

La expansión económica global se abre paso

Tras un arranque de 2015 un tanto preocupante por el aumento de los riesgos bajistas, febrero ha atemperado los pronósticos más aciagos. Un buen barómetro para valorar este cambio de tono es el pulso que han presentado los mercados financieros: mientras que la volatilidad financiera repuntó en enero, en febrero se ha vuelto a calmar. A nivel global, ello ha sido fruto de la combinación de una intensificación de las políticas expansivas de los bancos centrales (18 de ellos han rebajado sus tipos de intervención en lo que va de año); de unos datos de actividad positivos en muchas economías, y de la solución, desafortunadamente solo parcial, de algunos focos de conflicto geoestratégico y político (tregua en Ucrania y extensión del programa de ayuda financiera para Grecia). Este alivio temporal permite aumentar la confianza en que la expansión global, a pesar de su carácter notablemente desigual entre países, tienda a afianzarse en los próximos meses.

Expansión más sólida en EE. UU., China en fase de desaceleración controlada y Japón saliendo de la recesión al ralentí. La desigualdad de la recuperación se vislumbra, especialmente, en las divergencias cíclicas de las grandes economías no europeas. EE. UU. ha empezado 2015 manteniendo un buen ritmo de crecimiento, en gran medida, gracias al buen tono del consumo privado (especialmente beneficiado por el abaratamiento del petróleo), al relanzamiento de la inversión, tanto empresarial como residencial, y a un menor ajuste fiscal. En este contexto de expansión, el debate fundamental sigue siendo en qué momento la Reserva Federal iniciará la subida del tipo de referencia. Por el momento, dada la baja inflación y una evolución salarial contenida, todo apunta a que la Fed esperará al tramo final de 2015 antes de empezar a normalizar su política monetaria. Frente a la situación norteamericana, China sigue pilotando un proceso de aterrizaje suave mediante la toma de medidas de carácter expansivo (bajadas del tipo de intervención y descenso del coeficiente de caja, adelanto de distintos proyectos de infraestructuras y medidas de apoyo al sector inmobiliario), que deberían evitar que la situación se convierta en un aterrizaje brusco. En cuanto a Japón, continúa luchando por salir de forma clara de la recesión de 2014. El crecimiento positivo del 4T 2014 le permite superar dos trimestres consecutivos de caída del PIB, pero lo hace a un ritmo más débil de lo esperado.

Europa mejora, pero el horizonte dista de estar despejado. La eurozona ha disipado algunos de sus interrogantes más apremiantes, pero se mantienen las dudas a medio plazo. Así, al buen dato de crecimiento económico del 4T

2014 (avance del 0,3% intertrimestral), le han seguido unos indicadores de actividad de enero y febrero que permiten pensar que, poco a poco, la recuperación va ganando dinamismo. Asimismo, a pesar de seguir en terreno negativo, la inflación repuntó en febrero, lo que aleja los temores deflacionistas. Este riesgo también se ve mitigado por la puesta en marcha, en marzo, del QE (*quantitative easing*) del Banco Central Europeo (BCE). Con todo, es preciso apuntar que la aceleración del crecimiento que esperamos para los próximos trimestres responde, en gran medida, a la combinación de cuatro factores: la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro, la expansión monetaria del BCE y el Plan Juncker de inversiones. En definitiva, la expansión europea está encarrilada, pero, en parte, es tributaria de factores de carácter temporal, lo que pone de relieve la necesidad de continuar con nuevas reformas estructurales que, a su vez, permitan dar mayor juego a la política fiscal. Un segundo frente problemático es el que deriva del proceso de negociación de los términos de la ayuda financiera entre Grecia y el Eurogrupo. Tras numerosos desencuentros, las partes en litigio han acordado extender cuatro meses el programa de rescate bajo la condición de llevar a cabo una serie amplia de reformas. El acuerdo ha rebajado notablemente la incertidumbre a corto plazo, pero representa una solución temporal hasta que se adopte un nuevo marco de ayuda financiera. Mientras se gesta este nuevo acuerdo, de carácter más definitivo, no cabe descartar repuntes puntuales de la volatilidad financiera.

España se beneficia de un entorno favorable. La economía española sigue capitalizando ventajosamente una serie de condiciones que, temporalmente, la favorecen. Así, de la mano del abaratamiento del crudo y de la depreciación del euro, la economía ha finalizado 2014 e iniciado 2015 con un tono mejor de lo esperado. El impulso de estos factores transitorios, que presentan inercia, y el hecho de que el crecimiento del 4T 2014 fuese mayor de lo previsto nos llevan a revisar al alza las previsiones de crecimiento de 2015 (del 2,3% anterior al actual 2,5%) y de 2016 (2,3%, frente al 2,1% anterior). Aunque prevemos que los principales motores en esta trayectoria seguirán siendo el consumo privado y la inversión, a medida que avance el escenario, la aportación del sector exterior al crecimiento mejorará. Los datos positivos se extienden a otros ámbitos de la economía: la creación de empleo sigue manteniéndose vigorosa, el sector inmobiliario muestra signos de mejora tanto por el lado de la demanda como de la oferta y la inflación repuntó en febrero. Prevemos que estas tres tendencias se prolonguen en 2015.