

2015 arranca bajo el signo de la recuperación

2015 se inicia ganando la recuperación mundial posiciones, pero también con una mayor preponderancia de los riesgos bajistas. Los últimos datos disponibles apuntan a que el año 2014 se habrá cerrado con una tendencia bastante generalizada de aceleración del crecimiento. Se trata de un buen punto de partida para que en 2015 asistamos a una expansión aún más clara, que situaría el crecimiento mundial del año que acabamos de empezar en el 3,9% (3,2% en 2014). Pero, junto a esta evolución de fondo positiva, hay que significar que también han aflorado algunos riesgos bajistas. En primer lugar, se constata que el enquistamiento de los riesgos geopolíticos acaba generando incertidumbre y, a la postre, volatilidad financiera. Así, por ejemplo, la complicada partida de póquer entre los productores de petróleo ha acabado arrastrando el precio del crudo a cotas que, de mantenerse, podrían empezar a ser desestabilizantes para algunas economías. Asimismo, y en ese mismo ámbito geoestratégico, se confirma que el enquistamiento de frentes de conflicto finalmente erosiona no solo a las partes implicadas sino a un entorno más amplio. Rusia sería un ejemplo paradigmático de materialización de ambos riesgos, que han situado al país en la antesala de una recesión que se prevé intensa.

EE. UU. y China afrontan los retos de gestionar un ciclo más maduro. Ambos países comparten dos aspectos importantes a nivel global: son fundamentales en términos de aportación al crecimiento mundial y están empezando a lidiar con aspectos propios de fases más maduras del ciclo. En EE. UU., los datos más recientes aportan evidencia de que la economía está entrando en una fase de expansión más clara. Dada la ausencia de tensiones inflacionistas apreciables, la Reserva Federal puede afrontar el proceso de normalización monetaria sin excesiva premura y tratando de preparar a los agentes económicos para un escenario financiero distinto mediante un esfuerzo de comunicación. Dicho esfuerzo es totalmente necesario, ya que cada dato macroeconómico positivo en EE. UU. ha resonado en forma de debilidad cambiaria en economías como las de México o Colombia, un recordatorio de cuán vigilante está el mercado ante esta nueva fase monetaria. En el caso chino, se trata de gestionar activamente la entrada de la economía en una etapa de crecimiento relativamente menor. Los indicadores sugieren que la senda de desaceleración es gradual y tranquiliza pensar que el margen de maniobra de la política fiscal y monetaria también es sustancial. Con todo, es crítico que el proceso sea suave, dado que, de lo contrario, la inquietud que ya se vivió en el verano de 2014 sobre un hipotético *hard landing* chino podría repetirse.

Prosigue la recuperación de la eurozona, pero lentamente y con diferencias entre países. Diagnosticar adecuadamente el pulso profundo de la coyuntura de la eurozona es un ejercicio plagado de matices. Por un lado, se constata que la actividad va a más. El tramo final del año ha ratificado que la eurozona se aleja del estancamiento del verano. Además, los factores que están impulsando la reactivación tienen visos de continuidad: el consumo privado, el más inercial de los componentes de la demanda interna, se está recuperando, y los efectos de la depreciación del euro y del descenso del precio del crudo tendrán un impacto importante en 2015. Sin embargo, el resto del panorama es menos tranquilizador. Los riesgos políticos que se mencionaban anteriormente tienen una expresión propia en Europa, en forma de incertidumbre política en Grecia. Pero no es solo el frente político: la economía tampoco está exenta de riesgos, afectada por un ritmo de recuperación demasiado lento y desigualmente distribuido por países. Finalmente, la amenaza de que la situación actual de inflación baja se transmute en una fase de deflación no se disipa. En este contexto, y ante el resultado modesto de las subastas de liquidez a largo plazo, es muy probable que durante el primer trimestre del año el BCE inicie un programa a gran escala de compra de deuda pública. La nueva expansión monetaria se verá acompañada del llamado Plan Juncker, que trata de mejorar la inversión privada en la UE mediante garantías públicas. En definitiva, medidas extraordinarias para alejar a Europa de riesgos también extraordinarios.

España, contraste positivo en crecimiento. En este contexto incierto, nuestra economía se está beneficiando de una dinámica de crecimiento favorable. Los últimos datos ratifican que, fundamentalmente fruto de la mejoría de la confianza en las perspectivas de crecimiento, la demanda interna se aceleró en el tramo final de 2014. A corto plazo, este factor proporciona cierta autonomía a nuestro ciclo frente al más contenido de la eurozona. En cambio, en materia de inflación, España sigue manteniéndose en la zona de caída de precios (-0,4% interanual en noviembre). Aunque este dato tan llamativo sea en gran medida el resultado del descenso del precio del petróleo, incluso descontados los componentes volátiles de energía y alimentos frescos, la inflación sigue sin crecer desde mayo pasado. No obstante, nuestras previsiones apuntan a que la inflación subyacente abandonará esta zona de crecimiento nulo a partir de principios de 2015 (la inflación general lo hará más adelante). En definitiva, España parece en disposición de capear relativamente bien esta etapa de mayor incertidumbre global con que cerramos 2014. Pero sería aún mejor que algunos de los puntos de riesgo mundiales se suturasen rápidamente.