



«Un IPC anual del 2% durante 10 años resulta en una pérdida acumulada de poder adquisitivo en un bono a este plazo de un 22%»

## Acreedores, deudores y horizonte de tipos de interés

A principios de julio el BCE anunció los resultados de la revisión de su estrategia de política monetaria. A grandes rasgos, **la nueva estrategia del BCE**, sigue la estela de la revisión realizada por la Reserva Federal de los Estados Unidos el pasado verano.

Más allá de las similitudes en la fijación del objetivo de **inflación en el 2% a medio plazo**, en el compromiso de simetría respecto al mismo y en el reconocimiento de que cuando la economía se encuentre en o cerca del límite inferior efectivo de los tipos de interés, el banco central tendrá que utilizar de forma enérgica y persistente todo su arsenal durante el tiempo necesario, la diferencia fundamental que separa al BCE de la Fed es que ésta pretende de forma explícita que la inflación sea superior al objetivo de forma temporal para compensar períodos pasados de inflación demasiado baja, mientras que para aquel sería una **consecuencia no buscada**.

Aunque este es un matiz muy importante, con sus connotaciones políticas en el área euro, el mensaje principal que hoy transmiten ambos bancos centrales es de persistencia en la provisión de estímulos monetarios extraordinarios mientras no se cumplan sus objetivos. Mientras que Estados Unidos se sitúa más cerca del momento en el que se cumpla el objetivo dual de la Fed, en el área euro este momento sigue pareciendo aún muy lejano.

En ambas economías estamos asistiendo a un **alza notable de la inflación en los últimos meses**. En Estados Unidos el dato de IPC de junio se elevó al 5,4%; en el área euro al 1,9%. La opinión de la mayoría de analistas y de los propios bancos centrales es que **en el alza actual de precios subyacen intensos desajustes producidos por la sucesión de un choque negativo de oferta y uno positivo de demanda inmediatamente posterior**. De ser así, todo apunta a su transitoriedad y no al inicio de un proceso inflacionista en el que el desplazamiento al alza de las expectativas de inflación de los agentes a medio plazo provoque una espiral alcista de precios-salarios. Como es lógico, y para evitar poner en duda su credibilidad, ambos bancos centrales (pero sobre todo la Fed dada la diferencia de grado en el momento cíclico de su economía) advierten que, si se considerara elevado el riesgo de inicio de un proceso inflacionista, actuarían de forma decidida retirando estímulos.

La consecuencia lógica de lo arriba planteado es la necesidad de mantenimiento de una posición de política monetaria muy acomodaticia por parte de los bancos centrales en el horizonte previsible, y como mínimo durante los próximos dos años. En todo caso, sí debiera haber cambios respecto al actual estado de máximo impulso monetario, iniciado tras la irrupción de la emergencia pandémica. Un banco central debe mantener en todo momento una proporcionalidad entre el grado de acomodación monetaria que aplica y los riesgos para el cumplimiento de su(s) objetivo(s). Y,

JOSÉ MANUEL AMOR es socio, director de Análisis Económico de Afi.  
Twitter: @JMAafi

aunque en los últimos dos meses la evolución de la **variante Delta de la COVID** actúa de recordatorio de que la vuelta a la normalidad será un proceso plagado de baches, sería natural que las autoridades monetarias fueran retirando parte del estímulo extra introducido desde el segundo trimestre de 2020. No tardaremos en tener anuncios en este sentido por parte de la Reserva Federal. No parece de todo claro que vaya a ser en el simposio de bancos centrales de Jackson Hole a finales de agosto, pero en todo caso no se debería retrasar más allá del FOMC de finales de septiembre. En el caso del BCE, habrá que esperar algo más, posiblemente hasta el primer trimestre de 2022.

Otro condicionante o restricción que limita una salida rápida de posiciones muy acomodaticias de política monetaria radica en el endeudamiento récord que arrastran gobiernos y el sector corporativo. En gran medida, la capacidad de ambos sectores institucionales de refinanciar y gradualmente licuar este endeudamiento (en relación al PIB) depende del mantenimiento de tipos de interés reales muy bajos.

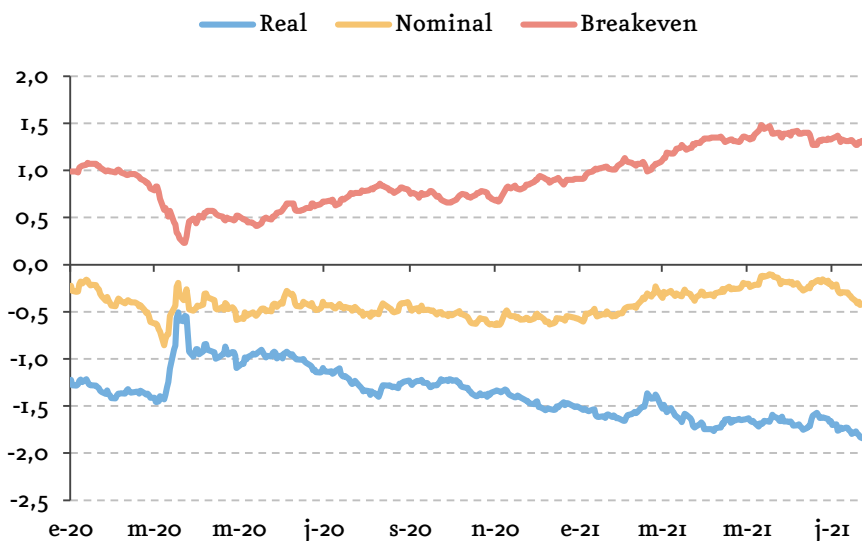
En esta tesitura, **especular con una retirada abrupta de estímulos monetarios parece poco razonable**. Así lo está leyendo el mercado, que ha hundido los tipos reales (los que cotizan los bonos ligados a la inflación) a nuevos mínimos, al tiempo que ha rever-

tido en gran medida el alza de la prima por plazo por invertir en deuda a largo plazo, variable que se mueve al albur de la incertidumbre (asimilable a la volatilidad esperada) sobre la propia inflación y el nivel de llegada de los tipos de interés de intervención a largo plazo.

La persistencia en el tiempo de esta configuración de los tipos de interés es muy positiva para los deudores y muy negativa para bonistas y depositantes -los acreedores-. Las posiciones en liquidez y bonos nominales a medio y largo plazo, una vez ajustados por una inflación cercana o ligeramente superior al objetivo de los bancos centrales, se enfrentan a una pérdida de poder adquisitivo intensa en próximos años. **Un IPC anual del 2% durante 10 años resulta en una pérdida acumulada de poder adquisitivo en un bono a este plazo de un 22%.**

Aunque hay muchas (y muy notables) diferencias, el eco de los años 40 del siglo pasado en Estados Unidos resuena con fuerza entre inversores y analistas. Entonces la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés nominales a lo largo de la curva de forma recurrente por debajo de la inflación, favoreciendo la acomodación gradual del fuerte aumento de deuda pública incurrido durante la Segunda Guerra Mundial. Por el momento y en el horizonte previsible, los deudores salen ganando, y los depositantes y bonistas (en deuda nominal), perdiendo ::

### Breakeven de inflación, tipos de interés real y nominal a 10 años en Alemania



Fuente: Afi, Bloomberg