

Fed i BCE, en diferents etapes de la normalització

La inflació a les principals economies avançades es troba en taxes inusualment elevades. A això hi han contribuït, entre d'altres, l'alça dels preus energètics i els colls d'ampolla, arran de les limitacions de l'oferta per satisfer la ràpida recuperació de la demanda de béns. En aquest context, els bancs centrals han posat fil a l'agulla i es troben immersos en el procés de normalització de la política monetària, tot i que a ritmes diferents. Al març, la Reserva Federal dels EUA va pujar els tipus d'interès en 0,25 p. p., va anunciar que espera emprendre un cicle de pujades molt més agressiu que el vist entre el 2015 i el 2018 i va suggerir que la reducció del balanç es podria iniciar entre el maig i el juny. En canvi, el BCE es va limitar a anticipar que augmentaria el balanç de manera més gradual i que, possiblement, a partir del 3T, el mantindria constant, una decisió que ha de precedir les futures pujades de tipus d'interès.

Les diferències entre la Fed i el BCE

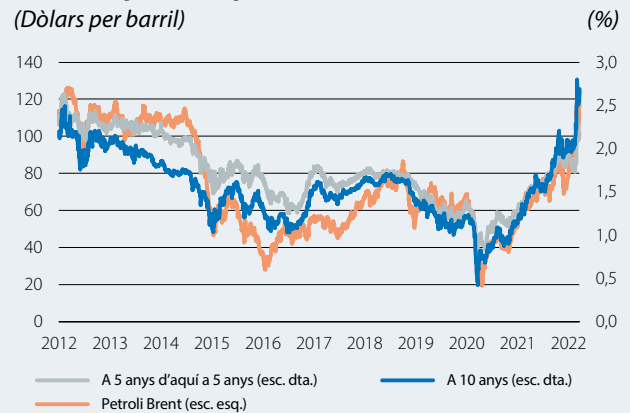
Diversos elements expliquen el diferent moment en el procés de normalització dels dos bancs centrals. El primer és la diferència en l'origen de les pressions inflacionistes. Tot i que les elevades inflacions dels EUA i de la zona de l'euro comparteixen algunes causes, com l'alça dels preus energètics, als EUA, la inflació subjacent es troba en taxes molt més elevades (el 6,4%, en relació amb el 3,0% de la zona de l'euro). Un factor clau per explicar aquesta inflació subjacent més elevada als EUA és una major incidència dels colls d'ampolla, conseqüència d'unes ajudes fiscals directes més àmplies i generoses que a la zona de l'euro. Així mateix, el mercat laboral, clau per explicar les pressions inflacionistes a mitjà termini, està molt més tensionat als EUA que a la zona de l'euro. Malgrat que la taxa d'atur a les dues regions es troba per sota del nivell pre-pandèmia, als EUA alguns indicadors apunten a un tensionament molt més elevat (per exemple, els augments salarials als EUA són superiors al 5%, mentre que, a la zona de l'euro, són inferiors al 2%).¹

El segon element que explica la resposta més agressiva de la Fed en comparació amb la del BCE és el menor impacte de la guerra d'Ucraïna sobre l'economia nord-americana. Atesa la seva distància i la seva menor dependència energètica de Rússia,² l'economia dels EUA està més aïllada de l'impacte de la guerra que la de la zona de l'euro, tot i que els seus efectes també es faran notar a través d'uns preus energètics més elevats i de la menor confiança de les llars i de les empreses.

1. Per a més detalls, vegeu «La Gran Renúncia: canvi de paradigma al mercat laboral nord-americà?», a l'IM02/2022.

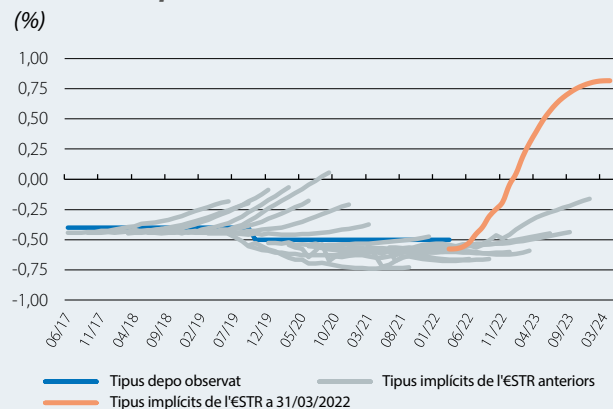
2. De fet, segons les dades de l'Administració d'Informació Energètica dels EUA, els EUA són un exportador net d'energia.

Zona de l'euro: expectatives d'inflació a llarg termini i preu del petroli



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

Zona de l'euro: tipus sobre la facilitat de dipòsits del BCE i implícits sobre l'€STR



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

Queda clar que el BCE i la Fed es troben en situacions diferents. El BCE, preocupat per les pressions inflacionistes, però convençut que no fa tard per evitar que la inflació s'enfilai a mitjà termini per damunt del seu objectiu. La Fed, que segurament sí que fa tard, preocupada per neutralitzar una dinàmica de preus allunyada dels seus objectius.

BCE: evitar que es desancorin les expectatives d'inflació

Així, tenint en compte el seu objectiu d'inflació, el BCE està retirant els estímuls monetaris de forma molt més gradual que els seus homòlegs en altres economies avançades, però sembla decidit a normalitzar la seva política monetària. Per exemple, pel que fa a les compres d'actius, el BCE va adquirir sota l'APP i el PEPP un total d'1,11 i d'1,09 bilions d'euros el 2020 i el 2021, respectivament, mentre que, el 2022, aquesta xifra es podria veure reduïda fins als 0,27 bilions. Així mateix, la probabilitat que el BCE faci la

primera pujada de tipus des del 2011 en els 12 propers mesos és molt elevada.

El principal objectiu d'aquesta normalització és evitar que les expectatives d'inflació a mitjà termini es desviïn de l'objectiu d'inflació del 2%, en aquest cas, per una desviació a l'alça. Tot i que, en els últims anys, les expectatives d'inflació a llarg termini apuntaven a nivells força per sota del 2%, en els últims mesos, aquestes expectatives han augmentat fins a situar-se al voltant de l'objectiu. Durant l'estiu passat, ja es va produir un primer repunt quan el BCE va ajustar la seva estratègia i va donar a entendre que seria una mica més permissiu amb la inflació. I, en les últimes setmanes, s'ha tornat a produir un nou augment, a causa del conflicte a Ucraïna, que, més enllà de l'impacte sobre el preu de l'energia a curt termini, s'espera que contribueixi a incrementar la inflació subjacent a mitjà termini.

De tota manera, la guerra a Ucraïna és un xoc que genera molta incertesa sobre l'economia, i també sobre la resposta que li haurà de donar el BCE. Malgrat que el conflicte aviva les pressions inflacionistes, sobretot a curt termini, també pot afeblir l'activitat econòmica i afectar negativament la inflació a mitjà termini. En aquest context incert, és probable que el BCE decideixi actuar amb cautela i que, tot i que aturi les compres netes d'actius sota l'APP en la segona meitat de l'any, no dugui a terme necessàriament la primera pujada de tipus tan aviat com ho estan cotitzant en l'actualitat els mercats financers.

Fed: l'equilibri entre refredar l'economia i provocar una recessió

La Fed, per la seva banda, amb el cicle de pujades de tipus previst, almenys d'1,75 p. p. en el conjunt de l'any i duent els tipus d'interès al terreny restrictiu (per damunt del 2,4%, que és el nivell que el votant mitjà del FOMC considera d'equilibri a llarg termini) el 2023 i el 2024, pretén restablir l'estabilitat de preus sense necessàriament arrossegar l'economia nord-americana a una recessió. Trobar l'equilibri per evitar una recessió serà una tasca àrdua per als membres del FOMC.

Per avaluar la probabilitat que els mercats financers assignen a una recessió en els pròxims anys, solem fixar-nos en el diferencial entre el tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys i altres venciments inferiors. Normalment, el que millor ajuda a predir les recessions per als 12 següents mesos és el diferencial entre el deute a 3 mesos i el deute a 10 anys, i aquest diferencial encara no emet un senyal de recessió.³ No obstant això, el diferencial entre el deute a 2 i a 10 anys ja es troba en nivells molt baixos (i, fins i tot, momentàniament, s'ha invertit) i suggereix que els mercats financers podrien estar augmentant la probabilitat

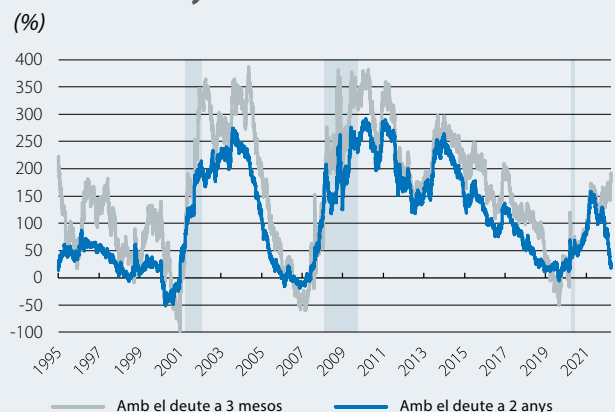
3. El tipus sobre el deute a 3 mesos, molt vinculat al tipus oficial de la Reserva Federal, es troba encara molt a la vora del 0%, mentre que el tipus a 10 anys se situa al voltant del 2,5%. Per a més detalls, vegeu «Sobre la probabilitat d'una recessió als EUA», a l'IM05/2018.

Reserva Federal: evolució esperada dels tipus d'interès



Notes: Cada punt representa un votant del Comitè Federal del Mercat Obert de la Reserva Federal. El votant mitjà està marcat en negre.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.

EUA: diferencial del tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: En ombreig gris, marquem els períodes de recessió econòmica, segons l'INBER.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

d'una recessió en els pròxims anys, arran, per exemple, d'un enduriment agressiu de la política monetària per part de la Fed. Així, malgrat la ferma decisió de Jerome Powell d'apujar els tipus d'interès –coherent amb realitzar, fins i tot, alguna pujada de tipus de 0,50 p. p.–, creiem que la Fed no podrà ignorar aquests indicadors i haurà d'anar amb peus de plom, sobretot si la inflació, tal com ho esperem, es modera cap a nivells més pròxims al 2% al començament del 2023. La veritat, però, és que, en un entorn amb una elevada incertesa geopolítica, amb volatilitat en el preu de les primeres matèries i amb colls d'ampolla en la producció, els bancs centrals hauran de tenir molta flexibilitat per respondre a les necessitats de cada moment.

Ricard Murillo Gili