

La respuesta de los bancos centrales al rebote de la inflación (y la no respuesta del BCE)

En 2021, la inflación ha alcanzado cotas no vistas en muchos años en la mayoría de las economías, tanto avanzadas como emergentes. Por ejemplo, debemos remontarnos a 1990 para encontrar una inflación estadounidense superior al 6,2% del pasado octubre, mientras que en la eurozona el 4,9% de noviembre es el máximo desde el inicio de la serie. Este fenómeno está centrando el debate económico, principalmente, por las implicaciones que tiene para la política monetaria. Nuestra visión, compartida con los principales bancos centrales, es que los elementos detrás de estas elevadas tasas de inflación son de naturaleza transitoria y deberían suavizarse a lo largo de 2022.

¿Qué explica el rebote de la inflación?

Por un lado, los precios energéticos globales han crecido con mucha fuerza y explican la mayor parte del aumento de la inflación. La principal causa ha sido una tormenta perfecta en el mercado del gas provocada por varios factores, como temperaturas más frías de lo habitual, falta de viento, menor generación hidroeléctrica, otras disrupciones puntuales en la oferta de gas en diversos países y un aumento de la demanda de gas, sobre todo en China. Estos factores por sí solos hubieran tenido un impacto pequeño en el precio de este combustible fósil, pero, conjuntamente, han llevado al precio del gas a aumentar un +350% en lo que va de año. Esta subida ha empujado al alza el precio de la electricidad en la mayoría de los países, una tendencia que por su magnitud y persistencia ha acabado afectando también a los otros combustibles fósiles, como el petróleo y el carbón. Las cotizaciones de los mercados financieros anticipan que esta situación podría alargarse unos meses más todavía, pero que con el fin del invierno y la reducción estacional de la demanda nos encontraremos con unos mercados energéticos menos tensionados.

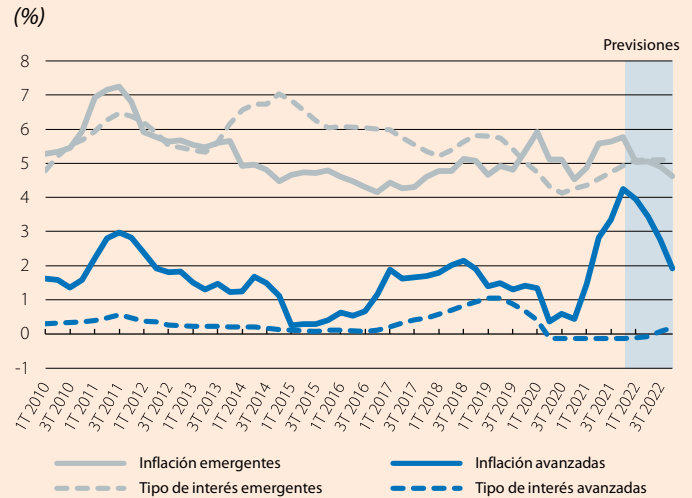
El desajuste entre la demanda y la oferta de muchos bienes, visible en los cuellos de botella provocados por el fuerte crecimiento de la demanda a nivel global, es un segundo elemento que también está presionando al alza los precios.¹ Pese a la elevada incertidumbre, todo apunta a que esta dinámica se mantendrá todavía diversos meses, y puede mantener la inflación elevada durante la primera mitad del año, pero debería atenuarse a lo largo de 2022 a medida que la oferta se normalice y la demanda embalsada se agote. Con todo, la aparición de nuevas variantes del virus con mutaciones, como la ómicron, es un riesgo latente que podría intensificar los cuellos de botella.

Los bancos centrales se ponen manos a la obra...

Ante el aumento de precios, diversos bancos centrales ya han empezado a retirar los estímulos monetarios desplegados tras el estallido de la pandemia. En concreto, en numerosas economías emergentes las autoridades monetarias ya han empezado a subir tipos, al tratarse de países donde la transmisión de los precios energéticos y de otras materias primas a la inflación suele ser más directa por el mayor peso de estos elementos en la cesta de la inflación. Así, en 2021 los bancos centrales de Rusia, Brasil o Polonia han subido los tipos de interés en 5,75 p. p., 3,25 p. p. y 1,15 p. p., respectivamente, y se espera que en 2022 continúen con el ciclo de subidas de tipos. En las economías desarrolladas, los aumentos de tipos han sido más contenidos y selectivos y solamente los bancos de Noruega, de Nueva Zelanda y de Corea del Sur han subido los tipos (en 0,25 p. p.).

Creemos que 2022 será el año de la retirada de los estímulos monetarios y de aumentos de tipos de interés por parte de la mayoría de bancos centrales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, siempre y cuando las nuevas variantes del virus lo permitan. Así, los mercados financieros anticipan cuatro subidas de tipos por parte del Banco de Inglaterra y del de Canadá, tres para el de Australia y hasta siete para el de Nueva Zelanda. De la Reserva Federal se esperan dos subidas de tipos de

Inflación y tipos de interés en las economías avanzadas y emergentes



Notas: Previsiones de inflación propias. Para los tipos de interés utilizamos los tipos de interés implícitos en los mercados financieros, cuando es posible, y el consenso de analistas de Bloomberg.

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

1. Véase para más detalles el artículo «Cuellos de botella: del ¿por qué? al ¿hasta cuándo?» del Dossier en este mismo Informe Mensual.

0,25 p. p., en línea con nuestras propias previsiones, mientras que en Fráncfort no se anticipan cambios en los tipos de interés tal y como explicamos a continuación.

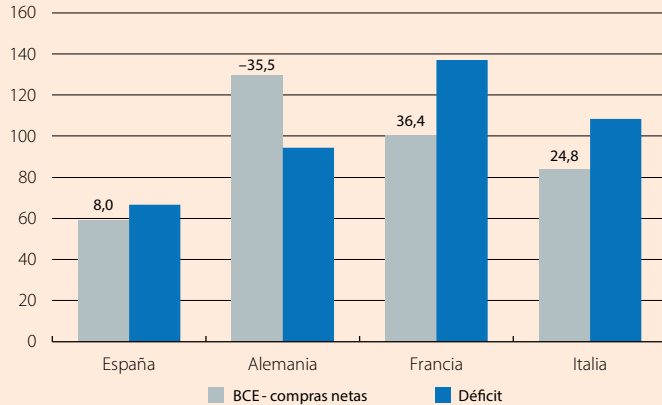
... aunque el BCE va a otro ritmo

Como ya comentamos en un artículo reciente,² la economía de la eurozona se encuentra, junto con la de Japón, en un punto del ciclo económico distinto al del resto de las economías antes mencionadas. Su inflación subyacente, que excluye el componente energético y el de alimentos, se encuentra en el 2,6%, lejos del 4,8% de Nueva Zelanda o del 4,6% de EE. UU. A una inflación subyacente muy heterogénea entre países que se sitúa claramente por encima en las economías del núcleo que en la periferia (véase el segundo gráfico) hay que sumar otra particularidad: el efecto de base de la rebaja temporal del IVA en diversos países en la segunda mitad de 2020. Este factor está situando la inflación actual (tanto general como subyacente) en tasas artificialmente más elevadas de lo que le corresponderían, algo que dejará de ocurrir en enero de 2022.

En este contexto, el BCE insiste en que el rebote de la inflación es transitorio y no actuará para contrarrestarlo mientras continúe creyendo que los efectos de segunda ronda³ serán moderados y los elementos antes expuestos se desvanezcan duran-

Eurozona: necesidades de financiación en 2022

(Miles de millones de euros)



Notas: Asumimos que el BCE adquiere durante el 1T 2022 150.000 millones de euros bajo el PEPP y 60.000 bajo el APP. En lo que resta de año, adquiere 360.000 millones bajo el APP, lo que resulta en unas compras netas en el conjunto de 2022 de 570.000 millones de euros. El dato que se muestra encima de las barras grises es la cantidad de emisión neta de deuda que el BCE no llegaría a cubrir.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del BCE.

el BCE tiene margen para mantener el ritmo de compras que prevemos hasta finales de 2023 sin sobrepasarlos.

Todo este escenario, sin embargo, está sujeto a mucha incertidumbre. Las nuevas variantes del virus, como la ómicron, continuarán pesando en la balanza de riesgos del BCE y podrían condicionar la actividad económica del 2022, junto con la inflación.

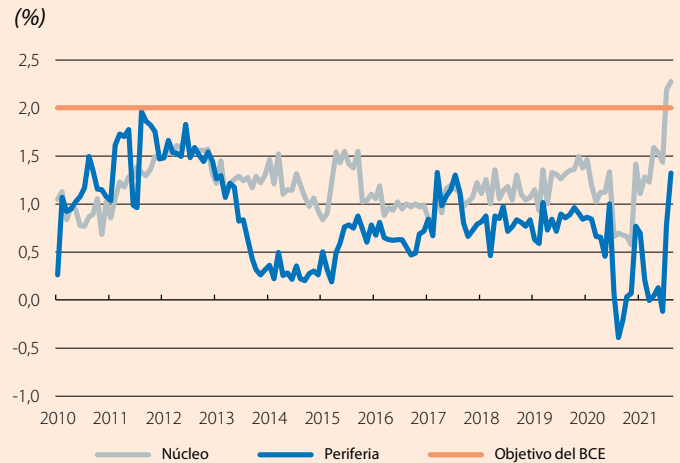
Ricard Murillo Gili

2. Véase el Focus «Sobre la normalización de la política monetaria» en el IM10/2021.

3. Esto es, cómo las elevadas tasas de inflación en el presente se pueden traducir en mayores tasas de inflación en el futuro. Algunos estudios apuntan a que los efectos de segunda ronda han perdido relevancia en los últimos años, aunque cierto es que la particularidad de la crisis y la recuperación económica provocada por la COVID-19 puede girar esta dinámica. Véase, por ejemplo, Borio, C., et al. (2021). «Second-round effects feature less prominently in inflation dynamics».

4. En concreto, creemos que las compras netas dentro del PEPP durante el 1T serán a un ritmo menor que el observado en el último trimestre de 2021 y cesarán en marzo. Creemos que entonces el APP ganará importancia y las compras netas mensuales podrían pasar de 20.000 millones de euros actuales a 40.000 millones. Además, se especula con que el BCE pueda añadir cierta flexibilidad a las compras de activos del APP y, en lugar de anunciar un ritmo de compras mensual, anuncie un objetivo de compras a realizar en el conjunto del año.

Eurozona: inflación subyacente



Notas: Los países del núcleo son Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos. En la periferia tenemos a Chipre, Estonia, Grecia, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España. Ponderamos cada economía en función del tamaño del PIB.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

te 2022. Más todavía, tras la revisión estratégica y el cambio en la *forward guidance* que el BCE propuso en julio, con el objetivo de inflación del 2% a medio plazo, es altamente improbable que veamos una subida de tipos antes de finales de 2023.

Con todo, el BCE no es ajeno a las dinámicas inflacionistas globales y, junto con el hecho de que la economía de la eurozona alcanzará el nivel de PIB previo a la pandemia en el 1T 2022, creemos que también retirará parte de los estímulos monetarios en 2022. En concreto, estimamos que las compras netas de activos en 2022 se situarán alrededor de los 570.000 millones de euros,⁴ un volumen muy considerable, aunque sean 520.000 millones menos que las realizadas en 2021, un año todavía muy condicionado por la pandemia. Estas compras, junto con las reinversiones de los activos a su vencimiento, permitirán al BCE mantener un entorno financiero acomodaticio con el que apoyar el crecimiento económico y continuar cubriendo las necesidades de financiación de los Estados miembros. Cabe destacar, además, que en 2022 los límites de emisor no serán una restricción tan preocupante como lo eran en el mundo prepandemia, pues con el aumento de la deuda pública tras el estallido de la pandemia