

Flexibilidad en tiempos de incertidumbre

La publicación de los datos de actividad del 1T ha confirmado que la economía superó el invierno sin que se produjese el temido enfriamiento de la actividad. El crecimiento mundial anualizado (próximo al 3,5%) se situó por encima del potencial y de las expectativas más optimistas, fruto del mantenimiento de un buen comportamiento del mercado de trabajo, de la solidez que siguen mostrando los balances de familias y empresas, de la recuperación de las expectativas de los agentes, de la reactivación de la economía china tras la reapertura y, por último, de los efectos positivos de las bajadas de los precios del petróleo y del gas de los últimos meses. Las dinámicas económicas se han visto favorecidas por la reducción de los desajustes entre oferta y demanda y ese retorno a cierta normalidad tras las continuas disrupciones de los últimos 36 meses (pandemia, problemas en las cadenas de valor, riesgo geopolítico, etc.) ha permitido al ciclo de negocios franquear los obstáculos de los últimos meses mejor de lo esperado.

Pero no es tiempo para la complacencia, pues nuevos retos aparecen en el horizonte. Entramos en una etapa diferente, en la que se seguirán arrastrando algunos de los problemas de la anterior, pues la otra cara de la moneda del buen desempeño de la actividad continúa siendo la incertidumbre sobre la evolución de la inflación, cuyos síntomas de mejora son incompletos. La visibilidad sobre el comportamiento de los precios a medio plazo es limitada, ya que, más allá de las mejoras en las lecturas generales por los efectos base, el núcleo tendencial sigue mostrando resistencia a la baja. La clave a corto plazo será la trasmisión del endurecimiento monetario a la inflación, pero también a la estabilidad financiera, que pondrá a prueba el objetivo dual de los bancos centrales. De momento, los resultados de las encuestas crediticias muestran que las subidas de tipos de interés ya se están reflejando tanto en la oferta como, especialmente, en la demanda de financiación de empresas y consumidores. Ello anticiparía un enfriamiento del consumo e inversión en la segunda parte del año. La intensidad de ese ajuste de la demanda y su capacidad para hacer retornar la inflación al objetivo del 2% a medio plazo determinará si va a ser definitiva la pausa que realizarán los bancos centrales antes del verano. Tras las reuniones de la primera semana de mayo, ese momento parece haber llegado para la Reserva Federal, mientras que en la eurozona quedarían una o dos subidas de 25 p. b. antes de que el BCE se tome un merecido descanso.

Todo ello enmarcado en una implementación de la política monetaria más flexible y sujeta a la evolución de los datos, para poder responder a sorpresas inesperadas en el lado económico o financiero. En esta última vertiente, seguimos viendo los rescoldos de las turbulencias de marzo, cuando se pusieron de manifiesto tanto las debilidades en los modelos de negocio de algunas entidades financieras regionales americanas como los fallos de diseño en su regulación y supervisión. Subidas tan marcadas e intensas de los tipos de interés constituyen un exigente *stress-test* para entidades que presentan debilidades en solvencia y/o liquidez. La compra del First Republic por JP Morgan, que en teoría debería haber sido el principio del fin del primer episodio de inestabilidad financiera de este ciclo de endurecimiento monetario, no ha terminado de despejar las dudas sobre la situación de algunas entidades de pequeño y medio tamaño en EE. UU., reforzando la opinión de los mercados de que la Fed se verá obligada a bajar los tipos de interés a partir del verano; aunque parece demasiado pronto para dar por descontado, a juzgar por los mensajes de los consejeros del banco central, que los tipos vayan a bajar tan a corto plazo. En lo que sí existe total coincidencia entre inversores y la Fed es en la elevada probabilidad de un ajuste a la baja de la actividad a finales de año en EE. UU., a juzgar por la intensa inversión de la pendiente de la curva de rentabilidades entre el 3 meses y el 10 años y las conservadoras previsiones de crecimiento del *staff* de la autoridad monetaria americana.

En definitiva, después de un inicio de año mucho mejor de lo esperado, la solidez de la economía mundial se va a volver a poner a prueba en los próximos meses. La flexibilidad y coordinación de la política económica ante los nuevos desafíos determinará la capacidad del ciclo de actividad de superar nuevos retos. A la vuelta de la esquina se presenta, por ejemplo, la gestión del techo de la deuda en EE. UU.

José Ramón Díez