

La última milla

Una vez cerrado el primer semestre del año con el ciclo de actividad superando obstáculos de muy diversa naturaleza y con importantes divergencias tanto sectoriales (mejor servicios que industria) como regionales (más debilidad en China y Europa), la sensación es que nos encontramos cerca de un punto de inflexión, a partir del cual se irán manifestando con más intensidad los efectos del endurecimiento monetario acumulado en el último año y medio (400 p. b. en la eurozona). Sobre todo, si se confirma esa última vuelta de tuerca que parece que están a punto de aplicar los principales bancos centrales del mundo, ante el riesgo de una mejora insuficiente en el núcleo tendencial de los precios en los próximos meses si no se termina de equilibrar la balanza entre márgenes empresariales y salarios.

Las subidas aplicadas tras una pausa de varios meses (Banco de Canadá y Banco de Australia), la intensificación del movimiento hacia el *terminal rate* (+50 p. b. del Banco de Inglaterra) y el endurecimiento de la comunicación (BCE y Fed) reflejan que las autoridades monetarias en estos momentos priorizan el objetivo de inflación frente a los de crecimiento y estabilidad financiera. La parte positiva es que la resistencia del ciclo de actividad y del sistema financiero al mayor endurecimiento monetario de las últimas décadas está siendo mayor de lo esperado, una vez sofocado el problema de los bancos regionales americanos.

La duda es durante cuánto tiempo será necesario mantener los tipos de interés en zona restrictiva y qué coste en términos de empleo y actividad habrá que pagar antes de ver señales concluyentes en la inflación. Todo dependerá de la evolución de los factores que han apoyado la actividad en los últimos trimestres: (i) ahorros acumulados en la pandemia, (ii) política fiscal expansiva, (iii) retardos en los efectos de la política monetaria, (iv) normalización de los cuellos de botella y (v) resistencia de los mercados laborales.

Los efectos positivos de los tres primeros factores se irán diluyendo en el tiempo, y difícilmente podrán ser compensados por las mejoras en la oferta agregada y por la solidez del mercado de trabajo. Como también acaba de recordarnos el BIS, una mayor coordinación entre política monetaria y fiscal facilitaría abordar la última milla en el camino hacia el objetivo del BCE y permitiría que la política económica vuelva a la zona de estabilidad.

En este contexto, los inversores han incrementado su apetito por el riesgo en las últimas semanas, con subidas en los mercados de renta variable y estabilidad en el mercado de bonos, pese a la revisión de las expectativas de los tipos de interés. El sentimiento del mercado es que los bancos centrales van a conseguir que la inflación retorne al 2% en los próximos 18 a 24 meses sin tener que provocar una recesión. Y, en todo caso, si el escenario se complica, los mercados anticipan un rápido cambio de tendencia en la política monetaria. Algo con lo que no parece que estén precisamente cómodos los bancos centrales.

José Ramón Díez