

Zona de l'euro: en mans del BCE?

Les dades més recents d'activitat econòmica a la zona de l'euro sorprenen a l'alça, després d'uns trimestres en què el pessimisme s'ha imposat entre els analistes. Alguns observadors atribueixen l'incipient canvi de tendència al nou to de la política monetària, amb l'inici del *quantitative easing* (QE) al començament de març. No obstant això, la tendència positiva es va iniciar durant la tardor i només de manera indirecta es pot atribuir a factors de caire monetari. És possible que els agents econòmics anticipessin una actuació significativa del BCE, però aquesta intervenció va estar envoltada d'incertesa durant molt de temps.

La millora econòmica de la zona de l'euro respon, en primer lloc, a canvis significatius en els preus del petroli i de l'euro. El petroli (cotitzat en euros) ha caigut gairebé el 35% des de mitjan 2014. L'euro, per la seva banda, s'ha depreciat el 6,5% en relació amb una cistella representativa de monedes. Certament, en aquest últim cas, la política monetària esperada a la zona de l'euro haurà jugat un paper indirecte. Altres factors que expliquen la recuperació tenen a veure amb les decisions adoptades en altres línies de la política econòmica: reformes estructurals que donen fruit en alguns països membres (inclosa Espanya), les reformes institucionals al si de la zona de l'euro (unió bancària, examen satisfactori als bancs) i una posició de política fiscal que, per a l'agregat de països, ha passat de contractiva a neutral, sense donar suport ara a l'expansió de la demanda agregada, però tampoc frenant-la.

En aquest número de *l'Informe Mensual*, dediquem el Dossier a examinar a fons la naturalesa i l'efectivitat de les polítiques d'expansió quantitativa (QE), amb el focus centrat, en especial, en la zona de l'euro, atès el paper preponderant que ha ocupat en la discussió pública. A tall de resum, en el cas europeu, caldria destacar quatre grans qüestions sobre aquesta política.

Primer, el QE ja és un èxit per la seva mera existència, en la mesura que mostra que el BCE (l'única instància veritablement federal i executiva de la UE) disposa de prou autonomia política i administrativa per prendre decisions agosarades, fins i tot quan situen la institució en terreny contenciós. Atès el disseny institucional incorrecte de la Unió Econòmica i Monetària, és imprescindible que el BCE tingui i utilitzi àmplies facultats per assegurar-ne la integritat i la continuïtat.

Segon, el QE era, i és, una resposta obligada al context macroeconòmic, en la mesura que la resta de grans bancs centrals del món s'han embarcat, des de fa temps, en polítiques similars. El BCE no havia fet ús d'aquest instrument, la qual cosa condemnava la zona de l'euro a una política monetària comparativament restrictiva, amb efectes indesitjats, per exemple, en termes de l'apreciació del tipus de canvi.

Tercer, la política monetària ultraexpansiva, aïlladament, serà insuficient si no va acompanyada, com Mario Draghi ha repetit en diverses ocasions, d'una posició fiscal més acomodaticia dels països que tenen comptes públics sanejats i, molt especialment, de reformes estructurals, és a dir, d'accions que potenciïn el costat de l'oferta de l'economia.

En quart lloc, el Dossier ens recorda que el QE del BCE és un pas més dels principals bancs centrals en un camí incert que planteja grans interrogants per a l'ordre monetari global. És una política que col·loca en una posició molt incòmoda alguns bancs centrals de països petits. I, el que és més important, és una política que potser tingui la seva lògica des de la perspectiva de cada gran banc central, ateses les accions de la resta d'autoritats monetàries, però que no està gens clar que sigui la correcta des del punt de vista col·lectiu, ja que condueix els principals països del planeta a perllongar l'espiral alcista dels nivells de deute de les seves economies.

Jordi Gual
Economista en cap
28 de febrer de 2015