

## Renovado protagonismo de los bancos centrales

**La actividad va a más globalmente, pero la incertidumbre sigue siendo elevada.** El Fondo Monetario Internacional, en su actualización de previsiones de enero, ha levantado acta del momento en que se halla inmersa la economía mundial: tras crecer un 3,3% en 2014, el Fondo prevé dos años de aceleración (3,5% en 2015 y 3,7% en 2016). Con todo, estas cifras son inferiores a las que se manejaron en otoño y los riesgos a la baja son más preponderantes. La mayoría de analistas económicos baraja escenarios semejantes, y lo cierto es que los datos de finales de 2014 y del arranque de 2015 los avalan. Así, en el primer mes del año, la volatilidad de las bolsas fue elevada y la incertidumbre geopolítica (Ucrania) y electoral (Grecia) se agravó. Pero también en ese mismo mes se supo que economías de referencia cerraron 2014 con la expansión razonablemente encarrilada: EE. UU. creció en el 4T un 2,5% interanual (dato apenas inferior al del 3T) mientras China avanzaba en ese mismo periodo un 7,3%, igual que en el trimestre precedente.

**En este contexto de luces y sombras, el protagonismo de los bancos centrales ha sido notable.** Aunque el papel de los bancos centrales, con sus políticas monetarias ultraexpansivas, ha sido importante desde la recesión de 2008-2009, a partir del tramo final de 2014 ha tenido lugar una nueva fase de activismo monetario. Si en noviembre el Banco de Japón anunció un ambicioso programa de compra de bonos, en enero ha sido el turno del Banco Central Europeo (BCE), que ha ampliado el programa de compra de activos. En concreto, las compras de deuda mensuales ascenderán a 60.000 millones de euros y estarán compuestas por títulos de deuda soberana y deuda privada. Se trata de una medida ambiciosa, como se constata tanto por su montante elevado (1,1 billones de euros) como por su plazo potencialmente dilatado (en principio hasta septiembre de 2016, aunque podría prorrogarse si fuese necesario). En el caso del BCE, más allá del resultado relativamente modesto de las subastas extraordinarias de liquidez de meses anteriores, ha sido determinante a la hora de tomar la decisión el descenso de las expectativas de inflación. Aunque la situación no es deflacionista, al menos en sentido estricto, el BCE desea evitar que ese riesgo cristalice. Estos no han sido los únicos bancos centrales activos. La Reserva Federal lleva varios meses ajustando su mensaje en el sentido de confirmar que próximamente subirá el tipo de referencia, pero matizando también que tendrá la paciencia necesaria para esperar al momento adecuado. En este contexto, y unos pocos días antes del anuncio (ya esperado) del BCE, el banco central suizo abandonó el tipo de cambio fijo con el euro, lo que

generó una fuerte apreciación de la divisa helvética. Los bancos centrales emergentes también han movido ficha, tratando cada uno de lidiar con las consecuencias de las políticas monetarias de los grandes bancos centrales y con sus circunstancias nacionales: Rusia bajó el tipo de referencia abandonando intentos anteriores de contener la depreciación del rublo, Brasil hizo un movimiento tensionador ante las presiones inflacionistas y la India, en cambio, lo redujo aprovechando el buen comportamiento de los precios.

**Europa, foco de atención.** Desde hace varios meses, la combinación en la eurozona de una lenta recuperación y de la situación de inflación baja ha destacado como un factor de riesgo global. La fuerte expansión monetaria del BCE debería ayudar a contener esta preocupación gracias a sus efectos positivos, a través de la reducción de las primas de riesgo de los países periféricos y de la depreciación del euro. Pero más allá de sus derivadas macroeconómicas, la confirmación de la medida se ha producido en un momento propicio, ya que el cambio político en Grecia generó un aumento de la incertidumbre que el BCE ha contribuido a diluir. A pesar de que nuestro diagnóstico es que el giro político de Grecia no reviste del potencial de contagio que hubiese tenido en 2011 o 2012, dada la menor presencia de deuda griega en los balances de los inversores privados y de los avances institucionales de la UEM de los últimos años (en particular, la Unión Bancaria Europea), ciertamente, la confianza inducida por el BCE es beneficiosa.

**España encadena seis trimestres de expansión.** La economía española creció un 0,7% intertrimestral en el 4T, una décima más de lo esperado, y suma un año y medio de crecimiento positivo. Esta trayectoria se fundamenta en la recuperación de la demanda interna, alimentada por el buen tono del consumo y de la inversión (probablemente incluyendo, y esto es nuevo, el avance de la inversión en construcción). Las previsiones que se manejan apuntan a que, en 2015, la recuperación irá a más gracias a una combinación favorable de factores temporales: el sector exterior, que se ha quedado algo rezagado en 2014, se beneficiará de la depreciación del euro inducida por la expansión monetaria del BCE, y el fuerte abaratamiento del petróleo beneficiará especialmente a la economía española, con una dependencia energética relativamente elevada. Asimismo, cabe esperar que uno de los factores de preocupación, el de la inflación negativa, se normalice a medida que el petróleo deje de lastrar la inflación a partir de la segunda mitad de 2015.