

L'última milla

Un cop tancat el primer semestre de l'any amb el cicle d'activitat superant obstacles de molt diversa naturalesa i amb importants divergències tant sectorials (millor els serveis que la indústria) com regionals (més feblesa a la Xina i a Europa), la sensació és que ens trobem a la vora d'un punt d'inflexió, a partir del qual s'aniran manifestant amb més intensitat els efectes de l'enduriment monetari acumulat en l'últim any i mig (400 p. b. a la zona de l'euro). Sobretot, si es confirma aquest últim gir que sembla que estan a punt d'aplicar els principals bancs centrals del món, atès el risc d'una millora insuficient en el nucli tendencial dels preus en els propers mesos si no s'acaba d'equilibrar la balança entre marges empresarials i salaris.

Les pujades aplicades després d'una pausa de diversos mesos (Banc del Canadà i Banc d'Austràlia), la intensificació del moviment cap al *terminal rate* (+50 p. b. del Banc d'Anglaterra) i l'enduriment de la comunicació (BCE i Fed) reflecteixen que, en aquests moments, les autoritats monetàries prioritzen l'objectiu d'inflació enfront dels de creixement i d'estabilitat financera. La part positiva és que la resistència del cicle d'activitat i del sistema financer al major enduriment monetari de les últimes dècades està sent superior a l'esperada, un cop sufocat el problema dels bancs regionals nord-americans.

El dubte és durant quant temps serà necessari mantenir els tipus d'interès en zona restrictiva i quina cost en termes d'ocupació i d'activitat caldrà pagar abans de veure senyals concloents en la inflació. Tot dependrà de l'evolució dels factors que, en els últims trimestres, han donat suport a l'activitat: (i) estalvis acumulats durant la pandèmia, (ii) política fiscal expansiva, (iii) retards en els efectes de la política monetària, (iv) normalització dels colls d'ampolla, i (v) resistència dels mercats laborals.

Els efectes positius dels tres primers factors s'aniran diluint en el temps i difícilment podran ser compensats per les millores en l'oferta agregada i per la solidesa del mercat de treball. Com també ens ho acaba de recordar el BIS, una major coordinació entre política monetària i fiscal facilitaria l'abordatge de l'última milla en el camí cap a l'objectiu del BCE i permetria que la política econòmica tornés a la zona d'estabilitat.

En aquest context, els inversors han incrementat la seva apetència pel risc en les últimes setmanes, amb pujades als mercats de renda variable i estabilitat al mercat de bons, malgrat la revisió de les expectatives dels tipus d'interès. El sentiment del mercat és que els bancs centrals aconseguiran que la inflació torni al 2% en els propers 18 a 24 mesos sense haver de provocar una recessió. I, en tot cas, si l'escenari es complica, els mercats anticipen un canvi ràpid de tendència en la política monetària. Una situació amb la qual no sembla que estiguin precisament còmodes els bancs centrals.

José Ramón Díez