



Perspectivas macroeconómicas globales

SEGUNDO TRIMESTRE DE 2024

Situación macroeconómica

El panorama económico mundial no experimentó cambios significativos en el primer trimestre de 2024. Seguimos creyendo que el resultado más probable es un «aterrizaje suave», ya que las principales economías van camino de evitar contracciones significativas. Los responsables de la política monetaria están dispuestos a emprender una relajación agresiva en caso de que las perspectivas de crecimiento decaigan, pero hasta la fecha no ha sido necesario.

No obstante, prevemos que los principales bancos centrales empezarán a recortar los tipos en el segundo trimestre (2T) o comienzos del tercero (3T), no porque esperemos una brusca ralentización del crecimiento, sino porque creemos que la inflación seguirá descendiendo. Por supuesto, esta es una variable importante que hay que vigilar, teniendo en cuenta lo mucho que depende del avance de la desinflación. En caso de que la inflación se muestre más persistente de lo que esperamos, podría resultar bastante disruptiva para los mercados financieros, que llevan esperando recortes de tipos desde que comenzó 2024.

Sin embargo, si tenemos razón con respecto a la continuidad de la desinflación, creemos que esto justificaría unos tipos oficiales más bajos, ya que los bancos centrales intentan que las economías alcancen —o mantengan— el equilibrio. Aunque todavía quedan varios trimestres hasta el destino final, la política monetaria repercute en la economía con un efecto notablemente retardado. Por consiguiente, creemos que los bancos centrales comenzarán a recortar los tipos antes de que sea evidente que resulta necesario. Dicho esto, probablemente la política monetaria se relajará gradualmente: si tenemos razón en que el «aterrizaje suave» es la hipótesis principal, los bancos centrales no tendrán que apresurarse.

Aunque creemos que la mayoría de los principales bancos centrales avanzarán en la misma dirección este año, es posible que no arranquen al mismo tiempo. La economía estadounidense sigue comportándose mejor, con un crecimiento en 2023 muy por encima de su potencial y un *momentum* significativo de cara al primer trimestre de 2024. El mercado laboral ha superado particularmente nuestras expectativas, con una tasa de crecimiento del empleo muy por encima de la mayoría de las estimaciones de equilibrio a largo plazo.

Con un crecimiento tan fuerte, el camino de regreso hacia el objetivo de inflación de la Fed del 2,0% ha sido accidentado: el avance fue más rápido en el primer cuarto trimestre (4T) de 2023 y más lento en el primer trimestre (1T) de este año. Creemos que los altibajos continuarán: si bien el destino sigue siendo el 2%, la travesía no será lineal. Eso hace pensar que el recorte de tipos será más lento en EE. UU. que en otros países —el escenario probable—. Los datos del 1T reafirmaron nuestro escepticismo con respecto al inicio temprano de los recortes de tipos este año, pero eso no significa que no se vayan a producir finalmente —solo que los inversores deberán tener paciencia—. Para ser sinceros, creemos que a la mayoría de los inversores no les importa exactamente el momento en el que se producirá el primer recorte. Sin embargo, es probable que los mercados financieros se muestren inusualmente volátiles mientras tratan de averiguar en qué mes comenzará la relajación.

A diferencia de EE. UU., en Europa los argumentos a favor de un recorte de tipos se reforzaron en el primer trimestre. Los datos no solo ofrecieron pruebas adicionales de que la inflación está descendiendo rápidamente, sino también de que las perspectivas de crecimiento se han deteriorado ligeramente. En respuesta, el Banco Central Europeo (BCE) ha declarado abiertamente que espera recortar los tipos en junio y creemos que se necesitaría un cambio drástico de los datos para hacerle cambiar de idea. El Banco de Inglaterra (BoE) probablemente también relajará su política monetaria este año, aunque la distancia bastante mayor entre la inflación actual y el objetivo del BoE sugiere que probablemente sea el último del G3 (EE. UU., zona euro y Japón) en empezar.

La evolución de las economías parece muy diferente fuera del hemisferio occidental y también muy dispar entre los distintos países. Mientras que los bancos centrales occidentales se aproximan al fin de una larga lucha para combatir una inflación elevada, el Banco de Japón (BOJ) está culminando un prolongado esfuerzo para hacerla subir. La confianza del BOJ en la trayectoria a medio plazo hacia una inflación sosteniblemente más alta aumentó tras la aceleración de los acuerdos salariales. Por consiguiente, el banco puso fin a su política de tipos de interés negativos en el 1T y comenzó a abandonar su control de la curva de rendimientos. Si el progreso se mantiene, es posible que se produzcan nuevas subidas de tipos en Japón —mientras que otros bancos centrales están relajando su política—.

En China, el bajo nivel de inflación es una amenaza más próxima, dado que el crecimiento económico sigue siendo deslucido. Unas tendencias demográficas decrecientes y unas redes de seguridad social insuficientes dan lugar a una de las tasas de ahorro personal más altas del mundo. Esto está poniendo en peligro la transición de una economía centrada en la inversión y en la exportación a una impulsada por la creciente demanda doméstica. A pesar de que no prevemos una crisis económica o financiera en los próximos trimestres, tampoco esperamos un repunte significativo del crecimiento o del sentimiento inversor.

Más allá de China, los mercados emergentes (ME) ofrecen margen para el optimismo. La India, por ejemplo, ha superado nuestras expectativas, dando lugar a un mejor crecimiento general de las economías de ME. La relajación de la política monetaria ya ha comenzado en algunas de las principales economías de ME y creemos que impulsará tanto el crecimiento como el sentimiento inversor de estos mercados en los próximos trimestres.

Por supuesto, los mercados financieros no se verán impulsados exclusivamente por variables económicas en el transcurso de 2024. El riesgo político y de políticas es muy elevado y se agravará en los próximos meses. El mayor riesgo es el ciclo político de EE. UU.; las declaraciones públicas sobre las políticas

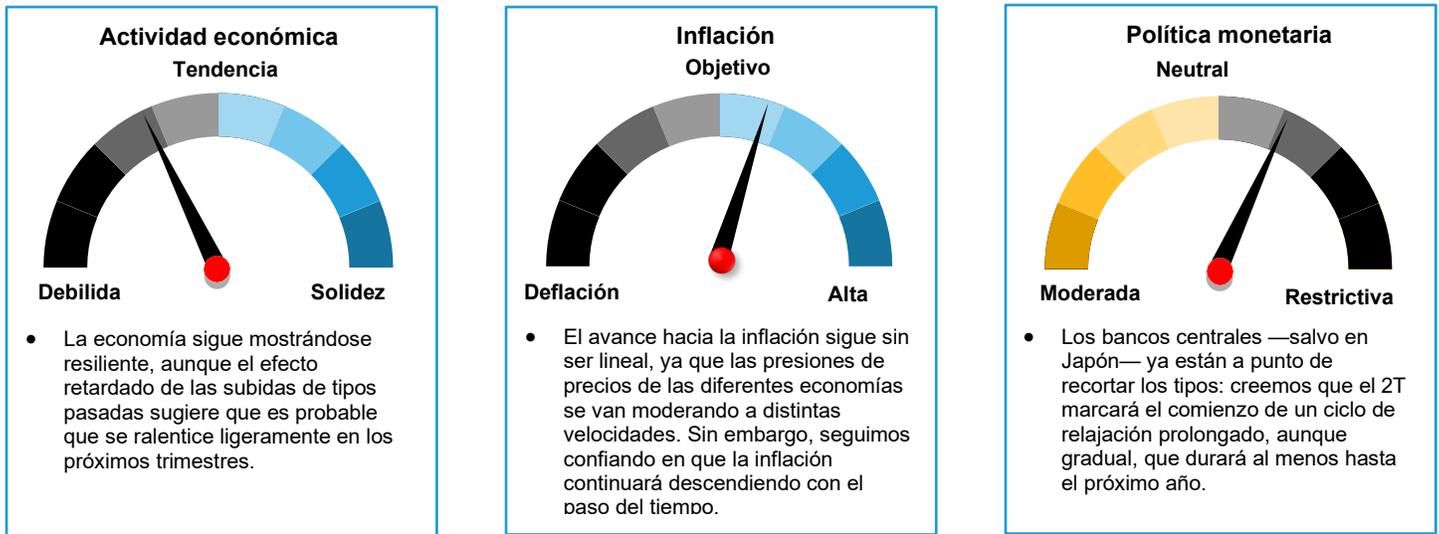
Índice

| | |
|--------------------------------|----|
| Situación macroeconómica | 1 |
| Previsiones mundiales..... | 2 |
| EE. UU..... | 3 |
| China | 4 |
| Zona euro | 5 |
| RU | 6 |
| Japón | 6 |
| Mercados emergentes | 7 |
| Tabla de previsiones..... | 9 |
| Participantes | 10 |

tanto de comercio como fiscales podrían sacudir a la economía política mundial. Sin embargo, no solo en EE. UU. habrá elecciones importantes en 2024. Más de la mitad de la población mundial acudirá a las urnas este año y ya hemos presenciado resultados significativos —e impactantes— de las elecciones en algunos países.

Los mercados financieros siguen siendo relativamente optimistas y, en general, nosotros compartimos el optimismo que reflejan los precios de los activos. La historia sugiere que la volatilidad política suele dar lugar a más titulares que a repercusiones significativas para los mercados económicos o financieros. Por supuesto, esta vez podría ser diferente, por lo que seguiremos atentos a los acontecimientos políticos durante todo el año. Pero por el momento, la combinación de un probable «aterizaje suave» de la economía y la confianza del mercado en que los responsables políticos están dispuestos a prestar su apoyo si es necesario ha dado impulso a los índices bursátiles. Dado que es probable que el ritmo de los avances se ralentice a medida que avanza el año, es alentador comprobar que los mercados se centran más en la economía que en la política. Las rentabilidades de los bonos también han aumentado, aunque, a nuestro juicio, esto refleja más los cambios de expectativas para los plazos de los recortes de tipos que un aumento del optimismo a largo plazo sobre el crecimiento. Creemos que, a medida que descienda la inflación, también lo harán las rentabilidades, beneficiando a las estrategias de renta fija que últimamente se habían situado a la zaga de las de renta variable.

Perspectivas macroeconómicas globales: los próximos seis meses



- La economía sigue mostrándose resiliente, aunque el efecto retardado de las subidas de tipos pasadas sugiere que es probable que se ralentice ligeramente en los próximos trimestres.

- El avance hacia la inflación sigue sin ser lineal, ya que las presiones de precios de las diferentes economías se van moderando a distintas velocidades. Sin embargo, seguimos confiando en que la inflación continuará descendiendo con el paso del tiempo.

- Los bancos centrales —salvo en Japón— ya están a punto de recortar los tipos: creemos que el 2T marcará el comienzo de un ciclo de relajación prolongado, aunque gradual, que durará al menos hasta el próximo año.

Previsiones mundiales

Previsión general

Supuestos clave

- **Financiera:** A pesar de la sólida rentabilidad del mercado, suponemos que no se producirá ninguna corrección disruptiva de los precios de los activos públicos.
- **Geopolítica:** Aunque los riesgos políticos abundan, la historia sugiere que la política tiende a ser menos significativa para los mercados y para la economía de lo que muchos suponen. A efectos de las previsiones, damos por sentado que esta vez también será así.
- **Política monetaria:** los recortes de tipos se vislumbran en el horizonte y se aplicarán a medida que nos adentremos en 2024.

Relato central

- **Crecimiento global:** el crecimiento se está ralentizando y mantendrá esta tendencia, pero no prevemos un «aterizaje forzoso» disruptivo.
- **Inflación:** La inflación se ralentizará, pero la travesía no será lineal, por lo que tanto los plazos como el ritmo de los recortes son inciertos.
- **Rentabilidades:** Las rentabilidades descenderán en paralelo con los tipos oficiales, aunque un «aterizaje suave» limita la magnitud del declive que esperamos.
- **USD:** El mejor comportamiento de la economía estadounidense favorecerá ligeramente al USD por el momento.

Principales riesgos al alza

- La expansión de los mercados laborales, a medida que aumentan los flujos de la migración, podría impulsar el crecimiento potencial.
- Un ciclo de políticas más laxo de lo esperado podría eliminar un potencial obstáculo para la economía.

Principales riesgos a la baja

- Si la convergencia de la inflación hacia su objetivo se estanca, los recortes de tipos previstos podrían no materializarse.
- La volatilidad política y geopolítica podría alterar tanto el sentimiento del mercado como el comportamiento de la economía.

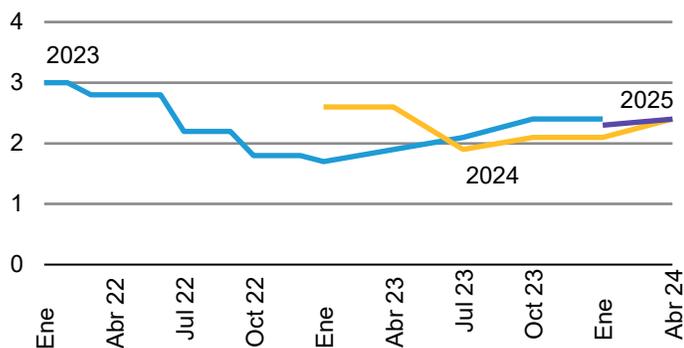
Previsiones de AB sobre crecimiento e inflación (en porcentaje)

| | Crecimiento del PIB real | | Inflación del IPC | |
|-------------------------|--------------------------|------|-------------------|------|
| | 2024 | 2025 | 2024 | 2025 |
| EE. UU. | 1,5 | 1,8 | 2,6 | 2,3 |
| Zona euro | 0,4 | 0,8 | 2,2 | 1,9 |
| Japón | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 1,8 |
| China | 4,5 | 4,3 | 1,5 | 1,8 |
| Global | 2,4 | 2,4 | 3,1 | 3,3 |
| Países industrializados | 1,4 | 1,3 | 2,4 | 2,1 |
| Países emergentes | 3,8 | 3,9 | 6,6 | 4,9 |
| ME exc. China/Rusia | 3,3 | 4,0 | 12,2 | 8,5 |

*Las previsiones del PIB estadounidense se presentan 4T/4T; el resto en términos interanuales. El IPC de EE. UU. refleja la inflación subyacente; el resto se refiere a la inflación general. Datos a 2 de enero de 2024
Fuente: AB.

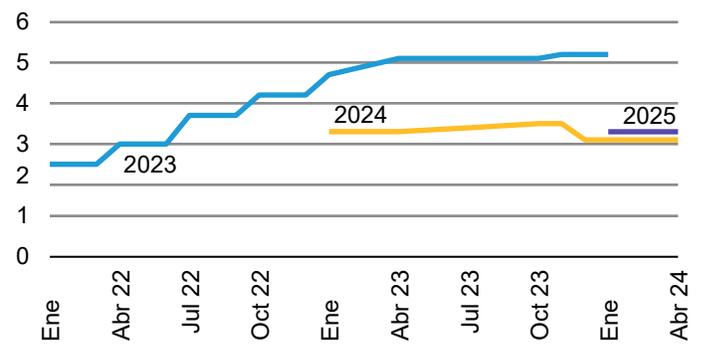
Previsiones a lo largo del tiempo

Previsiones de AB sobre crecimiento por etapas



Datos a 2 de abril de 2024 Fuente: AB.

Previsiones de AB sobre inflación por etapas



Datos a 2 de abril de 2024 Fuente: AB.

EE. UU.

| EE. UU. | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | |
|---------|--------------|------------|---------------|------------|------------------|------------|-------------------------------------|------------|
| | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 |
| EE. UU. | 1,5 | 1,8 | 2,6 | 2,3 | 4,63 | 3,63 | 3,75 | 3,63 |

- La economía estadounidense siguió creciendo rápidamente en el 1T, espoleada por la solidez de un mercado laboral que siguió beneficiándose del aumento de los flujos migratorios. Más trabajadores significa más capacidad productiva y más consumo, un círculo virtuoso que ha favorecido un buen comportamiento económico en los últimos trimestres.
- El impulso del lado de la oferta resultante de un aumento de la mano de obra también ha contribuido a la desinflación, aunque ese proceso se ralentizó en el 1T. Seguimos creyendo que las presiones de precios continuarán descendiendo, pero lo ocurrido en el 1T nos hizo recordar que el camino será pedregoso.
- La ralentización de la desinflación impulsó al mercado a moderar sus previsiones de relajación monetaria para 2024. Esto acercó más las expectativas del mercado a las nuestras, más modestas, con respecto a los recortes de tipos. Con un crecimiento estable y un probable «aterrizaje suave», la Fed no tiene prisa por relajar su política. Si esperamos recortes de tipos, pero no tantos como se descontaban cuando la inflación descendía más rápidamente a finales del pasado año.

Factores de riesgo

- La desinflación será clave. Creemos que la ralentización del 1T fue un bache en el camino, pero, en caso de que prolongue, podría aplazar los recortes de tipos de forma notable, lo que supondría una importante perturbación para los mercados financieros.

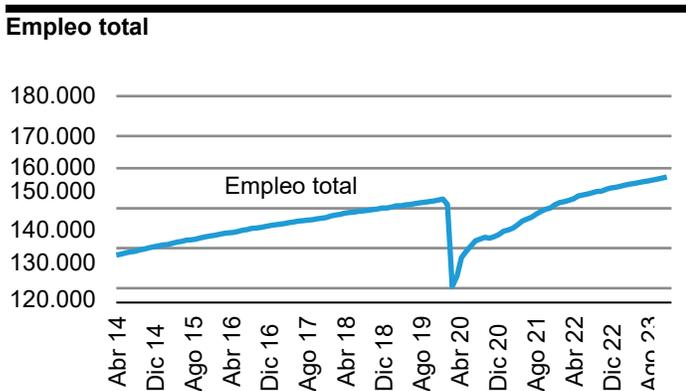
- El próximo ciclo electoral supone un riesgo evidente. Aunque la historia nos dice que las repercusiones de las elecciones en la economía y los mercados es exagerado, las diferencias políticas entre los partidos parecen más importantes de lo habitual, lo que también podría provocar un aumento de la volatilidad económica.

Visión general

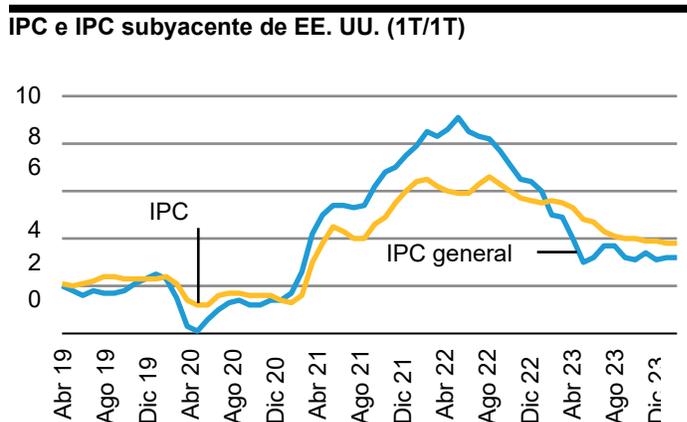
El primer trimestre nos recordó puntualmente que el progreso hacia una inflación normalizada será accidentado. Tras acelerarse a finales de 2023, la desinflación se ralentizó en el 1T de 2024, poniendo claramente de manifiesto el patrón de altibajos que probablemente prevalecerá en los próximos meses. Los detalles subyacentes de los datos sugieren que las presiones de precios seguirán moderándose, pero será importante mantener una perspectiva a más largo plazo para evaluar el progreso; será simplemente una cuestión de tiempo. Por suerte, los datos de crecimiento son lo suficientemente sólidos como para que la Fed se pueda mostrar paciente y sin preocuparse por que la economía entre en recesión. Los datos publicados recientemente sugieren que los flujos migratorios han impulsado la mano de obra, lo que ha contribuido al crecimiento de la economía. Esperamos que continúe, pero advertimos: incluso después de mejorar nuestras previsiones en función de los datos publicados, seguimos previendo unos trimestres de crecimiento por debajo de la media a largo plazo.

Dado que es probable que el crecimiento se ralentice y que la inflación siga descendiendo, creemos que la Reserva Federal empezará a recortar los tipos en los próximos meses y que luego avanzará gradualmente hacia un tipo de equilibrio próximo al 3%, que debería alcanzarse en algún momento durante los dos próximos años. En términos históricos, se trata de un ciclo prolongado y gradual, pero también prevemos una expansión económica prolongada.

Sin embargo, como en toda previsión, existen riesgos en múltiples ámbitos. A pesar de que las elecciones son el tema dominante, creemos que el mayor riesgo económico sigue siendo las perspectivas de inflación. Si la inflación no sigue cayendo, los recortes de tipos que esperan actualmente tanto los responsables políticos como los mercados podrían no llegar a materializarse. Esto implicaría un notable aumento de las rentabilidades que podría resultar disruptivo tanto para la economía como para los mercados financieros.



Datos a 29 de febrero de 2024 Fuente: AB.



Datos a 31 de marzo de 2024 Fuente: AB.

China

| | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|-------|--------------|-------|---------------|-------|------------------|-------|-------------------------------------|-------|-------------------------------|-------|
| | Prev. 2024 | 2025F | Prev. 2024 | 2025F | Prev. 2024 | 2025F | Prev. 2024 | 2025F | Prev. 2024 | 2025F |
| China | 4,5 | 4,3 | 1,5 | 1,8 | 1,50 | 1,50 | 2,00 | 2,36 | 7,4 | 7,5 |

Perspectiva

- La economía china continúa ralentizada, debido a varios factores estructurales y cíclicos que lastran su crecimiento. El deterioro demográfico y una red de seguridad social insuficiente han impulsado a la población a ahorrar rápidamente, frustrando los esfuerzos por impulsar el consumo.
- La falta de confianza en los mercados financieros ha provocado que el sector inmobiliario se erija como uno de los mayores depósitos de ahorro, lo que significa que las autoridades no pueden permitir que este sector reduzca su deuda de forma significativa sin dañar el sentimiento local, que ya está debilitado. Sin embargo, tampoco puede reflotar el sector sin agravar aún más los grandes desequilibrios ya existentes.
- El resultado neto es muy similar a un estancamiento: el crecimiento se ralentizará gradualmente, las tensiones del sector inmobiliario persistirán y las autoridades tendrán que permanecer atentas a los riesgos que podrían empujar la economía hacia una crisis aún más profunda.

Factores de riesgo

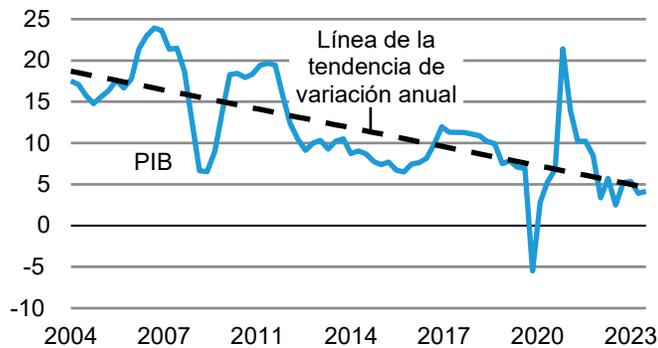
- La naturaleza estatal de la economía china significa que la habilidad y la adaptabilidad de los responsables políticos serán fundamentales para garantizar la estabilidad durante algún tiempo. Hasta aquí todo bien, pero la rentabilidad histórica no garantiza los resultados futuros.
- Las tensiones geopolíticas podrían dificultar todavía más a China la gestión de su economía. El comercio sigue siendo una variable importante y la política comercial hace que las elecciones estadounidenses supongan un riesgo importante para China.

Visión general

Las perspectivas para la economía china siguen siendo deslucidas. El crecimiento no está colapsando e incluso puede que haya ganado algo de impulso en el 1T. Sin embargo, las perspectivas a medio y largo plazo apuntan a una nueva ralentización. El envejecimiento de la población y la contracción de la población activa en comparación con el número de jubilados sobrecargarán las infraestructuras del país con el paso del tiempo y ya están afectando al crecimiento. Los jóvenes chinos ahorran mucho más que sus homólogos occidentales. Esto supone un importante desafío para la necesaria transición de China de una economía orientada a las industrias pesadas y las exportaciones a una más equilibrada, en la que la demanda privada desempeñe un papel más destacado.

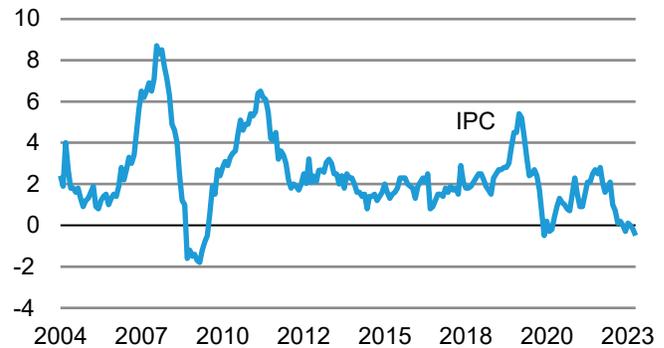
La buena noticia es que los responsables políticos han estado a la altura de la tarea de gestionar esa transición y solucionar las grietas del mercado y la economía a medida que iban surgiendo. Y, con importantes recursos financieros y una influencia desmesurada sobre los agentes económicos bajo su control, nuestra hipótesis principal es que los responsables políticos seguirán logrando gestionar la actual ralentización. Es posible que, en las próximas décadas, China no sea el país impulsor del crecimiento mundial como lo había sido en las últimas. Sin embargo, esperamos que evite un resultado negativo que pueda resultar más perturbador en general.

PIB de China



Datos a 2 de enero de 2024. Fuente: LSEG Datastream

Inflación de China



Datos a 2 de enero de 2024 Fuente: LSEG Datastream

Zona euro

| | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|-----------|--------------|-----------|---------------|-----------|------------------|-----------|-------------------------------------|-----------|-------------------------------|-----------|
| | Prev 2024 | Prev 2025 | Prev 2024 | Prev 2025 | Prev 2024 | Prev 2025 | Prev 2024 | Prev 2025 | Prev 2024 | Prev 2025 |
| Zona euro | 0,4 | 0,8 | 2,2 | 1,9 | 3,00 | 2,25 | 1,90 | 2,30 | 1,06 | 1,1 |

Perspectiva

- La inflación de la zona euro confirmó su sólida tendencia a la baja en el 1T. Los principales factores de impulso de la desinflación se encuentran cada vez más en los precios de los alimentos y los productos básicos, tal y como se esperaba, lo que supone una evolución positiva.
- El crecimiento del PIB real ha revelado una divergencia interesante entre los países centrales y periféricos, siendo los primeros los que todavía muestran deficiencias. Dicho esto, el consumo privado, principal motor del crecimiento, continúa moderado en la región y es probable que provoque un crecimiento deslucido en el primer semestre del año.
- Con la desinflación avanzando y un crecimiento lejos de su potencial, creemos que el BCE recortará los tipos a partir de junio —en consonancia con las declaraciones de los responsables del banco—, cuando recopilen los últimos retazos de información convincente.

Factores de riesgo

- Los riesgos apuntan más a la baja por lo que respecta tanto al crecimiento como a la inflación. Con respecto a crecimiento, seguimos creyendo que el consumo rebotará y favorecerá la actividad, aunque no de forma rotunda. En ese contexto, la inflación subyacente dispone todavía de más margen para la relajación.
- Aunque coincidimos con las previsiones de consenso del mercado en lo que respecta a los recortes para este año, el BCE se podría ver obligado a recortar los tipos en los dos próximos años más de lo que actualmente se prevé, lo que también reduciría las rentabilidades.

Visión general

La desinflación continuó a buen ritmo, confirmando la tendencia a la baja que comenzó el pasado año. Mientras que el lastre de la energía se está disipando lentamente, los precios de los alimentos siguen normalizándose y son un motor importante de la desinflación. Además, las presiones de precios de la inflación subyacente impulsan cada vez más el proceso. Aunque los precios de los productos básicos desempeñan un papel importante, la dinámica de la inflación subyacente y de los servicios se ha moderado bastante, y algunos de estos parámetros ya han regresado al objetivo del 2%. Dejando la volatilidad a corto plazo a un lado, la inflación de los servicios seguirá descendiendo en un contexto de crecimiento económico deslucido.

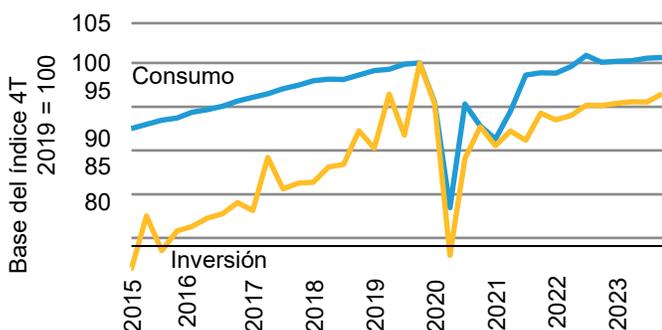
En contra de lo que generalmente se esperaba, a finales de 2023 se evitó de nuevo la recesión, aunque el crecimiento se mantuvo plano en el cuarto trimestre. Esa dinámica deslucida se mantuvo de cara al primer trimestre, en el que esperamos que el crecimiento siga siendo moderado. Mientras que los países periféricos han demostrado un mejor comportamiento, sus homólogos *core* continúan a la zaga —especialmente Alemania— y seguirán perjudicando a la región. Se espera un mayor optimismo para el

segundo semestre del año, cuando la inflación continúe descendiendo y comience el ciclo de recortes de tipos. Dicho esto, seguimos previendo una modesta recuperación de la actividad, ya que la inversión continúa siendo floja y las secuelas de la elevada inflación limitarán el rebote del consumo privado. Este último ha recuperado los niveles previos a la pandemia, pero últimamente se ha movido lateralmente.

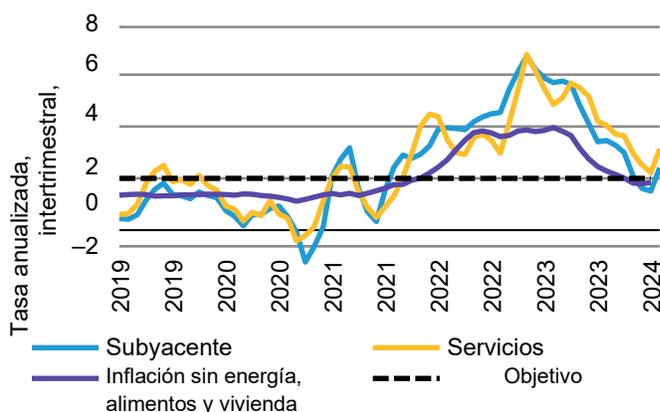
En se ha vuelto muy favorable para que el BCE comience el ciclo de recortes. Quedan pocas dudas —si es que queda alguna— con respecto a la persistencia de las presiones de precios domésticas y el crecimiento sigue siendo débil. Creemos que los recortes comenzarán en junio y continuarán a lo largo del año.

Se espera una nueva aceleración del crecimiento en 2025 y que la inflación regrese a su objetivo. Por consiguiente, el ritmo de los recortes se desacelerará y los tipos reducidos se situarán en un nivel ligeramente superior al neutral. Sin embargo, si el crecimiento no aumenta tanto como se espera y la inflación no alcanza el objetivo por un margen significativo, la senda hacia la neutralidad podría ser más agresiva y los tipos de interés oficiales alcanzarían niveles inferiores a los actualmente previstos por los mercados.

Demanda privada de la zona euro



Inflación subyacente de la zona euro



A 2 de abril de 2024
Fuente: Haver, Eurostat y AB

Datos a 2 de abril de 2024
Fuente: Haver, BCE y AB

RU

| | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|----|--------------|------|---------------|------|------------------|------|-------------------------------------|------|-------------------------------|------|
| | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev |
| RU | 0,3 | 0,7 | 2,4 | 1,9 | 4,25 | 3,25 | 3,6 | 4,00 | 1,30 | 1,35 |

Visión general

En Reino Unido, lo más destacado en el 1T fue una nueva aceleración del proceso de desinflación. El lastre que supone la energía sigue siendo fuerte, pero la inflación de los alimentos está descendiendo rápidamente hacia los niveles prepandemia. Las presiones de precios de los productos básicos también continuaron moderándose, pero debido sobre todo al descenso de precios de estos artículos. La inflación de los servicios continúa elevada, en el 6,1% interanual, lo que refleja unos efectos secundarios más intensos en el Reino Unido que están tardando más en desaparecer que en la zona euro. Sin embargo, la desinflación sigue su curso y se empiezan a observar signos más claros de una mayor relajación. En concreto, el mercado laboral, con el que la dinámica de precios de los servicios mantiene una correlación, se ha ralentizado y el crecimiento salarial sigue disminuyendo. Esperamos que esta tendencia continúe y, por consiguiente, que contribuya a la moderación de la inflación de los servicios.

Por otra parte, el Reino Unido terminó el año pasado en una leve recesión, impulsada por la debilidad de la demanda privada doméstica, que se vio afectada por el endurecimiento de la política monetaria. Los indicadores recientes sugieren que la recesión ha quedado atrás y esperamos una recuperación gradual este año, con una mayor aceleración en 2025. El descenso de la inflación debería permitir la recuperación del consumo, aunque ésta será moderada, ya que el mercado laboral se está enfriando al mismo tiempo y será menos favorable. En general, el repunte del crecimiento será limitado, mientras que la inflación seguirá bajando. En ese contexto, creemos que el BoE tendrá la confianza suficiente para comenzar a recortar su tipo bancario este año. Dado que los parámetros de mayor interés, es decir los precios de los servicios y el crecimiento salarial siguen siendo elevados, probablemente el BoE continuará apostando por la paciencia y comenzará a recortar los tipos en el 2T.

Japón

| | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|-------|--------------|------|---------------|------|------------------|------|-------------------------------------|------|-------------------------------|------|
| | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev | Prev |
| Japón | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 1,8 | 0,25 | 0,50 | 0,75 | 1,00 | 145 | 140 |

Visión general

Los esfuerzos de Japón en materia de reflación han tenido suficiente éxito como para que el Banco de Japón abandonara los tipos de interés negativos y el control de la curva de rendimientos en el 1T. Sin embargo, aún queda algún tiempo para que el banco central confíe en que la deflación es realmente cosa del pasado. Como resultado, los responsables políticos aplicarán cualquier nueva subida muy lentamente. Creemos que es posible que se produzca una subida antes de finales de año, pero incluso eso es incierto. Mientras tanto, la divergencia masiva entre los tipos de interés japoneses y los de otros mercados mantiene al yen a la zaga por el momento. Eso ayudará a aumentar la inflación en el presente, pero también es motivo de malestar político a nivel nacional.

Mercados emergentes

| | PIB real (%) | | Inflación (%) | | Tipo oficial (%) | | Rentabilidad del bono a 10 años (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|----------------------------|--------------|------------|---------------|------------|------------------|------------|-------------------------------------|------------|-------------------------------|------------|
| | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 |
| ME exc. China/Rusia | 3,3 | 4,0 | 12,2 | 8,5 | 12,21 | 8,84 | 7,04 | 7,32 | — | — |
| Asia | 4,8 | 4,9 | 3,4 | 3,4 | 4,34 | 4,08 | 4,76 | 4,85 | — | — |
| LATAM | 1,1 | 2,2 | 22,5 | 12,0 | 21,58 | 12,49 | 8,76 | 8,35 | — | — |
| EEMEA | 2,1 | 2,3 | 15,8 | 12,0 | 17,68 | 13,14 | 6,77 | 7,14 | — | — |

Perspectiva

- El crecimiento económico continúa mostrándose sorprendentemente resiliente. En el primer trimestre actualizamos nuestra previsión de crecimiento para ME excepto China y Rusia, del 3,0% al 3,3% para 2024, gracias al fuerte impulso del crecimiento en la India en concreto (véase el primer gráfico a continuación). Esperamos que el fuerte impulso del crecimiento continúe también en 2025.
- Aunque la mejora de las perspectivas de crecimiento mundial parece limitada (India y EE. UU.), hay muchos brotes verdes, ya que los recortes de tipos acometidos hasta la fecha (en ME) y la previsión de nuevos recortes en 2024 (en ME y MD) están levantando los ánimos. Creemos que las regiones de ME que impulsen eficazmente la consolidación/estabilidad fiscal para complementar la relajación de la política monetaria podrían demostrar un mejor comportamiento en 2024.

Factores de riesgo

- Las elecciones en ME del primer trimestre han influido en los mercados y algunas de las elecciones programadas para el segundo podrían tener un efecto similar.
- Si la inflación mundial sigue siendo elevada, la relajación sincronizada que esperamos que favorezca a los activos de ME podría no materializarse.

Visión general

La economía mundial todavía no está fuera de peligro, pero algunos de los escenarios más perturbadores, como el «aterrijamiento forzoso» o la «estanflación», están desapareciendo del radar. Nuestra hipótesis principal de una relajación monetaria sincronizada en MD durante el segundo semestre del año debería favorecer la recuperación cíclica y a los activos de ME de mayor riesgo. El principal riesgo para los ME podría ser, por consiguiente, que la economía de EE.UU. siga obteniendo mejores resultados, que los tipos estadounidenses se mantengan relativamente altos y que el dólar se aprecie. Las ventajas fundamentales de una recuperación cíclica mundial podrían verse contrarrestadas por los vientos en contra de un excepcionalismo de EE. UU. ampliado. En nuestra opinión, este escenario (excepcionalismo de EE. UU. ampliado) pesaría desproporcionadamente sobre el segmento de alto rendimiento (HY) del mercado de crédito de ME.

El crédito HY obtuvo una rentabilidad claramente superior en el 1T. Esto se debió en gran medida a la evolución idiosincrásica de algunos mercados de deuda soberana en dificultades (Argentina, Ecuador, Egipto y Pakistán). En todos estos países, los cambios políticos/de políticas han ampliado las fuentes de financiación. En Argentina, la nueva Administración Milei aplicó medidas políticas para corregir desequilibrios macroeconómicos. Entre ellas, una pronunciada depreciación de la moneda, recortes de subvenciones y transferencias a las provincias, y restricciones a la importación, que favorecieron la acumulación de reservas. El nuevo presidente de Ecuador logró introducir reformas fiscales estructurales y ahora es probable que se beneficie de un programa del FMI. Egipto subió considerablemente los tipos de interés oficiales y permitió que la moneda se ajustara a las fuerzas del mercado. El país registró importantes entradas de capital (incluida una inversión de los EAU por valor de 35.000 millones de dólares y una ampliación del acuerdo de financiación del FMI). Las volubles elecciones de Pakistán dieron lugar a un gobierno de coalición que alcanzó rápidamente un acuerdo con el FMI sobre la revisión final del programa, que dio lugar a un desembolso de unos 1.000 millones de dólares. El siguiente paso es que el gobierno de coalición elabore un programa de seguimiento, lo que requeriría mayores reformas de la política fiscal y monetaria y una consolidación más profunda del sector energético y de las empresas estatales.

Sin embargo, tras estas devaluaciones idiosincrásicas, los diferenciales del crédito HY podrían necesitar un nuevo catalizador para acercarse aún más a los diferenciales del segmento con grado de inversión (IG). Los mercados de deuda soberana de ME parecen estar ahora, en general, en sintonía con el ciclo del dólar estadounidense (véase el segundo gráfico). Si las favorables perspectivas macroeconómicas de referencia se materializan y se desvanece el riesgo de excepcionalismo de EE. UU. ampliado (fortaleza del dólar), cabría esperar entradas de capital en los activos de ME tras un prolongado periodo de retiradas. Esto podría dar impulso a los activos de ME y promover la compresión de los diferenciales de crédito HY/IG.

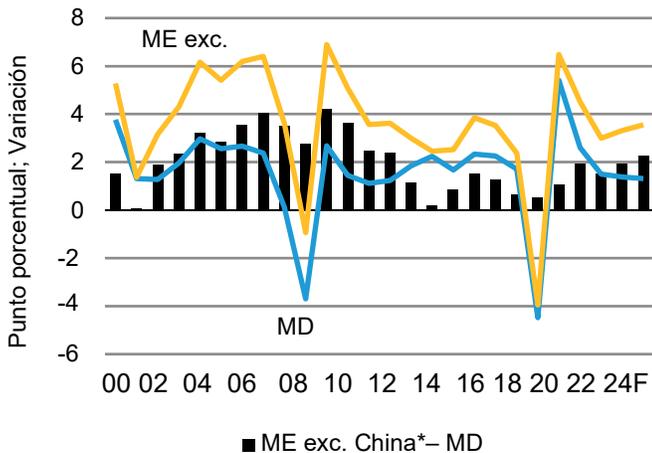
El ciclo electoral de la India se prolongará, ya que las elecciones generales en siete fases se producirán entre el 19 de abril y el 1 de junio, y los resultados se esperan para el 4 de junio. Pero parece muy probable que el primer ministro Narendra Modi se asegure un tercer mandato y que el partido en el poder, Bharatiya Janata Party (BJP), pueda ganar escaños en el Parlamento y, de paso, ampliar su representación geográfica. El primer ministro Modi y el BJP creen que esto reforzaría su mandato para llevar a cabo reformas económicas y administrativas más ambiciosas.

Las elecciones de Sudáfrica se celebrarán el 29 de mayo. Son unas elecciones especialmente importantes desde la perspectiva del mercado porque es probable que el apoyo al Congreso Nacional Africano (ANC) en el poder caiga por debajo del 50% (desde el 57,5% en 2019). Esto sentaría las bases para coaliciones potencialmente inestables con implicaciones políticas diversas. En caso de que el ANC consiga entre el 45% y el 50% de los votos, los miembros del partido deberían poder formar una

coalición con otros más pequeños, sin ceder realmente poder ni cambiar la trayectoria política. Pero si el apoyo al CNA cae por debajo del 45%, tendría que aliarse con uno de los partidos más grandes o establecer un gobierno de unidad nacional. Es probable que la forma y el tamaño de un gobierno de coalición/de unidad nacional sean factores importantes para los precios de los activos sudafricanos.

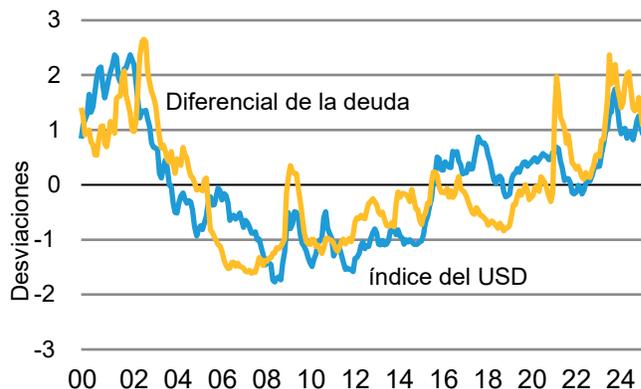
Las elecciones generales de México se celebrarán el 2 de junio. Los votantes elegirán a un nuevo presidente para un mandato de seis años, a los 500 miembros de la Cámara de Diputados y a los 128 miembros del Senado de la República, así como a los candidatos a nivel estatal. Claudia Sheinbaum, del partido en el poder (MORENA), encabeza las encuestas por un amplio margen sobre Xochitl Galves, representante de una coalición de partidos de oposición. Aunque no se esperan grandes cambios en la formulación de políticas bajo el mandato de Sheinbaum, la configuración del Congreso dictará si se podrán abordar cambios estructurales más profundos. La reducción de la dependencia de Pemex de las ayudas públicas, una reforma fiscal y los recortes del gasto social centrarán la atención de los inversores durante el nuevo mandato.

Crecimiento del PIB real



*También se excluye Rusia desde 2022. Datos de 4 de enero de 2024.
Fuente: Bloomberg, Haver Analytics y AB.

Diferenciales de la deuda soberana HY de ME frente al USD



Datos a 22 de marzo de 2024
Fuente: Bloomberg, Haver Analytics y AB.

Tablas de previsiones

| Análisis | Crecimiento real (%) | | Inflación (%) | | Tipos oficiales (%) | | Tipos a largo plazo (%) | | Tipos de cambio frente al USD | |
|--------------------------------------|----------------------|------------|---------------|------------|---------------------|------------|-------------------------|------------|-------------------------------|------------|
| | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 | Prev. 2024 | Prev. 2025 |
| | 2,4 | 2,4 | 3,1 | 3,3 | 5,05 | 3,88 | 3,42 | 3,59 | — | — |
| Global exc. Rusia | 2,4 | 2,4 | 4,1 | 3,3 | 4,89 | 3,77 | 3,50 | 3,68 | — | — |
| Países industrializados | 1,4 | 1,3 | 2,4 | 2,1 | 3,72 | 2,94 | 2,93 | 3,04 | — | — |
| Países emergentes | 3,8 | 3,9 | 6,6 | 4,9 | 6,94 | 5,20 | 4,14 | 4,38 | — | — |
| ME exc. China | 3,2 | 3,5 | 11,6 | 7,9 | 12,19 | 8,57 | 6,26 | 6,33 | — | — |
| ME exc. China/Rusia | 3,3 | 4,0 | 12,2 | 8,5 | 12,21 | 8,84 | 7,04 | 7,32 | — | — |
| EE. UU. | 1,5 | 1,8 | 2,6 | 2,3 | 4,63 | 3,63 | 3,75 | 3,63 | — | — |
| Porcentaje de metodología interanual | 2,2 | 1,7 | | | | | | | | |
| Canadá | 0,7 | 1,3 | 2,4 | 2,2 | 4,00 | 3,25 | 3,25 | 3,25 | 1,38 | 1,38 |
| Europa | 0,4 | 0,8 | 2,2 | 1,9 | 3,22 | 2,47 | 2,20 | 2,65 | 1,10 | 1,16 |
| Zona euro | 0,4 | 0,8 | 2,2 | 1,9 | 3,00 | 2,25 | 1,90 | 2,30 | 1,06 | 1,10 |
| RU | 0,3 | 0,7 | 2,4 | 1,9 | 4,25 | 3,25 | 3,60 | 4,00 | 1,30 | 1,35 |
| Japón | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 1,8 | 0,25 | 0,50 | 0,75 | 1,00 | 145 | 140 |
| Australia | 1,8 | 2,0 | 2,8 | 2,2 | 4,10 | 3,35 | 3,60 | 3,35 | 0,68 | 0,70 |
| Nueva Zelanda | 1,4 | 1,6 | 2,5 | 2,3 | 5,25 | 4,25 | 4,25 | 4,25 | 0,63 | 0,65 |
| China | 4,5 | 4,3 | 1,5 | 1,8 | 1,50 | 1,50 | 2,00 | 2,36 | 7,40 | 7,50 |
| Asia exc. Japón y China | 4,8 | 4,9 | 3,4 | 3,4 | 4,34 | 4,08 | 4,76 | 4,85 | — | — |
| Hong Kong | 3,5 | 2,7 | 2,2 | 2,2 | 5,75 | 5,75 | 3,80 | 3,85 | 7,85 | 7,85 |
| India | 7,0 | 6,8 | 5,0 | 4,8 | 6,00 | 5,50 | 6,50 | 6,50 | 82,0 | 82,0 |
| Indonesia | 4,9 | 5,0 | 3,1 | 3,0 | 5,25 | 4,75 | 6,50 | 6,50 | 15.600 | 15.200 |
| Corea | 2,2 | 2,2 | 2,4 | 2,0 | 3,00 | 2,40 | 2,90 | 2,50 | 1.265 | 1.220 |
| Tailandia | 2,8 | 3,4 | 1,1 | 1,8 | 2,10 | 1,85 | 3,00 | 2,40 | 34,4 | 33,5 |
| América Latina | 1,1 | 2,2 | 22,5 | 12,0 | 21,58 | 12,49 | 8,76 | 8,35 | — | — |
| Argentina | -4,0 | 2,0 | 160,0 | 80,0 | 120,00 | 60,00 | — | — | 1.500,0 | 2.000,0 |
| Brasil | 1,6 | 2,0 | 3,8 | 3,4 | 9,00 | 7,50 | 9,75 | 8,75 | 4,80 | 4,85 |
| Chile | 2,0 | 2,5 | 3,3 | 3,7 | 4,00 | 4,00 | 5,35 | 5,50 | 975 | 1.000 |
| Colombia | 1,5 | 2,5 | 6,4 | 3,9 | 9,00 | 6,00 | 9,25 | 8,50 | 4.250 | 4.500 |
| México | 2,1 | 2,0 | 4,3 | 3,7 | 9,00 | 6,00 | 8,50 | 8,00 | 18,0 | 18,5 |
| EEMEA | 2,1 | 2,3 | 15,8 | 12,0 | 17,68 | 13,14 | 6,77 | 7,14 | — | — |
| Hungría | 2,1 | 3,3 | 4,1 | 4,0 | 5,50 | 4,50 | 5,70 | 5,50 | 410 | 380 |
| Polonia | 2,5 | 3,5 | 4,5 | 4,3 | 5,25 | 4,75 | 4,60 | 4,40 | 4,45 | 4,30 |
| Rusia | 1,9 | 1,0 | 6,0 | 5,0 | 12,00 | 10,00 | — | — | 95,0 | 95,0 |
| Sudáfrica | 1,0 | 1,7 | 5,0 | 4,8 | 7,75 | 7,25 | 10,90 | 10,75 | 18,4 | 18,0 |
| Turquía | 3,0 | 3,4 | 55,7 | 34,0 | 50,00 | 30,00 | 22,00 | 20,00 | 38,00 | 42,00 |

Las previsiones de crecimiento e inflación se refieren a las medias del año natural, salvo por el PIB de EE. UU., cuyas previsiones se presentan 4T/4T. Los tipos de interés y de cambio son previsiones a cierre del ejercicio.

Los tipos a largo plazo son rentabilidades a 10 años a menos que se indique lo contrario.

El agregado de tipos a largo plazo excluye a Argentina y Rusia; no se formulan previsiones para Argentina con motivo de las distorsiones de su mercado financiero; no se formulan previsiones para Rusia porque el mercado local es inaccesible para inversores extranjeros.

Las cifras totales de crecimiento real representan las previsiones de 29 países; no se muestran todos ellos.

Participantes

Eric Winograd
eric.winograd@alliancebernstein.com

Adriaan du Toit
adriaan.dutoit@alliancebernstein.com

Sandra Rhouma
sandra.rhouma@alliancebernstein.com

Katrina Butt
katrina.butt@alliancebernstein.com

Armando Armenta
armando.armenta@alliancebernstein.com

Markus Schneider
markus.schneider@alliancebernstein.com

Riesgos de inversión que tener en cuenta

El valor de una inversión puede aumentar y disminuir y es posible que los inversores no recuperen la totalidad del capital invertido. La rentabilidad histórica no es una garantía de los resultados futuros.

Información importante

Nota para todos los lectores: La información incluida en este documento refleja las opiniones de AllianceBernstein L.P. o sus filiales y fuentes que considera fiables en la fecha de esta publicación. AllianceBernstein L.P. no formula declaraciones ni ofrece garantías con respecto a la exactitud de ningún dato. No es posible garantizar que las proyecciones, las previsiones o las opiniones que pueda incluir este documento se vayan a materializar. La rentabilidad histórica no es una garantía de los resultados futuros. Las opiniones incluidas en este documento pueden cambiar en cualquier momento con posterioridad a la fecha de su publicación. Este documento reviste fines meramente informativos y no constituye asesoramiento de inversión. AllianceBernstein L.P. no ofrece asesoramiento fiscal, jurídico o contable. No tiene en cuenta los objetivos personales de inversión o la situación financiera de los inversores. Se recomienda a los inversores que aborden sus circunstancias individuales con profesionales adecuados antes de tomar cualquier decisión. No se deberá interpretar que esta información constituye material de venta o comercialización ni que ofrece o invita a la compraventa de cualquier instrumento financiero, producto o servicio que promuevan AB o sus filiales. **Nota para los lectores canadienses:** Esta publicación la facilita AB Canada, Inc. o Sanford C. Bernstein & Co., LLC y su único fin es brindar información general. No debe interpretarse como asesoramiento para invertir en valores ni para comprarlos o venderlos ni como una actividad para favorecer operaciones con valores. Ni AB Institutional Investments ni AB L.P. ofrecen asesoramiento de inversión o servicios de operaciones con valores en Canadá. **Nota para los lectores europeos:** Esta información la emite AllianceBernstein Limited, sociedad inscrita en Inglaterra con el número 2551144. AllianceBernstein Limited se encuentra autorizada y regulada en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA, número de referencia: 147956). **Nota para los lectores de Japón:** Este documento lo emite AllianceBernstein Japan Ltd., sociedad de gestión de inversiones inscrita (número de registro en la oficina financiera local de Kanto 303). También forma parte de la Japan Investment Advisers Association, la Investment Trusts Association de Japón, la Japan Securities Dealers Association y la Type II Financial Instruments Firms Association. El producto/servicio no podrá ofrecerse o venderse en Japón; este documento no tiene como fin invitar a la inversión. **Nota para los lectores australianos:** Este documento lo emite AllianceBernstein Australia Limited (ABN 53 095 022 718 y AFSL 230698). La información que se incluye en este documento se dirige exclusivamente a personas con la consideración de «clientes mayoristas», según la definición que se le atribuye a este término en la Ley de sociedades (*Corporations Act*) de 2001 (Mancomunidad de Australia), y no debe interpretarse como asesoramiento. **Nota para los lectores de Singapur:** Este documento lo emite AllianceBernstein (Singapore) Ltd. («ABSL», número de registro de sociedad: 199703364C). AllianceBernstein (Luxembourg) S.à r.l. es la sociedad de gestión de la cartera y ha designado a ABSL agente a efectos de la notificación de actos procesales y representante en Singapur. AllianceBernstein (Singapore) Ltd. se encuentra regulada por la Monetary Authority of Singapore. La Monetary Authority of Singapore no ha revisado este documento publicitario. **Nota para los lectores de Hong Kong:** Este documento lo emite en Hong Kong AllianceBernstein Hong Kong Limited (聯博香港有限公司), entidad titular de licencia regulada por la Securities and Futures Commission de Hong Kong. La Securities and Futures Commission de Hong Kong no ha revisado este documento. **Nota para los lectores de Vietnam, Filipinas, Brunéi, Tailandia, Indonesia, China, Taiwán e India:** Este documento se facilita exclusivamente para informar a inversores institucionales y no constituye asesoramiento de inversión; tampoco tiene como fin constituir oferta o invitación de suscripción ni se refiere a los objetivos de inversión específicos, la situación financiera o las necesidades particulares de ninguna persona a la que se remita. Este documento carece de carácter publicitario y no está destinado al uso público o la distribución adicional. AB carece de licencia para llevar a cabo cualquier actividad u ofrecer cualesquiera servicios en ninguno de los países indicados ni pretende proceder en ese sentido. **Nota para los lectores de Malasia:** Nada de lo incluido en este documento debe interpretarse como una invitación o una oferta para suscribir o adquirir valores; tampoco es una oferta de servicios de gestión de fondos, asesoramiento, un análisis o un informe sobre valores. AB carece de licencia para llevar a cabo cualquier actividad u ofrecer cualesquiera servicios en Malasia ni pretende proceder en ese sentido. Sin perjuicio del carácter general de lo anterior, AB carece de licencia de servicios relativos a los mercados de capitales con arreglo a la Ley de servicios y mercados de capitales (*Capital Markets & Services Act*) de 2007 de Malasia y no lleva a cabo operaciones con valores, no negocia con contratos de futuros, no gestiona fondos, no ofrece asesoramiento financiero o de inversiones a empresas ni presta servicios de planificación financiera en Malasia ni pretende proceder en ese sentido. **Nota importante para los lectores del Reino Unido y la UE:** Para uso exclusivo de clientes profesionales o profesionales de la inversión. Esta información no está destinada a su distribución o mención al público general ni a que este la consulte. El logo [A/B] es una marca de servicio registrada de AllianceBernstein y AllianceBernstein® es una marca de servicio registrada utilizada con el permiso de la propietaria, AllianceBernstein L.P.

© 2024 AllianceBernstein L.P., 501 Commerce Street, Nashville, TN 37203

UMF-520297-2024-04-01
ICN20240489