

2014 empieza con buen pie

El nuevo año comienza con aires de esperanza renovados. La confianza en que la actividad económica ganará tracción a nivel global se fundamenta en tres grandes factores. En primer lugar, en la mejora de las condiciones macroeconómicas, de manera sólida en EE. UU. y Japón, incipiente en la eurozona y tentativa en los emergentes. En segundo lugar, la recuperación de la confianza se apoya en la reducción de múltiples riesgos de cola que han supuesto serias amenazas para la estabilidad financiera global en el pasado reciente (crisis de la eurozona, inicio del *tapering*, disputa fiscal en EE. UU., salida de capitales de los emergentes, etc.). En tercer lugar, pero no por ello menos importante, en las políticas monetarias ultralaxas del bloque de países desarrollados. Aunque con matices, esperamos que las condiciones favorables se mantengan en el próximo ejercicio.

La solidez del proceso de recuperación en EE. UU. da argumentos a la Fed para empezar el *tapering*. La reducción del ritmo de compras de bonos (*tapering*) empezará en enero y será muy gradual, a razón de 10.000 millones de dólares al mes (hasta la fecha las inyecciones mensuales de liquidez ascendían a 85.000 millones de dólares). Los mercados financieros han acogido de forma constructiva el anuncio de la Fed, en contraste con el ambiente de elevada incertidumbre y volatilidad que ha imperado durante meses alrededor de cuándo y cómo tendría lugar el inicio del *tapering*. El grueso de los activos reaccionó de forma positiva, con ganancias en las bolsas y repuntes muy contenidos en las rentabilidades de la deuda pública norteamericana. Así, la *yield* del bono estadounidense a diez años se mantiene cerca del 3%, mientras que la referencia de dos años se sitúa en la zona del 0,4%. En la misma línea, los índices de volatilidad implícita del S&P 500 y de los *treasuries* descendieron (ligeramente) tras el anuncio de la Fed.

Conviene mantener la cautela ante la presencia de algunos eslabones débiles. El inicio de la estrategia de salida de la Fed obedece a una razón benigna: el crecimiento de la economía estadounidense se dibuja sólido y autosostenible, no responde a presiones inflacionistas visibles ni a la sospecha de burbujas ya creadas en los activos financieros, aunque sí hay ciertos signos de sobrecalentamiento en los mercados de bonos de EE. UU. que es mejor enfriar. En este sentido, el *tapering* es bienvenido. Sin embargo, y a medida que avance el proceso de normalización monetaria, no se pueden descartar eventuales sacudidas en las expectativas y el sentimiento de los inversores, que podrían propiciar

repuntes bruscos en los tipos de interés, como ocurrió durante el verano. La lista de candidatos a ser los principales damnificados sigue encabezada por algunos países emergentes con elevados desequilibrios externos y dependencia del capital foráneo. En India y Brasil, por ejemplo, las tensiones inflacionistas no remiten y dejan poco margen de maniobra a la política monetaria para estimular la economía. En China, en cambio, los indicadores de actividad siguen siendo robustos, inscritos en un modelo de crecimiento en el que el consumo, gradualmente, va adquiriendo más protagonismo.

En la eurozona, Alemania lidera la reactivación económica y deja atrás a Francia. Los últimos datos de confianza siguen marcando el camino de la recuperación y los principales riesgos de la región van perdiendo fuerza paulatinamente. En materia institucional, las autoridades europeas continúan avanzando hacia la unión bancaria, lo que ayuda a reducir la fragmentación financiera entre la periferia y el núcleo, un ingrediente primordial para que el crédito gane fluidez. Los países periféricos han asentado su proceso de consolidación fiscal y de corrección de desequilibrios macroeconómicos, y poco a poco ven cómo los inversores internacionales vuelven a considerarlos un destino atractivo en términos de rentabilidad y riesgo. Todo ello envuelto en un marco de política monetaria expansiva que permite mantener un entorno financiero acomodaticio.

La economía española se despidió de 2013 con datos que invitan al optimismo. Los indicadores de alta frecuencia de 4T 2013 confirman el crecimiento iniciado en el trimestre anterior y, de hecho, sugieren cierta aceleración en el ritmo de avance de la actividad económica en el tramo final del año. Nuestra previsión se sitúa en esta línea: esperamos un aumento del PIB del 0,2% intertrimestral, una décima por encima del registro del trimestre anterior. Esta previsión podría verse incluso superada debido al dinamismo que ha mostrado la demanda interna durante los últimos meses. La importante mejora de las previsiones de crecimiento que la mayoría de inversores internacionales han hecho durante los últimos meses y la caída de la prima de riesgo son buenos ejemplos de que, poco a poco, las reformas emprendidas durante los últimos años están consiguiendo recuperar el apetito inversor. Se trata, por tanto, de un escenario alentador. 2014 se perfila como el año clave para apuntalar los pilares que deben apoyar el crecimiento futuro de la economía española.