

## La política monetària ha fet (tots?) els deures

Durant els dos últims anys, la inflació i els tipus d'interès han transcendit els debats especialitzats sobre economia i han estat en boca d'una bona part de la societat. Una mostra d'això és el nombre de cerques a Google dels termes «inflation» i «interest rate», amb màxims històrics al juny del 2022 i al març del 2023, respectivament. I no és casualitat que mantinguin aquesta seqüència, perquè els bancs centrals han pujat els tipus d'interès com a resposta al repunt de la inflació. En aquest article, tractarem d'aterrar el que ha succeït a les economies avançades en relació amb la inflació i amb els tipus d'interès, amb la perspectiva que dona el temps, i intentarem apuntar la probable direcció en els propers mesos.

### El que ha succeït fins al juny del 2023

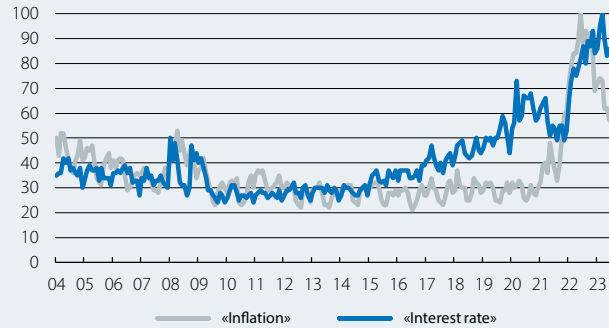
L'episodi inflacionista iniciat el 2021 ha estat de caràcter global, amb matisos idiosincràtics, però amb elements comuns a les principals economies avançades. Primer, el final dels confinaments per evitar el contagi de la COVID va tenir dos efectes sobre la inflació: d'una banda, les llars comptaven amb un estalvi acumulat que, en la reobertura, va provocar un augment de la demanda de béns i de serveis; de l'altra, es va observar un canvi en els patrons de consum, amb un biaix cap als béns duradors, que, juntament amb el llast de la pandèmia sobre les cadenes globals de distribució, va provocar colls d'ampolla i va tensionar el preu dels productes (per exemple, mitjançant un augment en el preu dels contenidors en les rutes marítimes). Segon, l'esclat de la guerra a Ucraïna va provocar un repunt del preu dels aliments, del gas i del petroli, productes clau tant a l'origen de la cadena de formació de preus com a la cistella de consum final. Tercer, aquestes dinàmiques es van traslladar també a altres *commodities* globals, com els materials industrials. I, finalment, la fortalesa dels mercats laborals: la taxa d'atur s'ha arribat a situar en mínims dels 54 últims anys als EUA i en mínims històrics a la zona de l'euro. Això ha permès que els salaris hagin evolucionat de manera dinàmica i hagin limitat una mica la pèrdua de poder adquisitiu, la qual cosa, però, ha comportat, al seu torn, un augment dels costos de les empreses, tot i que amb un impacte quantitativament moderat sobre els preus de la cistella de consum.

En aquest context, i amb la finalitat de mantenir les expectatives d'inflació degudament ancorades, els bancs centrals van començar a pujar els tipus d'interès, amb més o menys anticipació (a l'octubre del 2021, a Nova Zelanda o, al juliol del 2022, a la zona de l'euro).<sup>1</sup> Així, tots ells, llevat del Banc del Japó, han dut la política monetària clarament al terreny restrictiu per tractar de contenir la inflació, de

1. A les economies emergents, les pujades de tipus es van iniciar una mica abans que a les avançades i han estat, en general, més agressives.

### Món: cerques a Google d'inflació i de tipus d'interès

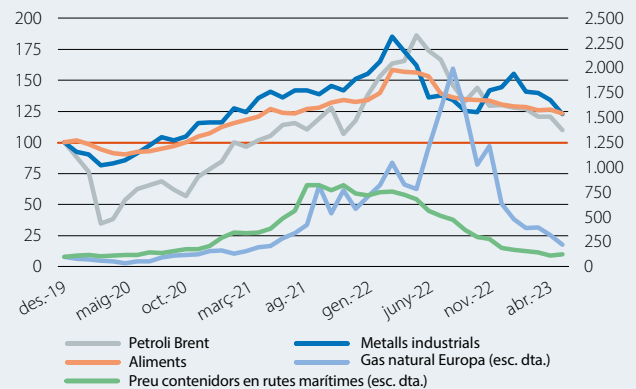
Índex (100 = màxim)



Notes: Els números reflecteixen l'interès de cerca en relació amb el valor màxim. Un valor de 100 indica la popularitat màxima del terme, mentre que 50 indica que un terme és la meitat de popular en relació amb el valor màxim.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Google Trends.

### Preu de diferents commodities i serveis globals

Índex (100 = desembre 2019)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, de la Food and Agriculture Organization i de Freightos.

refredar el mercat laboral i, en alguns casos, de controlar l'exuberància d'alguns mercats immobiliaris.<sup>2</sup>

Al final del 2022, una bona part dels bancs centrals ja veien més a prop el sostre de la pujada de tipus d'interès i van anar ajustant la velocitat a la qual el volien assolir. Així, per exemple, la Fed i el BCE van deixar d'apujar els tipus d'interès de 75 p. b. en 75 p. b. o de 50 p. b. en 50 p. b. per fer-ho de 25 p. b. en 25 p. b., i, com va succeir al juny, fins i tot la Fed va poder parar d'apujar tipus en alguna reunió. A més a més, com es pot veure al quart gràfic, el que ha succeït el 2023 fins al juny ha estat, en línies generals, el que esperava el consens d'analistes i d'inversors (la diferència entre el punt taronja i la barra gris és petita a gairebé totes les regions).

2. Vegeu el Focus «Els mercats immobiliaris de les economies avançades davant l'enduriment de la política monetària (part I)», a l'IM04/2023.

**El que pot succeir d'ara endavant**

En els últims mesos, hem pogut observar una moderació dels principals causants de l'elevada inflació, també visibles al segon gràfic. D'una banda, els preus energètics, els costos dels contenidors i el preu de diversos materials s'han normalitzat, i, fins i tot, el preu dels aliments està donant signes de moderació. De l'altra, l'estalvi embassat s'està esgotant. Als EUA, les últimes estimacions de la Reserva Federal de San Francisco apunten que només quedarien uns 500.000 milions de dòlars estalviats (el 2,1% del PIB), no necessàriament distribuïts de manera homogènia entre les llars.<sup>3</sup> Finalment, i tot i que a diferents velocitats, els senyals desinflationistes estan traient el cap al conjunt de la cistella.<sup>4</sup>

En aquest context de moderació de la inflació però de resiliència en el creixement econòmic i als mercats laborals, els bancs centrals encara mostren una retòrica agressiva: no volen donar per acabada la lluita contra la inflació abans d'hora. És sabut que la política monetària afecta l'activitat econòmica, i encara més la inflació, amb un cert retard, de manera que calibrar exactament quin nivell de tipus d'interès és l'adequat avui per a un refredament suficient de l'economia que impulsi a la baixa la inflació és una tasca molt complexa. Hi ha massa incertesa com per assegurar quin nivell de tipus d'interès és necessari per retornar la inflació a l'objectiu del 2% sense passar-se de frenada. No obstant això, davant d'aquestes consideracions, els bancs centrals es troben amb una resistència dels indicadors econòmics que convida a continuar apujant els tipus d'interès. En aquesta disjuntiva, sembla que la nova estratègia de política monetària continua passant per noves pujades, però que serien poques i a un ritme gradual, tal com ho esperen els mercats financers (es pot observar en la petita diferència entre el punt taronja i el punt blau del quart gràfic a cada regió).

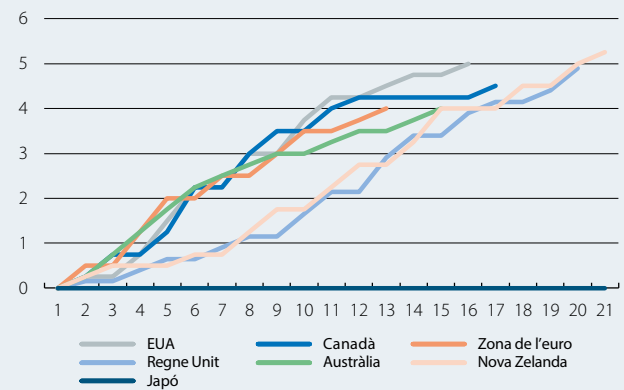
Així, pensem que els tipus d'interès oficials dels bancs centrals encara tenen una mica de recorregut a l'alça, i amb una altíssima probabilitat tant la Fed com el BCE tornaran a incrementar els tipus aquest juliol, tot i que el final del cicle de pujades de tipus hauria de ser a prop.

Dit això, més enllà d'entrar en els detalls sobre si, a la Fed o al BCE, queden 25 p. b. o 50 p. b. per apujar els tipus d'interès, el que sí que sembla força clar pel to dels bancs centrals és que l'entorn de tipus d'interès restrictius es mantindrà durant força temps. Dit d'una altra manera, encara que la Reserva Federal no apugés més els tipus d'interès (i fins i tot si els comencés a retallar de forma gradual en el 4T), els tipus d'interès se situarien en nivells res-

3. Abdelrahman, H. i Oliveira, L. E. (2023), «The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings», Economic Letter, Reserva Federal de San Francisco.  
 4. Per a més detalls sobre aquestes pressions desinflationistes, amb èmfasis en la zona de l'euro, vegeu el Focus «Inflació europea: principi del final o final del principi?», en aquest mateix informe.

**El cicle de pujades dels tipus d'interès de diferents bancs centrals**

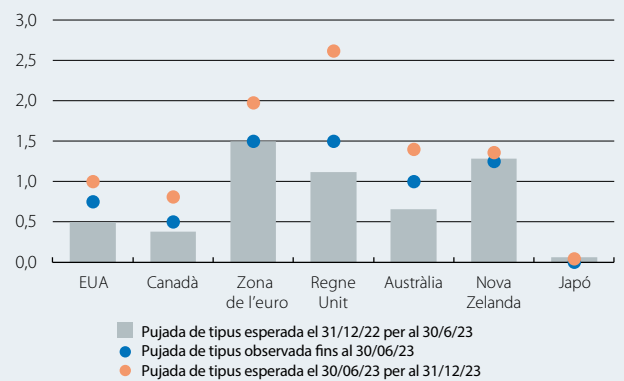
(p. p.)



Notes: A l'eix horitzontal, mostrem els mesos transcorreguts des de la primera pujada d'aquest cicle. A l'eix vertical, els p. p. d'augment dels tipus d'interès oficials de llavors ençà.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Les pujades de tipus oficials el 2023, realitzades i esperades en diferents moments**

(p. p.)



Nota: Les expectatives estan mesurades amb els tipus d'interès implícits dels tipus overnight de cada regió.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

trictius durant una bona part del 2024. A tall d'exemple, les nostres previsions contemplen uns tipus d'interès de la Reserva Federal (rang superior de l'interval objectiu) i del BCE (depo) en el 3,50% i en el 3,00% al final del 2024, respectivament. Aquest posicionament, d'una política monetària sostingudament restrictiva i, a més a més, secundada per la reducció del balanç dels bancs centrals, hauria de ser suficient per moderar el creixement econòmic, per refredar els mercats laborals i per acabar de dur la inflació fins a l'objectiu del 2%, en especial quan l'evidència mostra que els efectes macroeconòmics de la política monetària apareixen amb retard (cal tenir en compte que l'enduriment realitzat en l'últim any ha estat intens) i diferents indicadors referents a les fases intermèdies (com les condicions creditícies) mostren que la transmissió de la política monetària està funcionant.

Ricard Murillo Gili