Incertidumbre y resiliencia a las puertas del verano

Una vez superados los tres meses de conflicto en Oriente Próximo, los efectos del *shock* de oferta provocado por la subida de los precios de la energía se irán manifestando progresivamente en los datos de inflación y crecimiento. La combinación de incertidumbre y resiliencia que ha caracterizado el comportamiento de la economía mundial en los últimos tiempos conforma un equilibrio frágil, sobre todo mientras el riesgo geopolítico permanezca en niveles muy elevados. Una coyuntura que requiere la máxima flexibilidad, tanto en las estrategias de inversión como en las respuestas de política económica. Y obliga a recalibrar los escenarios económicos a una nueva realidad, con mucha más volatilidad en las variables económicas y financieras. Todo ello es un reflejo de la reordenación estructural de la economía mundial, que persigue una eficiencia económica más amplia que incluya la seguridad y la resiliencia.

De momento, de los tres canales de transmisión del *shock* de oferta, el energético es el que se ha activado con mayor intensidad, como muestra la subida generalizada de la inflación, que ya está reduciendo la capacidad de compra de las familias. Ello, unido al moderado endurecimiento de las condiciones financieras (muy inferior al que se produjo tras la guerra en Ucrania), enfriará el consumo privado en los meses centrales del año y reducirá los potenciales desequilibrios macroeconómicos que pueda provocar la brecha que se ha abierto entre la oferta y la demanda.

En ausencia de nuevas sorpresas negativas en los precios energéticos, el efecto neto sobre el crecimiento sería moderado y se concentraría en los trimestres centrales del año, teniendo en cuenta puntos de apoyo para la actividad como la buena situación de los mercados laborales, las elevadas tasas de ahorro de las familias, los reducidos niveles de endeudamiento de los agentes privados y la capacidad de la política fiscal de compensar parte de los efectos negativos del *shock* de oferta. Todo ello, sin embargo, va a depender de una rápida reapertura del estrecho de Ormuz, pues el desajuste entre la oferta y la demanda en los mercados energéticos se está cubriendo con una reducción diaria de las existencias que, de prolongarse la crisis, puede desembocar en problemas para la entrega física en los meses de verano en algunos segmentos del mercado.

Poniendo números al escenario, hemos revisado a la baja la previsión de crecimiento de la economía mundial, del 3,3% al 3,0% en 2026, con recortes del crecimiento de la eurozona, del 1,3% al 0,7% (del 2,4% al 2,1% en el caso de España) y de EE. UU., desde el 2,6% al 2,1%. Para actualizar las previsiones, hemos utilizado unos precios medios del petróleo en 2026 (90 dólares por barril) y 2027 (80 dólares por barril), en consonancia con lo que están descontando los mercados de futuros. Esto supondría una progresiva vuelta a la normalidad de los mercados energéticos en los próximos trimestres, eso sí, con precios de equilibrio del crudo casi 20 dólares por encima de los existentes antes del conflicto y un menor colchón de existencias. Si se cumplen estas hipótesis, los crecimientos podrían retornar a la zona potencial hacia finales de 2026 y la inflación retomar su senda hacia los objetivos de los bancos centrales en 2027, después del importante repunte de este año (3,1% en la eurozona y 3,5% en EE. UU.).

De momento, a la espera de conocer los datos de crecimiento del 2T, se perciben algunas señales de ralentización. No obstante, estas también se están viendo parcialmente amortiguadas por compras anticipadas ante el riesgo de disrupciones y aumentos futuros de precios. La información más valiosa la tenemos en los datos de inflación, donde, en Europa, la subida de la tasa interanual hasta el 3,2% ha venido acompañada de un aumento de la núcleo hasta el 2,5%, explicado en buena parte por la aceleración de la inflación en servicios (+0,5 p. p., hasta el 3,5%), máximos en más de un año en Europa. Así que ha llegado el turno de los bancos centrales y, bajo la vieja máxima de más vale prevenir que curar, veremos moderadas subidas de los tipos de interés en los próximos meses, para cortar de raíz los riesgos de efectos de segunda ronda y su potencial traslación a expectativas de inflación. En Europa, en un escenario de efectos inflacionistas directos relevantes (pero no severos) y propagación limitada al resto de la cesta, podría ser suficiente una subida total de 50 p. b., empezando en el mes de junio con 25 puntos. Así que, probablemente, cuando lean estas líneas, los tipos oficiales en Europa ya se habrán situado en el 2,25%. Más complicada es la papeleta para la Fed, no solo por las complicaciones que introduce un mandato dual (centrado en inflación y empleo) en momentos de un *shock* de oferta, sino por la falta de claridad sobre el giro estratégico que pretende el nuevo presidente (Kevin Warsh), cuando se sabe que, en tiempo de tribulación, no conviene hacer mudanza. Además, la credibilidad monetaria y cambiaria suele tardar mucho tiempo en cimentarse, pero puede perderse de forma muy rápida.

José Ramón Díez