

## ¿Está caro el euro?

La cotización del euro se ha situado en el primer plano de la actualidad económica durante los últimos meses. Muchos analistas han argumentado que la fuerte apreciación que se ha producido es contraproducente para la economía de la eurozona, al dificultar su crecimiento y agravar el riesgo de deflación. ¿Qué hay de cierto en ello?

La fortaleza reciente del euro frente al dólar obedece fundamentalmente a la combinación de las políticas económicas escogidas por la eurozona, que han sido muy diferentes de las estadounidenses. Cabe tener en cuenta también el hecho frecuentemente ignorado de que la cotización del euro apenas sufrió en 2012, en plena crisis de deuda soberana en Europa.

Tanto la política fiscal como la monetaria han sido distintas en EE. UU. y la eurozona. En materia de política fiscal, en Europa se optó por una rápida consolidación de los déficits públicos provocados por la lucha contra la recesión de 2008 y 2009, mientras que en EE. UU. se mantuvo una política algo más laxa. Las diferencias en la política monetaria que se ha llevado a cabo en cada lado del Atlántico son todavía mayores, siendo en EE. UU. mucho más expansiva que en la eurozona.

Si bien es cierto que el tono de crecimiento más positivo en EE. UU. debería favorecer la cotización del dólar, ha tenido un efecto de segundo orden, en especial en relación con la espectacular evolución de las magnitudes monetarias. Aún a fecha de hoy y salvo las decisiones que tome el BCE el 5 de junio (posteriores al cierre de esta edición), el balance de la Reserva Federal ha continuado expandiéndose, mientras que el del Banco Central Europeo se ha contraído conforme los bancos europeos han ido devolviendo la financiación extraordinaria a tres años que recibieron de la entidad.

No se trata de que la política monetaria del BCE se pueda calificar, ni mucho menos, de restrictiva. Los tipos son muy bajos y la financiación a los intermediarios financieros abundante y a largo plazo. Pero sí es restrictiva en comparación con la política estadounidense. Además, tal y como ocurrió en EE. UU., esa política de laxitud monetaria no ha conseguido revitalizar la economía de manera inmediata, en la medida en que el canal de transmisión, las entidades financieras, estaba obturado y en proceso de reestructuración y saneamiento.

Aunque las reticencias de la máxima autoridad monetaria europea sean comprensibles, la situación actual exige una nueva expansión monetaria que coloque el euro en términos de menor desventaja frente al dólar. Esta renovada expansión podría operar, de manera beneficiosa en la zona euro, por diversos cauces.

En primer lugar, facilitaría la lucha contra las tendencias deflacionarias en las que la eurozona corre el riesgo de recaer. Una tasa de inflación para la eurozona más cercana al 2% es imprescindible para facilitar los ajustes de competitividad entre los Estados miembros, así como para ayudar a que el proceso de desapalancamiento transcurra de manera menos dolorosa. La inyección monetaria también apoyaría la expansión de la demanda interna, especialmente en aquellos países más necesitados de tal impulso, en los que existe una amplia capacidad productiva excedentaria.

Finalmente, es posible que políticas monetarias más laxas también repercutiesen en una menor cotización del euro en relación con el dólar. Sin embargo, ese impacto es incierto. Por un lado, el propio repunte en la economía de la eurozona actuaría en sentido contrario. Y, por otro, es preciso recordar que, a pesar de las quejas sobre la cotización de la moneda, el conjunto de la eurozona continúa teniendo una posición de cuenta corriente globalmente superavitaria, factor subyacente que continuará incidiendo en la valoración internacional del euro.

**Jordi Gual**  
Economista Jefe  
31 de mayo de 2014