

RESUMEN EJECUTIVO

CONTRA LAS DUDAS, MÁS MUNICIÓN MONETARIA Y FISCAL

Las dudas sobre el crecimiento económico global han vuelto a escena. Los últimos indicadores de actividad han sorprendido a la baja, dando argumentos para cuestionar, de nuevo, la solidez de los pilares sobre los que se asienta el proceso de recuperación. Siguiendo la tónica de los últimos años, la respuesta de política económica no se ha hecho esperar. El goteo de anuncios de nuevas medidas de estímulo ha vuelto a ser constante en los últimos meses. En la confianza de su efectividad, y en que se seguirá apoyando la economía si es necesario, descansa la creencia de que el bache será pasajero.

El Banco de Japón responde poniendo en marcha su propia revolución monetaria: pretende llevar la base monetaria del 29% al 57% del PIB. La primera consecuencia de esta expansión monetaria ha sido la depreciación del yen, acompañada de una importante revalorización bursátil. Los efectos, sin embargo, se están notando más allá de la economía nipona. El descenso de las *yields* de la deuda pública europea es, en parte, resultado de la anticipación de unas condiciones monetarias globales más laxas.

El BCE y la Fed continúan activos. El BCE se debate desde hace meses entre bajar o no el tipo de interés de referencia, una decisión que, de llevarse a cabo, tendrá una escasa repercusión sobre la economía real, ya que el recorrido a la baja de los tipos de interés libres de riesgo a corto y medio plazo es escaso. Mucho más relevantes son las medidas que está estudiando, y que debe tomar pronto, para acabar con la fragmentación financiera en la eurozona, que se visualiza sobre todo en las distintas condiciones crediticias que sufren las pymes en función del país en el que operan. La Fed, por su parte, continúa pendiente del ritmo al que se está recuperando la economía estadounidense para, si es necesario, acelerar el programa de compra de activos.

La política fiscal europea recalibra el rumbo. EE. UU. y Japón ya habían seguido una aproximación más laxa desde el principio de la crisis, pero la lentitud con la que avanza el proceso de recuperación en el viejo continente ha convencido a Bruselas de que es mejor suavizar las medidas de consolidación fiscal. España es el ejemplo más claro: el nuevo objetivo de déficit público para 2013 se ha fijado finalmente en el 6,3%, 3,3 puntos porcentuales por encima del objetivo fijado en el Programa de Estabilidad del pasado año. Además, se ha ampliado hasta 2016 el margen de tiempo para situar el déficit por debajo del 3%. Este no es el único caso. A Portugal, por ejemplo, también

se le ha concedido 2 años más para rebajar el déficit por debajo del 3%, y a Francia se le ha dado un año adicional de margen. La recaída de la eurozona obedece, en gran medida, a la desafortunada gestión de la crisis de deuda soberana y a los lentos avances en el proceso de integración europea. Por lo tanto, que se afiance o no la recuperación económica depende, en el fondo, del progreso que se haga en materias como la unión bancaria o la unión fiscal en los próximos meses. De todas formas, una menor presión sobre las finanzas públicas ayudará a hacer el proceso más llevadero.

Los emergentes están preparados para actuar si es necesario. Las bolsas de los principales países emergentes, carentes de pulso, la caída del precio del petróleo y la de los principales índices de materias primas han hecho dudar de la sostenibilidad del ritmo de crecimiento actual. De todas formas, interpretamos el descenso de cotizaciones reciente como un episodio puntual que obedece no solo a los flojos datos de crecimiento global, sino también a factores transitorios como el cierre de posiciones especulativas. También es importante distinguir entre la situación económica que atraviesan los distintos países. La robustez del crecimiento que presenta China poco tiene que ver con la desaceleración que padecen la India, Rusia y Brasil. En estos países, además, la inflación dista de estar controlada. De todas formas, los principales países emergentes disponen de margen suficiente para implementar políticas de estímulo económico. De hecho, ya se han empezado a aplicar medidas expansivas, combinando las monetarias con las fiscales según las circunstancias. Este factor, junto con la continuidad de las reformas estructurales y el bajo nivel de endeudamiento público y privado, hace pensar que la reactivación económica en el mundo emergente no tardará en llegar.

La implementación de la agenda de reformas estructurales es la principal garantía de crecimiento a largo plazo. En los países desarrollados, las medidas fiscales y monetarias que se están aplicando ayudan a hacer más digerible el proceso de corrección de los desequilibrios generados durante la última década. Sin embargo, una política monetaria o fiscal más o menos laxa no asegura un buen ritmo de crecimiento a largo plazo. Los estímulos anunciados hasta la fecha, y el compromiso de seguir actuando si es necesario, proporcionan un espacio de tiempo que debe ser suficiente para llevar a cabo una agenda de reformas estructurales ambiciosa. Confiamos en que se implementará.