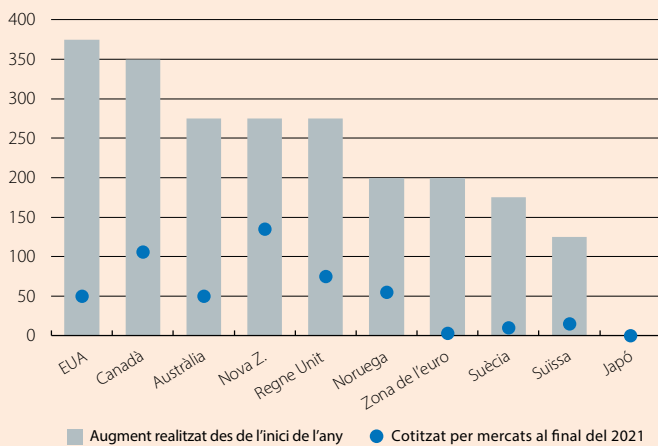


## Hi ha llum al final del túnel? Perspectives per a la política monetària el 2023

El 2022 serà recordat no solament per la intensificació i per la persistència de les pressions inflacionistes, sinó també pel gir contundent en la direcció de la política monetària, un punt d'inflexió que va posar fi a més d'una dècada de tipus baixos i de polítiques ultracomodatícies.

### Pujades de tipus oficials anunciades del gener al novembre del 2022

(p. b.)



Notes: Dades a 7 de novembre. Expectatives de mercats segons els implícits de la corba d'OIS swaps.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

cicle al maig en el cas de la Fed i al setembre en el del BCE, situació coherent amb unes pujades addicionals de 125 p. b., fins al 5,0%, i de 150 p. b., fins al 3,0%, respectivament. Fins i tot, en el cas del Banc d'Anglaterra, s'espera que el tipus oficial assolixi el pic, al voltant del 4,75%, durant l'estiu.

D'altra banda, en el cas de la Fed, els implícits cotitzen les primeres baixades de tipus a partir del setembre, al mateix temps que, en el del BCE, els tipus es projecten estables el 2023 i amb modestes retallades el 2024, en línia amb les previsions centrals de CaixaBank Research. A les dues regions, però, és important assenyalar que els tipus oficials es mantindran, probablement, en terreny restrictiu, és a dir, per damunt del nivell estimat com a neutral (el que no estimula ni contreu l'economia), si més no fins al final del 2025 (vegeu el segon gràfic), tot i que hi ha molta incertesa sobre on es puguin situar realment aquests nivells estructurals.

Diversos factors justifiquen aquestes expectatives que el final de les pujades de tipus es produirà el 2023. En primer lloc, els efectes de l'enduriment monetari dut a terme fins ara s'haurien de tornar més palpables al llarg del 2023, ja que el seu impacte sobre l'economia no és immediat. I és que, segons les estimacions dels models econòmics convencionals, una pujada de tipus de 100 p. b. a la zona de l'euro se sol associar a un impacte màxim sobre el nivell del PIB al cap de 12-24 mesos entre el 0,7% i el 0,9%.<sup>1</sup> Així, la magnitud de les pujades ja realitzades el 2022 implicaria el 2023 un creixement del PIB de la zona de l'euro entre 1,0 p. p. i 1,5 p. p. inferior a l'esperat sense l'en-

I és que, fins al principi de novembre, els bancs centrals dels països avançats han aprovat, de mitjana, pujades dels tipus oficials d'aproximadament 300 p. b., l'ajust més agressiu des de la dècada del 1980 i que supera, amb escreix, el que cotitzaven els tipus implícits als mercats financers a l'inici de l'any (vegeu el primer gràfic). També es va acordar la finalització dels programes de compres netes d'actius, i, fins i tot, en alguns països, com els EUA, es va iniciar el procés de reducció de la dimensió del balanç. Com a resultat, les condicions financeres s'han tensionat de manera significativa, la qual cosa s'ha reflectit en caigudes històriques a les principals borses.

### Sostre a la vista, però a quina altura?

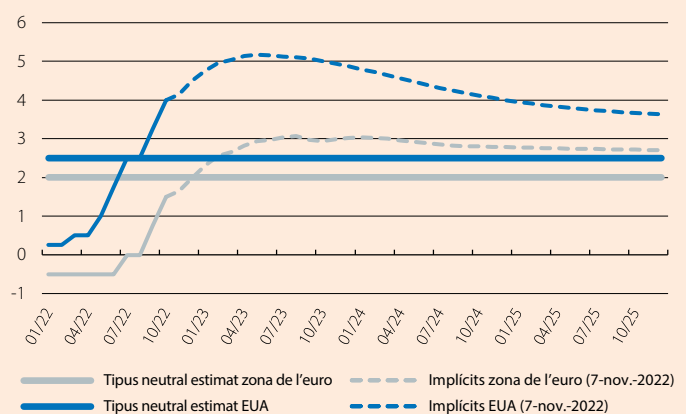
Després del tumultuós 2022, els inversors aposten que el pic de l'enduriment monetari es produirà al llarg del 2023.

Així, al començament de novembre, els implícits als mercats cotitzaven que els tipus oficials assoliran el màxim d'aquest

cicle al maig en el cas de la Fed i al setembre en el del BCE, situació coherent amb unes pujades addicionals de 125 p. b., fins al 5,0%, i de 150 p. b., fins al 3,0%, respectivament. Fins i tot, en el cas del Banc d'Anglaterra, s'espera que el tipus oficial assolixi el pic, al voltant del 4,75%, durant l'estiu.

### Tipus oficials i expectatives segons els mercats monetaris

(%)



Notes: Expectatives de mercats segons els implícits de la corba d'OIS swaps a 7 de novembre.

El tipus neutral estimat correspon a les estimacions dels bancs centrals.

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

1. La resposta de les diferents variables a un xoc monetari estàndard (+100 p. b. d'augment) en el nostre model és molt similar a la constatada en altres models de referència. Per a més detalls, vegeu Llorens, E. (2021), «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Document de Treball CaixaBank Research 02/21, i el discurs de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 d'octubre del 2022).

duriment monetari.<sup>2</sup> En qualsevol cas, cal ser molt cautelosos amb aquestes estimacions, ja que són mitjanes històriques i podrien no capturar la singularitat del context actual. Per exemple, el major percentatge de nou deute a tipus fix (el 82% a l'agost del 2022 per a les llars a la zona de l'euro, en relació amb el 57% del 2010) podria implicar un menor impacte de l'increment de tipus sobre l'economia. No obstant això, el fet que el cicle de pujades hagi estat tan contundent i inesperat, i que partíem de tipus ultrabaixos, podria amplificar-ne l'impacte advers sobre el creixement.

En segon lloc, en un context d'endeutament públic elevat i de costos de finançament més alts, no creiem que la política fiscal pugui, ni degui, compensar l'enduriment monetari. I és que un gir cap a una política fiscal excessivament expansiva probablement seria penalitzat amb un increment de tipus més agressiu per part dels mercats, amb riscos que ressorgeixin temors de sostenibilitat de les finances públiques, tal com es va observar a l'octubre al Regne Unit.

La interacció d'aquests elements, juntament amb altres vents de cara, explica les nostres expectatives d'una desaceleració marcada de l'economia mundial per a l'any vinent, amb creixements per sota del potencial a la majoria de països. El consegüent refredament als mercats laborals, així com l'ancoratge de les expectatives d'inflació, ajudarà a limitar el risc d'efectes de segona ronda en la inflació i permetre un posicionament menys reactiu per part dels bancs centrals.

Pel que fa als factors d'oferta que expliquen l'elevada inflació, llevat del manteniment de les polítiques COVID zero a la Xina confirmades en el recent Congrés del Partit Comunista, les disruptcions en les cadenes mundials de subministrament que s'havien vist al llarg de la pandèmia probablement es continuaran moderant. D'altra banda, malgrat l'elevada incertesa sobre l'evolució de la guerra entre Ucraïna i Rússia, la combinació d'una demanda menys pròspera i de la posada en marxa de diverses mesures de contenció<sup>3</sup> probablement permetrà un relaxament dels preus de les primeres matèries al llarg de l'any vinent, tal com ho suggereixen els mercats futurs.

### **Balanç de riscos: en quina direcció ens podríem equivocar?**

Cal destacar que hi ha riscos en els dos sentits pel que fa a la direcció de la política monetària el 2023. D'una banda, tenim els xocs de caire inflacionista, que podrien estendre les pressions alcistes sobre els preus i comportar mesures més restrictives per part dels bancs centrals. Entre aquests xocs, destaquem una potencial escalada en el conflicte amb Rússia, així com altres esdeveniments d'ordre geopolític o desastres naturals relacionats amb el canvi climàtic. Tampoc descartem majors efectes de segona ronda, ja sigui a través d'augmentos més elevats i persistents en els salaris o de mesures més contundents d'estímul fiscal.

A tall d'exemple, en un escenari d'incrementos de preus de les primeres matèries al voltant del 50% per damunt de la nostra previsió central, la inflació de la zona de l'euro es podria mantenir en els nivells actuals durant tot el 2023 i no assolir el 2% fins al 2026 (en l'actualitat, ho preveiem per al final del 2024). En aquest escenari, no seria forassenyat esperar que el BCE situés els tipus oficials al voltant del 5%.

D'altra banda, hi ha els xocs de caire desinflationista, entre els quals distingim, en primer lloc, una desescalada de les tensions geopolítiques i, en segon lloc, una contracció superior a l'esperada de l'economia, ja sigui per disruptcions en els mercats financers o per qualsevol altre esdeveniment d'ordre sistèmic. En una desescalada geopolítica, tot i que esperem que l'efecte a mitjà termini sigui una menor pressió alcista sobre els preus, a curt termini, el xoc positiu de demanda, per la via de la menor incertesa i de la reducció dels preus energètics, ajornaria el descens de la inflació. En aquest escenari, els bancs centrals podrien respondre amb pujades addicionals a l'inici de l'any (al voltant de 50 p. b. addicionals, possiblement) abans d'iniciar un cicle de baixades amb posterioritat. En canvi, en el cas d'una contracció intensa de l'economia, esperaríem que els bancs centrals responguessin reactivant les mesures d'estímul monetari, com les compres netes d'actius per estabilitzar els mercats, i possiblement, fins i tot, es podrien plantejar baixades dels tipus oficials.

L'any 2022 s'ha caracteritzat per una incertesa elevada sobre l'escenari econòmic, tant pel desacoblament entre l'oferta i la demanda després de la pandèmia com per la guerra a Ucraïna. Això ha provocat revisions substancials de les previsions, tant de la inflació i del creixement com de la resposta dels bancs centrals. De cara al futur, la previsió sobre l'economia que, ara com ara, possiblement som més capaços d'encertar és que la incertesa es mantindrà elevada el 2023.

*Antonio Montilla i Ricard Murillo Gili*

2. En el cas dels EUA, l'impacte seria major, en considerar no solament una pujada de tipus més agressiva, sinó, a més a més, el pla de reducció del balanç de la Fed. Pel que fa al BCE, algunes veus dins el Consell de Govern ja defensen que cal frenar el 2023 les reinversions dels actius que vencen dins el programa de compra d'actius (APP). En qualsevol cas, el balanç del BCE es reduirà el 2023 pel venciment de diverses rondes de TLTRO.

3. Vegeu l'article «[La política econòmica davant el desafiament energètic: fer costat als més vulnerables sense distorsionar l'economia](#)», en aquest mateix Dossier.