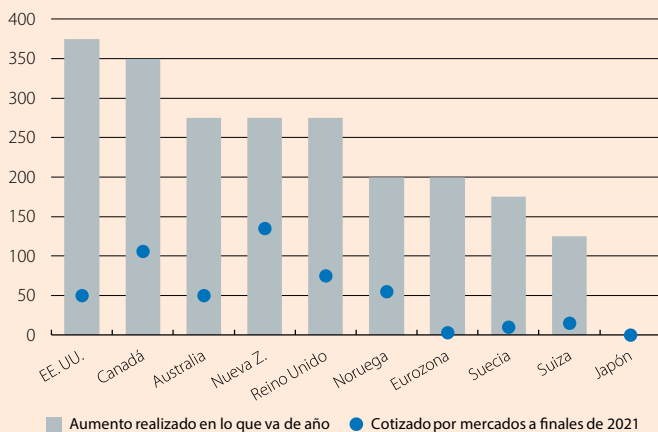


¿Hay luz al final del túnel? Perspectivas para la política monetaria en 2023

El 2022 será recordado no solo por la intensificación y persistencia de las presiones inflacionistas sino también por el contundente giro en la dirección de la política monetaria, un punto de inflexión que puso fin a más de una década de tipos bajos y de políticas ultraacomodaticias.

Subidas de tipos oficiales anunciadas de enero a noviembre de 2022

(p. b.)



Notas: Datos a 7 de noviembre. Expectativas de mercados según los implícitos de la curva de OIS swaps. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

tente con subidas adicionales de 125 p. b. hasta el 5,0% y de 150 p. b. hasta el 3,0%, respectivamente. Incluso para el Banco de Inglaterra se espera que el tipo oficial alcance el pico, en torno al 4,75%, durante el verano.

Por otro lado, en el caso de la Fed, los implícitos cotizan las primeras bajadas de tipos a partir de septiembre, al tiempo que, para el BCE, los tipos se proyectan estables en 2023 y con modestos recortes en 2024, en línea con las previsiones centrales de CaixaBank Research. En ambas regiones, no obstante, es importante señalar que los tipos oficiales probablemente se mantendrán en terreno restrictivo, es decir, por encima del nivel estimado como neutral (el que no estimula ni contrae la economía), al menos hasta finales de 2025 (véase el segundo gráfico), si bien hay mucha incertidumbre sobre dónde se puedan ubicar realmente estos niveles estructurales.

Diversos factores justifican estas expectativas de que el final de las subidas de tipos se producirá en 2023. En primer lugar, los efectos del endurecimiento monetario acometido hasta ahora se deberían volver más palpables a lo largo de 2023, dado que su impacto sobre la economía no es inmediato. Y es que, según estimaciones de modelos econométricos convencionales, una subida de tipos de 100 p. b. en la eurozona suele estar asociada con un impacto máximo sobre el nivel del PIB al cabo de 12-24 meses de entre un 0,7% y un 0,9%.¹ Así, la magnitud de las subidas ya realizadas en 2022 implicaría en 2023 un crecimiento del PIB de la eurozona entre 1,0 p. p. y 1,5 p. p. menor de lo esperado en ausencia del endurecimiento monetario.² En cualquier caso, hay que ser muy cautelosos con estas estimaciones, ya que son promedios históricos y podrían no

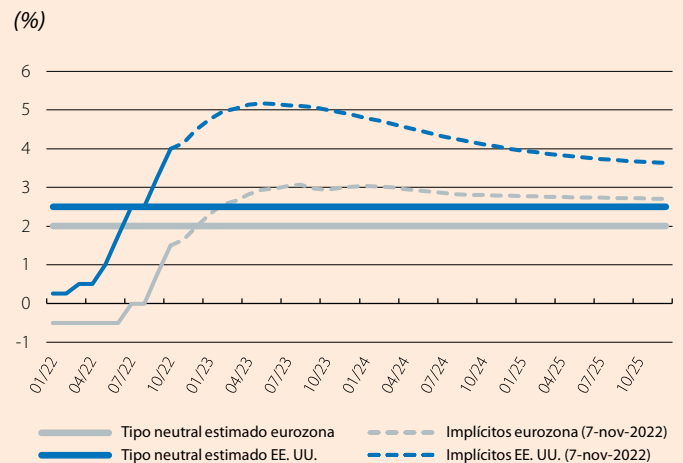
Y es que, hasta principios de noviembre, los bancos centrales en los países avanzados han aprobado, de media, subidas en los tipos oficiales de aproximadamente 300 p. b., el ajuste más agresivo desde la década de 1980 y que supera, con creces, lo que cotizaban los tipos implícitos en los mercados financieros a inicios de año (véase el primer gráfico). También, se acordó el cese de los programas de compras netas de activos e incluso en algunos países, como EE. UU., se inició el proceso de reducción en el tamaño del balance. Como resultado, las condiciones financieras se han tensionado significativamente, lo que se ha reflejado en caídas históricas en las principales bolsas.

Techo a la vista, pero ¿a qué altura?

Tras el tumultuoso 2022, los inversores apuestan que el pico del endurecimiento monetario se producirá a lo largo de 2023.

Así, a inicios de noviembre, los implícitos en los mercados cotizaban que los tipos oficiales alcanzarán el máximo de este ciclo en mayo para la Fed y en septiembre para el BCE, consis-

Tipos oficiales y expectativas según mercados monetarios



Notas: Expectativas de mercados según los implícitos de la curva de OIS swaps a 7 de noviembre. El tipo neutral estimado corresponde a estimaciones de los bancos centrales. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. La respuesta de las distintas variables a un shock monetario estándar (+100 p. b. de aumento) en nuestro modelo es muy similar a la encontrada en otros modelos de referencia. Para más detalle, véase Llorens, E. (2021), «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de Trabajo CaixaBank Research 02/21, y el discurso de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 de octubre de 2022).

capturar la singularidad del contexto actual. Por ejemplo, el mayor porcentaje de nueva deuda a tipo fijo (82% en agosto de 2022 para los hogares en la eurozona *versus* 57% en 2010) podría implicar un menor impacto del incremento de tipos en la economía. Sin embargo, el hecho de que el ciclo de subidas haya sido tan contundente e inesperado, y que partíamos de tipos ultrabajos, podría amplificar su impacto adverso sobre el crecimiento.

En segundo lugar, no creemos que la política fiscal pueda, ni deba, compensar el endurecimiento monetario, en un contexto de elevado endeudamiento público y de mayores costes de financiación. Y es que un giro hacia una política fiscal excesivamente expansiva probablemente sería penalizado con un incremento de tipos más agresivo por parte de los mercados, con riesgos de que resurjan temores de sostenibilidad de las finanzas públicas, tal y como se observó en octubre en el Reino Unido.

La interacción de estos elementos, junto con otros vientos de cara, explica nuestras expectativas de una marcada desaceleración en la economía mundial para el próximo año, con crecimientos por debajo del potencial en la mayoría de los países. El consiguiente enfriamiento en los mercados laborales, así como el anclaje de las expectativas de inflación, ayudará a limitar el riesgo de efectos de segunda ronda en la inflación y permitir una postura menos reactiva por parte de los bancos centrales.

En cuanto a los factores de oferta que explican la elevada inflación, a excepción del mantenimiento de las políticas COVID cero en China refrendadas en el reciente Congreso del Partido Comunista, las disrupciones en las cadenas de suministro mundial que se habían visto a lo largo de la pandemia probablemente continuarán moderándose. Por otra parte, a pesar de la elevada incertidumbre en torno al devenir de la guerra entre Ucrania y Rusia, la combinación de una demanda menos boyante y la puesta en marcha de diversas medidas de contención³ probablemente permitirá una relajación en los precios de las materias primas a lo largo del año que viene, tal como sugieren los mercados futuros.

Balance de riesgos: ¿en qué dirección nos podríamos equivocar?

Cabe destacar que existen riesgos en ambos sentidos en cuanto a la dirección de la política monetaria en 2023. Por un lado, tenemos los *shocks* de índole inflacionista, que podrían extender las presiones alcistas en los precios y resultar en medidas más restrictivas por parte de los bancos centrales. Entre estos, destacamos una potencial escalada en el conflicto con Rusia, así como otros eventos de orden geopolítico o de desastres naturales relacionados con el cambio climático. Tampoco descartamos mayores efectos de segunda ronda, ya sea a través de aumentos más elevados y persistentes en los salarios o medidas más contundentes de estímulo fiscal.

A modo meramente ilustrativo, en un escenario de incrementos en los precios de las materias primas en torno a un 50% superior a nuestra previsión central, la inflación de la eurozona podría mantenerse en los niveles actuales durante todo 2023 y no alcanzar el 2% hasta 2026 (actualmente lo prevemos para finales de 2024). En tal escenario, no sería descabellado esperar que el BCE llevara los tipos oficiales alrededor del 5%.

Por otro lado, están los *shocks* de índole desinflacionista, entre los que distinguimos, en primer lugar, una desescalada en las tensiones geopolíticas y, en segundo lugar, una contracción mayor de lo esperado en la economía, ya sea por disrupciones en los mercados financieros o cualquier otro evento de orden sistémico. En una desescalada geopolítica, si bien esperamos que el efecto a medio plazo sea una menor presión alcista en los precios, a corto plazo el *shock* positivo de demanda, vía menor incertidumbre y reducción en los precios energéticos, demoraría el descenso de la inflación. En este escenario, los bancos centrales podrían responder con subidas adicionales a inicios de año (alrededor de 50 p. b. adicionales, posiblemente) antes de iniciar un ciclo de bajadas posteriormente. En el caso de una contracción intensa de la economía, no obstante, esperaríamos que los bancos centrales respondieran reactivando medidas de estímulo monetario, como compras netas de activos para estabilizar los mercados y, posiblemente, incluso planteándose bajadas en los tipos oficiales.

El año 2022 se ha caracterizado por una elevada incertidumbre sobre el escenario económico, tanto por el desacople entre oferta y demanda tras la pandemia como por la guerra en Ucrania. Ello ha provocado sustanciales revisiones de las previsiones, tanto de inflación y crecimiento como de la respuesta de los bancos centrales. De cara a futuro, la previsión sobre la economía que posiblemente somos más capaces de acertar hoy por hoy es que la incertidumbre se mantendrá elevada en 2023.

Antonio Montilla y Ricard Murillo Gili

2. En el caso de EE. UU., el impacto sería mayor al considerar no solo una subida de tipos más agresiva sino además el plan de reducción del balance de la Fed. Para el BCE, algunas voces dentro del Consejo de Gobierno ya están abogando para frenar en 2023 las reinversiones de los activos que vencen dentro del programa de compra de activos (APP). En cualquier caso, el balance del BCE se reducirá en 2023 por el vencimiento de diversas rondas de TLTRO.

3. Véase el artículo «[La política económica ante el desafío energético: apoyar a los más vulnerables sin distorsionar la economía](#)» en este mismo Dossier.