

De riesgos de sobrecalentamiento en EE. UU. y de consecuencias para la eurozona

Tras una contracción del PIB del 3,5% en 2020, la buena marcha de la actividad estadounidense y el elevado ritmo de vacunación sugieren que la economía podría avanzar más de un 6,0% en 2021. Asimismo, la inflación ha repuntado con fuerza en los últimos meses (4,2% en abril, con un avance del 3,0% en el índice subyacente). Buena parte de este incremento refleja el impacto de efectos de base (véase el primer gráfico), por lo que cabe esperar que el repunte se vaya disipando en el tramo final de 2021. Sin embargo, el riesgo de sobrecalentamiento de la economía estadounidense ha aumentado debido a las más recientes e importantes medidas de gasto fiscal y los cuellos de botella que empiezan a observarse en numerosos sectores, en un contexto de fuerte recuperación de la actividad económica.

Política monetaria y sobrecalentamiento en EE. UU.

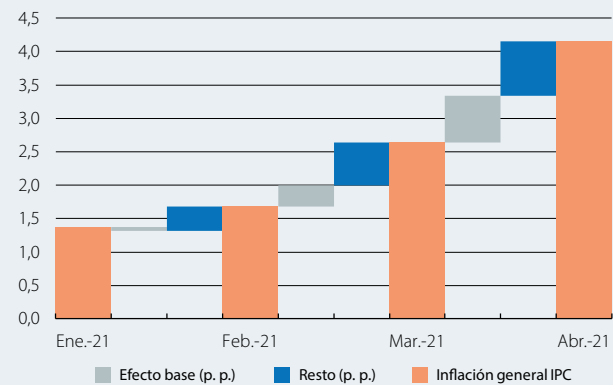
El riesgo de sobrecalentamiento ha provocado un reajuste de las expectativas de mercado sobre la evolución de la política monetaria (véase el segundo gráfico). Por ahora, la Fed no ha mostrado preocupación y mantiene su *guidance* de que los tipos de interés no subirán antes de 2024.¹ Esta estrategia se ve respaldada por una recuperación que tardará en completarse en el ámbito laboral (la tasa de paro se situó en el 6,1% en abril, claramente por encima del 3,5% pre-COVID),² así como por la mayor tolerancia a una inflación superior al 2% que la Fed formalizó en su última revisión estratégica (tras el periodo prolongado de inflación por debajo del objetivo en los últimos años).³ En este contexto, esperamos una retirada muy gradual de los estímulos monetarios⁴ con un ascenso progresivo del *treasury* a 10 años desde el 1,6% actual hasta cotas cercanas al 2% a finales de año, empujado por el proceso de reapertura económica, la inflación y la mayor emisión por parte del Tesoro.

Con todo, si el mercado laboral se recupera más rápido de lo previsto y los cuellos de botella no se relajan, estimamos que la inflación subyacente podría situarse en torno al 3% de forma sostenida en 2021 y 2022 (véase el tercer gráfico). Si estos riesgos de sobrecalentamiento se intensi-

1. El mercado, sin embargo, anticipa que los tipos comenzarán a subir a principios de 2023.
 2. Además, la tasa de desempleo esconde el hecho de que 2,5-3 millones de personas han dejado de buscar trabajo debido a la pandemia (en numerosos casos porque están cuidando de familiares). Ello equivaldría a una tasa de paro entre 1,6 y 2 puntos más elevada.
 3. Véase el Focus «La nueva estrategia de la Fed» en el IM10/2020.
 4. La Fed mantendrá el ritmo actual de compras de activos (*treasuries* y *MBS* aproximadamente en 120.000 millones de dólares al mes) hasta el 1T 2022, momento en el que comenzaría a reducir el ritmo de compras. Una vez finalizado el *tapering*, esperamos que la Fed se mantenga activa en el mercado mediante las reinversiones. Con respecto a los tipos oficiales, no proyectamos la primera subida (+25 p. b.) hasta 2023.

EE. UU.: descomposición de la variación de la inflación general

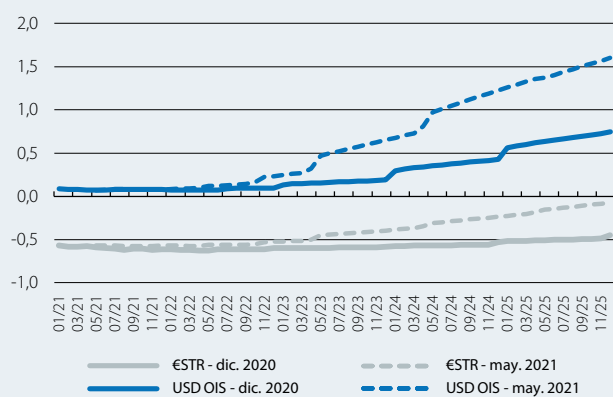
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Tipos de interés: expectativas implícitas en las curvas de mercado

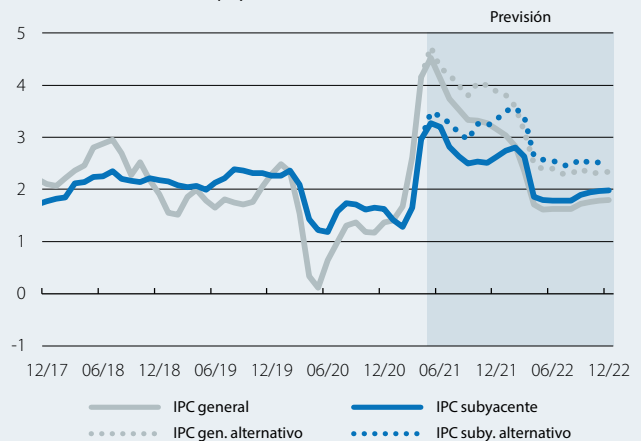
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y elaboración propia.

fican, la Fed podría responder de dos formas: mostrando tolerancia e insistir en su *guidance* actual o modificar sus previsiones y anunciar que piensa adelantar el *tapering* y la primera subida de tipos. La primera opción –mostrarse tolerante– podría provocar un fuerte repunte de los tipos a largo, una situación que la Fed querrá evitar.

Así pues, pensamos que ante la evidencia de claras presiones inflacionistas la Fed se decantaría por la segunda opción: podría adelantar la subida de tipos a septiembre de 2022 y darle continuidad con incrementos más sostenidos en 2023 y 2024. En este escenario, a corto plazo veríamos un aumento significativo de la pendiente de la curva de tipos por el aumento de tipos reales derivado tanto de la confirmación de las mejores perspectivas de crecimiento como de las menores compras futuras de deuda pública por parte del banco central. En 2022, la rentabilidad del *treasury* a 10 años se podría situar en cotas cercanas al 3% para luego moderarse ligeramente (en torno al 2,5%). En cuanto al tipo de cambio, mientras que el dólar tendería a depreciarse si la Fed se percibe como excesivamente *dovish*, una mayor confianza en que actualizará su *guidance* contribuirá a fortalecer la moneda.

Consecuencias para Europa

A diferencia de EE. UU., en Europa los riesgos de que la inflación sorprenda persistentemente al alza son menores y pensamos que el BCE tomaría las medidas necesarias para moderar la traslación de una posible subida de tipos en EE. UU. a la curva europea (el aumento de la pendiente de la curva europea no sería tan marcado como en EE. UU.). Por ahora, es probable que la inflación de la eurozona se sitúe por encima del 2% en 2021, pero este rebote refleja factores técnicos y temporales. Cuando se desvanezcan, estimamos que la inflación volverá a cotas moderadas y se seguirá necesitando el acompañamiento de una política monetaria acomodaticia. Así pues, preveemos que el BCE no cesará las compras netas dentro del PEPP hasta el 1T 2022 y que las mantendrá dentro del APP hasta 2024. La secuencialidad que el BCE ha fijado en su estrategia de retirada implica que es poco probable que se produzcan incrementos en los tipos de interés oficiales antes de ese momento.

Con todo, los cuellos de botella y el impulso de la demanda global podrían afectar también a la economía de la eurozona y a su inflación. Lo previsible, sin embargo, es que lo harían de forma menos intensa que en el caso estadounidense, puesto que la recuperación europea es claramente más gradual y los estímulos fiscales son de menor alcance que en EE. UU. En este escenario, la inflación podría acercarse al 2% antes de lo previsto por el BCE, pero, tras años de *undershooting* del objetivo, la situación no debería preocupar a la institución monetaria. Por ello, pensamos que el BCE concentraría su acción en evitar un endurecimiento significativo de las condiciones financie-

ras. Por otro lado, la posible depreciación del tipo de cambio del euro ante el cambio de tono de la Fed no sería determinante en las decisiones que adopte su Consejo de Gobierno.⁵

De este modo, aunque el BCE podría adelantar la retirada del estímulo, lo haría de manera moderada y ordenada. Por ejemplo, este reajuste podría materializarse manteniendo el fin de las compras netas del PEPP en el 1T 2022, pero adelantando unos seis meses la finalización del APP (hasta el segundo semestre de 2023), al igual que la subida del tipo *depo*, con un primer movimiento de 25 p. b. a finales de ese año. En otras palabras, ante un sobrecalentamiento americano cabe esperar que la eurozona siga operando en un entorno de condiciones financieras acomodaticias.

5. Una depreciación del euro del 10% aumenta la tasa de inflación en la eurozona en unas pocas décimas, sobre todo por el aumento de los precios de la energía, y el efecto tiende a diluirse en el tiempo. Véase el Focus «La sensibilidad de la inflación a la apreciación del euro» en el IM11/2017.