

## Los tiempos están cambiando

El potencial disruptivo de los cambios en el orden geopolítico y comercial que tenemos encima de la mesa excede la capacidad predictiva de los modelos económicos y dificulta la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. El mundo era más sencillo para los economistas y los mercados cuando la inflación, los movimientos de los bancos centrales o las variables fiscales eran los catalizadores de las decisiones de inversión, consumo y ahorro. Ahora que la geopolítica y las políticas comerciales acaparan el protagonismo, aumenta exponencialmente la dificultad para interiorizar, cuantificar y traducir en escenarios económicos y financieros las novedades que se producen en ambas esferas diariamente. Solo en las últimas semanas hemos asistido en vivo y en directo al enquistamiento de las relaciones entre EE. UU. y Ucrania (con congelación de la ayuda militar y de inteligencia), a la respuesta de la UE con un programa de gasto en defensa impensable solo hace unos meses (800.000 millones de euros), a la reforma del freno de deuda en Alemania impulsada por la nueva coalición de gobierno (junto a un programa de gasto en infraestructuras de 500.000 millones) y a un recrudecimiento de la guerra comercial, con los aranceles moviéndose a una velocidad que hace difícil anticipar cuál será el punto de llegada cuando todo haya terminado. De momento, el minuto y resultado nos llevaría a un arancel efectivo medio aplicado por EE. UU. de casi un 10%, triplicando los niveles existentes antes de Trump hasta máximos desde 1943. Por tanto, el viejo aforismo de que cada época se hace las preguntas que puede responder, ha quedado totalmente superado tras los primeros 50 días de una Administración estadounidense que busca redefinir el papel de la principal potencia económica del mundo, con una estrategia manifiestamente mejorable.

La concatenación de *shocks* de oferta y de demanda que llevan aparejados los anuncios de las últimas semanas van a alterar los equilibrios de crecimiento e inflación, con la variable expectativas modulando los efectos que se desplegarán a través de los canales comerciales y financieros. El mayor riesgo es una ampliación de las divergencias regionales y sectoriales y un aumento de la volatilidad en los mercados financieros que pueda desencadenar episodios de inestabilidad. En este contexto, tanto los agentes económicos como los mercados están respondiendo de forma templada a las perturbaciones, aunque a corto plazo iremos percibiendo algo de ruido en los datos económicos, tanto por la anticipación de decisiones de exportadores e importadores y sus efectos en existencias como por la reconsideración de proyectos de inversión (la incerti-

dumbre suele ser mala compañera de la planificación). La clave es que las tensiones arancelarias sean contenidas y, sobre todo, que el nuevo marco comercial quede fijado rápidamente para reducir el potencial disruptivo de la desconfianza.

De momento, solo empieza a percibirse un ligero deterioro en las encuestas en EE. UU., tanto por un descenso de la confianza de los consumidores que ya se ha reflejado en una caída de las ventas minoristas en enero como en una subida de las expectativas de inflación; además de una ampliación del déficit comercial en casi un 25% en el primer mes del año por un incremento de importaciones previo al establecimiento de aranceles. Todo lo anterior anticiparía un enfriamiento de la actividad en el 1T. Nada que no pueda revertirse en los próximos meses, pero sí una señal de los riesgos que supone cambiar las reglas del juego de forma desordenada, ya sea en las relaciones comerciales o en el funcionamiento de la Administración pública. Tampoco en los mercados financieros, en medio de una sensación de calma tensa, se detectan cambios relevantes en las tendencias desde principios de año, más allá de una lógica reducción del apetito por el riesgo y un debilitamiento del dólar. La confianza en la capacidad de los bancos centrales para compensar posibles distorsiones en inflación y crecimiento supone una garantía para los inversores, aunque se ha producido algún aviso para navegantes en los mercados de deuda pública, como la mayor subida diaria de la rentabilidad del bono alemán en el último cuarto de siglo (+30 p. b.) tras el anuncio de la reforma del freno de deuda y la publicación del plan de aumento de inversión pública.

De cara a los próximos meses, el listado de temas pendientes con alto impacto potencial sobre la economía es muy importante. Desde la capacidad de Europa para movilizar los fondos anunciados en la primera semana de marzo y adaptar el Pacto de Estabilidad recientemente revisado a la nueva realidad geopolítica, hasta el margen del Tesoro americano para poner en práctica una política fiscal expansiva equilibrada, pasando por la flexibilidad de los bancos centrales para mantener a raya las expectativas de inflación o la resiliencia de las cadenas de valor al nuevo entorno comercial. Aunque por encima de todo, lo más importante será gestionar de forma justa la tregua en la guerra en Ucrania y renegociar de forma equilibrada las relaciones comerciales y de defensa entre EE. UU. y Europa. Un reflejo de que los tiempos están cambiando y toca adaptarse con la máxima premura posible.

José Ramón Díez