

La recuperación económica va por barrios, pero va

Viaje de ida y vuelta en octubre. Aunque el crecimiento mundial agregado sigue acelerándose, el mes de octubre se inició con dudas sobre el alcance de la recuperación. El reflejo más claro de estas dudas fue el notable repunte de la volatilidad que experimentaron los mercados financieros en octubre y que provocó una corrección amplia de las cotizaciones bursátiles durante la primera quincena. Los inversores se mostraban cautelosos ante el mensaje moderadamente alarmista del FMI (a pesar de que sus previsiones de otoño solo eran ligeramente peores que las de julio, el tono sombrío del Fondo caló), los datos macroeconómicos un tanto decepcionantes en la eurozona y las comunicaciones poco clarificadoras de los bancos centrales. A medida que se iban conociendo datos *hard* más positivos (especialmente las cifras de crecimiento del PIB en el 3T de EE. UU. y China) y se concretaban las próximas actuaciones de la Fed y del Banco de Japón, gran parte de este exceso de pesimismo se disipó, un cambio que reflejaron los activos de riesgo con una clara recuperación de sus cotizaciones. En definitiva, tras este octubre trufado de ruido financiero, prácticamente nos encontramos donde estábamos: los motores (EE. UU. y China) siguen funcionando mientras que Japón y la eurozona están temporalmente débiles. Si se cumplen las previsiones, todo ello debería ser la antesala de un 2015 razonablemente positivo a nivel mundial.

Los puntales de la recuperación mundial, EE. UU. y China, tranquilizan. Los indicadores económicos de EE. UU., en especial las cifras de crecimiento del PIB del 3T (avance del 0,9% intertrimestral, similar al del 2T), apuntan a que la expansión del gigante norteamericano está ganando en robustez. El dato del PIB, junto con la buena evolución de los indicadores ISM de actividad empresarial, la ausencia de presiones inflacionistas de calado y la continuada recuperación del mercado laboral avalan nuestro escenario de crecimiento para 2014 y 2015 (2,2% y 3,1%, respectivamente). En este contexto, la Fed, como se esperaba, ha confirmado que finaliza su programa de compra de activos, aunque también ha insistido en que los tipos de interés se mantendrán bajos durante un periodo de tiempo considerable (probablemente hasta mediados de 2015). En el caso de China, el crecimiento del 3T (7,3% interanual, por encima del consenso de los analistas) ha alejado los temores a un aterrizaje brusco. Además, los primeros datos del 4T avalan que la actividad mantiene su rumbo. Frente a estas buenas señales de EE. UU. y China, Japón navega por aguas más turbulentas. Aunque la coyuntura nipona sigue presidida por el efecto distorsionador del aumento del IVA del abril pasado, y por tanto en este 3T asistiremos a un rebote

de la actividad, la tendencia de fondo no acaba de ser positiva. Ello ha obligado al Banco de Japón a ampliar su programa de compra de activos en un grado que ha tomado por sorpresa a analistas e inversores.

La coyuntura de la eurozona continúa siendo débil. La recuperación de la eurozona sigue caracterizada por su ritmo lento y por su alcance desigual. Esta lentitud y disparidad geográfica, ciertamente mayor de la esperada meses atrás, y una serie de *shocks* negativos (Rusia, Oriente Medio, irregularidad del comercio internacional, etc.) han alimentado las dudas sobre la reactivación de los países de la moneda única, llegando algunas voces incluso a pronosticar una tercera recesión. Se trata de una hipótesis extrema que no compartimos. Así, los datos del 4T sugieren que en el 3T la actividad probablemente habrá tocado fondo, como también parece haberlo hecho la inflación, que ha repuntado moderadamente en octubre. Además, si nos alejamos de perspectivas excesivamente cortoplacistas y situamos el foco en el largo plazo, se confirma que las distintas velocidades económicas son un rasgo predominante desde antes de la crisis y que se deben en gran medida a los esfuerzos de reforma estructural. Dos de los países que crecerán más en 2015 serán Alemania (que llevó a cabo sus reformas en la década de los 2000) y España (aunque seguramente quede mucho por hacer, sin duda es una de las economías más reformadoras de la eurozona desde el estallido de la crisis). En otro orden de cosas, cabe destacar que la publicación de las pruebas de estrés de la banca europea ha arrojado unos resultados positivos en términos generales, lo que debería servir para reducir las dudas recurrentes sobre la solvencia general del sistema bancario europeo.

La economía española alcanza su velocidad de crucero. Los datos de crecimiento económico confirman que la actividad tiende a desacelerarse de forma muy paulatina, pero también que mantiene un dinamismo que contrasta notablemente con el de sus vecinos (crecimiento del 0,5% intertrimestral en el 3T, solo una décima porcentual menos que en el 2T). A tenor de los primeros indicadores referidos al 4T, esta ligera moderación prosigue en el tramo final de 2014. En definitiva, parece que la economía española, tras el rebote de la actividad en el 2T, se ha situado en lo que puede ser su velocidad de crucero para los próximos trimestres. En este contexto de recuperación paulatina, uno de los riesgos más mencionados, el de la deflación, debería quedar progresivamente superado. Por el momento, el avance de inflación de octubre se sitúa en el -0,1%, una cifra que, siendo baja, ya es una décima mayor que la de la septiembre.