

RESUMEN EJECUTIVO

ESTADOS UNIDOS Y CHINA: CARA Y CRUZ

La estrategia de salida de la Fed y las dudas sobre China enturbian la calma de los mercados. El anuncio de la Fed de que podría reducir las compras de bonos hacia finales de 2013 si las condiciones macroeconómicas continúan evolucionando favorablemente ha sorprendido a los mercados financieros. Inicialmente, el repunte de la volatilidad fue generalizado a nivel global, afectando especialmente a los países emergentes. Tanto las rentabilidades de los bonos refugio como la de los de más riesgo aumentó y la bolsa mundial sufrió una fuerte sacudida. Estos rebotes de volatilidad se han visto exacerbados por el repunte de las tensiones del mercado crediticio en China. Europa, que esta vez no se encuentra en el epicentro de los factores desestabilizadores, tampoco ayuda a calmar los mercados con su lentitud y falta de ambición en las medidas para solventar de forma definitiva las deficiencias institucionales que todavía presenta.

La Fed solamente moderará la compra de bonos si la situación macroeconómica mejora sustancialmente. El calendario que ha establecido para retirar los estímulos está supeditado a la reducción de la tasa de paro, que podría demorarse si la tasa de actividad se incrementa a medida que el crecimiento vaya ganando tracción. Por el momento, la recuperación prosigue, aunque a un ritmo moderado. El crecimiento del PIB del primer trimestre ha sido revisado a la baja, hasta el 0,4% intertrimestral. Pero ello no hace cambiar las previsiones para los próximos trimestres. Los últimos indicadores económicos refuerzan este escenario, sobre todo en lo relativo a la mejoría de la actividad del sector terciario y de la confianza de los consumidores. El mercado inmobiliario también mantiene su apoyo a la recuperación estadounidense, aunque algo menos de lo esperado.

En China, el banco central también ha llamado a la calma. El Shibor, el tipo de interés interbancario chino, repuntó a finales de junio por los problemas relacionados con la falta de liquidez del *shadow banking* y las reticencias iniciales del banco central de dar una respuesta rápida como habitualmente había hecho ante este tipo de situaciones. Estos problemas coinciden con las nuevas muestras de contención cíclica de la economía china, lo que hace prever un menor crecimiento para este año y el próximo, que, de todas formas, sigue siendo envidiable (7,6% y 7,8% respectivamente). Ante este panorama, el banco central acabó asegurando liquidez para aquellas instituciones que lo necesiten, poniendo así fin a las tensiones financieras de las últimas semanas. Por otro lado, a pesar de que la reacceleración de la economía china parece que será más lenta de lo esperado, no hay que olvidar las importantes reservas de

divisas de las que dispone y del amplio margen para aplicar medidas de estímulo en caso necesario.

Los flujos de capital a los mercados emergentes se reducen. Los factores que promovieron la entrada de liquidez, la política monetaria ultralaxa en las economías avanzadas y unas mejores perspectivas de crecimiento de los emergentes han ido perdiendo fuerza. Las expectativas de crecimiento de las economías emergentes ya no son tan firmes, mientras que en las avanzadas han mejorado ligeramente. Además, la notable depreciación de las divisas emergentes respecto al dólar que se ha producido durante las últimas semanas ha abierto un viejo debate: la sostenibilidad del déficit por cuenta corriente de algunas de estas economías, como Sudáfrica, Turquía o India, lo que las hace más vulnerables a la fuga de capitales. Tampoco ayudan los episodios de inestabilidad sociopolítica en Brasil o Turquía.

El BCE se mantiene inmóvil y reafirma su compromiso de mantener una política monetaria expansiva mientras la economía se mantenga débil. El anuncio de moderación de los estímulos por parte de la Fed alteró los mercados de deuda soberana europeos, con subidas significativas de la rentabilidad tanto en los países del centro como en la periferia. Ante estos vaivenes en el mercado, Mario Draghi aseguró que está dispuesto a actuar cuando sea necesario y mantiene activo el programa de compra de bonos. La actividad de la eurozona sigue dando señales de estabilización dentro de la fragilidad, previéndose un avance positivo del PIB en el tercer trimestre. Si bien en términos de actividad se va siguiendo el guion, los avances relativos a reformas institucionales siguen percibiéndose como fragmentados y comedidos. El último exponente han sido los acuerdos alcanzados por el Consejo Europeo respecto al mecanismo de resolución bancaria, cuya limitación de recursos hace dudar que sea un instrumento eficaz para romper el vínculo entre riesgo soberano y bancario.

En España, las reformas estructurales adquieren protagonismo. El Gobierno, de acuerdo con las directrices de la Comisión Europea, ha anunciado los principales elementos de la tan esperada reforma de las administraciones públicas, con la que se pretende racionalizar el sector público y mejorar su eficiencia. Su pronta implementación, así como la del resto de reformas previstas, son la principal garantía de un crecimiento sostenible a largo plazo. Por el momento, el crecimiento económico se sigue sustentando en el sector exterior, por lo que consolidar las bases de una economía más competitiva, eficiente y flexible es más prioritario que nunca.