

Vents de canvi per a la política monetària

Després d'haver posat en marxa el procés d'enduriment monetari més intens de les últimes dècades, sembla que els bancs centrals estan en vies de solucionar el repunt inesperat de la inflació que ha hagut d'afrontar l'economia internacional des del primer semestre del 2021. O, si més no, això és el que anticipa el gir en les expectatives de política monetària que s'ha produït des de la primera quinzena de novembre, quan les sorpreses positives en les dades d'IPC als EUA, a la zona de l'euro o a Gran Bretanya no solament van eliminar les perspectives de noves pujades de tipus, sinó que, a més a més, van obrir la possibilitat de baixades des del 2T 2024. D'aquesta manera, els inversors han passat a cotitzar rebaixes de 125 p. b. a les dues bandes de l'Atlàntic en els 12 propers mesos, la qual cosa s'ha traduït en forts descensos dels tipus sobirans (entre 50 i 80 p. b. en les referències a 10 anys) i de l'euríbor a 12 mesos (del 4,1% al 3,7%), en pujades acumulades en quatre setmanes de gairebé el 10% en els principals índexs borsaris i en rebaixes dels costos de finançament dels emissors privats entre els 50 p. b. per a les empreses amb *rating* d'inversió a Europa i els 110 p. b. en el cas dels *high yields*.

El resultat d'aquest moviment de *risk on*, a més de la forta revaloració de tota mena de carteres d'inversió, ha estat una intensa flexibilització de les condicions financeres, que ha anticipat el gir de la política monetària que s'espera per al 2024. La base d'aquest canvi d'expectatives és sòlida. No en va, el nucli tendencial de preus s'estaria aproximant al 3%, molt lluny dels màxims del 2022 (el 6%), la qual cosa reflectiria que la part més àrdua de la feina dels bancs centrals ja s'ha dut a terme. Quelcom que corroborarien algunes mesures de *momentum* de la inflació, com la versió desestacionalitzada (i anualitzada) de l'IPC que publica el BCE (el 3,0% la general i el 2,0% la nucli en el mes passat) o el comportament de rúbriques fonamentals als EUA per a l'evolució dels preus, com el *shelter* (el +0,3% a l'octubre). A partir d'aquí, l'escenari «idíl·lic» que anticipen els mercats per al 2024 té dos punts febles, que són: la necessitat dels bancs centrals de mantenir la fermesa en el to de la política monetària fins a tenir senyals concloents que no hi ha obstacles significatius en l'última milla (trànsit de la inflació entre el 3% i el 2%) i, relacionat amb l'anterior, el supòsit que aquesta correcció més ràpida de la inflació es podrà aconseguir amb un cost molt moderat en termes d'activitat. En definitiva, el comportament dels mercats financers des del 13 de novembre anticipa un aterratge suau i immaculat de l'activitat, sense danys col·laterals ni riscos de nous xocs a l'horitzó. De manera que, en aquest joc del gat i el ratolí entre inversors i bancs centrals, en les properes set-

manes, les autoritats monetàries hauran de modular, amb una comunicació ben calibrada, una eufòria recent dels mercats financers que pot ser un obstacle per aconseguir els objectius en temps i en forma.

La realitat és que, per a una economia tan endeutada com l'actual, aquest gir monetari, tot i que sigui de menor intensitat del que es descompta en l'actualitat, seria un bàlsam important per als escenaris de creixement, així com per als riscos d'estabilitat financera el 2024. No està de més recordar que, amb dades de l'IIF (Institute of International Finance), al final del 3T d'enguany, el deute públic i privat que acumulava l'economia mundial ascendia a 307 bilions de dòlars (el 335% del PIB), amb un augment pròxim al 75% des del 2008 (+133 bilions de dòlars). Tenint en compte que el creixement mitjà des de la gran crisi financera ha estat del 3,1%, això significa que, per generar cada punt addicional d'activitat, l'economia mundial ha necessitat endeutar-se en més de 2,8 bilions de dòlars (gairebé dues vegades la dimensió de l'economia espanyola). Aquesta dependència del palanquejament ha augmentat des del 2018, ja que, per cada punt de creixement, el deute global ha augmentat en 4,8 bilions de dòlars, en un entorn desafiador en què ha calgut enfrontar-se als costos de la pandèmia, a les factures dels conflictes bèl·lics o a l'augment dels preus energètics.

Per agents, l'increment de l'endeutament públic des de la pandèmia ha estat superior al privat, amb tendències més negatives als països desenvolupats que als emergents, la qual cosa reflecteix un major esforç fiscal a l'OCDE per esmorteir l'impacte dels diferents xocs d'oferta. Cal destacar també que, l'any vinent, les amortitzacions que hauran d'afrontar els països emergents seran semblants a les d'enguany (prop de 7 bilions de dòlars), mentre que, en el cas dels països desenvolupats, l'augment és molt més significatiu (18 bilions el 2024, en relació amb els 10 bilions del 2023), amb un esment especial a les necessitats de finançament dels EUA. Tot plegat, amb l'afegit d'un entorn polític desafiador, amb eleccions als EUA, a Mèxic o a l'Índia i, per tant, amb incerteses importants al flanc fiscal, anticipa un camí amb una mica més d'ensurts que el descomptat pels mercats en aquests moments.

José Ramón Díez