

Previsiones en una economía inestable

Los últimos años han constituido una cura de humildad para los ejercicios de predicción económica. Tanto las distorsiones causadas en el comportamiento de variables como el crecimiento o la inflación por la acumulación de *shocks* de naturaleza muy diversa, como la necesidad de calibrar los escenarios económicos con hipótesis sobre la evolución de la pandemia o los efectos del conflicto bélico en el comportamiento del precio de las materias primas, han aumentado la incertidumbre de las previsiones. En un corto periodo de tiempo, los economistas han tenido que actualizar sus conocimientos sobre mercados energéticos, realizar un curso acelerado sobre los efectos económicos de enfermedades epidémicas o volver a poner en el radar el riesgo geopolítico mientras trataban de entender la naturaleza y las consecuencias de los desajustes entre oferta y demanda mundial. Por el camino, se infraestimó la intensidad y duración del episodio inflacionista que se originó a principios de 2021 y la resiliencia del ciclo de negocios a todo tipo de perturbaciones y, por tanto, la flexibilidad de familias y empresas para franquear los sucesivos obstáculos que han ido apareciendo en el horizonte. Esta capacidad de adaptación de las economías modernas, así como los vientos de cola de unas políticas monetarias y fiscales extraordinariamente expansivas, explicaría un desempeño económico mejor de lo esperado en los últimos tiempos.

Esas señales siguen presentes próximos a cerrar el primer semestre del año, pues la economía internacional mantiene una aceptable velocidad de crucero, aunque con divergencias entre países y sectores de actividad. A la vez que las lecturas generales de inflación siguen mejorando y se mantienen las dudas sobre el comportamiento de los precios a medio plazo, pues los indicios de bajadas en las medidas tendenciales de inflación no son concluyentes (especialmente en las rúbricas de alimentos y servicios), lo que confiere escasa visibilidad al final del proceso de subida de los tipos de interés. La noticia positiva es que detrás de este comportamiento de las principales variables económicas subyace la corrección de buena parte de los desajustes entre oferta y demanda mundial, lo que refleja que siguen funcionando los canales de transmisión de la política económica y se han logrado despejar los cuellos de botella que distorsionaban la producción. Pero la sensación es que el ajuste todavía es incompleto.

En este contexto, con el primer foco de inestabilidad financiera aparentemente sofocado, se está produciendo una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para este año, que reflejan la bajada en los precios de las materias primas desde el verano, las sorpresas positivas en los datos de actividad del invierno, el buen comportamiento del mercado de trabajo y la mejora de las expectativas de los agentes. En nuestro caso, hemos elevado para 2023 las previsiones de actividad en la eurozona (0,9% frente a 0,5%), España (2% frente a 1,3%) y EE. UU. (1,2% frente a 0,9%), aunque en todos los casos hemos rebajado de forma moderada los pronósticos para 2024, por el efecto retardado del aumento acumulado de los tipos de interés.

Precisamente, una vez que el escenario energético se ha clarificado, los riesgos sobre las proyecciones centrales son el comportamiento del núcleo de la inflación y la evolución de la política monetaria, y hasta qué punto el endurecimiento de esta última puede provocar nuevos episodios de turbulencias financieras como las que vivimos en marzo. En el fondo, con una política fiscal que debe ir virando hacia la neutralidad, la clave será cómo gestionen los bancos centrales su doble mandato (estabilidad financiera frente a estabilidad de precios). Aunque la principal sorpresa negativa de los últimos meses son las dificultades que está teniendo el sector manufacturero para salir de una atonía generalizada, algo que está afectando al comercio mundial y se está poniendo de manifiesto en la evolución de la actividad en países como Alemania, donde el crecimiento ha sido negativo en tres de los últimos cuatro trimestres. Coincidiendo en el tiempo con una adaptación de la política industrial a los nuevos desafíos geoestratégicos, tendencia liderada por EE. UU. con la aprobación del IRA (Ley de Reducción de la Inflación), que constituye un «antes y un después» para el marco de relaciones económicas transatlánticas. En definitiva, la balanza de la economía internacional, aunque con buenas sensaciones en los últimos meses, se seguirá moviendo en un equilibrio inestable en el horizonte de previsión.

José Ramón Díez
Junio 2023