

## De riscos de sobreescalfament als EUA i de conseqüències per a la zona de l'euro

Després d'una contracció del PIB del 3,5% el 2020, la bona marxa de l'activitat nord-americana i l'elevat ritme de vacunació suggereixen que l'economia podria avançar més del 6,0% el 2021. Així mateix, la inflació ha repuntat amb força en els últims mesos (el 4,2% a l'abril, amb un avanç del 3,0% en l'índex subjacent). Una bona part d'aquest increment reflecteix l'impacte dels efectes de base (vegeu el primer gràfic), de manera que cal esperar que el repunt es vagi esvaint en el tram final del 2021. No obstant això, el risc de sobreescalfament de l'economia nord-americana ha augmentat a causa de les més recents i importants mesures de despesa fiscal i dels colls d'ampolla que es comencen a observar en nombrosos sectors, en un context de forta recuperació de l'activitat econòmica.

### Política monetària i sobreescalfament als EUA

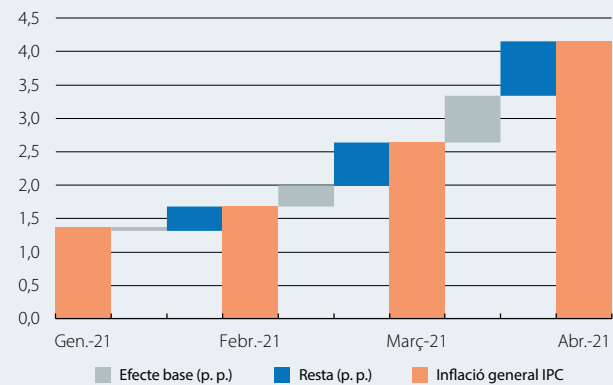
El risc de sobreescalfament ha provocat un reajustament de les expectatives de mercat sobre l'evolució de la política monetària (vegeu el segon gràfic). Ara com ara, la Fed no ha mostrat preocupació i manté la *guidance* que els tipus d'interès no pujaran abans del 2024.<sup>1</sup> Aquesta estratègia té el suport d'una recuperació que trigarà a completar-se en l'àmbit laboral (la taxa d'atur es va situar en el 6,1% a l'abril, clarament per damunt del 3,5% pre-COVID),<sup>2</sup> així com de la major tolerància a una inflació superior al 2% que la Fed va formalitzar en l'última revisió estratègica (després del període prolongat d'inflació per sota de l'objectiu en els últims anys).<sup>3</sup> En aquest context, esperem una retirada molt gradual dels estímuls monetaris,<sup>4</sup> amb un ascens progressiu del *treasury* a 10 anys des de l'1,6% actual fins a cotes pròximes al 2% al final de l'any, esperonat pel procés de reobertura econòmica, per la inflació i per la major emissió per part del Tresor.

Així i tot, si el mercat laboral es recupera més ràpid del que es preveu i els colls d'ampolla no es relaxen, estímem que la inflació subjacent es podria situar al voltant del 3% de forma sostinguda el 2021 i el 2022 (vegeu el tercer gràfic). Si aquests riscos de sobreescalfament s'intensifiquen, la Fed podria respondre de dues formes: mostrant tolerància

1. El mercat, però, anticipa que els tipus començaran a pujar al començament del 2023.
2. A més a més, la taxa d'atur amaga el fet que 2,5-3 milions de persones han deixat de buscar feina a causa de la pandèmia (en molts casos perquè tenen cura de familiars). Això equivaldria a una taxa d'atur entre 1,6 i 2 punts més elevada.
3. Vegeu el Focus «[La nova estratègia de la Fed](#)», a l'IM10/2020.
4. La Fed mantindria el ritme actual de compres d'actius (*treasuries* i *MBS* aproximadament en 120.000 milions de dòlars al mes) fins al 1T 2022, moment en què començaria a reduir el ritme de compres. Un cop finalitzat el *tapering*, esperem que la Fed es mantingui activa al mercat mitjançant les reinversions. Pel que fa als tipus oficials, no projectem la primera pujada (+25 p. b.) fins al 2023.

### EUA: descomposició de la variació de la inflació general

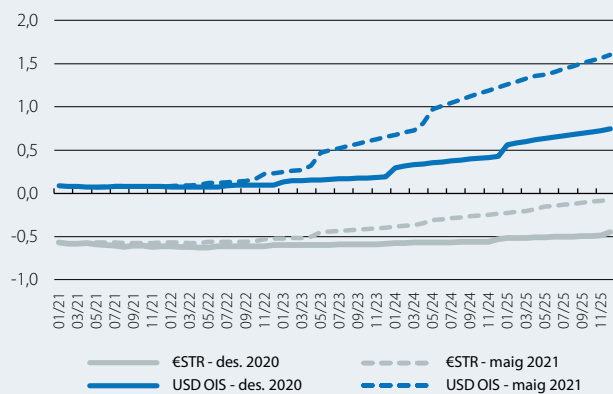
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

### Tipus d'interès: expectatives implícites en les corbes de mercat

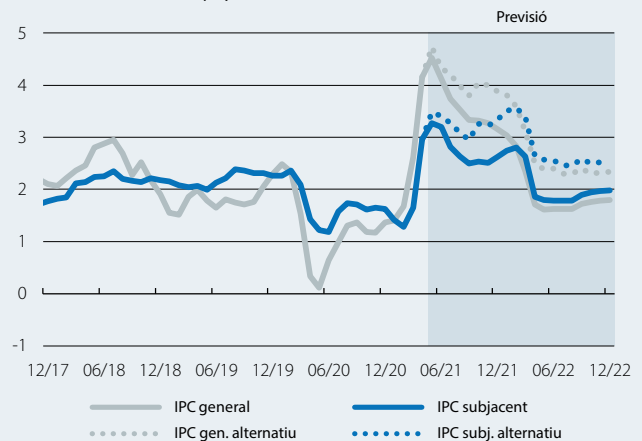
(%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### EUA: IPC

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BLS i elaboració pròpia.

i insistint en la *guidance* actual o modificant les previsions i anunciant que pensa avançar el *tapering* i la primera pujada de tipus. La primera opció –mostrar-se tolerant– podria provocar un fort repunt dels tipus a llarg termini, una situació que la Fed voldrà evitar.

Així, doncs, pensem que, davant l'evidència de clares pressions inflacionistes, la Fed es decantaria per la segona opció: podria avançar la pujada de tipus al setembre del 2022 i donar-li continuïtat amb increments més sostinguts el 2023 i el 2024. En aquest escenari, a curt termini, veuríem un augment significatiu del pendent de la corba de tipus per l'augment de tipus reals derivat tant de la confirmació de les millors perspectives de creixement com de les menors compres futures de deute públic per part del banc central. El 2022, la rendibilitat del *treasury* a 10 anys es podria situar en cotes properes al 3% per, després, moderar-se lleugerament (al voltant del 2,5%). Pel que fa al tipus de canvi, mentre que el dòlar tendria a depreciar-se si la Fed és percebuda com massa *dovish*, una major confiança en l'actualització de la *guidance* contribuirà a enfortir la moneda.

### Conseqüències per a Europa

A diferència dels EUA, a Europa, els riscos que la inflació sorprengui de forma persistent a l'alça són menors, i pensem que el BCE adoptaria les mesures necessàries per moderar la translació d'una possible pujada de tipus als EUA a la corba europea (l'augment del pendent de la corba europea no seria tan marcat com als EUA). Ara com ara, és probable que la inflació de la zona de l'euro se situï per damunt del 2% el 2021, però aquest rebot reflecteix factors tècnics i temporals. Quan s'esvaeixin aquests factors, estimem que la inflació tornarà a cotes moderades i que es continuarà necessitant l'acompanyament d'una política monetària acomodaticia. Així, doncs, preveiem que el BCE no aturarà les compres netes dins el PEPP fins al 1T 2022 i que les mantindrà dins l'APP fins al 2024. La seqüència que el BCE ha fixat en l'estratègia de retirada implica que és poc probable que es produeixin increments en els tipus d'interès oficials abans d'aquest moment.

Així i tot, els colls d'ampolla i l'impuls de la demanda global podrien afectar també l'economia de la zona de l'euro i la seva inflació. El previsible, però, és que ho facin de forma menys intensa que en el cas nord-americà, ja que la recuperació europea és clarament més gradual i els estímuls fiscals tenen un abast inferior al dels EUA. En aquest escenari, la inflació es podria acostar al 2% abans del que preveu el BCE, però, després d'anys d'*undershooting* de l'objectiu, la situació no hauria de preocupar la institució monetària. Per aquest motiu, pensem que el BCE concentraria l'acció a evitar un enduriment significatiu de les condicions financeres. D'altra banda, la possible depreciació del tipus de canvi de l'euro davant el canvi de to de la Fed

no seria determinant en les decisions que adopti el seu Consell de Govern.<sup>5</sup>

D'aquesta manera, malgrat que el BCE podria avançar la retirada de l'estímul, ho faria de manera moderada i ordenada. Per exemple, aquest reajustament es podria materialitzar mantenint el final de les compres netes del PEPP en el 1T 2022, però avançant uns sis mesos la finalització de l'APP (fins al segon semestre del 2023), igual que la pujada del tipus *depo*, amb un primer moviment de 25 p. b. al final d'enguany. En altres paraules, davant un sobreescalfament nord-americà, cal esperar que la zona de l'euro continuï operant en un entorn de condicions financeres acomodaticies.

5. Una depreciació de l'euro del 10% augmenta la taxa d'inflació a la zona de l'euro en unes poques dècimes, sobretot per l'augment dels preus de l'energia, i l'efecte tendeix a diluir-se en el temps. Vegeu el Focus «[La sensibilitat de la inflació a l'apreciació de l'euro](#)», a l'IM11/2017.