

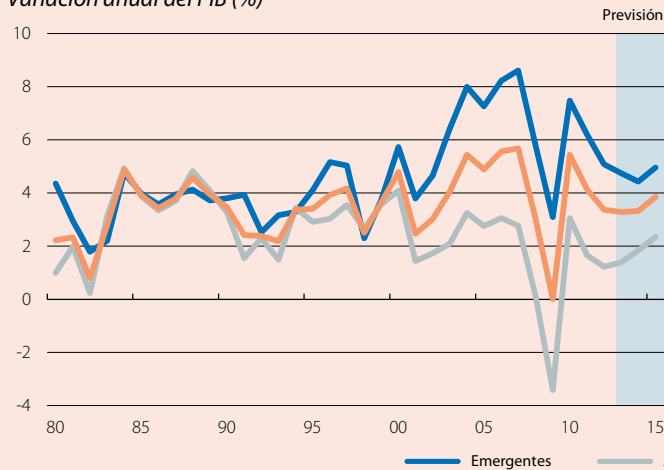
PERSPECTIVAS 2015

Recuperación global en marcha, con el permiso de EE. UU. y de la eurozona

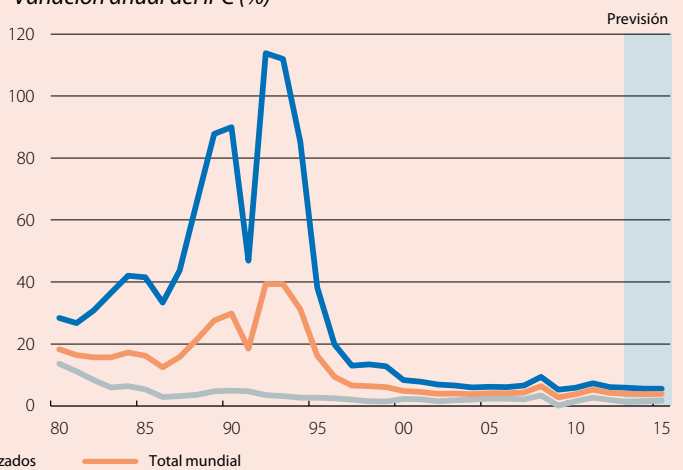
El crecimiento mundial que prevemos para 2015 es del 3,9%. Si a usted, lector, el dato le parece elevado no va mal encaminado: está claramente por encima del promedio anual del periodo 1980-2014 (3,5%) y también representa un salto adelante respecto al rango observado estos últimos tres años (3,2%-3,4%). A pesar del tono pesimista que ha presidido la presentación de previsiones de la mayoría de organismos internacionales durante los últimos meses, todos ellos pronostican una aceleración del crecimiento el año que viene. Hay, por tanto, un amplio consenso en torno al rumbo que se espera para la economía global.

Previsiones de crecimiento e inflación para 2015

Variación anual del PIB (%)



Variación anual del IPC (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

Los protagonistas de la recuperación se encuentran tanto entre los países desarrollados como entre los emergentes. Concretamente, el FMI espera que el crecimiento de los principales países desarrollados pase del 1,8% previsto para 2014, al 2,3% en 2015. Para los principales países emergentes, el aumento previsto también es significativo: del 4,4% de 2014, al 5,0% en 2015. Por países, destacan EE. UU. y China, que proporcionarán el 44% del crecimiento mundial mientras que su peso económico sobre el total mundial es del 33%. En el polo opuesto se encuentran Japón y la eurozona, que, a pesar de representar un 24% de la economía mundial, apenas aportarán un 17% del crecimiento.

Además, se espera que la aceleración del crecimiento no vaya acompañada de un repunte de las presiones inflacionistas. De hecho, para el año que viene se prevé que la tasa de inflación, a nivel global, ascienda tan solo una décima y se sitúe en el 3,9%. Los países desarrollados ya hace años que mantienen a raya la inflación y, dada la baja utilización de la capacidad productiva que todavía persiste en muchos de ellos, no sorprende que, en general, aumenten el crecimiento manteniendo la inflación en niveles moderados. El panorama inflacionista es especialmente interesante para los principales países emergentes: aun cuando el crecimiento se mantenga en cotas relativamente elevadas, la inflación solamente subirá una décima (del 5,5% previsto para 2014 al 5,6% en 2015, concretamente).

Naturalmente, la caída del precio del petróleo prevista para el año que viene debería ayudar a materializar este escenario.¹ Pero los factores de fondo que hacen pensar que los principales países emergentes serán capaces de mantener un buen ritmo de crecimiento, sin que ello redunde en un aumento de las presiones inflacionistas, vienen de lejos. Entre estos factores destaca la mejora de las instituciones encargadas de diseñar la política económica; en particular, la mayor independencia de la autoridad responsable de la política monetaria, así como más conciencia de lo importante que es mantener un cuadro macroeconómico equilibrado.

A pesar de ello, los riesgos que acechan el escenario de recuperación global son, un año más, considerables. Los distintos focos de tensión geopolítica se erigen como uno de los principales elementos que se deben vigilar de cerca. Ucrania, Oriente Próximo, Isis... la lista de conflictos abiertos que se han intensificado a lo largo de 2014 no es menor. La lógica invita a pensar que, más temprano que tarde, el sentido común debería imponerse y sentar a las partes enfrentadas a la mesa de negociación. Como factor de riesgo,

1. Para un análisis detallado de las dinámicas del precio del petróleo véase el artículo «Debilidad, shale y la estrategia de Arabia Saudí detrás de la sacudida del petróleo» del presente Dossier.

por tanto, parece que deberían ir disminuyendo. De todas formas, estos conflictos muchas veces son impulsados por grupos minoritarios, con un interés distinto del común y con frecuencia poco claro. Ello hace que las dinámicas que puedan tomar sean difíciles de predecir.

Más allá de los conflictos geopolíticos, esperamos que otros factores de riesgo que han acompañado a los países emergentes durante los últimos años vayan a la baja en 2015. Concretamente, uno de los grandes temores que ha sobrevolado recientemente las previsiones de los analistas es un deterioro brusco de la economía china. Aunque como factor de riesgo no se puede descartar, la probabilidad de ocurrencia ha disminuido. El Gobierno chino está demostrando que tiene instrumentos a su alcance para ir pilotando de forma gradual el cambio de modelo de su economía hacia tasas de crecimiento menores, pero más sostenibles a largo plazo. También ha descendido el riesgo a que se desencadene una crisis sistémica en los principales países emergentes. Lejos parece quedar el acrónimo de los cinco débiles utilizado frecuentemente hace un año, durante la tormenta financiera del verano de 2013, cuando el mercado no discriminó entre países emergentes y los trató como un factor de riesgo común. En los últimos trimestres se ha ido esclareciendo cuáles presentan un cuadro económico más sano y llevan a cabo reformas para mantener un crecimiento equilibrado a largo plazo (como por ejemplo la India o México) y cuáles se encuentran en una situación más vulnerable (como Brasil, Rusia y Turquía).

De hecho, desde un punto de vista global, los factores de riesgo asociados a los países desarrollados parecen más relevantes, especialmente en EE. UU. y la eurozona. Vayamos por partes. En EE. UU., finalmente parece que se dan las condiciones para que el crecimiento alcance cotas cercanas al 3%: el proceso de desapalancamiento se encuentra en una fase muy avanzada; el sector inmobiliario ha finalizado su ajuste y ya hace varios trimestres que tanto las ventas como los precios registran tasas de crecimiento positivas; el mercado laboral está respondiendo a la mejora de la actividad económica con un ritmo de creación de empleo más que aceptable y la tasa de paro ya se encuentra por debajo del 6%; y la inversión, la gran asignatura pendiente de la economía norteamericana, hace varios trimestres que avanza a buen ritmo. Unas perspectivas macroeconómicas, por tanto, que deberían justificar que la Fed empiece a normalizar las condiciones monetarias el año que viene.

De todas formas, aunque este escenario parece razonable, no consigue despejar todas las dudas. Uno de los factores de riesgo más apreciables sobre la economía norteamericana está íntimamente relacionado con la estimación de su PIB potencial. Tras la recesión, se ha generado un intenso debate acerca de cuál es el PIB potencial de los países desarrollados, especialmente de aquellos, como EE. UU., cuyo crecimiento fue impulsado por factores que se creían estructurales durante los años previos a la crisis, pero que posteriormente se evidenció que solo eran temporales. Alrededor de esta cuestión planea un escenario que puede ser especialmente dañino para la economía global: la aparición de síntomas de sobrecalentamiento en EE. UU., por ejemplo presiones al alza en los salarios, antes de lo esperado. Este escenario, que podría materializarse si el PIB observado y el PIB potencial están más cerca de lo que se cree, pondría de manifiesto una capacidad de crecimiento menor de la esperada y forzaría a la Fed a subir los tipos de interés más rápido de lo que a día de hoy se anticipa (y seguramente también acelerar el proceso de drenaje de la liquidez inyectada los últimos años). Se trataría de un escenario muy delicado, que obligaría a la Fed a buscar un difícil equilibrio entre la gradualidad en la aplicación de las políticas contractivas para asegurar un proceso ordenado y la presión en sentido opuesto de las dinámicas propias de la economía antes comentadas. A nivel global, más allá de las consecuencias en los mercados financieros (que se analizan con detalle en el artículo «2015: la política monetaria sigue marcando el compás de los mercados financieros» del presente Dossier), este escenario podría ser muy perjudicial para algunos países emergentes, ya que perderían la abundante financiación proveniente de EE. UU.

Naturalmente, este escenario también sería nocivo para la eurozona, que tiene a EE. UU. como principal socio comercial. La eurozona va un paso, o unos cuantos pasos, por detrás de la economía norteamericana y, como se ha visto en los últimos meses, el proceso de recuperación todavía es muy frágil. Aunque no creemos que la debilidad observada recientemente sea la antesala de una tercera recesión, sí constatamos que su capacidad de crecimiento es muy baja y, por tanto, vulnerable a cualquier eventualidad que pueda surgir en el camino. En este sentido, para el año que viene, si la recuperación acaba siendo más lenta de lo inicialmente previsto (ya sea por factores externos como el antes mencionado, o por factores internos), lo más probable es que se intensifiquen los mecanismos de apoyo con los que ya cuenta. Esto es, una política monetaria todavía más laxa, con ampliaciones de los programas de compra de activos que el BCE ha puesto en marcha los últimos meses y, si fuera preciso, el lanzamiento de nuevos programas que podrían incluir la compra directa de deuda pública y/o corporativa. Asimismo, no sería descartable que tal decisión viniera de la mano de algún relajamiento adicional de los compromisos de reducción de déficit fiscal. A diferencia del escenario de riesgo de EE. UU., el impacto macroeconómico global de una recaída de la eurozona probablemente sería menor. Previsiblemente, el inferior crecimiento de la eurozona se dejaría sentir en los ámbitos regionales más cercanos, en particular en los países de Europa del Este, pero no debería afectar excesivamente a otras zonas económicas.

En conclusión, cuando se examina a nivel global, el año 2015 apunta a buenos registros, tanto de crecimiento como de inflación. Pero este aprobado general esconde algunas notas discordantes, entre las cuales está, por desgracia, la eurozona. Además, siguen sin despejarse por completo los riesgos que han venido amenazando a los principales países desarrollados durante años. Todavía no se puede bajar la guardia.

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank