferta, fruto de década y media con bajos niveles de inversión pública y privada y de los cambios que se empiezan a percibir en el mercado de trabajo en los países OCDE (jubilación de *baby boomers*, cohortes de trabajadores jóvenes más reducidas o dimisión silenciosa). Ello limitaría la capacidad de corregir la inercia inflacionista actual (*sticky* es otra palabra de moda) con políticas de demanda. En todo caso, mientras se van sedimentando corrientes de fondo como la transición energética (o la desglobalización), a corto plazo tendremos que acostumbrarnos a un mundo con tipos de interés más elevados. De momento, los implícitos de los tipos de la facilidad de depósito en Europa a 10 años vista cotizan niveles medios cercanos al 3%, muy por encima de los niveles con los que hemos convivido en la última década y que considerábamos neutrales hasta hace un par de trimestres. Un cambio importante con efectos no despreciables.

José Ramón Díez