

Luces y sombras en una economía en transición

En los dos primeros meses del año continúan presentes las principales tendencias que marcaron el comportamiento de la economía internacional en la última parte de 2023: (i) crecimiento próximo al 3% con divergencias entre la solidez de EE. UU. y buena parte de países emergentes frente a la debilidad de China y, especialmente, la eurozona, (ii) estabilidad en los precios de la energía pese al desafiante escenario geopolítico que está alterando los flujos de tráfico marítimo entre Asia y Europa, (iii) continuidad del proceso desinflationista a ambos lados del Atlántico con cierta resistencia a la baja en las rúbricas de servicios, (iv) fortaleza del consumo público y privado frente a una inversión que no termina de ganar tracción pese a contar con el apoyo de los programas fiscales expansivos (IRA, NGEU, etc.) y el repunte en los gastos en defensa, (v) debilidad de la industria con la excepción del sector tecnológico (especialmente el ligado a la IA), que contrasta con el positivo desempeño del sector servicios, (vi) solidez del mercado de trabajo escasamente afectado por el endurecimiento monetario y (vii) buen comportamiento de los mercados de renta variable (+6% el MSCI Global a cierre de febrero), que refleja la confianza de los inversores en los efectos positivos que tendrá el escenario de aterrizaje suave sobre los beneficios empresariales.

En esta etapa de continuidad a la espera del inicio del proceso de relajación monetaria, precisamente el único pequeño reajuste que se ha producido en las primeras semanas del año ha sido el cierre de la brecha entre las perspectivas de política monetaria de los mercados financieros y la opinión que han venido anticipando los bancos centrales en sus últimas proyecciones y comunicados. Ahora los inversores descuentan solo 100 p. b. de bajadas en 2024 (150 p. b. en diciembre) y retrasan el primer recorte al mes de junio (antes lo fechaban en marzo/abril), lo que ha provocado un movimiento de corrección en la parte larga de la curva de rentabilidades de la deuda pública de entre 20 y 60 p. b. Este cambio está ligado a la sensación de que la inflación entra en un terreno en el que los progresos adicionales van a ser más costosos, una vez que los efectos positivos de la distensión energética y de la desaparición de los cuellos de botella globales se van reduciendo, lo que conferirá un mayor protagonismo a los precios de los servicios. Y es ahí donde las autoridades monetarias necesitan algo más de seguridad (y confianza) sobre las dinámicas que seguirán estas rúbricas en los próximos meses, teniendo en cuenta que su evolución vendrá marcada por factores todavía sujetos a incertidumbre, como la evolución de los salarios o los costes relacionados con la vivienda. En todo caso, el escenario monetario descontado por los inversores sigue siendo netamente positivo para las perspectivas económicas en la segunda parte del año, pues probablemente vamos a ver bajadas interanuales en el euríbor a 12 meses desde el mes de abril.

Por tanto, continuando con la tónica de los últimos trimestres, se siguen observando más luces que sombras en la compleja transición que está realizando el ciclo de negocios, afectado por las disrupciones que sufre el lado de la oferta, tanto por la acumulación de perturbaciones negativas inesperadas (COVID, cuellos de botella, etc.), como por las primeras señales de cambios causados por la demografía, la transición energética, la innovación (IA) o la búsqueda de autonomía estratégica por parte de las grandes potencias. Todo ello mientras el lado de la demanda refleja alteraciones en las preferencias de los consumidores tras la pandemia o el extraordinario activismo asumido por la política monetaria y fiscal en los últimos años. Ese proceso de cambio continuo seguirá presidiendo el comportamiento de la economía a medio plazo, así que la normalización del comportamiento de la economía tras las tormentas de los últimos años parece más un deseo que una realidad. Ello implica una apreciable incertidumbre sobre el comportamiento en el futuro de variables como el crecimiento potencial o el tipo de interés neutral.

En este contexto, intentando buscar señales entre el exceso de ruido todavía presente en el escenario económico, hemos actualizado nuestras previsiones económicas y financieras, revisando ligeramente al alza la previsión de crecimiento mundial para 2024 (del 2,9% al 3%), gracias a la mejora de los pronósticos para las economías avanzadas (del 1,1% al 1,4%). En su mayor parte se explica por la mejora en las proyecciones para EE. UU. (2,2% vs. 0,8% anterior), pues mantenemos sin cambios la previsión para Europa (0,7% en 2024 y 1,7% en 2025), donde hemos revisado al alza la previsión de PIB para la economía española hasta el 1,9% este año (2,2% en 2025). En el ámbito de la inflación, prácticamente no hemos realizado ajustes en las previsiones para 2024 (5,2% mundo, 2,5% OCDE y 7,2% emergentes) y 2025 (3,2% mundo, 2% OCDE y 4,2% emergentes), cuando veremos la inflación cerca de los objetivos de los bancos centrales. Ello permitirá a la Fed y al BCE iniciar la fase de relajación monetaria en el mes de junio, en la que prevemos que se acumularán cuatro bajadas hasta un total de 100 p. b. a ambos lados del Atlántico en 2024. Con estos movimientos de los bancos centrales, el bono a 10 años alemán cerraría este año en el 2% (2,9% el bono español). Para 2025, anticipamos continuidad en el proceso de bajada de tipos de interés, con otros 100 p. b. en EE. UU. (75 p. b. en el caso de Europa).

José Ramón Díez
Marzo de 2024