

Sorpresas, resiliencia y bancos centrales

La publicación de los datos de actividad del 4T ha confirmado que la economía mundial cerró el pasado año con una combinación de crecimiento e inflación mucho mejor de la anticipada a principios del ejercicio. En países como EE. UU. o España, las tasas de crecimiento medio en 2023 se situaron en el 2,5%, cuando hace 12 meses la previsión del consenso de analistas se situaba en la banda del 0,5%-1%, momento en el que se asignaba una probabilidad elevada a un evento recesivo en EE. UU., apoyada en señales como la inversión de la pendiente de la curva de tipos de interés. Igualmente, en el frente de la inflación, la tendencia durante los últimos meses ha sido mucho más benigna que la mayoría de las proyecciones, gracias al desvanecimiento del *shock* energético y la paulatina desaparición de sus efectos indirectos, a la espera de que los datos de evolución salarial confirmen que los efectos de segunda ronda sigan bajo control.

Por tanto, en un entorno caracterizado desde 2020 por la acumulación de perturbaciones negativas, la sorpresa positiva de 2023 volvió a ser la resiliencia del ciclo de negocios mundial, entendida como «la capacidad de adaptación de un ser vivo frente a un agente perturbador o un estado o situación adversos» (primera acepción de la RAE). Como el propio presidente de la Fed reconocía recientemente, es muy inusual desde un punto de vista histórico que el endurecimiento monetario aplicado en los dos últimos años no haya provocado efectos mucho más intensos en la actividad y, sobre todo, en el empleo. En este contexto, se entiende que los bancos centrales no hayan intentado contrarrestar (o, al menos, no contundentemente) en sus últimas reuniones el importante movimiento de relajación de las condiciones financieras de las últimas semanas, que implica anticipar por parte de los inversores un proceso de desinflación immaculado. Los últimos datos de inflación hablan por sí mismos y reflejan tanto las mejoras en el lado de la oferta (más allá de perturbaciones de corto alcance provocadas por el riesgo geopolítico) como la rapidez con la que esta vez se ha transmitido el endurecimiento monetario a la demanda, a través del canal crediticio.

La pregunta es qué puede alterar la hoja de ruta que anticipan los mercados financieros para los bancos centrales. Y más allá de la siempre compleja calibración de los riesgos geopolíticos (con el inescrutable factor Trump sobrevolando el escenario de medio plazo), del territorio inexplorado que supone la última milla en el combate contra la inflación y de los efectos de las divergencias cíclicas sectoriales y regionales (deberían reducirse en este primer semestre),

el riesgo en plazas financieras como la americana es de morir de éxito y pasar de un escenario de *soft landing* a otro de *no landing*. No es nuestro escenario central, pero la realidad es que el crecimiento reciente del PIB (4% anualizado en el segundo semestre de 2023) o del empleo (casi 3 millones de puestos de trabajo en los últimos 12 meses) se sitúan claramente por encima de los potenciales, por muy optimistas que seamos con los efectos de la inteligencia artificial sobre la productividad. De momento, el goteo de datos positivos en actividad en EE. UU. solo se ha traducido en un retraso en el instante en el que los mercados anticipan la primera bajada de tipos por parte de la Fed, desde la reunión de marzo a la de mayo o junio, en un descenso de las estimaciones de bajadas acumuladas en 2024 (de 150 a 100 p. b.) y en una corrección en las rentabilidades de la deuda de alrededor de 20 p. b. desde principios de año, tras el *rally* de noviembre y diciembre. Movimiento que también se ha producido en Europa, en este caso, más por las reticencias del núcleo duro del Consejo del BCE a dar su brazo a torcer tan pronto, que por unos datos de actividad que no terminan de mejorar.

En definitiva, una vez que el escenario de bajadas de tipos ya está incorporado en el radar de los mercados, a partir de ahora las dudas se centran en cómo será el trayecto de normalización monetaria y cuál será el nivel de llegada. Las opciones son empezar pronto y que el ritmo lo marquen los datos o, por el contrario, esperar a tener señales definitivas de que la inflación ha llegado al objetivo y en ese momento prefijar una senda en los movimientos. En el primer caso, se asume el riesgo de alguna sorpresa negativa en el comportamiento de la inflación, sobre todo, por el lado de la oferta, que pueda complicar la última milla. Mientras que, en el segundo caso, se minimizan los riesgos de efectos de segunda ronda y de un entorno geopolítico desafiante (Oriente Medio, elecciones en EE. UU., etc.), pero a cambio se asume el riesgo de pasarse de frenada.

Por tanto, la clave para este año es si la resiliencia de la economía mundial también cumplirá con la segunda acepción de la RAE: «capacidad de un material, mecanismo o sistema para recuperar su estado inicial cuando ha cesado la perturbación a la que había estado sometido». Esa normalización dependerá de la capacidad de la política económica (monetaria y fiscal) para ajustar la demanda a una oferta que sigue digiriendo los efectos de la incertidumbre geopolítica, de los cambios en el mercado de trabajo o la búsqueda generalizada de la autonomía estratégica.

José Ramón Díez