

Sorpreses, resiliència i bancs centrals

La publicació de les dades d'activitat del 4T ha confirmat que l'economia mundial va tancar l'any passat amb una combinació de creixement i d'inflació molt millor del que s'anticipava al començament de l'exercici. El 2023, en països com els EUA o Espanya, les taxes de creixement mitjà es van situar en el 2,5%, quan 12 mesos enrere la previsió del consens d'analistes se situava en la banda del 0,5%-1%, moment en què s'assignava una probabilitat elevada a un esdeveniment recessiu als EUA, basada en senyals com la inversió del pendent de la corba de tipus d'interès. Igualment, al front de la inflació, la tendència, durant els últims mesos, ha estat molt més benigna que la majoria de les projeccions, gràcies a l'esvaïment del xoc energètic i a la desaparició gradual dels seus efectes indirectes, mentre esperem que les dades d'evolució salarial confirmin que els efectes de segona ronda continuen sota control.

Per tant, en un entorn caracteritzat, des del 2020, per l'acumulació de perturbacions negatives, la sorpresa positiva del 2023 va tornar a ser la resiliència del cycle de negocis mundial, entesa com «la capacitat d'adaptació d'un ésser viu enfront d'un agent perturbador o un estat o situació adversos» (primera accepció de la RAE). Com el mateix president de la Fed reconeixia recentment, és molt inusual, des d'un punt de vista històric, que l'enduriment monetari aplicat en els dos últims anys no hagi provocat efectes molt més intensos en l'activitat i, sobretot, en l'ocupació. En aquest context, s'entén que els bancs centrals no hagin intentat contrarestar (o, almenys, no contundentment) en les seves últimes reunions l'important moviment de relaxament de les condicions financeres de les últimes setmanes, que implica anticipar, per part dels inversors, un procés de desinflació immaculat. Les últimes dades d'inflació parlen per si mateixes i reflecteixen tant les millores pel costat de l'oferta (més enllà de les perturbacions de curt abast provocades pel risc geopolític) com la rapidesa amb què aquesta vegada s'ha transmès l'enduriment monetari a la demanda, mitjançant el canal creditici.

La pregunta és què pot alterar el full de ruta que anticipen els mercats financers per als bancs centrals. I, més enllà del sempre complex calibratge dels riscos geopolítics (amb l'inescrutable factor Trump sobrevolant l'escenari a mitjà termini), del territori inexplorat que representa l'última milla en el combat contra la inflació i dels efectes de les divergències cícliques sectorials i regionals (s'haurien de reduir en aquest primer semestre), el risc en places financeres com la nord-americana és morir d'èxit i passar d'un escenari de *soft landing* a un altre de *no landing*. No és el

nostre escenari central, però la realitat és que el creixement recent del PIB (el 4% anualitzat en el segon semestre del 2023) o de l'ocupació (gairebé 3 milions de llocs de treball en els 12 últims mesos) se situa clarament per damunt dels potencials, per molt optimistes que siguem amb els efectes de la intel·ligència artificial sobre la productivitat. Ara com ara, el degoteig de dades positives sobre l'activitat dels EUA només s'ha traduït en un retard en l'instant en què els mercats anticipen la primera baixada de tipus per part de la Fed, des de la reunió del març a la del maig o juny, en un descens de les estimacions de baixades acumulades el 2024 (de 150 a 100 p. b.) i en una correcció en les rendibilitats del deute propera als 20 p. b. des de l'inici de l'any, després del *rally* del novembre i del desembre. Moviment que també s'ha produït a Europa. En aquest cas, més per les reticències del nucli dur del Consell del BCE a donar el seu braç a tòrcer tan aviat que per unes dades d'activitat que no acaben de millorar.

En definitiva, un cop incorporat l'escenari de baixades de tipus al radar dels mercats, a partir d'ara, els dubtes se centren en com serà el trajecte de normalització monetària i quin serà el nivell d'arribada. Les opcions són començar aviat i que el ritme el marquin les dades o, en canvi, esperar a tenir senyals definitius que la inflació ha arribat a l'objectiu i, en aquest moment, prefixar una senda en els moviments. En el primer cas, s'assumeix el risc d'alguna sorpresa negativa en el comportament de la inflació, sobretot pel costat de l'oferta, que pugui complicar l'última milla. Mentre que, en el segon cas, es minimitzen els riscos d'efectes de segona ronda i d'un entorn geopolític desafiador (l'Orient Mitjà, eleccions als EUA, etc.), però, a canvi, s'assumeix el risc de passar-se de frenada.

Per tant, la clau per a enguany és si la resiliència de l'economia mundial també complirà la segona accepció de la RAE: «capacitat d'un material, mecanisme o sistema per recuperar el seu estat inicial quan ha cessat la perturbació a la qual ha estat sotmès». Aquesta normalització dependrà de la capacitat de la política econòmica (monetària i fiscal) per ajustar la demanda a una oferta que continua digerint els efectes de la incertesa geopolítica, dels canvis al mercat de treball o de la recerca generalitzada de l'autonomia estratègica.

José Ramón Díez