

## Una recuperación de fondo

### La economía mundial capea la incertidumbre geopolítica.

Los datos macroeconómicos que se conocieron durante el verano confirman que la economía mundial prosigue su curso previsto de intensificación paulatina del crecimiento, a pesar del recrudecimiento de los conflictos bélicos en Ucrania, Irak y Oriente Próximo, que han desencadenado algunos episodios de volatilidad en los mercados financieros. Con todo, en el marco de esta tendencia de aceleración global de la actividad, conviven situaciones encontradas. Mientras que EE. UU. se acelera, Japón se frena en mayor medida de lo previsto, lastrado por la subida del IVA en primavera. Entre los emergentes, China aguanta el tipo y los desequilibrios inflacionistas remiten en el resto de Asia, a diferencia de lo que sucede en Rusia, Turquía y Brasil. En la eurozona, los buenos datos de España contrastan con el debilitamiento sostenido de Italia y Francia, y con la caída inesperada del PIB alemán.

### La laxitud monetaria se sobrepone a los brotes de volatilidad del verano.

Episodios como el del Banco Espíritu Santo o las represalias comerciales entre Moscú y los países de la UE han desencadenado rebrotes localizados y contenidos de volatilidad durante los meses estivales, pero su alcance ha sido limitado. El tono de fondo de los mercados sigue siendo positivo, con índices bursátiles en zona de máximos y tipos de interés libres de riesgo en mínimos. Los mensajes de la Reserva Federal y el BCE a favor de prolongar las condiciones monetarias, ya de por sí muy laxas, continúa siendo el puntal que sostiene esta dinámica. En la reunión del Comité de Mercado Abierto de julio, Janet Yellen ratificó las líneas maestras de su política monetaria y transmitió un mensaje en el que se aprecia un leve sesgo hacia una posición gradualmente más restrictiva. Su homólogo europeo reiteró de manera más explícita, en el encuentro anual de bancos centrales en Jackson Hole, el compromiso de que el BCE recurra a medidas expansivas adicionales para combatir el riesgo deflacionista en caso de ser necesario (la inflación en la eurozona disminuyó una décima en agosto, acumulando una reducción de seis décimas en lo que va de año).

**EE. UU. sigue creciendo.** Gracias a la mejora del consumo y de la inversión, así como al repunte de las existencias, la economía estadounidense creció en el 2T un 1,0% en términos intertrimestrales (2,5% interanual), dato que contrasta con la caída del 0,5% intertrimestral del 1T. En conjunto, los datos de contabilidad nacional muestran un patrón de crecimiento en el que la demanda interna gana robustez, y todo indica que el buen tono de la inversión y del consumo se mantendrá en el 3T. Así lo certifican la bue-

na trayectoria de los indicadores ISM de actividad empresarial y el repunte de la confianza del consumidor en julio y agosto, que no se había observado desde antes de la crisis. Destaca, asimismo, la fortaleza que sigue exhibiendo el mercado laboral, sin que ello, de momento, se traduzca en un aumento de las tensiones inflacionistas.

**Recuperación a medio gas y dispar en la eurozona.** Los signos de debilitamiento de los indicadores de actividad durante el trimestre pasado se han materializado en un estancamiento de la economía de la eurozona en el 2T que ha puesto fin a cuatro trimestres de avance a un ritmo promedio del 0,2% intertrimestral. A falta del desglose del PIB por componentes, la caída de la confianza industrial sugiere un menor impulso de la inversión, y la demanda externa carga con la debilidad del comercio mundial de principios de año y con la intensificación de las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania. Por otro lado, el comportamiento de las economías francesa e italiana está entorpeciendo el avance de la actividad europea, aunque se espera que Alemania recupere algo de dinamismo tras el bache del 2T. Estos datos, unidos al deterioro de los índices de sentimiento económico, PMI y de la confianza del consumidor en el 3T, conforman un escenario poco alentador para el segundo semestre.

**En España la demanda interna espolea el crecimiento.** La economía española sale reforzada del verano, escapando de la decepción europea en materia de crecimiento. El empuje que poco a poco va ganando la recuperación ha empezado a percibirse en el mercado laboral: el número de ocupados aumentó en 402.400 personas y la tasa de paro cayó 1,45 p. p. en el 2T. También es notable el buen tono que está mostrando la demanda interna: el consumo de los hogares ha avanzado a un ritmo promedio del 0,6% intertrimestral durante cuatro trimestres consecutivos y la inversión ha repuntado con fuerza, avivada sobre todo por los bienes de equipo (+2,1% intertrimestral). Sin embargo, la subordinación de la recuperación a la demanda interna menoscaba el saldo exterior. El fuerte repunte de las importaciones, combinado con unas exportaciones que han perdido fuerza, han situado el saldo corriente de nuevo en terreno negativo. Además, no hay que olvidar que parte del repunte de la actividad está impulsado por factores temporales (como la toma de decisiones de consumo e inversión, pospuestas durante la crisis) y que la capacidad de resistencia de la economía española a la debilidad europea es finita. Así pues, el incipiente optimismo respecto a la recuperación española debería tamizarse con algo de cautela.