

**Transversal**
José García MontalvoCatedrático de
Economía (UPF)

Esperando a los tipos



Hace muchos meses que dura la batalla entre los mercados y los bancos centrales sobre las previsiones de la evolución de los tipos de interés. Mientras los mercados han estado esperando caídas rápidas y profundas de los tipos, los bancos centrales han ido avisando de que la lucha contra la inflación sería larga. Recordemos que en Estados Unidos la previsión a comienzos de año era de seis caídas de un cuarto de punto a partir de marzo. Por tanto, la cuestión no es solo cuándo comienzan a bajar los tipos sino cuál será el ritmo (cuántas bajadas en cuánto tiempo) y, cuando finalicen las bajadas, dónde quedará el tipo. Todas estas incógnitas mantienen a los mercados financieros en tensión, las ofertas públicas de acciones y muchas operaciones corporativas en espera y muchos *private equity* esperando para desatascar la compraventa de empresas. Estas expectativas también tienen efectos muy relevantes sobre la inversión de los *venture capital*, pues los tipos de interés futuros influyen crucialmente en la valoración de los proyectos, e incluso afectan a las decisiones de potenciales compradores de vivienda sobre el momento adecuado para suscribir una hipoteca.

Han pasado muchas cosas esta última semana en el campo de la política monetaria, pero, sin duda, la más relevante ha sido el abandono de la política de tipos de interés negativos del Banco de Japón y la primera subida de tipos desde nada menos que el 2007. Los tipos negativos se habían mantenido desde el 2016 y aún existía cierta resistencia en el seno del propio Banco de Japón a adoptar este cambio, como muestra el hecho de que la decisión no fuera tomada por unanimidad. Se espera una inflación positiva pero suave, y el índice Nikkei ha recuperado finalmente el nivel de hace 34 años, cuando pinchó la burbuja inmobiliaria japonesa y paralizó la economía por décadas. Esta subida de los tipos de interés, aunque pequeña, debería haber reforzado al yen y, sin embargo, ha aumentado su debilidad provocando que caiga a mínimos desde el 2008. La explicación es que, como señalábamos al principio del artículo, no solo importa qué pasa con los tipos hoy sino también si seguirán subiendo y cuánto, así como la relación de estas noticias con las expectativas de los mercados. En principio esta subida de tipos no estaba totalmente descontada, lo que debería haber llevado a un yen más fuerte. Pero el anuncio de que incrementos futuros de tipos tardarían en llegar y serían en cualquier caso muy graduales no gustó a los mercados.

En EE.UU. se cumplió la previsión y los tipos se mantuvieron entre el 5,25 y el 5,5. No obstante, la confianza de la Reserva Federal en que la inflación está bajo control llevó a anunciar una expectativa de caída de tipos de 75 puntos básicos hasta final de año. Esto es bastante menos de lo que preveían los mercados a principios de año (150 puntos), pero sigue en línea con las previsiones presentadas por la Reserva Federal a finales del 2023. La única novedad en la declaración del anuncio es la inclusión de un comentario sobre la fuerza del empleo y el mantenimiento del desempleo a niveles muy bajos. Pero en esta frase aparentemente inocua es donde reside uno de los elementos clave de la previsión de los tipos de interés. Hasta el momento, y a partir de información estadística

histórica, los procesos desinflacionarios han tenido un elevado coste en términos de desempleo. La victoria del Volcker sobre la inflación estadounidense a principios de los ochenta tuvo como coste el doblar la tasa de desempleo. Sin embargo, en el episodio actual, el desempleo está en mínimos tanto en Estados Unidos como en la eurozona y muy cerca del mínimo en el Reino Unido. Por tanto, en términos históricos, conseguir reducir la inflación con prácticamente pleno empleo es algo excepcional y, como tal, se consideraba poco probable. Por eso los bancos centrales seguían insistiendo en subir o mantener los tipos altos esperando algún tipo de coste en forma de desempleo. La rápida subida de los salarios en EE.UU. durante las primeras fases de la inflación hacía pensar que el episodio actual no sería diferente de los del pasado. Pero varias cosas son diferentes respecto al pasado.

En primer lugar, la actual situación de aumento de precios estaba ligada a *shocks* de oferta globales causados por la pandemia y luego la guerra de Ucrania. Al no ser la causa una demanda fuerte, no es evidente que haga falta provocar un gran coste en términos de desempleo para controlar la inflación. En segundo lugar, y a diferencia de otras inflaciones de oferta del pasado como la de los *shocks* del petróleo, el crecimiento de los salarios se va normalizando sin un aumento del desempleo porque los bancos centrales entienden mejor el papel de las expectativas de inflación y han actuado de forma más intensa que en el pasado.

Una exposición reciente de Philip Lane, miembro del consejo ejecutivo del BCE, insiste en el mismo tema. El punto de partida es una inflación en la zona euro que ha subido más aceleradamente que en las experiencias globales del pasado, pero también ha bajado desde el pico a ritmo más rápido que en el pasado. Quizás la parte más interesante de la exposición sea la relativa a qué habría sucedido si se hubieran adoptado otras políticas monetarias más restrictivas. Por ejemplo, la opción más extrema era subir al 6% y mantener el tipo alto por mucho tiempo (hasta el primer trimestre del 2024). Los modelos indican que esta opción habría reducido algo más rápido la inflación en el 2022 y el 2023 pero habría llevado el crecimiento de los precios por debajo del objetivo del 2% en el 2024 y el 2025. Lo peor de todo habría sido su coste. En el 2023 se habría producido una desviación respecto al *output* potencial de la economía del -6,3% en el 2023, del -5,8% en el 2024 y del -4% en el 2025. Esto habría implicado un aumento muy significativo del desempleo. A la vista de estos resultados, la opción de subida lenta y corto mantenimiento en el máximo, que es la que hemos estado viviendo, es la que proporciona mejores resultados sin prácticamente coste. Esto quiere decir que el BCE está convencido de que esta vez se puede haber vencido la inflación sin pagar ningún coste en términos de un alto desempleo. Con estas perspectivas, y aunque la bajada de tipos en abril está seguramente descartada, hay que estar preparados para una primera bajada de tipos en junio. |

El quid
La cuestión no es solo cuándo comenzarán a bajar los tipos sino cuál será el ritmo (cuántas bajadas en cuánto tiempo) y dónde quedará

Perspectiva

El Banco Central Europeo está convencido de que esta vez se puede haber vencido la inflación sin pagar ningún coste en términos de un alto desempleo