

Sobre la normalización de la política monetaria

La crisis de la COVID-19 ha sido un *shock* a escala global, pero su impacto económico ha sido bastante desigual por países, lo que refleja diferencias de estructuras productivas y de respuesta de política pública. Dada la asimetría, no sorprende que el proceso de recuperación también esté siendo muy heterogéneo, exacerbado por lo discriminado que ha sido el acceso a la vacunación y los continuos rebrotes del virus.

De este modo, al cierre del 2T 2021, son pocos los países que han podido recuperar el nivel de actividad precedente a la pandemia. Entre los avanzados destacamos EE. UU., cuyo PIB ya sobrepasa en 0,9% el nivel del 4T 2019. Por su parte, el rápido control de la emergencia sanitaria en China le permitió registrar un crecimiento positivo ya en 2020. Pero incluso en China, el PIB no ha podido recuperar todavía el nivel que hubiese alcanzado en ausencia del virus. De hecho, visto desde este ángulo, denominado *output loss*, ningún país muestra un saldo positivo, tal y como ilustramos en el primer gráfico.¹

La política monetaria, en un punto de inflexión

A medida que la vacunación avanza, la recuperación económica está dando lugar a un giro de la política monetaria. En los países desarrollados ya no se habla de nuevos estímulos sino de cuándo iniciar la eventual retirada,² mientras que, en los mercados emergentes, algunos países ya han subido los tipos de interés oficiales.

Y es que este proceso de normalización está siendo, como la propia recuperación económica, heterogéneo por países debido a diversos factores. En primer lugar, hay diferencias en el estado y las perspectivas de la recuperación económica en cada país, como ilustra el segundo gráfico. Las necesidades de estímulos monetarios parecen menos urgentes en EE. UU., por ejemplo, donde se proyecta que la economía alcance su potencial a finales de este año. En contraste, en la eurozona el ciclo económico está más retrasado (se espera que el *output gap* permanezca en terreno negativo hasta finales de 2022), lo que da menos presión al BCE para iniciar la retirada.

Un segundo factor es la persistencia de presiones inflacionistas en el proceso de reapertura como consecuencia, en parte, de lo comentado en el punto anterior y de los desequilibrios temporales entre demanda y oferta (acentuados por el ahorro acumulado durante la pandemia y la exposición a los cuellos de botella en las cadenas de producción global). En este ámbito destaca también EE. UU.,

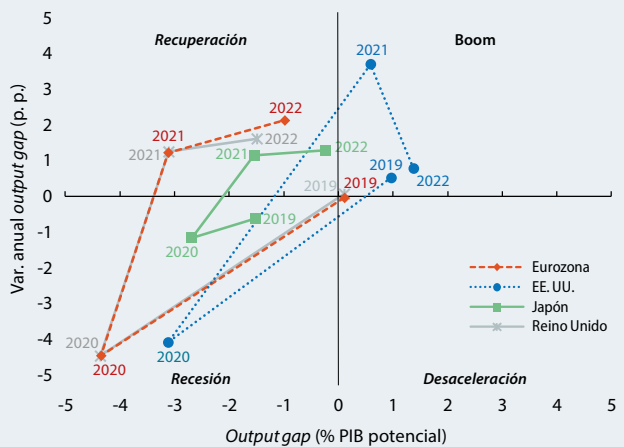
1. El *output loss* corresponde a la variación entre el nivel observado del PIB en el 2T 2021 *versus* el nivel proyectado para dicho periodo a finales de 2019, tomando las previsiones de la OCDE.
 2. La estrategia persigue, primero, el fin de las compras netas de activos y, posteriormente, subidas de tipos oficiales.

PIB del 2T 2021: distancia con respecto al nivel pre-COVID y output loss (%)



Nota: Output loss corresponde a la diferencia en nivel del PIB versus proyecciones realizadas por la OCDE antes del inicio de la pandemia (octubre de 2019).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

Posición en el ciclo económico y trayectoria



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI.

donde la inflación ha excedido en más del doble el objetivo del banco central.

Por último, existen otros desequilibrios idiosincráticos, que van desde el riesgo de burbujas en ciertos sectores, como el inmobiliario,³ a otros desequilibrios macroeco-

3. Los precios de la vivienda se han incrementado notablemente en la mayoría de los países avanzados. No obstante, el riesgo asociado a dicho repunte no tiene el mismo peso en la función de reacción de los bancos centrales: tiene más relevancia en los países nórdicos, como Noruega o Suecia, y en Australia o Nueva Zelanda, país que recientemente se incluyó en el mandato del banco central. En la eurozona se espera que gane importancia en la toma de decisiones del BCE, como resultado de la revisión estratégica.

nómicos que alteran la posición externa. Este último elemento afecta principalmente a las economías emergentes, que en lo que va de año han visto sus divisas depreciarse frente al dólar, a medida que los mercados financieros incorporan expectativas de un menor impulso monetario en los países avanzados. Para minimizar los riesgos asociados a este reajuste (que se pudiera materializar en un *shock* negativo de liquidez externo),⁴ algunos bancos centrales ya han comenzado a subir los tipos de interés oficiales (como los de Rusia, México, Brasil o Hungría, entre otros).

Nuestras perspectivas para el grupo de países avanzados

Con estos elementos, podemos agrupar en tres grupos a los bancos centrales de los países desarrollados.

En el primero tenemos los países más adelantados en el ciclo económico y/o que presentan signos notables de aceleración en el mercado inmobiliario: Nueva Zelanda, Noruega, Australia y Canadá. De sus bancos centrales se espera que inicien el proceso de normalización monetaria este mismo año; en todos los países ya se ha reducido el ritmo de compra de activos y se anticipan subidas de tipos en Nueva Zelanda y Noruega (la primera subida ya se anunció en septiembre).

En el segundo grupo ubicamos a EE. UU. y el Reino Unido, países que han visto un fuerte repunte en la economía en la primera mitad de 2021, gracias al rápido avance en la vacunación, y que han registrado notables subidas en la inflación, incluso si los factores explicativos son de índole transitoria. En EE. UU., estos factores apuntarían a una política monetaria menos expansiva. No obstante, la implementación del nuevo marco estratégico de la Fed, centrado en una recuperación inclusiva hacia el pleno empleo y en el anclaje de las expectativas de inflación, ha permitido una estrategia muy gradual de retirada. En cualquier caso, creemos que un mayor progreso en el mercado laboral permitirá a la Fed iniciar la reducción de compras netas de activos en los próximos meses y comenzar a subir los tipos de interés en 2023. En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra finalizará las compras netas este año, con una posible subida de tipos oficiales a inicios de 2023 o incluso antes (los mercados la cotizan en la primera mitad de 2022).

Por último, en el tercer grupo ubicamos a la eurozona y Japón, economías que se encuentran rezagadas en el proceso de recuperación. Para el BCE, esperamos que las compras netas de activos continúen hasta, al menos, 2023, mientras que la primera subida de tipos la ubicamos a finales de 2024. En Japón, se espera que tanto la política

de control de la curva de tipos como los tipos oficiales se mantengan sin cambios en el futuro previsible.

Ahora bien, independientemente de en qué grupo se encuentre la economía, todas pondrán a prueba la resiliencia de la recuperación global y estarán expuestas a los riesgos propios de la normalización de la política monetaria, en un contexto muy incierto atado a la evolución de la pandemia. Precisamente, el conjunto de medidas puestas en marcha por las autoridades monetarias ha sido un factor clave para evitar que, hasta ahora, la crisis sanitaria se convirtiera en una crisis financiera. Que se mantenga así dependerá en gran medida de la estrategia que adopten los bancos centrales en su tránsito a la «nueva normalidad».

Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

4. Véase el Focus «[Perspectivas de las economías emergentes: una recuperación desigual](#)» en el IM05/2021.