

## Aterratge suau en temps d'incertesa política

Després de l'intens ajust que s'ha produït en les expectatives de política monetària des de la segona setmana de novembre de l'any passat, i que va propiciar un dels moviments més intensos de revaloració dels actius financers en les últimes dècades (el +9% la renda fixa en els dos últims mesos del 2023, màxims bimensuals des del 1990), toca ajustar els escenaris econòmics i valorar si els inversors han corregut massa en descomptar un escenari idíl·lic, en què la resiliència del cicle d'activitat davant l'enduriment monetari vindrà acompanyada d'un retorn ràpid de la inflació al 2%. Ara com ara, el consens de previsions ha virat de forma definitiva cap a un aterratge suau de l'economia mundial el 2024, amb un creixement mitjà semblant al del 2023, en què es mantenen les divergències sectorials i entre les regions econòmiques. Però amb un perfil totalment diferent del de l'any passat, amb un primer semestre caracteritzat per una marcada feblesa de l'activitat, que donarà pas a una millora en la segona part de l'any, a mesura que vagin aflorant els efectes tant de la baixada de la inflació com del relaxament de les condicions financeres. De la intensitat dels dos processos en marxa dependrà el moment en què es puguin recuperar uns ritmes de creixement potencials llastats pels successius xocs negatius d'oferta dels últims anys, mentre esperem els efectes positius de les inversions en transició energètica i l'esperat repunt en productivitat que pot propiciar la innovació d'última generació (IA, etc.).

La dada de l'ocupació del desembre als EUA (+216.000 llocs de treball creats, amb un total de 2,7 milions el 2023) o el manteniment del preu del petroli per sota dels 80 dòlars per barril en les primeres sessions de l'any reflecteixen que continuen vigents dos dels principals factors que expliquen la resiliència del cicle d'activitat en l'últim any, la solidesa dels mercats de treball i la contenció de les tensions en els preus de l'energia, en un context gens favorable, marcat per l'enduriment monetari acumulat en els dos últims anys i per l'augment de les tensions geopolítiques a l'Orient Mitjà. En aquest sentit, l'inici de l'hivern a Europa està subjecte a molta menys incertesa, atesos els preus i els nivells de reserves de gas comparats amb els d'un any enrere, tot i que la tendència de feblesa en l'activitat es mantindrà en els propers mesos, segons es desprèn de l'atonía que continuen mostrant les expectatives dels agents econòmics, de la inèrcia negativa de les dades del sector industrial i del comerç al detall o dels efectes de la volta de rosca que cal esperar per part de la política fiscal.

No obstant això, és al front de la inflació on l'escenari continua estant més obert, malgrat les sorpreses positives de l'últim semestre. La dada del desembre a Europa es va alinear amb les previsions i anticipa alguna de les tendències que cal esperar a curt termini: moderació en els efectes base de l'energia, dinàmiques mixtes en la inflació dels aliments (millor comportament en elaborats que en no elaborats) i comportament divergent de les principals rúbriques de la subjacent, amb una normalització relativament ràpida dels béns industrials (no energètics) i més resistència a la baixa als serveis. Per tot plegat, i malgrat que els senyals que es deriven de les mesures del comportament del nucli tendencial dels preus a curt termini (*momentum*) són positius, continuen existint dubtes (i riscos) sobre les dinàmiques de preus que es desplegaran en els propers mesos. I, per tant, sobre el moment en què la inflació es tornarà a estabilitzar prop del 2%. En aquest sentit, semblen força coherents els missatges dels bancs centrals en les reunions del desembre, sense intentar, d'una banda, desinflar les expectatives de baixades dels tipus d'interès i remarcant, de l'altra, la dependència de les seves decisions de les dades que es vagin coneixent en els propers mesos. És en aquest context on afloren inconsistències entre les noves expectatives dels tipus d'interès que cotitzen els mercats i els escenaris d'aterratge suau, perquè sembla difícil que, sense un fort afebliment addicional de l'activitat, amb implicacions directes sobre la inflació, els bancs centrals hagin de tenir pressa per abaixar els tipus d'interès tan aviat com en el 1T de l'any. Sobretot, tenint en compte els efectes sobre el risc geopolític i el to de la política fiscal global que tindrà el desafiant calendari electoral que ens espera el 2024, començant per les eleccions a Taiwan el 13 de gener i acabant amb les presidencials nord-americanes el 5 de novembre. I ja sabem, després de l'experiència dels últims anys, que el risc polític pot alterar el comportament d'hipòtesis clau en els escenaris de previsió econòmica.

José Ramón Díez

Gener del 2024