

Una recuperación desigual

El crecimiento mundial prosigue, pero de forma desigual y con riesgos a la baja. A pesar de que varios organismos han rebajado las perspectivas de crecimiento global para este año, este se sitúa todavía en un nivel satisfactorio en línea con el promedio histórico (3,4%). Para alcanzarlo, será crucial la aportación de los dos grandes motores: EE. UU., que muestra signos de aceleración en el segundo semestre, y China, que mantiene ritmos de actividad aceptables mientras reajusta la maquinaria. El resto de emergentes presenta importantes disparidades pero, en general, la evolución es positiva. En Japón, la subida del IVA no ha truncado la modesta expansión económica, y la política ultraexpansiva del Banco de Japón (BOJ) ya empieza a aportar resultados favorables. También los indicadores del 3T para la eurozona señalan que el debilitamiento no irá a más tras la sorpresa negativa del 2T. Con la ayuda de los nuevos estímulos del BCE, la región debería encauzar una senda de crecimiento moderado. Con todo, la expansión presenta una gran heterogeneidad entre países y el mapa de riesgos sobre el crecimiento está sesgado a la baja.

La recuperación de la economía estadounidense se consolida. El fuerte repunte del PIB en el 2T (1,1% intertrimestral) y el buen tono de la mayoría de indicadores de actividad del 3T confirman que la expansión en EE. UU. se asienta sobre bases sólidas. Este crecimiento no ha generado por el momento presiones inflacionistas, lo que permite que la Fed siga el guion de una retirada de estímulos muy paulatina. Así, en la reunión de septiembre reiteró el compromiso de mantener los tipos de interés muy bajos durante un «periodo de tiempo considerable» después del cese del *tapering*, previsto para finales de octubre. Por el momento, los mercados de deuda pública norteamericana reflejan esta estabilidad, que seguirá siendo la tónica siempre y cuando la inflación permanezca baja y se contenga la presión que los bajos tipos de interés ejercen sobre el precio de algunos activos.

La subida del IVA no ha truncado la modesta expansión de la economía nipona. El PIB de Japón se contrajo un 1,8% intertrimestral en el 2T, arrastrado por la caída del consumo privado y la inversión. Tras este bache temporal, los indicadores adelantados del 3T sugieren que la recuperación se ha reanudado. Además, el BOJ está dispuesto a prolongar su política monetaria expansiva, con lo que los riesgos deflacionistas están cada vez más alejados. También invita al optimismo el incremento de los salarios nominales, que debería apoyar a la demanda interna.

Los países emergentes mantienen el pulso. En general, su evolución es positiva, pero se diferencian dos grandes grupos. Unos mantienen ritmos de actividad satisfactorios, como China, cuya modesta desaceleración en el 3T se atajará mediante políticas expansivas que ya se están adoptando, o la India, capaz de crecer y contener la inflación de manera simultánea. Otros están inmersos en procesos saludables de ajuste, que lastran transitoriamente el crecimiento pero son la base de una posterior expansión sostenible (como sucede en Turquía y Brasil). La alerta por riesgos geopolíticos ha descendido, pero todavía destacan los frentes de Oriente Próximo, Rusia-Ucrania, las elecciones en Brasil y los disturbios en Hong Kong.

Permanecen los signos de debilidad en la eurozona. Tras un 2T decepcionante, los indicadores de actividad y de confianza del 3T muestran que la recuperación será muy gradual y desigual. A pesar de que impera la atonía, se observa cierta mejora en el sector exterior, apoyada en la depreciación del euro, y en el mercado laboral, que sigue su camino de normalización paulatina. En este contexto, la inflación se mantiene contenida aunque con perspectivas de una próxima inflexión hacia una suave senda alcista. Ciertamente, la puesta en marcha de los programas de compra de activos de renta fija privada por parte del BCE es más que bienvenida, aunque, como recordó Mario Draghi, para que la recuperación sea sólida y equilibrada los países que han mostrado mayores síntomas de debilidad, como Francia e Italia, deberían llevar a cabo reformas estructurales de calado para reducir los riesgos de recaída.

En España, la recuperación resiste ante la desaceleración europea. Tras el fuerte tirón inicial observado en el 2T, la economía española continúa creciendo, aunque a un ritmo levemente menor. El consumo privado, que creció visiblemente en el 2T, se está desacelerando ligeramente, pero su aportación al crecimiento del PIB seguirá siendo notable gracias, en parte, a la mejora de las expectativas de empleo. El sector exterior, que no contribuyó al crecimiento en el 2T, debería volver a ganar protagonismo a medida que la paulatina recuperación de la eurozona y la depreciación del euro contribuyan a dinamizar las exportaciones. Según el cuadro macroeconómico presentado por el Gobierno en los Presupuestos Generales del Estado de 2015, el PIB crecerá un 1,3% en 2014 y un 2,0% en 2015, un escenario que permitirá llevar a cabo el ajuste fiscal en 2015 de forma más llevadera. Por el momento, el cumplimiento del objetivo de déficit fiscal de 2014 (del 5,5% del PIB) parece factible.