

Sobre la normalització de la política monetària

La crisi de la COVID-19 ha estat un xoc a escala global, però el seu impacte econòmic ha estat força desigual en funció dels països, la qual cosa reflecteix diferències d'estructures productives i de resposta de política pública. Atesa aquesta asimetria, no sorprèn que el procés de recuperació també estigui sent molt heterogeni, intensificat pel fet que l'accés a la vacunació i els continus rebrots del virus han estat discriminants.

D'aquesta manera, al tancament del 2T 2021, són pocs els països que han pogut recuperar el nivell d'activitat anterior a la pandèmia. Entre els avançats, destaquem els EUA, on el PIB ja supera en 0,9% el nivell del 4T 2019. Per la seva banda, el ràpid control de l'emergència sanitària a la Xina li va permetre registrar un creixement positiu ja el 2020. Però, fins i tot a la Xina, el PIB encara no ha pogut recuperar el nivell que hauria assolit sense el virus. De fet, vist des d'aquest angle, anomenat *output loss*, cap país mostra un saldo positiu, tal com ho il·lustrem al primer gràfic.¹

La política monetària, en un punt d'inflexió

A mesura que avança la vacunació, la recuperació econòmica propicia un gir de la política monetària. Als països desenvolupats, ja no es parla de nous estímuls, sinó de quan iniciar l'eventual retirada,² mentre que, als mercats emergents, alguns països ja han pujat els tipus d'interès oficials.

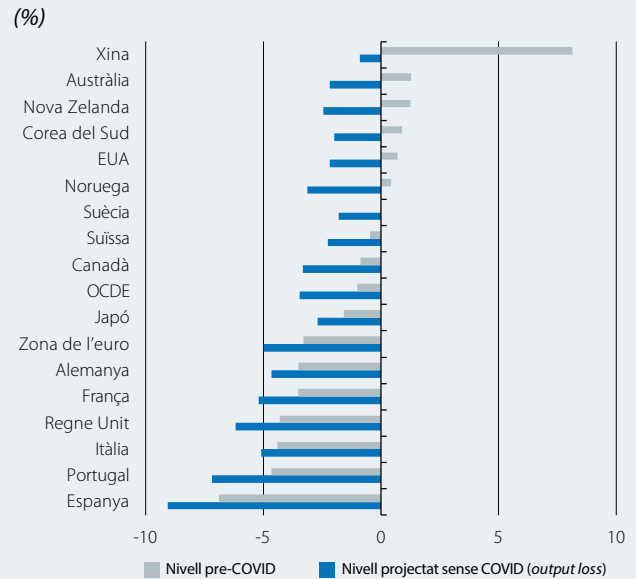
És que aquest procés de normalització és, com la pròpia recuperació econòmica, heterogeni per països a causa de diversos factors. En primer lloc, hi ha diferències en l'estat i en les perspectives de la recuperació econòmica a cada país, com ho il·lustra el segon gràfic. Per exemple, les necessitats d'estímuls monetaris semblen menys urgents als EUA, on es projecta que l'economia assoleixi el seu potencial al final d'enguany. En canvi, a la zona de l'euro, el cicle econòmic està més endarrerit (s'espera que l'*output gap* es mantingui en terreny negatiu fins al final del 2022), situació que pressiona menys el BCE perquè iniciï la retirada.

Un segon factor és la persistència de pressions inflacionistes en el procés de reobertura, a conseqüència, en part, del que s'ha comentat al punt anterior i dels desequilibris temporals entre demanda i oferta (accentuats per l'estalvi acumulat durant la pandèmia i per l'exposició als colls d'ampolla en les cadenes globals de producció). En aquest àmbit destaquen també els EUA, on la inflació ha superat en més del doble l'objectiu del banc central.

1. L'*output loss* correspon a la variació entre el nivell observat del PIB en el 2T 2021 versus el nivell projectat per a aquest període al final del 2019, prenent les previsions de l'OCDE.

2. L'estratègia persegueix, primer, el final de les compres netes d'actius i, amb posterioritat, les pujades de tipus oficials.

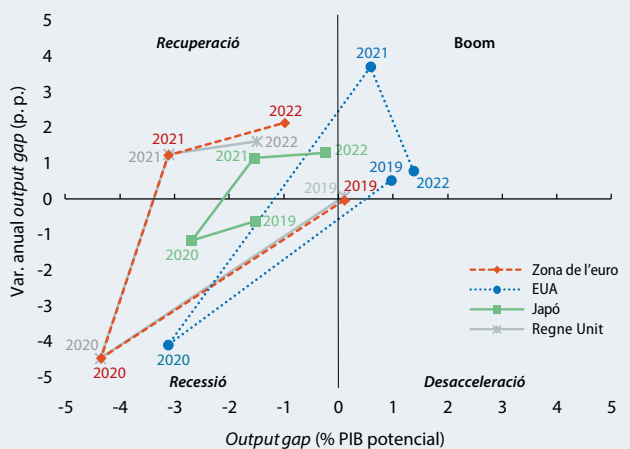
PIB del 2T 2021: distància del nivell pre-COVID output loss



Nota: Output loss correspon a la diferència en nivell del PIB versus les projeccions realitzades per l'OCDE abans de l'inici de la pandèmia (octubre del 2019).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Posició en el cicle econòmic i trajectòria



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

Finalment, hi ha altres desequilibris idiosincràtics, que van des del risc de bombolles en certs sectors, com l'immobiliari,³ a altres desequilibris macroeconòmics que alteren la posició externa. Aquest últim element afecta, principalment, les economies emergents, que, des de l'inici de

3. Els preus de l'habitatge s'han incrementat de forma notable a la majoria de països avançats. No obstant això, el risc associat a aquest repunt no té el mateix pes en la funció de reacció dels bancs centrals: té més rellevància als països nòrdics, com Noruega o Suècia, i a Austràlia o a Nova Zelanda, país que recentment s'ha inclòs en el mandat del banc central. A la zona de l'euro, s'espera que guanyi importància en la presa de decisions del BCE, arran de la revisió estratègica.

l'any, han vist com les seves divises es depreciaven enfront del dòlar a mesura que els mercats financers incorporaven les expectatives d'un menor impuls monetari als països avançats. Per minimitzar els riscos associats a aquest reajustament (que es podria materialitzar en un xoc negatiu de liquiditat extern),⁴ alguns bancs centrals ja han començat a pujar els tipus d'interès oficials (aquest és el cas de Rússia, de Mèxic, del Brasil o d'Hongria, entre d'altres).

Les nostres perspectives per al grup de països avançats

Amb aquests elements, podem agrupar en tres grups els bancs centrals dels països desenvolupats.

Al primer tenim els països més avançats en el cicle econòmic i/o que presenten signes notables d'acceleració al mercat immobiliari: Nova Zelanda, Noruega, Austràlia i el Canadà. Dels seus bancs centrals s'espera que iniciïn enguany el procés de normalització monetària; a tots els països ja s'ha reduït el ritme de compra d'actius i s'anticipen pujades de tipus a Nova Zelanda i a Noruega (la primera pujada ja es va anunciar al setembre).

Al segon grup situem els EUA i el Regne Unit, països que han vist un fort repunt en l'economia en la primera meitat del 2021, gràcies a l'avanç ràpid en la vacunació, i que han registrat pujades notables en la inflació, fins i tot si els factors explicatius són de caire transitori. Als EUA, aquests factors apuntarien a una política monetària menys expansiva. No obstant això, la implementació del nou marc estratègic de la Fed, centrat en una recuperació inclusiva cap a la plena ocupació i en l'ancoratge de les expectatives d'inflació, ha permès una estratègia molt gradual de retirada. En qualsevol cas, creiem que un major progrés al mercat laboral permetrà a la Fed iniciar la reducció de compres netes d'actius en els propers mesos i començar a pujar els tipus d'interès el 2023. Al Regne Unit, el Banc d'Anglaterra finalitzarà les compres netes enguany, amb una possible pujada de tipus oficials al començament del 2023 o, fins i tot, abans (els mercats la cotitzen en la primera meitat del 2022).

Finalment, al tercer grup situem la zona de l'euro i el Japó, economies que es troben endarrerides en el procés de recuperació. Pel que fa al BCE, esperem que les compres netes d'actius continuïn, com a mínim, fins al 2023, mentre que la primera pujada de tipus la situem al final del 2024. Al Japó, s'espera que tant la política de control de la corba de tipus com els tipus oficials es mantinguin sense canvis en el futur previsible.

Ara bé, independentment del grup en què se situï cada economia, totes posaran a prova la resiliència de la recu-

peració global i estaran exposades als riscos propis de la normalització de la política monetària, en un context molt incert vinculat a l'evolució de la pandèmia. Precisament, el conjunt de mesures posades en marxa per les autoritats monetàries ha estat un factor clau per evitar que, fins ara, la crisi sanitària s'hagi convertit en una crisi financera. Que es mantingui així dependrà, en gran part, de l'estratègia que adoptin els bancs centrals en el trànsit cap a la «nova normalitat».

Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili

4. Vegeu el Focus «[Perspectives de les economies emergents: una recuperació desigual](#)», a l'IM05/2021.