

Vientos de cambio para la política monetaria

Después de haber puesto en marcha el proceso de endurecimiento monetario más intenso de las últimas décadas, parece que los bancos centrales están en vías de solucionar el inesperado repunte de la inflación que ha tenido que afrontar la economía internacional desde el primer semestre de 2021. O, al menos, eso es lo que está anticipando el giro en las expectativas de política monetaria que se ha producido desde la primera quincena de noviembre, cuando las sorpresas positivas en los datos de IPC en EE. UU., en la eurozona o en Gran Bretaña, no solo eliminaron las perspectivas de nuevas subidas de tipos, sino que además abrieron la posibilidad de bajadas desde el 2T 2024. De esta manera, los inversores han pasado a cotizar rebajas de 125 p. b. a ambos lados del Atlántico en los próximos 12 meses, lo que se ha traducido en fuertes descensos de los tipos soberanos (entre 50 y 80 p. b. en las referencias a 10 años) y del euríbor a 12 meses (del 4,1% al 3,7%), subidas acumuladas en cuatro semanas de casi el 10% en los principales índices bursátiles y rebajas de los costes de financiación de los emisores privados de entre 50 p. b. para las empresas con *rating* de inversión en Europa, hasta los 110 p. b. en el caso de los *high yields*.

El resultado de este movimiento de *risk on*, además de la fuerte revalorización de todo tipo de carteras de inversión, ha sido una intensa flexibilización de las condiciones financieras, anticipando el giro de política monetaria que se espera para 2024. La base de este cambio de expectativas es sólida; no en vano, el núcleo tendencial de precios estaría aproximándose al 3%, muy lejos de los máximos de 2022 (6%), lo que reflejaría que la parte más ardua del trabajo de los bancos centrales ya se ha conseguido. Algo que corroborarían medidas de *momentum* de la inflación, como la versión desestacionalizada (y anualizada) del IPC que publica el BCE (3,0% la general y 2,0% la núcleo el pasado mes) o el comportamiento de rúbricas fundamentales en EE. UU. para la evolución de los precios, como el *shelter* (+0,3% en octubre). A partir de aquí, el escenario «idílico» que están anticipando los mercados para 2024 tiene dos puntos débiles que son: la necesidad de los bancos centrales de mantener la firmeza en el tono de la política monetaria hasta tener señales concluyentes de que no hay obstáculos significativos en la última milla (tránsito de la inflación entre el 3% y el 2%) y, relacionado con lo anterior, el supuesto de que esa corrección más rápida de la inflación se podrá conseguir con un coste muy moderado en términos de actividad. En definitiva, el comportamiento de los mercados financieros desde el 13 de noviembre anticipa un

aterrizaje suave e inmaculado de la actividad, sin daños colaterales, ni riesgos de nuevos *shocks* en el horizonte. De manera que, en ese juego del gato y el ratón entre inversores y bancos centrales, las próximas semanas será el turno de las autoridades monetarias para intentar, con una comunicación bien calibrada, modular una euforia reciente de los mercados financieros que puede suponer una cortapisa para alcanzar los objetivos en tiempo y forma.

La realidad es que, para una economía tan endeudada como la actual, este giro monetario, aunque sea de menor intensidad de lo que se descuenta actualmente, sería un importante bálsamo para los escenarios de crecimiento, así como para los riesgos de estabilidad financiera en 2024. No está de más recordar que con datos del IIF (Institute of International Finance), a finales del 3T de este año la deuda pública y privada que acumulaba la economía mundial ascendía a 307 billones de dólares (335% del PIB), con un aumento cercano al 75% desde 2008 (+133 billones de dólares). Teniendo en cuenta que el crecimiento promedio desde la gran crisis financiera ha sido de un 3,1%, eso significa que para generar cada punto adicional de actividad, la economía mundial ha necesitado endeudarse en más de 2,8 billones de dólares (casi dos veces el tamaño de la economía española). Esa dependencia del apalancamiento ha aumentado desde 2018, pues, por cada punto de crecimiento, la deuda global ha aumentado en 4,8 billones de dólares, en un entorno desafiante en el que se han tenido que afrontar los costes de la pandemia, las facturas de los conflictos bélicos o el aumento de los precios energéticos.

Por agentes, el incremento del endeudamiento público desde la pandemia ha sido superior al privado, con tendencias más negativas en países desarrollados que en emergentes, lo que refleja un mayor esfuerzo fiscal en la OCDE para amortiguar el impacto de los diferentes choques de oferta. A destacar también que el año que viene las amortizaciones que deberán afrontar los países emergentes serán parecidas a las de este año (cerca de 7 billones de dólares), mientras que en el caso de los países desarrollados el aumento es mucho más significativo (18 billones en 2024, frente a 10 billones en 2023), con especial mención a las necesidades de financiación de EE. UU. Todo lo anterior, junto a un entorno político desafiante, con elecciones en EE. UU., México o India y, por tanto, con incertidumbres importantes en el lado fiscal, anticipan un camino con algo más de sobresaltos que lo descontado por los mercados en estos momentos.

José Ramón Díez