

## Llums i ombres en una economia en transició

En els dos primers mesos de l'any, continuen presents les principals tendències que van marcar el comportament de l'economia internacional en l'última part del 2023: (i) creixement pròxim al 3%, amb divergències entre la solidesa dels EUA i d'una bona part de països emergents enfront de la feblesa de la Xina i, en especial, de la zona de l'euro; (ii) estabilitat en els preus de l'energia malgrat l'escenari geopolític desafiador que està alterant els fluxos de trànsit marítim entre Àsia i Europa; (iii) continuïtat del procés desinflationista a les dues bandes de l'Atlàntic, amb una certa resistència a la baixa en les rúbriques de serveis; (iv) fortalesa del consum públic i privat en relació amb una inversió que no acaba de guanyar tracció malgrat comptar amb el suport dels programes fiscals expansius (IRA, NGEU, etc.) i el repunt en les despeses en defensa; (v) feblesa de la indústria, amb l'excepció del sector tecnològic (en especial el vinculat a la IA), que contrasta amb el funcionament positiu del sector serveis; (vi) solidesa del mercat de treball, escassament afectat per l'enduriment monetari, i (vii) bon comportament dels mercats de renda variable (el +6% l'MSCI Global al final de febrer), que reflecteix la confiança dels inversors en els efectes positius que tindrà l'escenari d'aterratge suau sobre els beneficis empresarials.

En aquesta etapa de continuïtat, mentre esperem l'inici del procés de relaxament monetari, precisament l'únic petit reajustament que s'ha produït en les primeres setmanes de l'any ha estat el tancament de la bretxa entre les perspectives de política monetària dels mercats financers i l'opinió que han vingut anticipant els bancs centrals en les últimes projeccions i comunicats. Ara els inversors descompten només 100 p. b. de baixades el 2024 (150 p. b. al desembre) i ajornen la primera retallada al mes de juny (abans la situaven al març/abril), la qual cosa ha provocat un moviment de correcció a la part llarga de la corba de rendibilitats del deute públic entre 20 i 60 p. b. Aquest canvi està vinculat a la sensació que la inflació entra en un terreny en què els progressos addicionals seran més costosos, un cop reduïts els efectes positius de la distensió energètica i de la desaparició dels colls d'ampolla globals, la qual cosa conferirà un major protagonisme als preus dels serveis. I és aquí on les autoritats monetàries necessiten una mica més de seguretat (i de confiança) sobre les dinàmiques que seguiran aquestes rúbriques en els propers mesos, tenint en compte que la seva evolució vindrà marcada per factors encara subjectes a incertesa, com l'evolució dels salaris o els costos relacionats amb l'habitatge. En tot cas, l'escenari monetari descomptat pels inversors continua sent netament positiu per a les perspectives econòmiques en la segona part de l'any, perquè, probablement, veurem baixades interanuals en l'euríbor a 12 mesos des del mes d'abril.

Per tant, mantenint la tònica dels últims trimestres, es continuen observant més llums que ombres en la complexa transició que està realitzant el cicle de negocis, afectat per les disrupcions que pateix l'oferta, tant per l'acumulació de perturbacions negatives inesperades (COVID, colls d'ampolla, etc.), com pels primers senyals de canvis causats per la demografia, la transició energètica, la innovació (IA) o la recerca d'autonomia estratègica per part de les grans potències. Tot plegat mentre la demanda reflecteix alteracions en les preferències dels consumidors després de la pandèmia o l'extraordinari activisme assumit per la política monetària i fiscal en els últims anys. Aquest procés de canvi continu presidirà el comportament de l'economia a mitjà termini, de manera que la normalització del comportament de l'economia després de les tempestes dels últims anys sembla més un desig que una realitat. Això implica una incertesa apreciable sobre el comportament en el futur de variables com el creixement potencial o el tipus d'interès neutral.

En aquest context, intentant buscar senyals entre l'excés de soroll encara present en l'escenari econòmic, hem actualitzat les nostres previsions econòmiques i financeres i hem revisat lleugerament a l'alça la previsió de creixement mundial per al 2024 (del 2,9% al 3%), gràcies a la millora dels pronòstics per a les economies avançades (de l'1,1% a l'1,4%), que, en la seva major part, es justifica per la millora en les projeccions per als EUA (el 2,2% vs. el 0,8% anterior), ja que mantenim sense canvis la previsió per a Europa (el 0,7% el 2024 i l'1,7% el 2025), on hem revisat a l'alça la previsió de PIB per a l'economia espanyola fins a l'1,9% enguany (el 2,2% el 2025). En l'àmbit de la inflació, gairebé no hem realitzat ajustos en les previsions per al 2024 (el 5,2% al món, el 2,5% a l'OCDE i el 7,2% a les emergents) i el 2025 (el 3,2% al món, el 2% a l'OCDE i el 4,2% als emergents), quan veurem la inflació prop dels objectius dels bancs centrals. Això permetrà a la Fed i al BCE iniciar, al juny, la fase de relaxament monetari, durant la qual preveiem que s'acumularan quatre baixades fins a un total de 100 p. b. a les dues bandes de l'Atlàntic el 2024. Amb aquests moviments dels bancs centrals, el bo a 10 anys alemany tancaria enguany en el 2% (el 2,9% el bo espanyol). De cara al 2025, anticipem continuïtat en el procés de baixada de tipus d'interès, amb uns altres 100 p. b. als EUA (75 p. b. en el cas d'Europa).

José Ramón Díez  
Març de 2024