

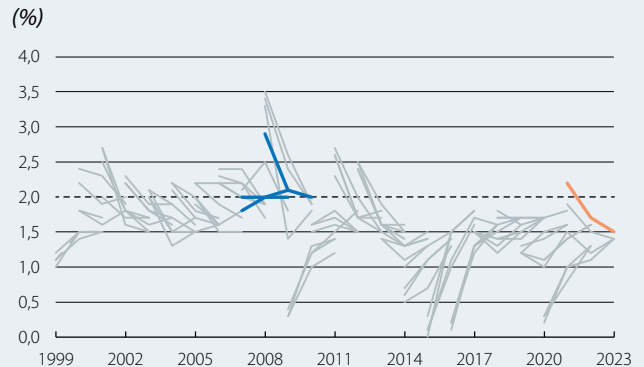
Complirà el BCE el seu nou objectiu d'inflació?

El BCE va modificar l'estratègia de política monetària al juliol, després de 18 anys sense fer-ho. A més a més, ho va fer ajustant l'objectiu d'inflació: va abandonar el borrós objectiu de «per sota, però a la vora, del 2%» per un «simètric 2%», que deixa molt menys marge d'error en la seva interpretació. Així mateix, per combatre l'efecte asimètric que té l'*effective lower bound* (s'estima que el tipus d'interès mínim que pot oferir el banc central se situa al voltant del -1,0%), el BCE va deixar clar que tolerarà desviacions de la inflació per damunt de l'objectiu. Amb aquest canvi, pretén donar resposta a fenòmens estructurals que han canviat el marc en què opera: la caiguda dels tipus d'interès d'equilibri i de les expectatives d'inflació.¹

Adicionalment al canvi en l'objectiu d'inflació, el BCE va modificar l'orientació futura dels tipus d'interès (*forward guidance*). Amb anterioritat, el BCE havia indicat que no apujaria els tipus d'interès fins que, a l'horitzó de les seves projeccions (tres o quatre anys vista, en funció del trimestre de les projeccions), no s'observés una convergència cap a nivells per sota, però a la vora, del 2%. Ara, amb la nova *forward guidance*, perquè el BCE apugi els tipus d'interès, serà necessari que es compleixin tres condicions: (i) s'haurà de projectar una inflació en el 2% l'any anterior al final de l'horitzó de les projeccions; (ii) la inflació s'haurà de mantenir en aquest nivell fins al final de les projeccions, i (iii) les pressions inflacionistes (inflació subjacent o augments salarials, entre altres indicadors) observades en el moment d'apujar els tipus d'interès hauran de ser coherents amb l'objectiu d'inflació a mitjà termini. Aquestes noves condicions per poder apujar els tipus d'interès són més exigents que les anteriors. De fet, des del 2002, només s'han projectat en tres ocasions unes projeccions d'inflació coherents amb aquestes condicions, marcades en blau al primer gràfic.

Malgrat aquesta major exigència per apujar els tipus, els mercats financers ja anticipen una pujada dels tipus d'interès oficials el 2023 (segons els implícits de mercat), mentre que, abans de l'anunci de la revisió estratègica, la primera pujada se situava al final del 2024.² Aquest moviment ha anat acompanyat d'un augment en les expectatives d'inflació (tant les basades en cotitzacions financeres com les basades en enquestes), motivat, al seu torn, pel vigor de la recuperació econòmica, pels colls d'ampolla en l'oferta, pel repunt dels preus de l'energia i, fins i tot, pel propi canvi en l'estratègia del BCE. D'una banda, les expectatives d'inflació cotitzades als mercats financers mitjançant *swaps* se situen ja en nivells superiors als previs a la

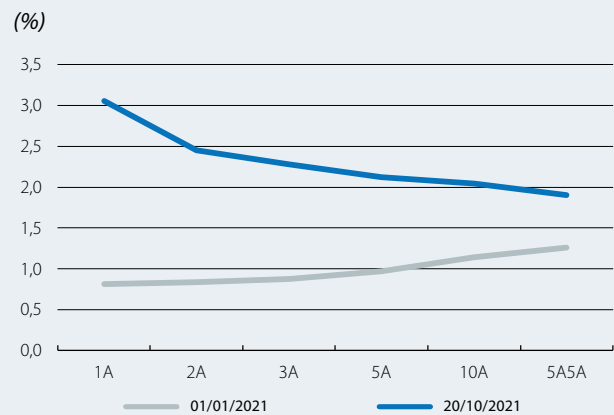
Projeccions d'inflació del BCE i nova forward guidance



Nota: En blau marquem les úniques vegades que les projeccions del BCE han estat coherents amb la possibilitat d'apujar els tipus d'interès oficials segons l'orientació futura actual i en taronja, les últimes previsions del setembre del 2021.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Zona de l'euro: expectatives d'inflació als mercats financers



Nota: Swaps d'inflació a diferents venciments.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

pandèmia i, sobretot en el tram curt d'aquesta corba, se situen per damunt del 2%. De l'altra, entre les basades en enquestes, la que el BCE realitza a experts en previsió econòmica (SPF, per les sigles en anglès) atorga més probabilitats al fet que la inflació a llarg termini se situï en nivells superiors al 2% (vegeu el tercer gràfic). Ara bé, quins elements ens podrien dur a aquest escenari de major inflació?

Alguns canvis estructurals de l'economia iniciats en els últims anys són de naturalesa inflacionista (per exemple, l'eventual reculada en la globalització o la transició cap a una economia descarbonitzada), però també elements conjunturals podrien dur l'economia a situar-se en aquest escenari contemplat per l'SPF i per les cotitzacions financeres i empènyer a l'alça la inflació a mitjà termini. En concret, els colls d'ampolla que s'observen en les cadenes de producció de diverses indústries i el repunt dels preus energètics podrien tenir efectes de segona ronda sobre la inflació.

1. Per a més detalls sobre la motivació d'aquesta revisió estratègica, vegeu «[BCE i Fed: dos mandats, un objectiu](#)», a l'IM02/2020.

2. Fins i tot, en alguns moments de l'estiu, els implícits van arribar a situar la primera pujada de tipus del BCE el 2026.

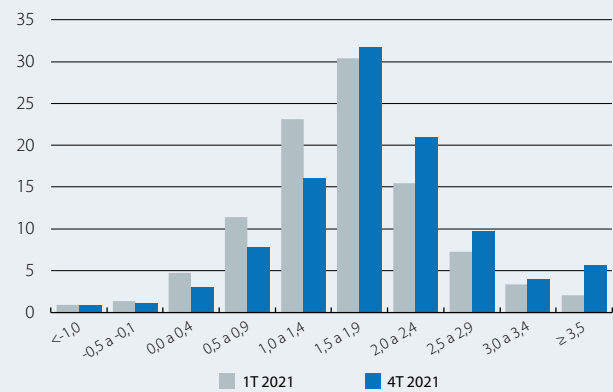
Ara com ara, l'impacte d'aquests dos elements sobre la inflació de la zona de l'euro és moderat, en el cas dels colls d'ampolla, i limitat al component energètic, en el cas del repunt del preu de l'energia. No obstant això, diversos analistes i el BCE mateix consideren que aquests elements, malgrat que tinguin una naturalesa transitòria, podrien persistir a través dels efectes de segona ronda. A tall d'exemple, a l'últim gràfic veiem com un augment dels preus de producció dels béns no energètics similar al viscut el 2021 pot arribar a empènyer el preu del component dels serveis, amb un pes del 45% i del 61% de la cistella general i subjacent de l'IPC, respectivament, fins a 0,8 p. p. en dos anys.³

Però no és solament a dos anys vista que al BCE li interessa veure la inflació més a la vora del 2%: ho desitjaria veure més a mitjà termini. Cal recordar que un dels problemes de fons de l'economia prepanidèmia europea ha estat el de la inflació baixa, de manera que entrar en un nou escenari d'inflacions més altes podria arribar fins i tot a ser desitjable des del punt de vista del BCE. De fet, sempre que les expectatives d'inflació a llarg termini es mantinguin ancorades al voltant del 2% i que les taxes d'inflació més elevades tinguin origen en una recuperació de la demanda, el BCE podria rebre aquestes notícies com a positives.

I és que, en els últims anys, tant els participants dels mercats financers com els analistes apuntàvem a la primera pujada de tipus del BCE de forma més aviat prematura i, de forma sistemàtica, l'hem anat ajornant. Amb la corba de Phillips mig adormida, hi havia pocs elements sobre els quals basar el repunt de la inflació de la zona de l'euro i la consegüent pujada dels tipus d'interès. Ara, malgrat que el BCE ha endurit les condicions per dur a terme una pujada dels tipus d'interès, hi ha més elements sobre els quals basar la idea que la inflació a mitjà termini se situï en el 2% i el BCE pugui, després de més d'una dècada sense fer-ho, apujar els tipus d'interès.

Ricard Murillo Gili

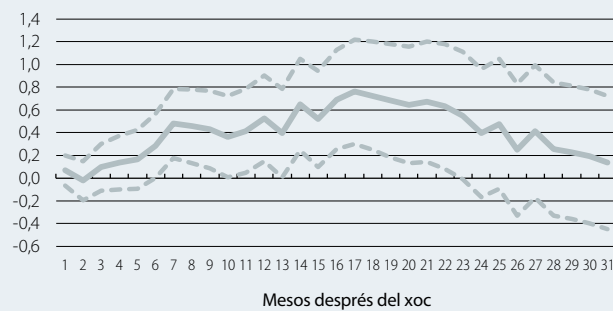
Zona de l'euro: expectatives d'inflació a llarg termini del Survey of Professional Forecasters
Probabilitat (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Zona de l'euro: resposta del component dels serveis a un repunt dels preus de producció *

Impacte sobre la variació interanual (p. p.)



Nota: * Augment de l'índex de preus de producció sense béns energètics de 6 p. p., en línia amb l'observat en el 3T 2021. Les línies discontinues mostren un interval de confiança del 95%.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

3. Per al cas dels preus energètics, hem realitzat un exercici similar i veiem com l'augment del component energètic de l'IPC també es trasllada al component dels serveis, malgrat que en menor quantia.