

El temporal griego no desviará el rumbo de la recuperación europea

Aumenta la incertidumbre sobre la situación de Grecia, pero la expansión macroeconómica europea no peligra.

Después de meses de negociaciones, el 30 de junio expiró el segundo programa de rescate sin que se llegara a un acuerdo entre Grecia y las instituciones acreedoras. Como resultado, los desembolsos pendientes no se realizaron. Asimismo, en el tramo final del proceso negociador, el Gobierno heleno convocó un referéndum para el 5 de julio sobre la propuesta de las instituciones, implementó medidas de control de capitales a fin de contener las dificultades de liquidez bancaria y no pagó la deuda al Fondo Monetario Internacional (FMI). A pesar de los vaivenes del proceso y de la incertidumbre que se abre para los próximos meses, el impacto en la bolsa europea y en las primas de riesgo ha sido contenido. Ha sido así por la existencia de cortafuegos que el Banco Central Europeo (BCE) ha ido implementando en los últimos años, y por los avances institucionales en la unión económica y monetaria (UEM), que mitigan la probabilidad de contagio financiero. También están ayudando la menor exposición de la banca europea a los activos financieros griegos y la mejora del cuadro macroeconómico de los países de la periferia, gracias a la implementación de reformas estructurales y a las políticas de ajuste público. Finalmente, también contribuye a atemperar el impacto el buen momento de la coyuntura europea. Apoyada por el abaratamiento del crudo, la depreciación del euro y la mejora de las condiciones financieras, la expansión europea está ganando impulso. Si en enero el conjunto de los analistas esperaban un crecimiento de la eurozona del 1,1% en 2015, la cifra que ahora manejan es del 1,5%. La probabilidad de que la crisis griega no tumbe la recuperación económica no implica que se deba ser complaciente: es un hecho que la UEM todavía adolece de falta de desarrollo en ámbitos clave, como el financiero o el fiscal. El llamado «Informe de los cinco presidentes» dibuja la hoja de ruta que se debería seguir para avanzar en la unión financiera, económica y presupuestaria, una propuesta oportuna y relevante que no debería caer en saco roto.

La economía española mantiene el tono. Siendo este el contexto europeo, ¿cómo está transitando la economía española por estos meses turbulentos? Probablemente, España es uno de los países que mejor ejemplifica los rasgos generales antes presentados para la eurozona en su conjunto. A más corto plazo, el impacto financiero ha sido similar al mencionado: el Ibex 35 y el Eurostoxx 50 (el índice bursátil de la eurozona) sufrieron caídas parecidas y el

repunte de la prima de riesgo española fue reducido. Este es el resultado de los factores mencionados: cortafuegos del BCE, profundización en la UEM y un pulso económico sólido. En este último aspecto, cabe destacar que el dinamismo de la economía española en este primer semestre ha sido notable. Tras registrar un fuerte crecimiento en el 1T 2015, los indicadores disponibles apuntan a un ritmo similar en el 2T. Ello justifica revisar al alza la previsión de crecimiento del conjunto del año hasta el 3,1%, a pesar de que esperamos que la economía se desacelere moderadamente en la segunda mitad de 2015 y en 2016, a causa del paulatino agotamiento de los factores de apoyo temporal (petróleo y euro, en particular). Esta suave ralentización no empaña el hecho de que se haya entrado en una dinámica positiva, que incluye elementos como la mejoría de las rentas de los hogares (que se benefician del buen tono del mercado laboral), la inflación (que empieza, finalmente, a reflejar el tono más vigoroso de la demanda interna), la ampliación del superávit exterior, la recuperación inmobiliaria y la reactivación del crédito.

El crecimiento global se mantiene. A medida que nos alejamos de Europa, el impacto de la crisis griega se diluye (como atestigua el menor castigo a los activos financieros de riesgo) y otros factores toman el relevo. En EE. UU., tras un 1T 2015 atípicamente débil, los indicadores de actividad del 2T sugieren una recuperación apreciable del crecimiento y la permanencia de dos fuerzas centrales: inflación contenida y dinamismo laboral. Con estos dos elementos en su sitio, esperamos que la Reserva Federal empiece a subir el tipo de referencia en otoño y que después continúe la senda de normalización monetaria de forma gradual. Japón, por su parte, después de registrar un 1T mejor de lo inicialmente publicado, va camino de crecer un 1% en 2015, cifra modesta que se explica por las dificultades que tiene el país para activar el consumo privado. Otro gigante asiático, China, se mueve por coordenadas diferentes. En su caso, el reto es conseguir lo que el FMI denomina «una transición, ardua pero necesaria, hacia un modelo de crecimiento más sólido y de mayor calidad». En este contexto, la moderación de las tasas de avance del PIB se considera un subproducto de este cambio de modelo. La situación china es, en todo caso, diametralmente distinta de las complicaciones que viven otros emergentes, en particular, Brasil y Rusia, que están registrando caídas de la actividad de cierta intensidad en estos primeros compases del año, que tienen visos de continuar en lo que queda de ejercicio.