

El riesgo emergente se contiene

El FMI expresa preocupación por el crecimiento mundial, pero los datos matizan este sentimiento. En su revisión semestral de las previsiones económicas y financieras, el FMI constata la mejora paulatina de las economías avanzadas, pero advierte del peor balance de riesgos de los emergentes (desequilibrios macroeconómicos, debilidad de las materias primas, endurecimiento de las condiciones financieras y ralentización de la economía china, principalmente). A pesar de este discurso teñido en parte de pesimismo, la revisión cuantitativa del escenario macroeconómico es relativamente modesta, ya que las previsiones de crecimiento mundial (del 3,1% en 2015 y del 3,6% en 2016) son solo moderadamente peores que las anteriores. Esto se debe a que el mantenimiento del crecimiento previsto de China y la rebaja mínima del de EE. UU. han paliado la revisión más acusada de algunos emergentes (en particular, de Brasil y, en menor grado, de Rusia). La evolución económica más reciente avala el diagnóstico del FMI. La preocupación sobre el auténtico estado de forma de China ha quedado algo atemperada por los indicadores más recientes, en especial, por la cifra de crecimiento del PIB del 3T, que se situó en el 6,9%, apenas algo por debajo del 7,0% del 2T y por encima de nuestra previsión y de la de consenso. EE. UU., por su parte, sigue creciendo: aunque el dato del PIB del 3T ha quedado algo por debajo de nuestras previsiones, no parece que amenace la senda de expansión prevista. Desafortunadamente, también el flanco débil identificado por el FMI confirma su pronóstico preocupante. En concreto, el foco de atención del mes de octubre se ha centrado en el aumento de los riesgos políticos, económicos y geopolíticos de Brasil y Turquía.

Junto con los mejores datos macroeconómicos, otro factor que ha ayudado a rebajar la percepción de riesgo de los emergentes han sido las actuaciones de los bancos centrales. De entrada, frente a una secuencia de mensajes un tanto confusos durante agosto y septiembre, la comunicación se ha afinado notablemente. Por ejemplo, la Reserva Federal ha concretado su mensaje y ha situado las expectativas de aumento del tipo de interés en una zona, a nuestro juicio, más verosímil (nuestro escenario central es que la subida tendrá lugar en diciembre). El BCE también ha sido explícito y apunta a la ampliación de los estímulos monetarios también en diciembre. En otros casos, como el del banco central de China, las intervenciones no han sido solo comunicativas, sino que se ha llevado a cabo una nueva rebaja de tipos. Estas medidas han tenido su reflejo en la evolución de los mercados financieros: si, en agosto y septiembre, sufrieron episodios de inestabilidad notable, en

octubre la volatilidad se redujo y las cotizaciones de los activos de riesgo avanzaron con cierta intensidad.

Frente a los vaivenes globales, la recuperación de la eurozona prosigue sin excesivos cambios. Amparada por factores ya conocidos (abaratamiento del petróleo, depreciación del euro y política monetaria acomodaticia), la mejora de la actividad es constante, aunque lenta. En este contexto, los matices por países se mantienen. Alemania, a pesar de su mayor exposición a los emergentes, y España siguen acumulando indicadores positivos. Francia también mejora, pero su ritmo de actividad continúa siendo contenido. Italia sigue una estela similar, pero lo más destacable es que el ritmo de reformas ha aumentado. Tras adoptar dos reformas clave antes del verano (laboral y educativa), ahora ha modificado el papel del Senado, que, sumado a la nueva ley electoral de mayo, facilitará una gobernanza más ágil del país transalpino. Fuera de la eurozona, cabe mencionar que el Reino Unido, aunque se haya desacelerado moderadamente, crece confortablemente por encima del 2% interanual.

La economía española modera levemente su crecimiento, pero las perspectivas continúan siendo claramente positivas. La economía española creció un 0,8% intertrimestral en el 3T, algo menos que el 1,0% del 2T. Se trata de una desaceleración reducida, fruto de cierto agotamiento de los factores de apoyo temporal, que estaba prevista y que no altera en lo esencial las tendencias recientes. Así, la demanda interna se mantiene como motor fundamental de la expansión, amparada por el buen tono laboral (se sigue creando empleo, aunque a un ritmo algo más pausado que en trimestres anteriores, y ello impulsa la recuperación de la riqueza financiera de los hogares). Asimismo, gracias a la caída de los precios energéticos, la inexistencia de tensiones inflacionistas se mantiene: aunque se espera una pronta recuperación de los precios, por el momento la inflación se limita a frenar su descenso. Más reciente es la mejoría del mercado inmobiliario, que está registrando de manera simultánea un aumento de las transacciones, de la financiación hipotecaria, de los precios y de las viviendas iniciadas. Como resultado de la expansión de la actividad económica, los ingresos tributarios están incrementándose apreciablemente, lo que favorece la reducción del déficit público, tanto del Estado como de las comunidades autónomas. Con todo, el ritmo de ajuste de las finanzas públicas podría ser insuficiente para cumplir con el objetivo de déficit de 2015 (del 4,2% del PIB), como recientemente alertó la Comisión Europea.