

## Pendientes de la política monetaria

**Buenas perspectivas económicas globales.** Por un lado, los indicadores de coyuntura del 2T apuntan a un mayor dinamismo de las economías a nivel global y de las desarrolladas en particular. Simultáneamente, los comentarios de la Fed sobre su estrategia monetaria han tenido tintes expansivos, al haber manifestado poca prisa por iniciar el proceso de normalización. Además, el BCE ha exprimido tanto como ha podido el caramelo de una próxima ampliación de estímulos. Los mensajes de los bancos centrales han contribuido a la relajación de las rentabilidades de la deuda soberana en ambas regiones. Los activos de riesgo, como la renta variable y los bonos corporativos, han prolongado su buen comportamiento. De hecho, algunos índices de Wall Street y de Europa han marcado nuevos récords históricos. También destaca el bajísimo nivel de volatilidad de los mercados. Con este punto de partida, la elevada complacencia que impera entre los inversores puede dar lugar, en caso de contratiempos, a reajustes en las cotizaciones de los activos financieros y a un entorno financiero más volátil. Esto bien podría ocurrir si el BCE o la Fed acabaran mostrando un tono menos acomodaticio.

**La economía estadounidense reanuda la línea ascendente** después de un 1T que acusó los efectos del mal tiempo más de lo inicialmente calculado. El balance de la amplia batería de indicadores conocidos durante el mes de mayo se salda en positivo. Destacan la mayoría de índices de sentimiento empresarial y de confianza de los consumidores. El mercado laboral también sigue mejorando, aunque todavía con matices que se deberían tener en cuenta. En abril, los datos de ocupación volvieron a sorprender positivamente, pero quedaron ensombrecidos por el nuevo descenso en la tasa de actividad. Ante esta mejora gradual pero todavía incompleta, la Fed ha decidido retirar el objetivo numérico del 6,5% sobre la tasa de paro en su política de orientación monetaria. Con todo, es importante vigilar los signos que podrían estar delatando un cambio de tendencia, como las encuestas empresariales sobre las perspectivas de aumentos en los salarios de sus empleados, en las que ya se vislumbran subidas.

**Las condiciones evolucionan favorablemente en los países emergentes, aunque no de manera uniforme.** La normalización de la situación vivida a principios de año ha desembocado en un entorno de menor incertidumbre. La acertada gestión de los Gobiernos y de los bancos centrales de muchos de estos países está siendo recompensada por los inversores con el retorno de parte de los capitales que salieron al comienzo de la crisis. Las bolsas y los bonos

soberanos de algunas de estas economías, como Indonesia, Turquía y Sudáfrica, están mostrando un comportamiento excepcional en los últimos meses, recuperando parte de las pérdidas sufridas en 2013. Por su parte, en China los indicadores de coyuntura apuntan al final de la desaceleración, y las actuaciones de la política económica recientes, como la liberalización del mercado de capitales en mayo, están sirviendo de apoyo a la reposición de las expectativas sobre su economía.

**La recuperación de la eurozona avanza a buen ritmo, pero con diferencias crecientes entre países.** Para el conjunto de la eurozona, las señales de recuperación parecen duraderas. Se une al sector exterior una demanda interna que cada vez gana más fuerza, con mejoras notorias tanto en el consumo privado como en la inversión. Sin embargo, el análisis por países es menos alentador. Sobresale favorablemente el sorprendente avance del PIB de Alemania en el 1T 2014, con un 0,8% respecto al trimestre anterior. En el lado opuesto destacan Francia e Italia, que volvieron a ofrecer registros peores de lo esperado, con un crecimiento nulo para los franceses y todavía en contracción para los italianos (-0,1% intertrimestral). Tales resultados alimentan las dudas sobre la capacidad de crecimiento de ambos países a medio plazo y el escepticismo en torno a las reformas estructurales implementadas. El otro eslabón débil del cuadro macroeconómico europeo sigue siendo la inflación. Es por ello que todas las miradas se centran en el BCE y, sobre todo, en cómo gestionará las expectativas que ha ido creando durante los últimos meses.

**En España, la demanda interna se suma al crecimiento.** El detalle del PIB del 1T 2014 ha revelado una notable mejora de la demanda interna. Destacan especialmente el consumo privado y la inversión en bienes de equipo, que continuaron avanzando con empuje. En el lado opuesto, sorprendieron de manera negativa las exportaciones, que retrocedieron un 0,4% en términos intertrimestrales. Parte de esta desaceleración se debe a factores temporales, por lo que seguimos creyendo que el superávit comercial alcanzado se consolidará a medio plazo, aunque la evolución del sector exterior se ha convertido en uno de los elementos que se tendrán que seguir de cerca en los próximos meses. Para evitar escenarios de riesgo, y reconociendo que las reformas llevadas a término hasta la fecha han sido profundas y beneficiosas para la economía española, el FMI mantiene una lista de deberes que sigue siendo larga y exigente. Destacan, entre ellas, la reforma tributaria y el desarrollo de un marco que facilite los procesos de reestructuración de la deuda empresarial.