

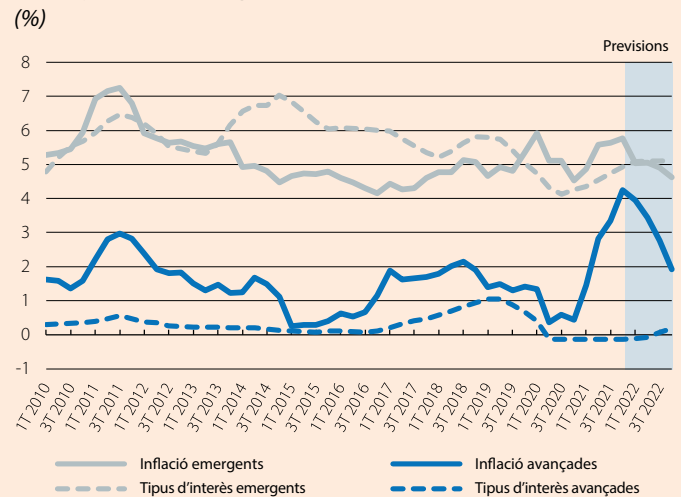
La resposta dels bancs centrals al rebot de la inflació (i la no resposta del BCE)

El 2021, la inflació ha assolit cotes no vistes en molts anys a la majoria de les economies, tant avançades com emergents. Per exemple, ens hem de remuntar al 1990 per trobar una inflació nord-americana superior al 6,2% a l'octubre, mentre que, a la zona de l'euro, el 4,9% del novembre és el màxim des de l'inici de la sèrie. Aquest fenomen està centrant el debat econòmic, principalment, per les implicacions que té per a la política monetària. La nostra visió, compartida amb els principals bancs centrals, és que els elements que expliquen aquestes elevades taxes d'inflació són de naturalesa transitòria i s'haurien de suavitzar al llarg del 2022.

Què explica el rebot de la inflació?

D'una banda, els preus energètics globals han crescut amb molta força i expliquen la major part de l'augment de la inflació. La causa principal ha estat una tempesta perfecta al mercat del gas, provocada per diversos factors, com temperatures més fredes de l'habitual, falta de vent, menor generació hidroelèctrica, altres disrupcions puntuals en l'oferta de gas a diversos països i un augment de la demanda de gas, sobretot a la Xina. Aquests factors, aïlladament, haurien tingut un impacte petit sobre el preu d'aquest combustible fòssil, però, conjuntament, han dut el preu del gas a augmentar el +350% des de l'inici d'enguany. Aquest increment ha empès a l'alça el preu de l'electricitat a la majoria de països, una tendència que, per la seva magnitud i per la seva persistència, ha acabat afectant també els altres combustibles fòssils, com el petroli i el carbó. Les cotitzacions dels mercats financers anticipen que aquesta situació es podria allargar encara uns mesos més, però que, amb el final de l'hivern i amb la reducció estacional de la demanda, ens trobarem amb uns mercats energètics menys tensionats.

Inflació i tipus d'interès a les economies avançades i emergents



Notes: Previsions d'inflació pròpies. Per als tipus d'interès, utilitzem els tipus d'interès implícits als mercats financers, quan és possible, i el consens d'analistes de Bloomberg.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de l'FMI.

El desajustament entre la demanda i l'oferta de molts béns, visible en els colls d'ampolla provocats pel fort creixement de la demanda a nivell global, és un segon element que també pressiona a l'alça els preus.¹ Malgrat que la incertesa és elevada, tot fa pensar que aquesta dinàmica persistirà encara diversos mesos i que pot mantenir la inflació elevada durant la primera meitat de l'any, però s'hauria d'atenuar al llarg del 2022, a mesura que l'oferta es normalitzi i que la demanda embassada s'esgoti. Així i tot, l'aparició de noves variants del virus amb mutacions, com l'òmicron, és un risc latent que podria intensificar els colls d'ampolla.

Els bancs centrals posen fil a l'agulla...

Arran de l'augment de preus, diversos bancs centrals ja han començat a retirar els estímuls monetaris desplegats després de l'esclat de la pandèmia. En concret, en nombroses economies emergents, les autoritats monetàries ja han començat a pujar tipus, en tractar-se de països on la transmissió dels preus energètics i d'altres primeres matèries a la inflació sol ser més directa pel major pes d'aquests elements en la cistella de la inflació. Així, el 2021, els bancs centrals de Rússia, del Brasil o de Polònia han pujat els tipus d'interès en 5,75 p. p., en 3,25 p. p. i en 1,15 p. p., respectivament, i s'espera que, el 2022, continuïn mantenint el cicle de pujades de tipus. A les economies desenvolupades, els augments de tipus han estat més continguts i selectius, i només els bancs de Noruega, de Nova Zelanda i de Corea del Sud han pujat els tipus (en 0,25 p. p.).

Creiem que el 2022 serà l'any de la retirada dels estímuls monetaris i dels augments de tipus d'interès per part de la majoria de bancs centrals, tant a les economies avançades com a les emergents, sempre que les noves variants del virus ho permetin. Així, els mercats financers anticipen quatre pujades de tipus per part del Banc d'Anglaterra i del Banc del Canadà, tres per part del Banc d'Austràlia i fins a set per part del Banc de Nova Zelanda. De la Reserva Federal s'esperen dues pujades de tipus de 0,25 p. p., en línia amb les nostres previsions, mentre que, a Frankfurt, tal com ho expliquem tot seguit, no s'anticipen canvis en els tipus d'interès.

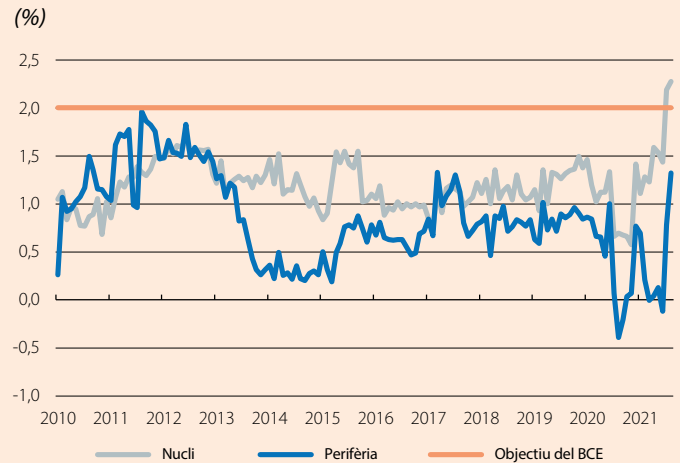
1. Per a més detalls, vegeu l'article «Colls d'ampolla: del per què? al fins quan?», al Dossier d'aquest mateix Informe Mensual.

... tot i que el BCE va a un altre ritme

Com ja ho hem comentat en un article recent,² l'economia de la zona de l'euro es troba, juntament amb la del Japó, en un punt del cicle econòmic diferent al de la resta de les economies esmentades més amunt. La seva inflació subjacent, que exclou el component energètic i el d'aliments, es troba en el 2,6%, lluny del 4,8% de Nova Zelanda o del 4,6% dels EUA. A una inflació subjacent molt heterogènia entre països, que, a les economies del nucli, se situa clarament per damunt de les de la perifèria (vegeu el segon gràfic), cal sumar una altra particularitat: l'efecte de base de la rebaixa temporal de l'IVA a diversos països durant la segona meitat del 2020. Aquest factor està situant la inflació actual (tant general com subjacent) en taxes artificialment més elevades del que li correspondrien, quelcom que deixarà de succeir al gener del 2022.

En aquest context, el BCE insisteix que el rebot de la inflació és transitori i que no actuarà per contrarestar-lo mentre continuï creient que els efectes de segona ronda³ seran moderats i mentre els elements exposats més amunt s'esvaeixin durant el 2022. Més encara, després de la revisió estratègica i del canvi en la *forward guidance* que el BCE va proposar al juliol, amb l'objectiu d'inflació del 2% a mitjà termini, és molt improbable que vegem una pujada de tipus abans del final del 2023.

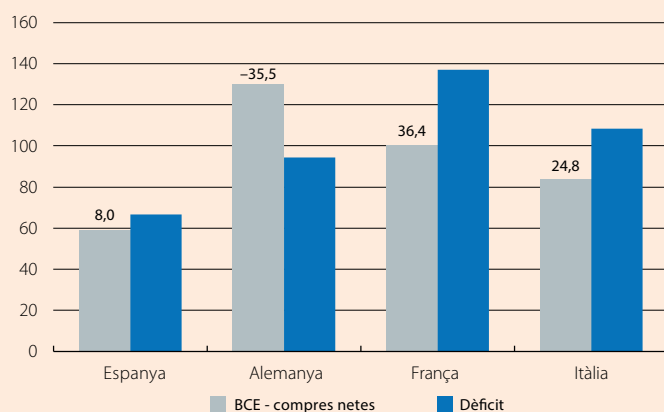
Zona de l'euro: inflació subjacent



Notes: Els països del nucli són: Àustria, Bèlgica, Finlàndia, França, Alemanya, Luxemburg i els Països Baixos. A la perifèria tenim: Xipre, Estònia, Grècia, Irlanda, Itàlia, Letònia, Lituània, Malta, Portugal, Eslovàquia, Eslovènia i Espanya. Ponderem cada economia en funció de la dimensió del PIB.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: necessitats de finançament el 2022

(Milers de milions d'euros)



Notes: Assumim que el BCE adquireix, durant el 1T 2022, 150.000 milions d'euros sota el PEPP i 60.000 sota l'APP. Fins al final de l'any, adquireix 360.000 milions sota l'APP, la qual cosa comporta, en el conjunt del 2022, unes compres netes de 570.000 milions d'euros. La dada que es mostra damunt les barres grises és la quantitat d'emissió neta de deute que el BCE no arribaria a cobrir.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i del BCE.

Així i tot, el BCE no és aliè a les dinàmiques inflacionistes globals, i, juntament amb el fet que l'economia de la zona de l'euro assolirà el nivell de PIB previ a la pandèmia en el 1T 2022, creiem que també retirarà una part dels estímuls monetaris el 2022. En concret, estímul que les compres netes d'actius se situaran, el 2022, al voltant dels 570.000 milions d'euros,⁴ un volum molt considerable, tot i que siguin 520.000 milions menys que les realitzades el 2021, un any encara molt condicionat per la pandèmia. Aquestes compres, juntament amb les reinversions dels actius al seu venciment, permetran al BCE mantenir un entorn financer acomodatiu, amb el qual podrà donar suport al creixement econòmic i continuar cobrint les necessitats de finançament dels Estats membres. Cal destacar, a més a més, que, el 2022, els límits d'emissor no seran una restricció tan preocupant com ho eren en el món pre-pandèmia, perquè, amb l'augment del deute públic després de l'esclat de la pandèmia, el BCE té marge per mantenir el ritme de compres que preveiem fins al final del 2023 sense superar-los.

Tot aquest escenari, però, està subjecte a molta incertesa. Les noves variants del virus, com l'òmicron, continuaran pesant en la balança de riscos del BCE i, juntament amb la inflació, podrien condicionar l'activitat econòmica del 2022.

Ricard Murillo Gili

2. Vegeu el Focus «Sobre la normalització de la política monetària», a l'IM10/2021.

3. És a dir, com les taxes d'inflació elevades en el present es poden traduir en taxes d'inflació més elevades en el futur. Alguns estudis apunten al fet que els efectes de segona ronda han perdut rellevància en els últims anys, tot i que és cert que la particularitat de la crisi i de la recuperació econòmica provocada per la COVID-19 pot capgirar aquesta dinàmica. Vegeu, per exemple, Borio, C., *et al.* (2021), «Second-round effects feature less prominently in inflation dynamics».

4. En concret, creiem que les compres netes sota el PEPP durant el 1T seran a un ritme menor que l'observat en l'últim trimestre del 2021 i s'aturaran al març. Creiem que, llavors, l'APP guanyarà importància i les compres netes mensuals podrien passar dels 20.000 milions d'euros actuals als 40.000 milions. A més a més, s'especula que el BCE pugui afegir una certa flexibilitat a les compres d'actius de l'APP i que, en lloc d'anunciar un ritme de compres mensual, anunciï un objectiu de compres a realitzar en el conjunt de l'any.