

Mercados financieros *versus* bancos centrales: ¿una visión diferente?

Los datos de crecimiento del último trimestre de 2022 han confirmado la intensa y esperada desaceleración de la actividad mundial provocada por los efectos de las subidas de los precios energéticos y el endurecimiento de la política monetaria. Sin embargo, este intenso ajuste a la baja del ciclo de negocios, lejos de suscitar correcciones en los precios de los activos financieros, está coincidiendo con revalorizaciones cercanas a los dos dígitos de los mercados bursátiles desde principios de año y caídas acumuladas de las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública próximas a los 50 p. b. El aumento del apetito por el riesgo se produce al anticipar los inversores que vamos dejando atrás los peores escenarios económicos dibujados después del verano (estanflación global), una vez que se van reduciendo los desequilibrios entre oferta y demanda y corrigiendo gradualmente las presiones inflacionistas.

La conclusión es que la parte más ardua del trabajo de los bancos centrales estaría muy avanzada, una vez que la demanda interna ya refleja los efectos de las subidas de los tipos de interés. El problema es que los mercados ya están descontando, quizás de forma precipitada, un inminente giro de la política monetaria, al confiar en un rápido cambio de tendencia de los componentes más tendenciales de las cestas de precios de consumo. Y la relajación de las condiciones financieras provocada por este movimiento de *risk on* no favorece el pulso que mantienen las autoridades monetarias contra la inflación. De momento, la política de comunicación está intentando frenar con poco éxito esas expectativas de un pivote en los tipos de interés (como puso de manifiesto la caída histórica diaria de rentabilidades en Europa tras la última subida de 50 p. b. en los tipos oficiales). El propósito de los bancos centrales es intentar limitar un repunte de la inestabilidad financiera en caso de nuevas sorpresas alcistas en los precios.

Este juego entre inversores y bancos centrales determinará el comportamiento de los activos financieros en 2023, en un contexto económico todavía sujeto a una elevada volatilidad e incertidumbre. Sobre todo, cuando además de los riesgos ya conocidos (inflación, guerra de Ucrania o China) consideramos otros nuevos que aparecen en el horizonte, como el techo de deuda en EE. UU. o los efectos que los cambios en la política monetaria de Japón pueden ocasionar en las tenencias de bonos internacionales de los inversores japoneses. Por tanto, parece demasiado prematuro comprar un escenario de aterrizaje suave que permita a los bancos centrales reducir rápidamente los tipos de interés y mantener sin sobresaltos las tendencias de los mercados financieros de principios de año.

La parte positiva es que el favorable (e inesperado) efecto riqueza de las primeras semanas del año se une a la solidez que siguen mostrando la mayor parte de mercados laborales (mínimos de 53 años en la tasa de paro en EE. UU.), a la fortaleza de los balances del sector privado (con un importante ahorro todavía atesorado por las familias en EE. UU. o China), a la mejoría de las expectativas de los hogares y empresas desde noviembre y, sobre todo, al buen comportamiento del escenario energético en los últimos meses. Todo lo anterior se está traduciendo en una revisión al alza generalizada de las previsiones de actividad, cuando todos pensábamos que este invierno podría propiciar justo un movimiento a la inversa. En nuestro caso, hemos aumentado la previsión de crecimiento medio para la eurozona en 2023 del 0,2% al 0,5%, lo que implica mejoras para países tan importantes como Alemania (del -0,2% al 0%), Italia (del -0,2% al 0,5%) o España (del 1% al 1,3%). De esta manera, nos alejamos de los escenarios que conllevan destrucción de empleo, aunque las previsiones van a seguir sujetas a una elevada imprevisibilidad, lo que refleja que estamos en un año de transición en el que se deben sedimentar las condiciones para el retorno a una cierta normalidad a partir de 2024. Por tanto, cambiamos las previsiones, pero no la narrativa, pues seguiremos afrontando a corto plazo un escenario muy complejo, con más preguntas que respuestas sobre los cambios que está afrontando el entorno económico. Y, aunque se debe valorar positivamente la mejora del sentimiento de los inversores, solo se verá refrendada por un ajuste a la baja de la inflación que se extienda a la mayoría de los componentes de la cesta, algo para lo que seguramente necesitaremos tiempo y paciencia.

José Ramón Díez
Febrero 2023