

Eurozona: ¿en manos del BCE?

Los datos más recientes de actividad económica en la eurozona están sorprendiendo al alza, tras unos trimestres en los que el pesimismo se había impuesto entre los analistas. Algunos observadores atribuyen el incipiente cambio de tendencia al nuevo tono de la política monetaria, con el inicio del *quantitative easing* (QE) a principios de marzo. Sin embargo, la tendencia positiva se inició durante el otoño y solo indirectamente puede atribuirse a factores de índole monetaria. Es posible que los agentes económicos anticipasen una actuación significativa del BCE, pero esta estuvo rodeada de incertidumbre durante largo tiempo.

La mejoría económica de la eurozona responde, en primer lugar, a cambios significativos en los precios del petróleo y del euro. El petróleo (cotizado en euros) ha caído prácticamente un 35% desde mediados de 2014. El euro, por su parte, se ha depreciado un 6,5% frente a una cesta representativa de monedas. Ciertamente, en este último caso, la política monetaria esperada en la eurozona habrá jugado un papel indirecto. Otros factores que explican la recuperación tienen que ver con las decisiones tomadas en otros renglones de la política económica: reformas estructurales que dan frutos en algunos países miembros (incluida España), las reformas institucionales en el seno de la zona euro (unión bancaria, examen satisfactorio a los bancos) y una posición de política fiscal que, para el agregado de países, ha ido pasando de contractiva a neutral, sin apoyar ahora la expansión de la demanda agregada, pero tampoco frenándola.

En este número del *Informe Mensual* dedicamos el Dossier a examinar a fondo la naturaleza y la efectividad de las políticas de expansión cuantitativa (QE), con especial foco en la eurozona, dado el papel preponderante que ha tomado en la discusión pública. A modo de resumen, cabría resaltar cuatro grandes cuestiones sobre esta política en el caso europeo.

Primero, el QE ya es un éxito por su mera existencia, en la medida en que muestra que el BCE (la única instancia verdaderamente federal y ejecutiva de la UE), dispone de suficiente autonomía política y administrativa para tomar decisiones osadas, incluso cuando estas sitúan a la institución en terreno contencioso. Dado el diseño institucional incorrecto de la Unión Económica y Monetaria, es imprescindible que el BCE tenga y utilice amplias facultades para asegurar la integridad y continuidad de la misma.

Segundo, el QE era, y es, una respuesta obligada al contexto macroeconómico, en la medida en que el resto de grandes bancos centrales del mundo se han embarcado desde hace tiempo en políticas similares. El BCE no había hecho uso de este instrumento, lo que condenaba a la eurozona a una política monetaria comparativamente restrictiva, con efectos indeseados, por ejemplo, en términos de la apreciación del tipo de cambio.

Tercero, la política monetaria ultraexpansiva, por sí sola, va a ser insuficiente si no va acompañada, como Mario Draghi ha repetido diversas veces, de una posición fiscal más acomodaticia de aquellos países que tienen cuentas públicas saneadas y, muy especialmente, de reformas estructurales, es decir, de acciones que potencien el lado de la oferta de la economía.

En cuarto lugar, el Dossier nos recuerda que el QE del BCE es un paso más de los principales bancos centrales en un camino incierto que plantea grandes interrogantes para el orden monetario global. Es una política que coloca en una posición muy incómoda a algunos bancos centrales de países pequeños. Y, lo que es más importante, es una política que tal vez tenga su lógica desde la perspectiva de cada uno de los grandes bancos centrales, dadas las acciones del resto de autoridades monetarias, pero que no está nada claro que sea la correcta desde el punto de vista colectivo, puesto que conduce a los principales países del planeta a prolongar la espiral alcista de los niveles de deuda de sus economías.

Jordi Gual
Economista jefe
28 de febrero de 2015