Mercats financers *versus* bancs centrals: una visió diferent?

Les dades de creixement de l'últim trimestre del 2022 han confirmat la intensa i esperada desacceleració de l'activitat mundial provocada pels efectes de les pujades dels preus energètics i per l'enduriment de la política monetària. No obstant això, aquest intens ajust a la baixa del cicle de negocis, lluny de suscitar correccions en els preus dels actius financers, està coincidint amb revaloracions pròximes als dos dígits dels mercats borsaris des de l'inici de l'any i amb caigudes acumulades de les rendibilitats a llarg termini del deute públic pròximes als 50 p. b. L'augment de l'apetència pel risc es produeix en anticipar els inversors que anem deixant enrere els pitjors escenaris econòmics dibuixats després de l'estiu (estagflació global), a mesura que es van reduint els desequilibris entre oferta i demanda i que es van corregint de forma gradual les pressions inflacionistes.

La conclusió és que la part més àrdua del treball dels bancs centrals estaria molt avançada, un cop la demanda interna ja reflecteix els efectes de les pujades dels tipus d'interès. El problema és que els mercats ja estan descomptant, potser de manera precipitada, un gir imminent de la política monetària, ja que confien en un canvi ràpid d'orientació dels components més tendencials de les cistelles de preus de consum. I el relaxament de les condicions financeres provocat per aquest moviment de *risk on* no afavoreix el pols que mantenen les autoritats monetàries contra la inflació. Ara com ara, la política de comunicació està intentant frenar amb poc èxit aquestes expectatives d'un pivot en els tipus d'interès (com ho va posar de manifest la caiguda històrica diària de rendibilitats a Europa després de l'última pujada de 50 p. b. en els tipus oficials). El propòsit dels bancs centrals és intentar limitar un repunt de la inestabilitat financera en cas de noves sorpreses alcistes en els preus.

Aquest joc entre inversors i bancs centrals determinarà el comportament dels actius financers el 2023, en un context econòmic subjecte a una volatilitat i a una incertesa encara elevades. Sobretot, quan, a més dels riscos ja coneguts (inflació, guerra d'Ucraïna o la Xina), en considerem d'altres que ja apareixen a l'horitzó, com el sostre de deute als EUA o els efectes que els canvis en la política monetària del Japó poden ocasionar sobre les tinences de bons internacionals dels inversors japonesos. Per tant, sembla massa prematur comprar un escenari d'aterratge suau que permeti als bancs centrals reduir ràpidament els tipus d'interès i mantenir sense ensurts les tendències dels mercats financers de l'inici d'enguany.

La part positiva és que el favorable (i inesperat) efecte riquesa de les primeres setmanes de l'any s'uneix a la solidesa que continuen mostrant la major part de mercats laborals (mínims de 53 anys en la taxa d'atur als EUA), a la fortalesa dels balanços del sector privat (amb un estalvi important encara atresorat per les famílies als EUA o a la Xina), a la millora de les expectatives de les llars i de les empreses des del novembre i, sobretot, al bon comportament de l'escenari energètic en els últims mesos. Tot plegat s'està traduint en una revisió a l'alça generalitzada de les previsions d'activitat, quan tots pensàvem que aquest hivern podria propiciar justament un moviment invers. En el nostre cas, hem augmentat la previsió de creixement mitjà per a la zona de l'euro el 2023 del 0,2% al 0,5%, la qual cosa implica millores per a països tan importants com Alemanya (del –0,2% al 0%), Itàlia (del –0,2% al 0,5%) o Espanya (de l'1% a l'1,3%). D'aquesta manera, ens allunyem dels escenaris que comporten destrucció d'ocupació, tot i que les previsions continuaran subjectes a una elevada imprevisibilitat, la qual cosa reflecteix que som en un any de transició en què s'han de sedimentar les condicions per al retorn a una certa normalitat a partir del 2024. Per tant, canviem les previsions, però no la narrativa, perquè, a curt termini, continuarem encarats a un escenari molt complex, amb més preguntes que respostes sobre els canvis que està afrontant l'entorn econòmic. I, malgrat que cal valorar de forma positiva la millora del sentiment dels inversors, només es veurà confirmada per un ajust a la baixa de la inflació que s'estengui a la majoria dels components de la cistella, i per arribar aquí segurament necessitarem temps i paciència.

José Ramón Díez
Febrer 2023