¿Hasta dónde subirán los tipos de interés?

Estamos ante un cambio radical del ciclo financiero. La inflación obliga a los bancos centrales a subir los tipos de interés, pero ¿hasta dónde? ¿Cómo afectará esa subida a la recuperación económica? Enric Fernández, economista jefe de CaixaBank, y Jordi Gual, profesor del IESE, comparten su visión.

1 de junio de 2022

©IESE Business School

Actualmente estamos ante unas tasas de inflación general de entre el 8 y el 10% en Estados Unidos, la zona euro y España, y hemos observado un alza sostenida desde marzo-abril de 2021. Si nos fijamos en la inflación subyacente --aquella que tiene en cuenta una cesta sin energía ni alimentos -- está actualmente en un 6% en Estados Unidos, mientras que en la zona euro y en España está entre el 4 y el 6%.

Ante este panorama, ¿qué podemos esperar? Enric Fernández, economista jefe en CaixaBank, y Jordi Gual, profesor de Economía en el IESE, analizaron esa pregunta el 21 de junio de 2022 durante la sesión *Inflacion: ¿es una amenaza para la recuperación económica?*, dentro del marco del Alumni Learning Program, exclusivo para los Miembros de la Asociación de Alumni.

Causas de la inflación

Antes de la COVID, el precio del petróleo rondaba los 60 dólares por barril. En abril de 2020, el precio por barril cayó a casi 25 dólares. En abril de 2021, el precio ya había vuelto a los niveles preCOVID. Pero, a partir de ahí, continuó escalando, "debido al empuje de la demanda con una oferta que no respondió, y a las tensiones geopolíticas". En mayo de 2022, el precio del barril ya estaba por encima de los 110 dólares.

Por otra parte, se ha producido un encarecimiento de lo que los americanos denominan *chips & ships* (chips y contenedores). Podemos atribuirlo a la incapacidad de la oferta de satisfacer la demanda tras la reactivación de la economía posCOVID debida una serie de estímulos para mantenerla con vida. Además, el cambio en la composición de la demanda --no podíamos consumir tantos servicios y pasamos a consumir más bienes-- colapsó los sistemas internacionales de transporte. El resultado es que, en 2021, el precio de los contenedores se multiplicó por cinco en promedio respecto a 2019. No ayuda, asegura Fernández, "la estrategia de China de COVID 0, muy costosa de mantener con la variante ómicron al ser mucho más contagiosa y requerir un confinamiento más largo y numeroso". Por ello, el economista no espera que la situación mejore en el corto plazo.

En la zona euro y en España, apostilla Fernández, hay que añadir el efecto de la depreciación del euro. Los alimentos se han visto arrastrados por el alza del precio de la energía, el transporte y el aumento del coste de los fertilizantes. Además, la guerra de Ucrania ha encarecido el precio de algunos alimentos de manera significativa. Los precios de futuros apuntan a una persistencia de esos elevados precios.
Cuando las empresas trasladan ese aumento de costes a los precios finales, se producen los efectos indirectos en el coste de los productos.

©IESE Business School

En Estados Unidos, además, se ha producido un fenómeno que no hemos visto en la zona euro, recuerda Fernández. Existen presiones salariales muy significativas en las empresas, debidas sobre todo a un descenso de la participación laboral. En lo que se ha llamado "la gran renuncia", muchas personas, amparadas por subsidios, abandonaron su trabajo para cuidar de sus familiares y, al mismo tiempo, se produjo un freno a la inmigración. Ello ha llevado a que el país ya esté notando más en la inflación los denominados efectos de segunda ronda, es decir, la presión de las demandas salariales de los trabajadores que desean mantener su poder adquisitivo.

En España, hasta diciembre de 2021, los principales protagonistas de la inflación eran energía y alimentos. Estos dos elementos aportaban 6,5 puntos porcentuales a la tasa de inflación general, que en mayo era del 8,7%. Así, observamos que los bienes industriales y los servicios contribuyen cada vez más al aumento de la inflación.

Los datos apuntan que las expectativas de inflación, tanto para Estados Unidos como para la eurozona, son altas para los próximos 12 meses. Sin embargo, a medio-largo plazo, las expectativas de inflación continúan ancladas en el objetivo de los bancos centrales de alrededor del 2%. Esto debería ayudar a que los efectos de segunda ronda no sean tan significativos, especialmente en la zona euro, donde hay menos presiones de demanda, incide Fernández.

En este contexto, los bancos centrales juegan un papel muy importante en las expectativas de inflación. Veamos qué están haciendo.

El papel de los bancos centrales

Si bien los bancos centrales juegan un papel predominante en las expectativas de inflación, ¿podemos decir que también están en el origen? Lo cierto es que "estamos ante un cambio de ciclo financiero radical", asevera Jordi Gual.

Conforme la tasa de inflación crecía, también lo hacía el nivel de los tipos de interés. Y no solo se espera que estos últimos sigan aumentando, sino que, a largo plazo, los tipos van a exceder incluso el nivel de equilibrio o neutral. Este fenómeno es global, con tres excepciones, explica Gual.

La primera es China, inmersa en un ciclo de expansión monetaria, porque tiene sus propias dificultades asociadas a la política de COVID 0 y la necesidad de que el posible estallido de su burbuja inmobiliaria no afecte al conjunto de la economía. Japón y la eurozona también se resisten a subir tipos, el primero argumentando una deflación crónica y la segunda

©IESE Business School

convencida de que sus niveles de inflación no alcanzarán los de Estados Unidos.

En economía, hay un nivel de tipos de interés que se denomina neutral. En Estados Unidos está entre el 2 y el 3, y en Europa, entre el 1 y el 2. Se denomina neutral porque es el tipo de interés adecuado cuando no hay inflación y la economía puede crecer en su potencial.

En Estados Unidos, la intención de la Reserva Federal era esperar a que la economía estuviera creciendo en su potencial y entonces ir subiendo los tipos de forma paulatina, hasta llegar al nivel neutral. Pero "ha tardado demasiado en decidirse a subir los tipos, y ahora debe hacerlo muy rápidamente", considera Gual. Algo similar ha ocurrido en el caso del Banco Central Europeo (BCE), aunque está por ver hasta dónde habrá que subir los tipos de interés.

Para Fernández, los bancos centrales deben ser muy cuidadosos al reaccionar a lo que parecen *shocks* de oferta porque, en realidad, no puedan hacer nada para bajar el precio de los alimentos, solo frenar la demanda. Por tanto, lo que deben hacer es constatar si existe un problema de demanda y, en ese caso, actuar.

¿Hasta dónde llegarán los tipos?

Ahora, no solo toca "subir los tipos rápidamente debido a la falta de anticipación, sino que además habrá que hacerlo por encima del nivel neutral", afirma Gual. Los mercados ya lo están anticipando, subiendo los tipos por su cuenta más de 200 puntos base. Sin embargo, los mercados no siempre aciertan, de modo que cada uno puede tener su propia opinión.

Para Gual, los tipos de interés subirán por encima de lo que prevé el mercado. De hecho, opina, "la zona euro debería estar subiendo tipos más de lo que lo está haciendo". No en vano, históricamente, cuando Estados Unidos ha aplicado una política monetaria restrictiva, la zona euro ha tenido que imitarle. De lo contrario, el euro se deprecia y esa depreciación lleva a importar inflación.

La zona euro tiene un conocido problema adicional: no es una zona monetaria completa y los distintos países que la componen tienen una deuda muy distinta. Ello conlleva un enorme riesgo, "que ya se vivió con la crisis del euro y que es probable que reviva en esta ocasión", advierte Gual. Por ejemplo, ¿cómo se compatibiliza el subir los tipos con la alta prima de riesgo italiana? Si el BCE compra demasiada deuda de Italia
o España estará incumpliendo su mandato de luchar contra la inflación.

Por su parte, Fernández es más optimista. Ahora mismo, los tipos de referencia en la zona

©IESE Business School

euro están entre el -0,50 y el 0%. Los mercados esperan que ese -0,50% llegue a situarse entre el 2 y el 2,50%. El economista opina que el BCE no va a llegar tan arriba, de modo que los tipos de interés se situarían en una horquilla entre el 1,25 y el 1,75%, con un euríbor a 12 meses en ese escenario en torno al 1,8%. Esas cifras, según Fernández, serán suficientes para enfriar las presiones por el lado de la demanda, muy distintas para la eurozona de las de Estados Unidos.

¿Qué puede suceder a partir de ahora?

En febrero de 2022, el exvicepresidente de la Reserva Federal de Estados Unidos Alan Blinder examinó 11 episodios en los que el banco central estadunidense subió los tipos desde los años 60 hasta ahora. Observó que, en 1993 por ejemplo, se consiguió un aterrizaje perfecto y no se produjo una recesión. Además, hubo seis episodios en los que la subida de tipos apenas afectó la economía.

Así, para Gual, estamos ante cuatro posibles escenarios: 1) desinflación creíble, en el que el BCE anuncia que subirá los tipos y es lo suficientemente convincente como para lograr un aterrizaje suave, con una inflación baja y un crecimiento moderado; 2) aterrizaje duro, con una fuerte subida de tipos y recesión; 3) dominancia fiscal, en el la inflación se mantiene alta porque los bancos centrales se resisten a subir los tipos para que los países no se vean ahogados por la deuda pública, pero el crecimiento es moderado; y 4) estanflación, en el que la resistencia a la subida de tipos provoca no solo inflación sino también recesión dado que coincide con el efecto negativo del encarecimiento de muchas materias primas.

En opinión de Gual, si en la zona euro se produce un enfriamiento suficiente de la demanda, no se producirán los efectos de segunda ronda. En Estados Unidos, habiendo empezado a subir los tipos más tarde de lo adecuado, la recesión es una cuestión de cara o cruz. Probablemente entrará en una recesión a ª lo largo de 2023-24, si bien "puede ser una recesión suave, que es lo más habitual según el mencionado análisis de Alan Blinder", concluye.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School