Los bancos centrales vuelven a cobrar protagonismo

Los mercados cierran el episodio de turbulencias financieras. Tras la inestabilidad financiera de enero y buena parte de febrero, el clima inversor se ha tornado más favorable. Las cotizaciones de bolsas y bonos corporativos se han restablecido y la volatilidad de los activos financieros ha descendido de manera apreciable en un breve lapso de tiempo. La mejora de la confianza financiera ha sido consecuencia, principalmente, de unos datos macroeconómicos algo más positivos de lo esperado, sobre todo en EE. UU., del apoyo de los bancos centrales, en particular de la Reserva Federal (Fed) y del BCE, y del repunte del precio del crudo, que ha aumentado cerca de un 50% desde los mínimos de enero. En definitiva, concluye un episodio financieramente turbulento pero cuyo impacto final en términos de crecimiento probablemente será limitado. Un buen reflejo de ello es que esperamos un crecimiento mundial del 3,4% en 2016, una cifra que se sitúa por encima del registro de 2015. A pesar de este escenario benigno, hay que reiterar que persisten algunos riesgos bajistas significativos, incluidos un hipotético recrudecimiento de la incertidumbre financiera, dificultades para asegurar el aterrizaje suave de la economía china o deterioros adicionales de la situación de emergentes frágiles como Brasil y Rusia.

La Fed, ante el dilema de actuar ya en clave interna o esperar que los riesgos financieros y globales se apacigüen. El gigante americano circula por fases maduras del ciclo. Más allá de los vaivenes de corto plazo, el crecimiento estadounidense ha tomado una velocidad de crucero del orden del 2% interanual en la segunda mitad de 2015 y en esas coordenadas se va a mover durante gran parte de 2016. Un factor clave para explicar esta dinámica es la solidez del mercado laboral, capaz de crear desde el inicio de la recuperación más de 12 millones de puestos de trabajo y situar la tasa de paro en un reducido 4,9%. En este contexto, la inflación, relativamente contenida todavía, va a experimentar un giro alcista en los próximos meses gracias a la recuperación del precio del petróleo, la mayor presión salarial y la fortaleza de la demanda interna. Ante este panorama, la senda de normalización monetaria iniciada por la Fed en diciembre tiene pleno sentido. Sin embargo, el sesgo acomodaticio de su último comunicado, aun teniendo en cuenta lo reciente de las turbulencias financieras y la incertidumbre que rodea el crecimiento global, fue mayor de lo que esperaban los inversores. Parece que, viéndose en el dilema de primar la actuación inmediata ante la madurez del ciclo o esperar a que se despejen las incógnitas exteriores, la Fed haya optado por lo segundo. Creemos, con todo, que se tratará de una pausa temporal y que el proceso de normalización monetaria continuará en la segunda mitad de 2016.

La eurozona transita por otros derroteros monetarios, mucho más acomodaticios. En respuesta a lo que el BCE entiende como un empeoramiento del cuadro macroeconómico de la eurozona, la institución anunció un nuevo paquete de medidas: recortes de tipos (rebaja del tipo refi hasta el 0,00% y el de depósito hasta el –0,40%), ampliación del programa de compras de bonos (en 20.000 millones de euros mensuales adicionales, hasta los 80.000 millones), inclusión de deuda corporativa en el programa de compras y cuatro nuevas subastas bancarias de liquidez que, si se cumplen ciertas condiciones, serán a tipos negativos. En conjunto, estas actuaciones, mayores de lo esperado, intensifican los estímulos a la provisión de crédito y refuerzan las expectativas de tipos muy bajos durante mucho tiempo. Aunque el impacto final, en términos de mayor crecimiento e inflación, del paquete de medidas puede ser relativamente reducido y dilatarse en el tiempo, sí cabe esperar que afecte al segmento de deuda corporativa, que repercuta en ciertos aspectos de los mercados financieros, como en un cambio de los precios de determinados activos, y que refuerce la confianza de los inversores.

España va entrando en una fase más madura del ciclo. En los próximos trimestres la economía española reducirá moderadamente su ritmo de crecimiento. Tras crecer un dinámico 3,2% en 2015, en 2016 el avance del PIB será del 2,8% según nuestras previsiones. Esta desaceleración es fruto, fundamentalmente, de la gradual desaparición de los efectos de cola que impulsaron el crecimiento durante 2015, como la caída del precio del petróleo o la depreciación del euro. También de un menor apoyo de la política fiscal, que difícilmente podrá mantenerse en la órbita expansiva de 2015 si se quieren cumplir los objetivos de déficit público. Menos crecimiento, en definitiva, pero de más calidad, como mínimo por lo que se refiere a su sostenibilidad. En particular, el mayor protagonismo del sector exterior, cuya aportación será creciente en 2016, es un desarrollo positivo. También lo son la continuidad de la recuperación del sector inmobiliario, el crecimiento del crédito bancario y la mejoría laboral, tres tendencias que representan seguir avanzando hacia la plena normalización económica del país.