

La pujada de tipus a la zona de l'euro, a examen

La inflació a la zona de l'euro continua patint el doble impacte que representen la guerra a Ucraïna i l'agreujament dels colls d'ampolla a la Xina per la seva política de COVID zero. La persistència d'aquests factors explica que la inflació continuï batent rècords (vegeu el primer gràfic) i que encara no es puguin descartar registres més alts en els propers mesos. En conseqüència, les expectatives d'inflació s'han anat ajustant a l'alça en els últims mesos; per exemple, des del mes de gener, la nostra previsió de la inflació general al desembre del 2022 per a la zona de l'euro s'ha revisat gairebé en 5,0 p. p., fins a valors pròxims al 6,0%.

Atesa aquesta conjuntura, cada vegada hi ha més pressió perquè el BCE comenci a apujar els tipus d'interès, quelcom que no succeeix des del 2011. No obstant això, en el context actual de desaceleració econòmica amb multitud de riscos a la baixa, és desitjable que el BCE comenci a normalitzar la política monetària en els propers mesos? Seria millor esperar que el creixement econòmic es recuperés?

Beneficis de la pujada dels tipus d'interès

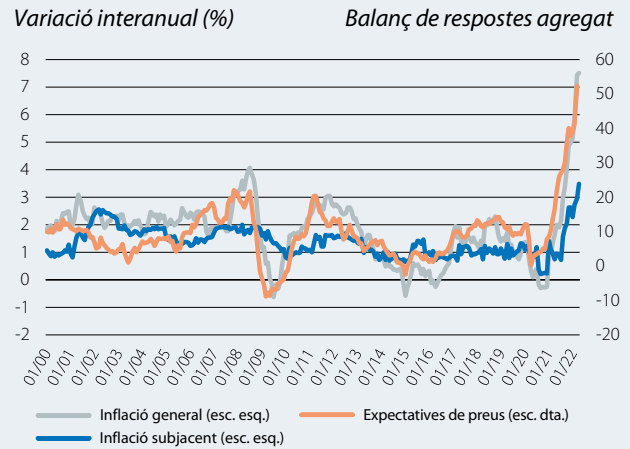
La teoria econòmica ens diu que les pujades de tipus frenen el creixement del consum i de la inversió i, en conseqüència, redueixen l'avanç de la demanda interna, la qual cosa ajuda a controlar les pressions inflacionistes i, en el context actual de forta pujada dels preus de l'energia i d'altres primeres matèries, facilitaria l'ancoratge de les expectatives d'inflació.

Aquest ancoratge de les expectatives és fonamental per evitar que xocs inflacionistes com l'actual produeixin efectes indesitjats de segona ronda que intensifiquin i cronifiquin la pujada dels preus. En els últims mesos, hem assistit a un increment important de les expectatives d'inflació, tant als mercats financers (els *swaps* de la zona de l'euro descompten inflacions al voltant del 5% en els dos pròxims anys), com entre els consumidors i els empresaris, amb unes expectatives de pujades de preus a curt i a mitjà termini en màxims històrics. Tot i que, en el cas europeu, encara no s'està veient una materialització d'aquests efectes de segona ronda, és un risc que cal tenir en compte.¹

D'altra banda, cal assenyalar que el relaxament de les condicions monetàries a la zona de l'euro és un procés que fa anys que dura: l'esclat de la crisi financera el 2008 va obligar a adoptar importants estímuls monetaris per pal·liar-ne els efectes, estímuls que, fins i tot, es van haver de reforçar per evitar que la crisi del deute sobirà del 2010 provoqués la ruptura de l'euro. De fet, l'índex de condicions

1. Vegeu el Dossier «La resposta dels salaris a l'augment de la inflació», a l'IM05/2022.

Zona de l'euro: IPCH i expectatives de preus



Nota: La sèrie de balanç de respostes agregat es calcula a partir de les expectatives de preus dels consumidors i dels sectors de manufactures, serveis i detallista publicades per la Comissió Europea i que recullen la diferència entre el percentatge que anticipa pujades i el percentatge que espera caigudes en els preus finals.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: índex de condicions monetàries

Índex (0 = gener 1999)



Nota: Els valors positius i negatius mostren unes condicions monetàries tensionades i laxes, respectivament.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

monetàries elaborat per la Comissió Europea² apunta al fet que les condicions actuals de la política monetària són les més laxes des de la creació de l'euro (vegeu el segon gràfic), la qual cosa augmenta el risc de formació de bombolles en determinats mercats financers.³

En aquest sentit, un informe recent de l'European Securities and Market Authority (ESMA)⁴ es fa ressò de l'evolució seguida pel sector immobiliari a la zona de l'euro des de l'inici de la pandèmia: els preus de l'habitatge han pujat

2. Aquest índex es calcula com una mitjana ponderada del tipus d'interès real a curt termini i del tipus de canvi efectiu real en relació amb el seu valor en un període base.

3. Recordem les conseqüències de l'esclat de la bombolla de les *puntcom* al començament dels anys 2000 i el de les hipoteques *subprime* el 2008, que va arrossegar l'economia mundial a l'anomenada Gran Recessió.

4. Vegeu «Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System», març del 2022.

gairebé el 16%, amb un comportament molt heterogeni per països. L'ESMA també es mostra preocupada per les conseqüències de la ràpida expansió del mercat de les criptomonedes. Aquesta inquietud cobra sentit si tenim en compte que, d'ençà que va marcar màxims de capitalització, amb més de 3,2 bilions de dòlars al novembre de l'any passat, el mercat de les criptomonedes ha patit ja un ajust del 60%.

Costos de la pujada dels tipus d'interès

Ja hem assenyalat que la teoria econòmica estableix que les pujades de tipus afecten negativament la demanda interna. Per valorar l'impacte que pot tenir el canvi en les expectatives dels tipus d'interès que s'ha produït en els últims mesos, introduïm en el model de CaixaBank Research per a la zona de l'euro⁵ la diferència entre la corba d'implícits de l'euríbor a 12 mesos del 13 de maig del 2022 i la del 31 de desembre del 2021, abans del notable ajust a l'alça en les expectatives del mercat (vegeu el tercer gràfic). Si es fessin realitat les expectatives del mercat d'uns tipus d'interès més alts, el creixement de la zona de l'euro es podria retallar en 0,2 p. p. el 2022, en 0,7 p. p. el 2023, en 0,5 p. p. el 2024 i en 0,2 p. p. el 2025 en relació amb el nostre escenari central (vegeu el quart gràfic). Per components, l'impacte sobre el consum seria similar al que es produiria per al PIB, mentre que la inversió seria el component més afectat, ja que el seu creixement es podria veure retallat en 1,1 p. p. el 2023 i el 2024 i en 0,5 p. p. el 2025 en relació amb l'escenari central. Per la seva banda, l'impacte sobre la creació d'ocupació seria força més reduït, al voltant de 0,2 p. p. menor que en l'escenari central com a mitjana dels tres pròxims anys.^{6,7}

Conclusió

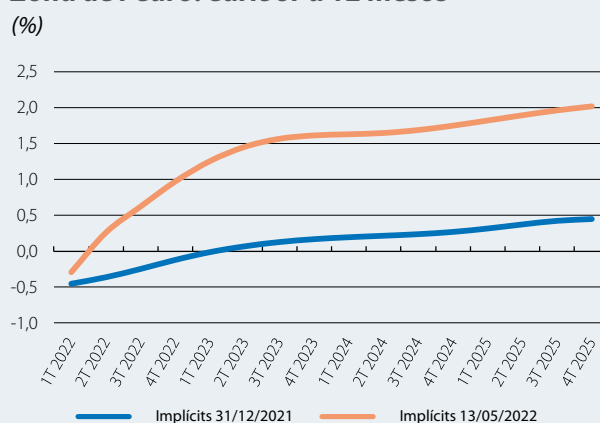
El BCE s'enfronta a la disjuntiva d'apujar els tipus d'interès, a costa de refredar la demanda interna, en un moment en què l'enduriment dels colls d'ampolla i, sobretot, les con-

5. Es tracta d'un model d'equilibri general que, a curt termini, està determinat per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen. Per a més detalls, vegeu Llorens, E. (2021), «Model semiestructural de CaixaBank Research per a la zona de l'euro», Document de Treball de CaixaBank Research, 02/21.

6. La resposta de les diferents variables a un xoc monetari estàndard (100 p. b. en impacte) en el nostre model és molt similar a la trobada en els models de referència. Per a més detalls sobre aquests últims, vegeu Smets, F. i Wouters, R. (2002), «An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area», i Angelini, E. et al. (2019), «Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area», European Central Bank Working Paper Series.

7. Més enllà de l'impacte sobre l'economia real, les pujades de tipus també pressionen a l'alça les rendibilitats dels bons sobirans, és a dir, els interessos que paguen els països per emetre deute. No obstant això, les rendibilitats del deute i les primes de risc se situen, encara, en referències força baixes en termes històrics. Així mateix, el BCE ja ha assenyalat que, quan cessin les compres netes d'actius, podria gestionar de manera flexible les reinversions dels actius que vagin venent i, fins i tot, podria dissenyar nous instruments per garantir que la política monetària es transmeti correctament, i això és tranquil·litzador per als països amb elevades ràtios de deute.

Zona de l'euro: euríbor a 12 mesos

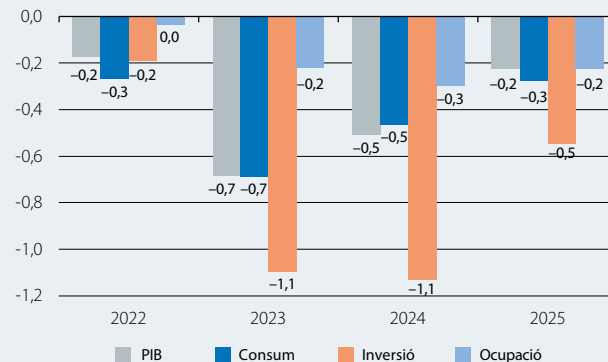


Nota: En la sèrie d'implícits del 13 de maig del 2022, les dades fins a l'abril corresponen a l'euríbor a 12 mesos històric.

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

Zona de l'euro: resposta macroeconòmica a l'augment en els tipus d'interès

Impacte sobre el creixement anual (p. p.)



Nota: Les sèries del PIB, del consum i de la inversió es mostren en termes reals.

Font: CaixaBank Research, a partir del «Model semiestructural de CaixaBank Research per a la zona de l'euro», Document de Treball, 02/21.

seqüències de la guerra a Ucraïna ja estan passant factura a l'activitat de la zona de l'euro. Cal tenir en compte que, amb les actuals expectatives de mercat, el cost en termes de creixement econòmic de normalitzar els tipus d'interès és moderat, i encara és factible assolir ritmes de creixement per damunt del 2,0% enguany i l'any vinent.⁸ A més a més, començar a apujar els tipus ajudaria a contenir les expectatives d'inflació a mitjà termini i reduiria el risc de bombolles. Aquesta lectura és la que, pel que sembla, està fent el BCE, i tot fa pensar que començarà a apujar els tipus d'interès de manera gradual en els pròxims mesos.⁹ De fet, no actuar ara podria implicar haver d'apujar-los molt més en el futur.

Eduard Llorens i Jimeno i Rita Sánchez Soliva

8. Suposem un escenari en què la guerra a Ucraïna no s'estén geogràficament i en què Rússia no talla totalment el subministrament de gas a la zona de l'euro.

9. Christine Lagarde, en una entrada al Blog del BCE (23 de maig), va comunicar que espera que les compres netes sota l'APP acabin al començament del 3T, la qual cosa permetria una primera pujada dels tipus d'interès al juliol i sortir de les taxes d'interès negatives al final del 3T.