

Final de año en tono positivo

2015 va camino de cerrarse positivamente. A medida que el año se aproxima a su fin, se confirma que el tono macroeconómico tiende a ser más firme. Entre los emergentes, la atención sigue centrada en el más sistémico de todos ellos, China. Los datos que han registrado los indicadores del gigante asiático han sido mixtos, pero analistas e inversores perciben la situación más estabilizada que en meses anteriores, diagnóstico al que no es ajeno el hecho de que el banco central del país haya seguido tomando medidas de relajación monetaria. China no está sola en la tarea de apaciguar los temores sobre las economías emergentes. México y Chile han sorprendido con una aceleración mayor de lo esperado en el 3T, lo que demuestra su capacidad de crecer incluso en un entorno internacional de precios contenidos de las materias primas. Otro emergente de referencia, la India, también batió las previsiones al crecer un dinámico 7,4% interanual en el 3T. Ciertamente, existen casos en el sentido opuesto, y aquí se podría mencionar Brasil, cuya recesión se agrava, o Turquía, presionada por una combinación de menor actividad y mayores riesgos geopolíticos; pero los emergentes, como bloque, han conseguido apaciguar los temores más exacerbados que se habían gestado en los complicados meses de verano.

Entre las economías avanzadas, EE. UU. crece con holgura y Japón entra en recesión técnica. La situación de la primera y la cuarta economías mundiales vuelve a ser contrapuesta. Mientras EE. UU. crece a un ritmo confortable (un 2,2% interanual en el 3T), gracias a su robusta demanda interna, la economía nipona entra en su quinta recesión desde 2008. Este hecho es un recordatorio palmario de que el problema de crecimiento de Japón difícilmente se va a resolver apelando únicamente a políticas de estímulo de la demanda, y que es el turno de atacar con decisión lo que se conoce como el tercer pilar del *Abenomics*. Dicho pilar consiste en las reformas, repetidamente anunciadas pero no implementadas, que deben mejorar la productividad agraria, aliviar la carga impositiva de las empresas y mejorar la inserción femenina en el mercado laboral. Por el momento, no obstante, lo que se espera es una nueva ronda de estímulos fiscales y monetarios, cuya efectividad, a la vista de los precedentes, es incierta. Mientras que el Banco de Japón se prepara para ampliar su programa de compra de bonos, la Reserva Federal procederá en diciembre a subir el tipo de interés de referencia por primera vez desde 2004, un paso clave en el proceso de plena normalización de su política monetaria.

La eurozona acelera, pero el BCE prepara nuevos estímulos. La eurozona creció un 1,6% interanual en el 3T gracias a

la mejoría que están mostrando sus principales economías. Aunque el ritmo de crecimiento es relativamente moderado (sobre todo cuando se compara con las salidas de recesiones anteriores, no tanto cuando se tiene en cuenta que se mueve ya en posiciones incluso algo superiores a las del crecimiento potencial), también es cierto que es sostenido y con visos de continuidad, ya que todavía han de materializarse plenamente factores de apoyo como la depreciación del euro o la expansión cuantitativa del BCE. De hecho, una de las sorpresas de estos últimos meses, teniendo en cuenta el contexto de recuperación, se ha dado precisamente en el ámbito monetario al anunciar el BCE posibles medidas expansivas adicionales que se precisarán en diciembre. Puesto que la recuperación está bien encarrilada (como confirman los datos del 4T, que apuntan a la aceleración de la actividad), es probable que dichas medidas no sean muy amplias y que su finalidad sea más bien la de reafirmar el compromiso del BCE con el cumplimiento de su mandato. Por el momento, como reflejo de estas expectativas de mayor expansión monetaria, la rentabilidad de los bonos europeos descendió y el euro se depreció.

El crecimiento español se mantiene en el final del ejercicio. Los datos de actividad del principio del 4T sugieren que el ritmo de crecimiento se va a mantener en cotas similares a las del 3T, esto es, en la zona del 0,8% intertrimestral. Las tendencias de fondo que sostienen el *momentum* de la economía española no varían excesivamente respecto a las que se vienen manifestando en los últimos trimestres. La demanda interna sigue siendo el principal motor de la actividad, alimentada por el aumento del poder adquisitivo de los hogares (que, a su vez, se ve apoyado por el buen ritmo de creación de empleo y el descenso de los precios energéticos). Adicionalmente, la expansión monetaria del BCE y el proceso de saneamiento del sector bancario facilitan que el crédito prosiga su senda de normalización. Uno de los sectores en los que se aprecian los efectos de la mejora de las condiciones financieras es el inmobiliario, que registra una sensible recuperación de la demanda de vivienda. Por lo que se refiere al sector exterior, el notable incremento de las importaciones, derivado del impulso comprador de la demanda interna, está imposibilitando que su aportación al crecimiento sea positiva. Esta realidad, sin embargo, no debería enmascarar el buen comportamiento de las exportaciones reales, cuya tasa de crecimiento en el 3T dobló con creces el ritmo de avance promedio de las últimas décadas. Un resultado destacable, toda vez que se da en el contexto de una cierta reducción del comercio mundial.