

## La Reserva Federal abre una nueva etapa monetaria

**Primera subida de tipos en EE. UU desde 2006.** La Reserva Federal (Fed) finalmente movió ficha y subió su tipo de referencia en lo que es el primer aumento en prácticamente una década. Aunque se trataba de un tensionamiento descontado por los mercados, es un paso significativo hacia la plena normalización monetaria en EE. UU. Las condiciones económicas del país justificaban el endurecimiento monetario desde hacía tiempo, ya que la expansión se puede considerar consolidada (en el 3T la economía avanzó un razonable 2,1% interanual), el mercado laboral ha arrojado una firme creación de empleo desde hace meses y las perspectivas son que la inflación tienda a aumentar en el futuro. Sin embargo, la Fed dilató la decisión porque interpretó que la incertidumbre externa y financiera exigía extremar la prudencia. Así justificó el mantenimiento de los tipos de interés en sus reuniones de septiembre y octubre. Pero, una vez que el episodio de fuerte volatilidad financiera del verano se atemperó, de la mano, en gran medida, de los datos de actividad más tranquilizadores de China, India, México y otros emergentes de referencia, la Fed subió 25 p. b. el tipo de referencia. En principio, lo que viene por delante es un proceso de subida gradual que no representará un cambio brusco de las condiciones globales de liquidez (especialmente si se tiene en cuenta que las expansiones monetarias del BCE y del Banco de Japón siguen en marcha). Con todo, habrá que estar atento a la evolución de los flujos financieros, especialmente hacia los llamados emergentes frágiles (Turquía, Brasil y Sudáfrica formarían parte de este grupo), que ya han dado señales de ser sensibles a episodios de incertidumbre financiera.

**Japón y la eurozona acaban 2015 a ritmos distintos.** En ambos casos, la expansión cuantitativa de sus respectivos bancos centrales se justifica por la notable distancia existente entre los objetivos de inflación que tienen fijados y la situación actual, todavía poco alejada de la deflación. Aun así, el pulso de estas dos grandes economías es distinto. Mientras que Japón apenas crece, la eurozona está experimentando una expansión que, sin ser extraordinaria, sí es sustancial y, sobretodo, tiene visos de mayor sostenibilidad. En clave coyuntural, uno de los elementos que contrasta entre la economía nipona y la de la moneda única es el estado de forma de la demanda interna y, en particular, la del consumo privado. Mientras que en Japón el consumidor se muestra alicaído, el pulso del consumo de los hogares europeos es claramente más expansivo desde finales de 2013. En una perspectiva temporal algo más dilatada, una distinción importante concierne a las ambiciones reforma-

doras en ambas economías. En Japón se han tomado diferentes medidas de estímulo de la demanda (junto con la expansión monetaria, se ha utilizado la expansión fiscal) pero los cambios de carácter estructural, reiteradamente anunciados, no se acaban de concretar. En cambio, la dinámica reciente de la eurozona refleja el apoyo que están proporcionando al crecimiento distintos factores de carácter temporal (se pueden mencionar el abaratamiento de las materias primas, la depreciación del euro o la expansión cuantitativa del BCE), pero también es el fruto de los resultados positivos de las reformas estructurales que han ido adoptando distintos miembros de la eurozona.

**El crecimiento español, resultado de la combinación de apoyos temporales y ajustes estructurales.** Una de las economías que concreta más claramente esta doble dinámica es la española. Existen pocas dudas de que España se está beneficiando de los factores antes mencionados (petróleo, euro y expansión monetaria) en un grado notable. Eso explica que en el 4T se haya mantenido un ritmo de crecimiento apreciable: según nuestras estimaciones, el avance del PIB se habrá situado en el 0,8% intertrimestral, la misma cifra que en el 3T, con lo que cerrará 2015 con un crecimiento anual del 3,2%, el más elevado entre las principales economías de la eurozona. En 2016, esta situación se repetirá y la economía española crecerá más que sus socios de referencia de la eurozona. A pesar de ser importantes, los factores de apoyo temporal no son toda la explicación al buen momento económico del país. Algunas reformas importantes de los últimos años están contribuyendo decisivamente a la expansión del crecimiento. La reforma bancaria se está traduciendo en una mejoría de los flujos de crédito, que, a su vez, está favoreciendo una clara recuperación inmobiliaria y de la financiación de la actividad productiva de las pequeñas y medianas empresas. La reforma laboral explica por qué, desde que la economía abandonó la recesión, la creación de empleo se ha recuperado ostensiblemente, apuntalando el consumo. El nuevo marco laboral también ha contribuido a facilitar una evolución salarial más compatible con la muy necesaria recuperación de la competitividad exterior. El ajuste público facilitó en su día la recuperación de la credibilidad de la economía internacional, mejorando significativamente las condiciones de financiación exterior. El reto para los futuros responsables de la política económica será no acomodarse a ese entorno confortable y continuar con las reformas que garanticen que la economía pueda consolidar una senda de crecimiento estable y sostenible.