

Aterrizaje suave en tiempos de incertidumbre política

Después del intenso ajuste que se ha producido en las expectativas de política monetaria desde la segunda semana de noviembre del pasado año, y que propició uno de los movimientos más intensos de revalorización de los activos financieros en las últimas décadas (+9% la renta fija en los dos últimos meses de 2023, máximos bimensuales desde 1990), toca ajustar los escenarios económicos y valorar si los inversores han corrido demasiado al descontar un escenario idílico, en el que la resiliencia del ciclo de actividad al endurecimiento monetario vendrá acompañada de un rápido retorno de la inflación al 2%. De momento, el consenso de previsiones ha virado definitivamente hacia un aterrizaje suave de la economía mundial en 2024, con un crecimiento medio parecido al de 2023, en el que se mantienen las divergencias sectoriales y entre regiones económicas. Pero con un perfil totalmente diferente al del año pasado, con un primer semestre caracterizado por una marcada debilidad de la actividad que dará paso a una mejoría en la segunda parte del año, según vayan aflorando los efectos tanto de la bajada de la inflación como de la relajación de las condiciones financieras. De la intensidad de ambos procesos en marcha dependerá el momento en el que se puedan recuperar unos ritmos de crecimiento potenciales lastrados por los sucesivos choques negativos de oferta de los últimos años, a la espera de los efectos positivos de las inversiones en transición energética, así como del esperado repunte en productividad que puede propiciar la innovación de última generación (IA, etc.).

El dato de empleo de diciembre en EE. UU. (+216.000 puestos de trabajo creados, para un total de 2,7 millones en 2023) o el mantenimiento del precio del petróleo por debajo de 80 dólares el barril en las primeras sesiones del año reflejan que continúan vigentes dos de los principales factores detrás de la resiliencia del ciclo de actividad en el último año, como son la solidez de los mercados de trabajo y la contención de las tensiones en los precios de la energía, en un contexto nada favorable marcado por el endurecimiento monetario acumulado en los dos últimos años y el aumento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. En este sentido, el inicio del invierno en Europa está sujeto a mucha menos incertidumbre, si se tienen en cuenta los precios y los niveles de reservas de gas comparados con los de hace un año, aunque la tendencia de debilidad en la actividad se mantendrá en los próximos meses, considerando la atonía que siguen mostrando las expectativas de los agentes económicos, la inercia negativa de los datos del sector industrial y de comercio minorista o los efectos de la vuelta de tuerca que cabe esperar para la política fiscal.

Sin embargo, es en el frente de inflación donde el escenario continúa estando más abierto, pese a las sorpresas positivas del último semestre. El dato de diciembre en Europa estuvo en línea con las previsiones y anticipa alguna de las tendencias que cabe esperar a corto plazo: moderación en los efectos base de la energía, dinámicas mixtas en la inflación de alimentos (mejor comportamiento en elaborados que en no elaborados) y comportamiento divergente en las principales rúbricas de la subyacente, con una normalización relativamente rápida de los bienes industriales (no energéticos) y mayor resistencia a la baja en los servicios. Es por ello por lo que, aunque las señales que se derivan de medidas del comportamiento del núcleo tendencial de los precios a corto plazo (*momentum*) son positivas, siguen existiendo dudas (y riesgos) sobre las dinámicas de precios que se desplegarán en los próximos meses. Y, por tanto, sobre el momento en el que la inflación volverá a estabilizarse cerca del 2%. En ese sentido, parecen bastante coherentes los mensajes de los bancos centrales en las reuniones de diciembre, sin intentar por un lado desinflar las expectativas de bajadas en los tipos de interés, a la vez que remarcaban la dependencia de sus decisiones de los datos que se vayan conociendo en los próximos meses. Es en este contexto en el que afloran inconsistencias entre las nuevas expectativas de tipos de interés que cotizan los mercados y los escenarios de aterrizaje suave, pues parece difícil que, sin un fuerte debilitamiento adicional de la actividad con implicaciones directas en la inflación, los bancos centrales vayan a tener urgencia por bajar los tipos de interés tan pronto como en el 1T del año. Sobre todo, teniendo en cuenta los efectos sobre el riesgo geopolítico y el tono de la política fiscal global que tendrá el desafiante calendario electoral que nos espera en 2024, empezando por las elecciones en Taiwán el 13 de enero y terminando con las presidenciales americanas el 5 de noviembre. Y ya sabemos, tras la experiencia de los últimos años, cómo el riesgo político puede alterar el comportamiento de hipótesis clave en los escenarios de previsión económica.

José Ramón Díez
Enero de 2024