

## 2014: MÁS LUZ Y MENOS SOMBRA

**El balance global de 2013 es positivo, y las perspectivas para 2014, mejores.** En EE. UU., el proceso de recuperación se ha consolidado en 2013 y el debate ahora se centra en el inicio de la retirada de la política monetaria expansiva. La eurozona va un paso por detrás, pero los progresos también han sido notables. La actividad ya presenta tasas de crecimiento positivas y la crisis de deuda soberana, aunque no se ha cerrado, hace unos meses que se mantiene en un revelador segundo plano. La evolución de los principales países emergentes, en general, también ha sido favorable, aunque en este caso la salida de capitales propiciada por el debate sobre el inicio del *tapering* ha puesto al descubierto importantes vulnerabilidades en algunos de ellos.

**Los riesgos, sin embargo, se mantienen elevados** y ligados a la gestión de la política económica. Buena parte de las posiciones que los inversores deshicieron en activos emergentes han ido a parar a instrumentos de deuda corporativa de elevada rentabilidad y reducida calidad crediticia. La Fed permanece vigilante al respecto, y meras intervenciones verbales pueden ser suficientes para observar correcciones en estos mercados. En la eurozona, el refuerzo institucional cobra, si cabe, mayor trascendencia dado el actual escenario, en el que el margen de actuación de la política monetaria convencional dispone de muy poco recorrido adicional.

**EE. UU. aguanta el pulso.** El PIB creció un 0,7% en tasa intertrimestral, por encima de lo esperado y de los registros de 2T. Aunque el dato fue positivo, el excesivo protagonismo de un componente tan volátil como la acumulación de existencias y la expansión modesta del consumo privado y la inversión generaron dudas sobre cuál iba a ser el ritmo de crecimiento en el tramo final de 2013. De todas formas, los datos más recientes disipan los miedos a un 4T más débil. La actividad empresarial ha seguido su senda ascendente en octubre y noviembre, y los registros de empleo de octubre han sorprendido al alza.

**China gana tracción y ambición reformadora.** Los últimos datos de actividad chinos confirman que la economía va recuperando su dinamismo. Sin embargo, la novedad más significativa proviene del ámbito de la reforma económica. En la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista se anunciaron diferentes líneas de actuación que, de realizarse plenamente, comportarán un mayor peso de la iniciativa privada. Destacan la reducción de determinados subsidios que benefician a las empresas públicas, la reforma administrativa y fiscal y un mayor grado de liberalización. En este último ámbito se prevé una ampliación de la aper-

tura a la inversión extranjera y la liberalización del sector financiero.

**La recuperación de la eurozona sigue en marcha, pero se amplían las diferencias entre Alemania y Francia e Italia.**

Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se moderó ligeramente en 3T (0,1% intertrimestral frente a 0,3% en 2T). Esto no debe ser motivo de preocupación, ya que el buen dato de 2T respondía, en parte, a factores temporales. Una vez descontados, la tendencia sigue siendo positiva. En cambio, deben seguirse con atención las divergencias en la capacidad de crecimiento de los distintos países, que lentamente se van constatando. Alemania se reafirma como el motor económico; los llamados países periféricos, en general, también se van subiendo al tren de la recuperación. La otra cara de la moneda son Francia e Italia, países en los que se aprecia un pulso de fondo más débil: en ambos casos el retroceso del PIB fue del 0,1% en 3T 2013, los indicadores de 4T no anticipan grandes mejoras y siguen existiendo dudas sobre la capacidad de crecimiento a medio plazo. La divergencia en los patrones de crecimiento, aunque no suponga un riesgo a corto plazo, podría generar tensiones en torno al momento en el que se deberá empezar a moderar la política monetaria expansiva, y con qué intensidad, algo de lo que previsiblemente se discutirá durante 2014, especialmente a raíz del *tapering*.

**La demanda interna impulsa la recuperación de la economía española.**

La economía española inició el camino hacia la recuperación con el sector exterior como único aliado, pero finalmente la demanda interna ha aparecido en escena. En 3T 2013 su contribución al crecimiento, en términos intertrimestrales, fue de 0,3 p. p. Este cambio vino impulsado por un avance nada despreciable del consumo de los hogares (0,4%) y de la inversión (0,2%). Parte del repunte es fruto de la mejora de las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo, que permite que se empiecen a tomar decisiones de consumo e inversión que hasta la fecha se habían pospuesto por la elevada incertidumbre que rodeaba el escenario macroeconómico. El contrapunto lo ofrecen las exportaciones, que en 3T han perdido el vigor que exhibieron durante el primer semestre. En la medida en que la recuperación de la eurozona se vaya consolidando y se despejen las dudas sobre los emergentes, el sector exterior debería recuperar el protagonismo de los últimos años. Para consolidar el proceso de recuperación, sin embargo, es imprescindible seguir ganando competitividad y finalizar la implementación de la agenda de reformas acordada con Bruselas.