

## La subida de tipos en la eurozona, a examen

La inflación en la eurozona sigue acusando el doble impacto que suponen la guerra de Ucrania y el agravamiento de los cuellos de botella en China por su política de COVID cero. La persistencia de estos factores explica que la inflación continúe batiendo récords (véase el primer gráfico) y que todavía no se puedan descartar registros más altos en los próximos meses. En consecuencia, las expectativas de inflación se han ido ajustando al alza en los últimos meses; por ejemplo, desde el mes de enero, nuestra previsión de la inflación general en diciembre de 2022 para la eurozona se ha revisado casi 5,0 p. p., hasta valores cercanos al 6,0%.

Ante esta coyuntura, cada vez hay más presión para que el BCE empiece a subir los tipos de interés, algo que no ocurre desde 2011. Sin embargo, en el actual contexto de desaceleración económica con multitud de riesgos a la baja, ¿es deseable que el BCE empiece a normalizar su política monetaria en los próximos meses? ¿Sería mejor esperar a que el crecimiento económico se recuperara?

### Beneficios de la subida de tipos de interés

La teoría económica nos dice que las subidas de tipos frenan el crecimiento del consumo y de la inversión y, en consecuencia, reducen el avance de la demanda interna, ayudando a controlar las presiones inflacionistas, así como anclando las expectativas de inflación en el actual contexto de fuerte subida en los precios de la energía y otras materias primas.

Este anclaje de las expectativas es fundamental para evitar que *shocks* inflacionistas como el actual produzcan efectos indeseados de segunda ronda que intensifiquen y cronifiquen la subida de los precios. En los últimos meses hemos asistido a un importante incremento de las expectativas de inflación, tanto en los mercados financieros (los *swaps* de la eurozona descuentan inflaciones en torno al 5% en los dos próximos años), como de los consumidores y empresarios, con unas expectativas de subidas de precios a corto y medio plazo en máximos históricos. Aunque todavía no se está viendo una materialización de estos efectos de segunda ronda en el caso europeo, es un riesgo a tener en cuenta.<sup>1</sup>

Por otro lado, hay que señalar que el relajamiento de las condiciones monetarias en la eurozona es un proceso que viene durando años: el estallido de la crisis financiera en 2008 obligó a adoptar importantes estímulos monetarios para paliar sus efectos, estímulos que incluso debieron reforzarse para evitar que la crisis de deuda soberana de 2010 provocase la ruptura del euro. De hecho, el índice

1. Véase el Dossier «La respuesta de los salarios al aumento de la inflación» en el IM05/2022.

### Eurozona: IPCA y expectativas de precios

Variación interanual (%) Balance de respuestas agregado

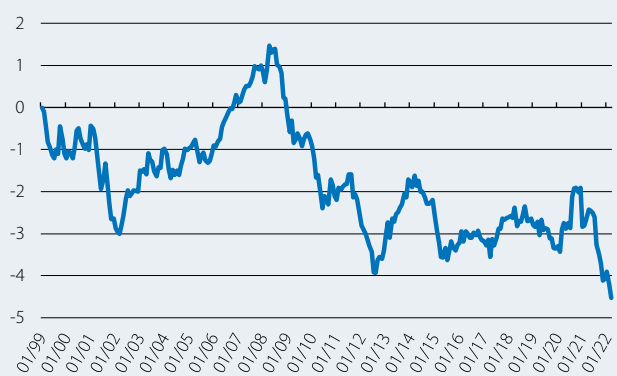


**Nota:** La serie de balance de respuestas agregado se calcula a partir de las expectativas de precios de los consumidores y de los sectores de manufacturas, servicios y minorista publicadas por la Comisión Europea y que recogen la diferencia entre el porcentaje que anticipa subidas y el porcentaje que espera caídas en los precios finales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

### Eurozona: índice de condiciones monetarias

Índice (0 = enero 1999)



**Nota:** Valores positivos y negativos muestran unas condiciones monetarias tensionadas y laxas, respectivamente.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

de condiciones monetarias elaborado por la Comisión Europea<sup>2</sup> apunta a que las condiciones actuales de la política monetaria son las más laxas desde la creación del euro (véase el segundo gráfico), lo que aumenta el riesgo de formación de burbujas en determinados mercados financieros.<sup>3</sup>

A este respecto, un informe reciente de la European Securities and Market Authority (ESMA)<sup>4</sup> se hace eco de la evolución seguida por el sector inmobiliario en la eurozona

2. Este índice se calcula como una media ponderada del tipo de interés real a corto plazo y del tipo de cambio efectivo real en relación con su valor en un periodo base.

3. Recordemos las consecuencias del estallido de la burbuja de las *punto-com* a comienzos de los años 2000 y el de las hipotecas *subprime* en 2008, que arrastró a la economía mundial a la denominada Gran Recesión.

4. Véase «Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System». Marzo de 2022.

desde el inicio de la pandemia: los precios de la vivienda han subido casi un 16%, con un comportamiento muy heterogéneo por países. La ESMA también se muestra preocupada por las consecuencias de la rápida expansión del mercado de las criptomonedas. Esta inquietud cobra sentido si tenemos en cuenta que, desde que marcara máximos de capitalización con más de 3,2 billones de dólares en noviembre del pasado año, el mercado de las criptomonedas ha sufrido ya un ajuste del 60%.

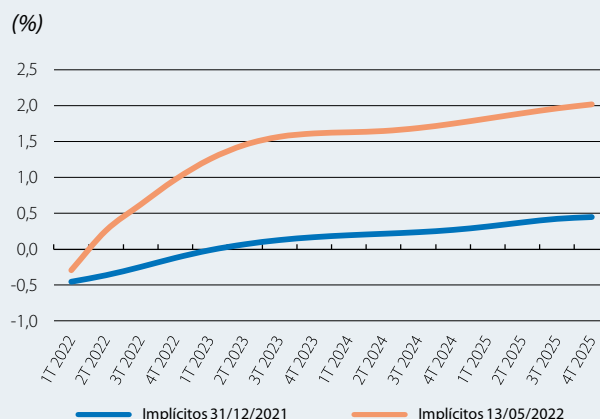
### Costes de la subida de tipos de interés

Ya hemos señalado que la teoría económica establece que las subidas de tipos afectan negativamente a la demanda interna. Para valorar el impacto que puede tener el cambio en las expectativas de tipos de interés que se ha producido durante los últimos meses, introducimos en el modelo de CaixaBank Research para la eurozona<sup>5</sup> la diferencia entre la curva de implícitos del euríbor a 12 meses a 13 de mayo de 2022 y a 31 de diciembre de 2021, antes del notable ajuste al alza en las expectativas del mercado (véase el tercer gráfico). De hacerse realidad las expectativas del mercado de unos mayores tipos de interés, el crecimiento de la eurozona podría recortarse en 0,2 p. p. en 2022, en 0,7 p. p. en 2023, en 0,5 p. p. en 2024 y en 0,2 p. p. en 2025 respecto a nuestro escenario central (véase el cuarto gráfico). Por componentes, el impacto sobre el consumo sería similar al que se produciría para el PIB, mientras que la inversión sería el componente más afectado, ya que su crecimiento podría verse recortado en 1,1 p. p. en 2023 y en 2024, y en 0,5 p. p. en 2025 respecto al escenario central. Por su parte, el impacto sobre la creación de empleo sería bastante más reducido, en torno a 0,2 p. p. menor que en el escenario central como media de los próximos tres años.<sup>6,7</sup>

### Conclusión

El BCE se enfrenta a la disyuntiva de subir los tipos de interés, a costa de enfriar la demanda interna, en un momento en el que el endurecimiento de los cuellos de botella y,

### Eurozona: euríbor a 12 meses

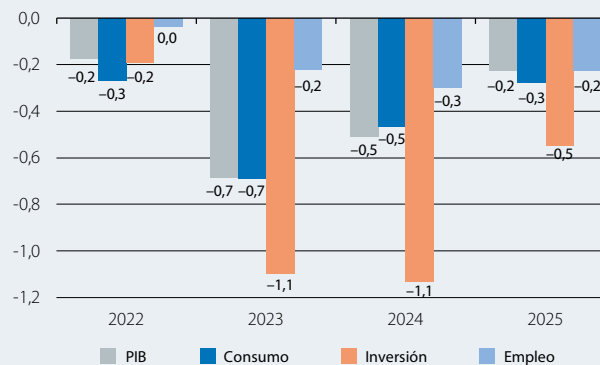


**Nota:** En la serie de implícitos del 13 de mayo de 2022, los datos hasta abril corresponden al euríbor a 12 meses histórico.

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

### Eurozona: respuesta macroeconómica al aumento en los tipos de interés

Impacto sobre el crecimiento anual (p. p.)



**Nota:** Las series de PIB, consumo e inversión se muestran en términos reales.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir del «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de Trabajo CaixaBank Research 02/21.

sobre todo, las consecuencias de la guerra en Ucrania ya están pasando factura a la actividad de la eurozona. Hay que tener en cuenta que, con las expectativas de mercado actuales, el coste en términos de crecimiento económico de normalizar los tipos de interés es moderado y todavía es factible alcanzar ritmos de crecimiento por encima del 2,0% este y el próximo año.<sup>8</sup> Además, comenzar a subir los tipos ayudaría a contener las expectativas de inflación a medio plazo y reduciría el riesgo de burbujas. Esta es la lectura que parece que está haciendo el BCE y todo apunta a que empezará a subir los tipos de interés de forma gradual en los próximos meses.<sup>9</sup> De hecho, no actuar ahora podría implicar tener que subirlos mucho más en el futuro.

Eduard Llorens i Jimeno y Rita Sánchez Soliva

8. Estamos suponiendo un escenario en el que la guerra de Ucrania no se extiende geográficamente y en el que Rusia no corta totalmente el suministro de gas a la eurozona.

9. Christine Lagarde, en una entrada en el Blog del BCE (23 de mayo), comunicó que espera que las compras netas bajo el APP terminen muy a comienzos del 3T, lo que permitiría una primera subida de los tipos de interés en julio y salir de las tasas de interés negativas a finales del 3T.