

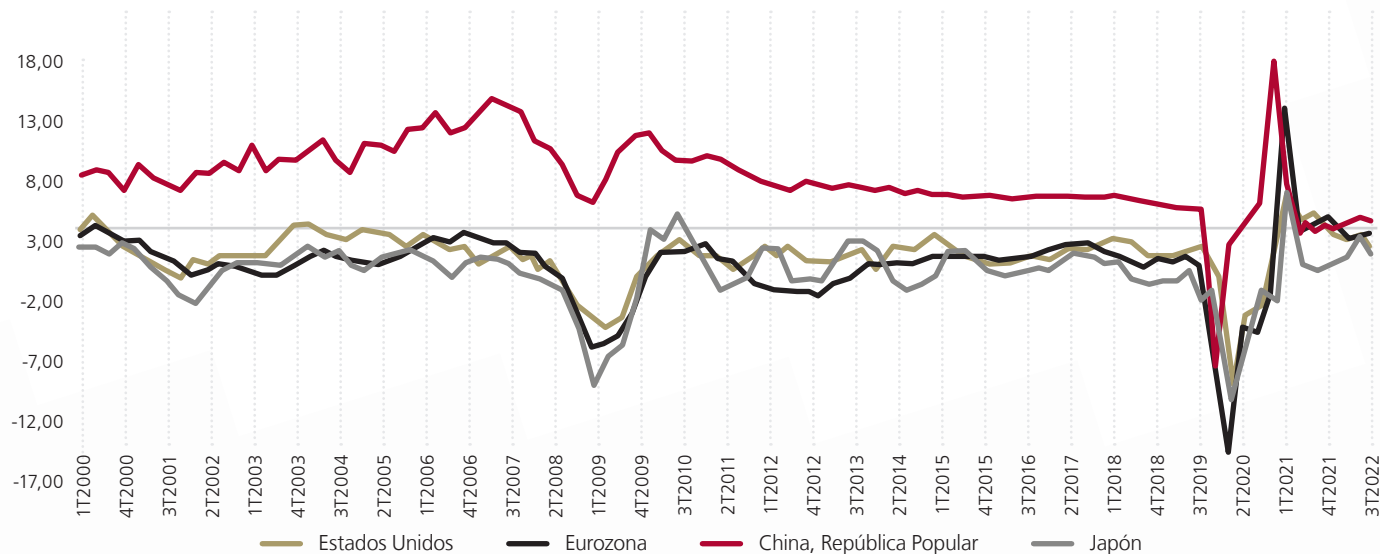


## Diferentes políticas monetarias, ¿mismo objetivo?

Los bancos centrales son la espina dorsal de los mercados financieros y la clave de bóveda de la economía. Su actuación busca la estabilidad, mitigando los golpes que, bajo su mandato, reciben las diferentes economías. La actuación de cada banco central puede diferir en tiempo y en modo, aunque el objetivo de estabilidad sea el mismo, la diferencia vendrá de la posición de cada economía en el ciclo económico, de los choques que reciban y de los desequilibrios que se puedan haber generado en un sentido o en otro. El impacto de la invasión rusa de Ucrania supone un shock añadido, mayor inflación, menor crecimiento, y aumentan las probabilidades de un escenario de estanflación, difícil de combatir por los bancos centrales.

2022 va a ser un año, en el que las políticas monetarias de los principales bancos centrales van a cambiar de ciclo e incluso con direcciones diferentes.

### Producto Interior Bruto



Fuente: CaixaBank Research y elaboración propia. Mar22

La irrupción de la Covid tuvo grandes consecuencias para el crecimiento mundial, ya que los confinamientos redujeron la actividad a mínimos, con caídas históricas del PIB (Producto Interior Bruto). Los bancos centrales actuaron con rapidez, con medidas de política monetaria convencional, bajando los tipos de interés, y no convencional, con programas de compras de activos, medidas de carácter excepcional que tenían como objetivo normalizar la actividad y que el daño económico fuese el menor posible. Esto se ha conseguido parcialmente, puesto que estas cuatro economías del gráfico ya están por encima de niveles de pre pandemia en términos de crecimiento, pero con unos desequilibrios que tardaremos años en solventar.

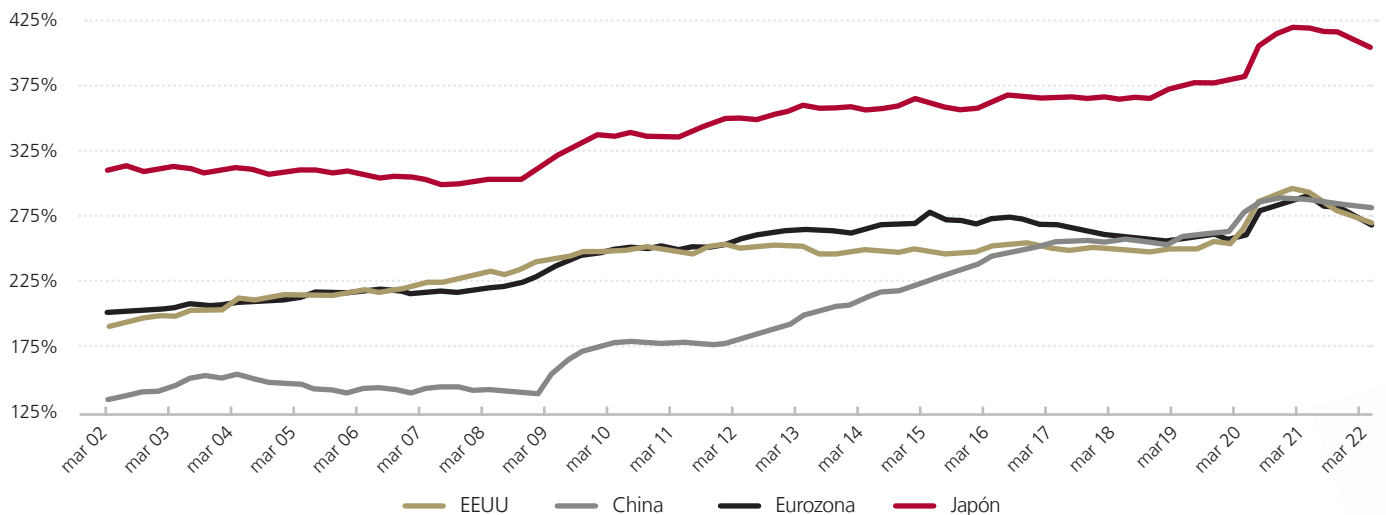
Por otro lado, los gobiernos de estas áreas económicas implementaron unos planes de estímulo fiscal enormes, con líneas de gasto y de avales sin precedentes.

La evolución de las tasas de vacunación ha reducido las tasas de mortalidad a niveles muy bajos, lo que ha permitido alcanzar la normalización económica, con la excepción de China, pero, como en toda crisis, se han generado diferentes desequilibrios. Podemos citar dos fundamentalmente:

- Economías más endeudadas.
- Inflación.

El origen de una economía más endeudada es el programa de estímulo fiscal sin precedentes, implementado por los diferentes gobiernos para aminorar los efectos de la pandemia, directamente o mediante avales para la deuda del sector privado.

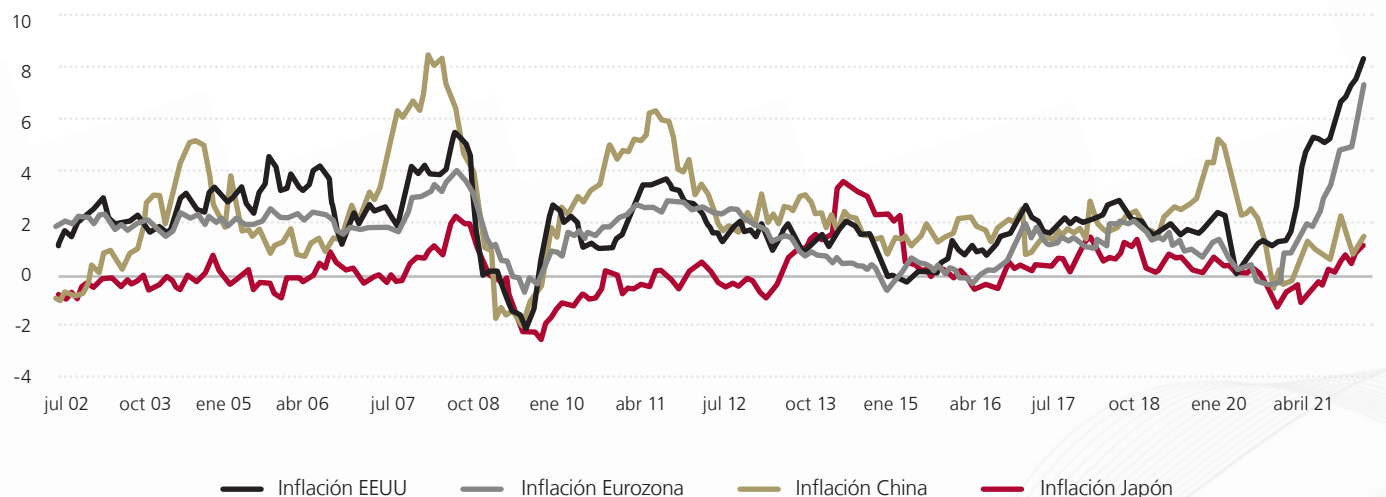
### Deuda Pública y Privada sobre PIB



Fuente: BIS - Bank for International Settlements (Banco Internacional de Pagos en Basilea) y elaboración propia abr22

El otro desequilibrio es la reaparición de la inflación, después de años donde la preocupación era la deflación.

### Inflación USA, Eurozona, China y Japón



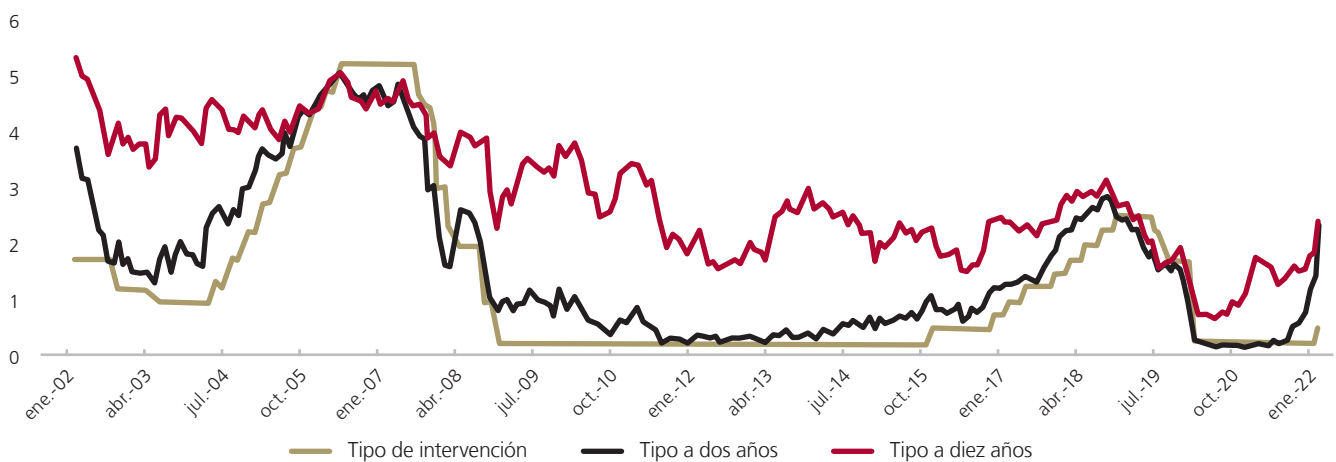
Fuente: Bloomberg y elaboración propia abr22

Se ha pasado de tasas de inflación bajas e incluso negativas, y con la preocupación de los bancos centrales de crear inflación, a la situación actual con niveles no vistos en décadas. Los motivos son diversos, desde la demanda embalsada hacia bienes, creando cuellos de botella o bien una oferta con ciertas rigideces motivada por la Covid, sin olvidarnos de la escalada de precios de las materias primas o la subida de los costes laborales. La invasión de Ucrania no ha hecho más que empeorar esta situación, al elevar el coste de las materias primas y los cuellos de botella en los productos exportados por Rusia, como el paladio, o Ucrania, como el grano o los gases nobles. Aunque esta inflación tenga carácter temporal se abre el riesgo de que se haga crónica, vía salarios y márgenes empresariales.

La respuesta de los bancos centrales ha sido dispar.

La Reserva Federal americana tiene dos mandatos: pleno empleo y una inflación media a lo largo del ciclo del 2 %. Actualmente la tasa de paro está en el 3,6%, cerca del mínimo histórico del 3,5 % marcado en febrero de 2020. Con el objetivo de pleno empleo satisfecho el problema viene por la inflación, que en marzo se situó en 8,5 %, máximos desde 1981. La respuesta de la Fed ha sido muy agresiva, al menos en su retórica.

### Curva de tipos



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Mar22

En la reunión celebrada en diciembre se aprobó acelerar el ritmo de reducción de compras netas de bonos para terminar en marzo en vez de junio. Recordamos que los programas de compras de activos eran de 120.000 M de \$ mensuales repartidos entre 100.000 M de \$ en bonos del tesoro americano y 20.000M de \$ en bonos hipotecarios. En la última reunión de marzo, subió un 0,25 % el tipo de intervención, y se descuenta que subirán otros 2,5 puntos a lo largo de 2022. Como podemos ver en el gráfico, los ciclos de subidas del tipo de intervención tienen reflejo en el resto de vencimientos.

El Banco Central Europeo tiene un único mandato, preservar la estabilidad de precios, que el organismo define, desde julio de 2021, como una inflación del 2 % de manera simétrica, que no es lo mismo que la inflación media que usa la Fed. La simetría permite alejarse temporalmente, por encima o por debajo, del nivel objetivo, dando flexibilidad al Banco Central Europeo para acomodarse a las condiciones económicas y financieras.

La inflación en la Eurozona se situó en el 7,5 % en marzo, nivel claramente superior al objetivo del 2 %. El Banco Central Europeo se marca una secuencia en la que debe finalizar los programas de compras de activos antes de subir tipos. El programa actual está compuesto por dos líneas de compras de activos:

- PEPP (Programa de Emergencia de Compras de la Pandemia): dotado con un importe de 1,85 billones de euros. Tras la última reunión del BCE (Banco Central Europeo) de diciembre se va a reducir hasta terminarlo en marzo de 2022.
- APP (Programa de Compras de Activos): con un volumen de 40.000, 30.000 y 20.000 M de euros en abril, mayo y junio. Reducido en tiempo en la reunión de marzo, ya que anteriormente se acababa en el último trimestre de este año. En la reunión de abril deja abierta la puerta para terminarlo en el tercer trimestre sin decidir en qué mes.

Las declaraciones de los responsables del BCE (Banco Central Europeo) apuntan a un inicio de las subidas en verano.

El Banco de Japón tiene como mandato de política monetaria, la estabilidad de precios con un objetivo de inflación del 2 % que se estableció en enero de 2013, aunque se ha mantenido lejos de este nivel e incluso ha estado luchando durante mucho tiempo para evitar la deflación.

La política monetaria del Banco de Japón se mantiene en la línea de tipos bajos y mantener políticas de financiación baratas. Mantiene los tipos de intervención sin cambios en terreno negativo, en -0,10 %, pero también actúa sobre la curva de tipos de interés, manteniendo el tipo de referencia a 10 años en torno al 0 %. Así como los tipos de interés de intervención se mantienen en terreno negativo al igual que en el Banco Central Europeo y a diferencia de la Reserva Federal americana, el control de curva que está realizando es exclusivo del Banco de Japón. Otro punto singular es que el Banco de Japón (BOJ) incluye en sus compras de activos la renta variable, lo que no han hecho ni en el Banco Central Europeo (BCE) ni Reserva Federal.

El Banco Central de China tiene unos objetivos más amplios y de carácter claramente diferenciado respecto a los anteriores. El objetivo es convertir al banco central en un banco de clase mundial para permitir el avance a través de la tecnología, impulsar el desarrollo a través de la innovación y mejorar el rendimiento a través de la transformación sin abandonar la ideología comunista. Todo se encuadra de manera temporal con objetivos en tres fechas, una de ellas ya cumplida:

2020: una vez se haya construido una sociedad moderadamente acomodada, el banco habrá consolidado su base de desarrollo.

2035: cuando se realice la modernización, el banco se habrá transformado en un banco de clase mundial.

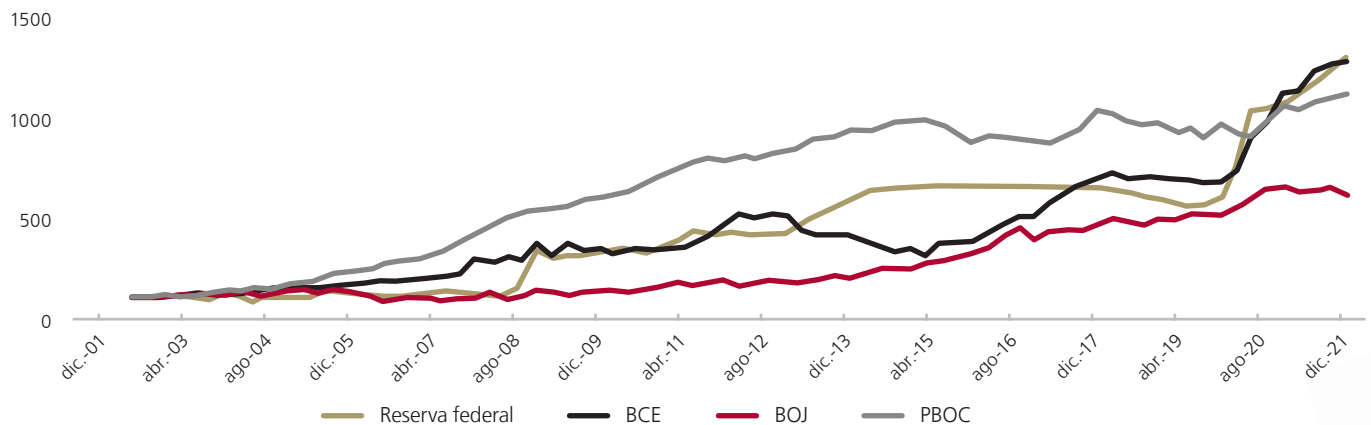
2050: el banco se habrá convertido en el tesoro financiero de un gran país socialista.

Con estos objetivos definidos, pero no cuantificables, el banco central tiene un margen muy amplio para actuar en política monetaria según la evolución de la economía.

Las condiciones económicas chinas son peores que las del resto de economías discutidas en esta nota debido a la forma de llevar a cabo su política de control de la Covid, a lo que se suma el viraje hacia un mayor control de la economía por parte del Partido Comunista y una crisis inmobiliaria que no se acaba de resolver.

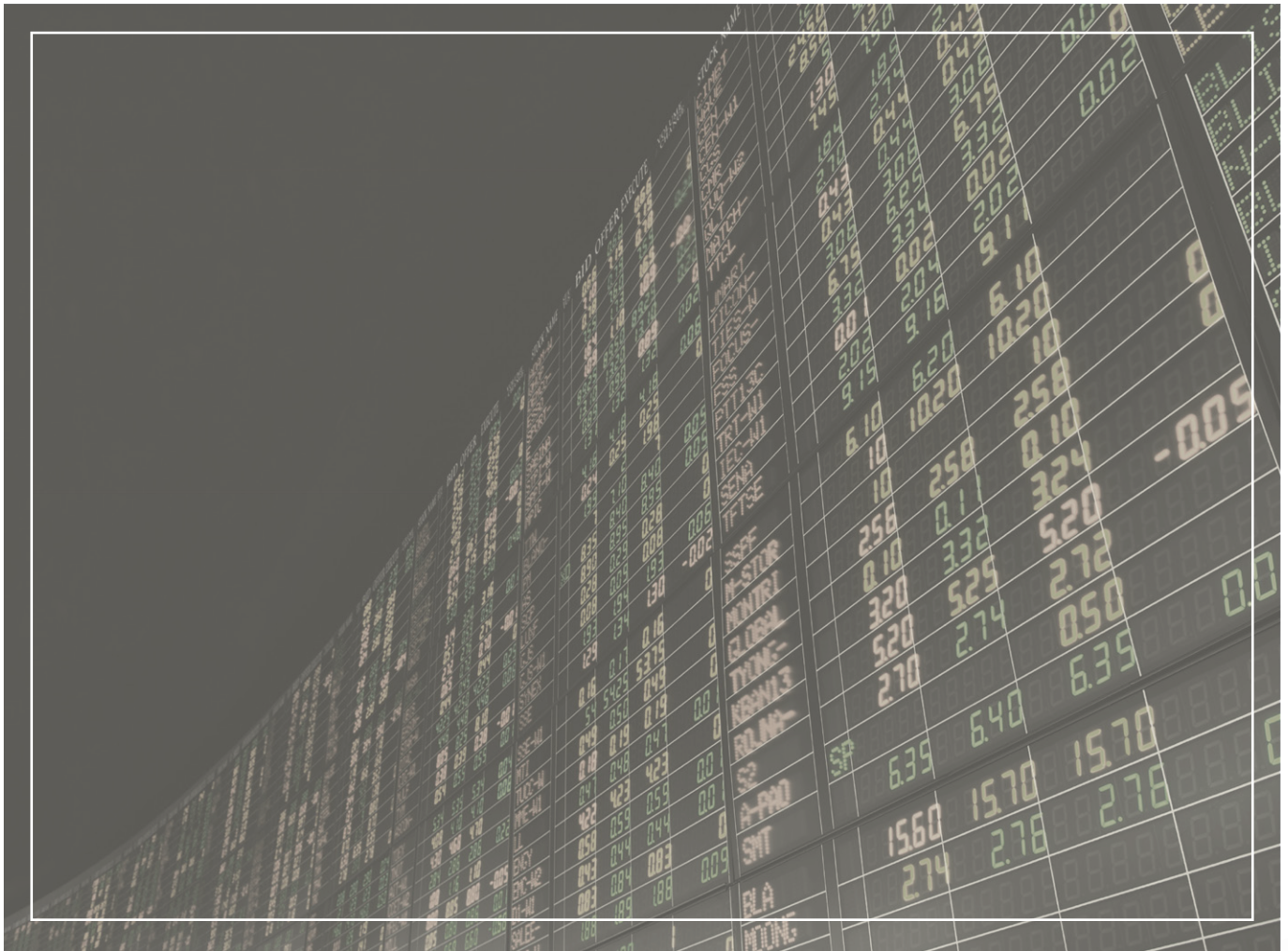
**En este caso el PBOC (People's Bank of China) está iniciando un nuevo ciclo de tipos de interés a la baja, a diferencia de los tres anteriores, con una reducción del tipo de interés hasta el 3,70 %, la segunda rebaja de los tipos desde abril de 2020.**

### Balance bancos centrales



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Ene22

Los diferentes momentos en que se encuentran las cuatro economías analizadas, dan lugar a políticas monetarias diferentes, aunque tengan objetivos similares. El ciclo económico difiere por zonas geográficas, pero el movimiento de los bancos centrales no es independiente, son vasos comunicantes, a través del impacto en divisas. El nuevo ciclo de política monetaria dará lugar a volatilidad en los mercados financieros, volatilidad que generará oportunidades de inversión.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.