

## Fed y BCE, en distintas etapas de la normalización

La inflación en las principales economías avanzadas se encuentra en tasas inusualmente elevadas. A ello han contribuido, entre otros, el alza de los precios energéticos y los cuellos de botella, fruto de las limitaciones de la oferta para satisfacer la rápida recuperación de la demanda de bienes. En este contexto, los bancos centrales se han puesto manos a la obra y se encuentran inmersos en su proceso de normalización de la política monetaria, aunque a ritmos distintos. En marzo, la Reserva Federal de EE. UU. subía los tipos de interés en 0,25 p. p., anunciaba que espera acometer un ciclo de subidas mucho más agresivo que el visto entre 2015 y 2018 y sugería que la reducción del balance podría iniciarse entre mayo y junio. En contraste, el BCE se limitó a anticipar que aumentaría el balance más gradualmente y que, posiblemente, a partir del 3T lo mantendría constante, una decisión que debe preceder a futuras subidas de tipos de interés.

### Las diferencias entre la Fed y el BCE

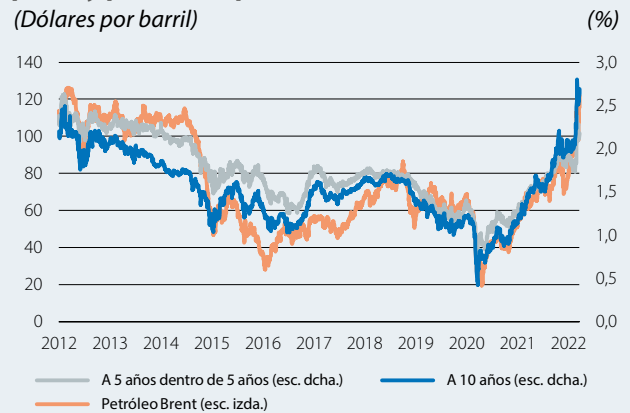
Diversos elementos explican el distinto momento en el proceso de normalización de ambos bancos centrales. El primero es la diferencia en el origen de las presiones inflacionistas. Si bien la elevada inflación de EE. UU. y la eurozona comparten algunas causas, como el alza de los precios energéticos, en EE. UU. la inflación subyacente se encuentra en tasas mucho más elevadas (6,4% comparado con el 3,0% de la eurozona). Un factor clave para explicar que esta inflación subyacente más elevada en EE. UU. es una mayor incidencia de los cuellos de botella, consecuencia de unas ayudas fiscales directas más amplias y generosas que en la eurozona. Asimismo, el mercado laboral, clave para explicar las presiones inflacionistas a medio plazo, se encuentra mucho más tensionado en EE. UU. que en la eurozona. Si bien la tasa de paro en ambas regiones se encuentra por debajo del nivel prepandemia, en EE. UU. algunos indicadores apuntan a un tensionamiento mucho más elevado (por ejemplo, los aumentos salariales en EE. UU. están siendo superiores al 5%, mientras que en la eurozona están siendo inferiores al 2%).<sup>1</sup>

El segundo elemento que explica la respuesta más agresiva de la Fed en comparación con la del BCE es el menor impacto de la guerra de Ucrania en la economía estadounidense. Dada su distancia y su menor dependencia energética de Rusia,<sup>2</sup> la economía de EE. UU. está más aislada del impacto de la guerra que la de la eurozona, aunque sus efectos también se dejarán notar tanto a través de los mayores precios energéticos como a través de la menor confianza de los hogares y las empresas.

1. Véase para más detalles «La Gran Renuncia: ¿cambio de paradigma en el mercado laboral americano?» en el IM02/2022.

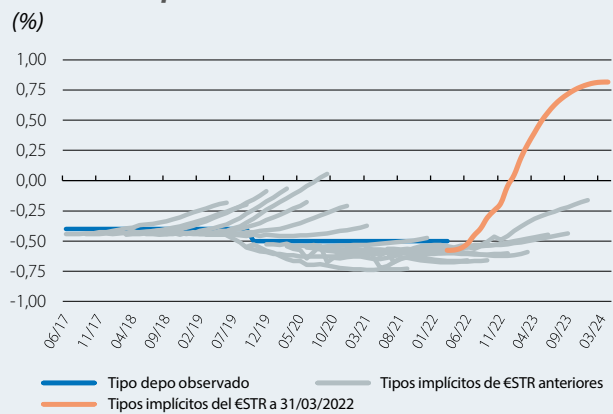
2. De hecho, EE. UU. es un exportador neto de energía según datos de la Administración de Información Energética de EE. UU.

### Eurozona: expectativas de inflación a largo plazo y precio del petróleo



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

### Eurozona: tipo sobre la facilidad de depósitos del BCE e implícitos sobre el €STR



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

Queda claro que el BCE y la Fed se encuentran en situaciones distintas. El BCE, preocupado por las presiones inflacionistas pero convencido de que no llega tarde para evitar que la inflación se encarama a medio plazo por encima de su objetivo. La Fed, que seguramente va tarde, preocupada por atajar una dinámica de precios alejada de sus objetivos.

### BCE: evitar que se desanclen las expectativas de inflación

Así, teniendo en cuenta su objetivo de inflación, el BCE está retirando los estímulos monetarios de forma mucho más gradual que sus homólogos en otras economías avanzadas, pero parece decidido a normalizar su política monetaria. Por ejemplo, en cuanto a las compras de activos, el BCE adquirió bajo el APP y el PEPP un total de 1,11 y 1,09 billones de euros en 2020 y 2021, respectivamente, mientras que en 2022 esta cifra podría verse reducida hasta los 0,27 billones. Asimismo, la probabilidad de que el BCE realice su primera subida de tipos desde 2011 en los próximos 12 meses es muy elevada.

El principal objetivo de esta normalización es evitar que las expectativas de inflación a medio plazo se desvíen del objetivo de inflación del 2%, en este caso, por una desviación al alza. Si bien en los últimos años las expectativas de inflación a largo plazo apuntaban a niveles bastante por debajo del 2%, en los últimos meses estas han aumentado hasta situarse alrededor del objetivo. El verano pasado ya se produjo un primer repunte cuando el BCE ajustó su estrategia y dio a entender que sería algo más permisivo con la inflación. Y en las últimas semanas se ha vuelto a producir un nuevo aumento debido al conflicto en Ucrania, que, más allá del impacto en el precio de la energía a corto plazo, se espera que contribuya a aumentar la inflación subyacente a medio plazo.

De todas formas, la guerra en Ucrania es un *shock* que genera mucha incertidumbre sobre la economía, y también sobre la respuesta que le deberá dar el BCE. Si bien el conflicto aviva las presiones inflacionistas, sobre todo a corto plazo, también puede debilitar la actividad económica y afectar negativamente a la inflación a medio plazo. En este contexto incierto, es probable que el BCE decida actuar con cautela y, aunque cese las compras netas de activos bajo el APP en la segunda mitad del año, no realice necesariamente la primera subida de tipos tan pronto como están cotizando actualmente los mercados financieros.

**Fed: el equilibrio entre enfriar la economía y provocar una recesión**

La Fed, por su parte, con el ciclo de subidas de tipos previsto, de al menos 1,75 p. p. en el conjunto del año y llevando los tipos de interés al terreno restrictivo (por encima del 2,4%, que es el nivel que el votante mediano del FOMC considera de equilibrio a largo plazo) en 2023 y 2024, pretende restablecer la estabilidad de precios sin necesariamente arrastrar la economía estadounidense a una recesión. Encontrar el equilibrio para evitar una recesión será una ardua tarea para los miembros del FOMC.

Para evaluar la probabilidad que los mercados financieros le asignan a una recesión en los próximos años, solemos fijarnos en el diferencial entre el tipo de interés de la deuda soberana a 10 años y otros vencimientos inferiores. Normalmente, el que mejor ayuda a predecir recesiones para los siguientes 12 meses es el diferencial entre la deuda a 3 meses y la deuda a 10 años y este todavía no da una señal de recesión.<sup>3</sup> Sin embargo, el diferencial entre la deuda a 2 y 10 años ya se encuentra en niveles muy bajos (e incluso momentáneamente se ha invertido) y sugiere que los mercados financieros podrían estar aumentando la probabilidad de una recesión en los próximos años, consecuencia, por ejemplo, de un endurecimiento agresivo

3. El tipo sobre la deuda a 3 meses está muy ligado al tipo oficial de la Reserva Federal y este todavía se encuentra muy cerca del 0%, mientras que el tipo a 10 años está alrededor del 2,5%. Para más detalles, véase «Sobre la probabilidad de una recesión en EE. UU.» en el IM05/2018.

**Reserva Federal: evolución esperada de los tipos de interés**



Notas: Cada punto representa un votante del Comité Federal del Mercado Abierto de la Reserva Federal. El votante mediano está marcado en negro.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

**EE. UU.: diferencial del tipo de interés de la deuda soberana a 10 años**



Nota: En sombreado gris, marcamos los periodos de recesión económica, según el NBER.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

vo de la política monetaria por parte de la Fed. Así, pese a la firme decisión de Jerome Powell de subir los tipos de interés –acorde con realizar incluso alguna subida de tipos de 0,50 p. p.–, creemos que la Fed no podrá ignorar estos indicadores y deberá andar con pies de plomo, sobre todo, si la inflación, tal y como esperamos, se modera hacia niveles más cercanos al 2% a principios de 2023. Pero lo cierto es que en un entorno con una elevada incertidumbre geopolítica, volatilidad en el precio de las materias primas y cuellos de botella en la producción, los bancos centrales deberán tener mucha flexibilidad para responder a las necesidades de cada momento.

Ricard Murillo Gili