

## Perspectivas para la inflación y la política monetaria en 2024

El año 2023 termina con los tipos de interés más altos vistos desde hace 15 años. Unos niveles que siguen a los máximos alcanzados por la inflación en 2022 y que forzaron a los bancos centrales a endurecer la política monetaria, enfriar la actividad económica y garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Aunque todavía se encuentra lejos del objetivo del 2%, la inflación, tanto en la eurozona como en EE. UU., ha descendido sostenidamente a lo largo de 2023, y uno de los supuestos clave en nuestras perspectivas para 2024 es que lo seguirá haciendo el próximo año, facilitando los primeros recortes de tipos de interés por parte de la Fed y el BCE. Pero ¿cuán robusto es este supuesto desinflacionista? ¿Cuánta prisa tienen los bancos centrales para bajar tipos?

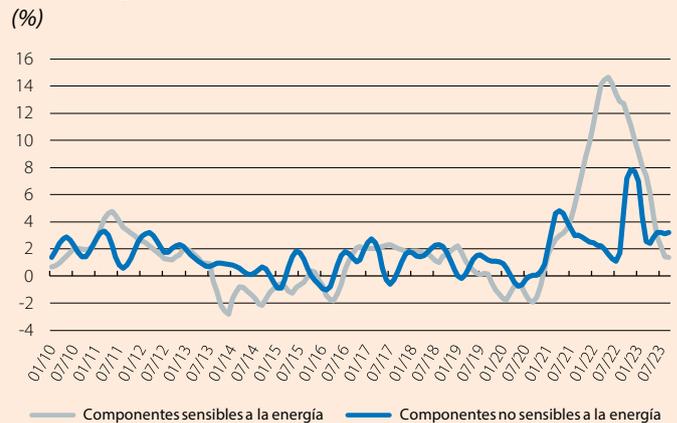
Para responder a estas preguntas, partimos de un diagnóstico de la inflación en tres fases, empezando por los impactos iniciales sobre los precios (como los cuellos de botella asociados con la pandemia o la crisis energética por la guerra de Ucrania), siguiendo con los consiguientes efectos indirectos (el aumento de precios de bienes y servicios que, aun no estando directamente presionados por el shock inicial, se ven empujados por los costes de producción y el ajuste de precios relativos) y terminando con los efectos de segunda ronda, es decir, la retroalimentación entre precios, márgenes empresariales y salarios, que tiende a dar inercia a la inflación. A lo largo de este diagnóstico, nuestro indicador de referencia será el *momentum*, una métrica que captura mejor que las referencias interanuales el estado actual de la inflación.<sup>1</sup>

### Eurozona: peso en la cesta del IPCA general según sensibilidad a la energía



**Nota:** Identificamos la sensibilidad energética de cada subcomponente del IPCA general a partir de su asociación estadística con el IPCA energético (detalles en la nota al pie 2).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Eurozona: momentum del IPCA según sensibilidad a la energía



**Notas:** El momentum se define como la variación anualizada del índice de precios promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (con datos desestacionalizados). El gráfico presenta una versión suavizada. Identificamos la sensibilidad energética de cada subcomponente del IPCA general a partir de su asociación estadística con el IPCA energético (detalles en la nota al pie 2).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

En la eurozona, el principal detonante de la inflación fue el tensionamiento de los precios energéticos por la guerra de Ucrania. Para evaluar hasta qué punto el encarecimiento de la energía se ha filtrado al resto de precios y/o sigue condicionando la inflación en su conjunto, hemos analizado qué componentes del IPC se muestran sensibles a la energía y qué dinámicas de precios siguen.<sup>2</sup> Como muestran los dos primeros gráficos, la crisis energética contagió a buena parte de la cesta de precios, hasta el punto de que los componentes «sensibles a la energía» llegaron a representar casi el 80% del IPC y fueron los grandes responsables del repunte inflacionista. Sin embargo, en otoño de 2023 la situación se había normalizado, con un pequeño pero: mientras que, antes de la pandemia, el *momentum* de los componentes no sensibles a la energía fluctuaba cerca del 2%, pasado el *shock* energético, el *momentum* de estos componentes se encuentra un escalón por encima, más cerca del 3% que del 2% al que aspira el BCE.<sup>3</sup>

Este primer ejercicio señala que el impacto directo e indirecto del *shock* energético está cerca de desvanecerse, pero tam-

1. El *momentum* es la variación del IPC promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores (anualizada y desestacionalizada) y tiene un buen equilibrio entre ser una métrica de baja volatilidad (como las variaciones interanuales) y ofrecer información a tiempo real (como las intermensuales).  
2. Con el desglose de la cesta del IPCA en 94 subcomponentes, estimamos la relación del *momentum* de cada subcomponente ( $\pi_t^{i,m}$ ) con el *momentum* de la energía ( $\pi_{t-k}^{ener,m}$ ):

$$\pi_t^{i,m} = \alpha + \beta \pi_{t-k}^{ener,m} + \epsilon_t$$

Analizamos cuatro casos (de  $k = 0$  hasta  $k = 3$ ) en ventanas móviles de 24 meses. Clasificamos como «sensible a la energía» aquellos componentes con una  $\beta$  positiva y estadísticamente significativa en al menos uno de los rezagos del *momentum* energético.

3. El mismo ejercicio para EE. UU. muestra que la importancia de los componentes sensibles y no sensibles a la energía es mucho más estable en el tiempo y, de hecho, sus inflaciones siguen dinámicas parecidas. Esto refleja la distinta naturaleza del repunte inflacionista en EE. UU., más afectado por desequilibrios de oferta y demanda domésticos que por la crisis energética.

bién sugiere un punto de cautela ante el riesgo de que algunos precios hayan adquirido una mayor inercia. Para analizar este riesgo, examinamos el grado de persistencia de la inflación en un segundo ejercicio.<sup>4</sup> Como muestra el tercer gráfico, este examen revela que el componente inercial de la inflación ha aumentado de manera generalizada en los dos últimos años. Con todo, este incremento es relativamente moderado y hay un descenso del *momentum* compartido entre los componentes, independientemente de su grado de persistencia. De hecho, en EE. UU., donde por la naturaleza de la inflación esta persistencia podría ser más preocupante, los componentes más inerciales recientemente exhiben un menor *momentum* que el resto y, excluidos alquileres (*shelter*, partida de elevado peso pero con dinámicas idiosincráticas),<sup>5</sup> explican una porción pequeña de la inflación agregada.

Así pues, al encontrarnos en esta tercera y última fase de la crisis inflacionaria, los bancos centrales piensan que ya no tiene por qué ser necesario subir más los tipos de interés. Según han comentado los miembros del BCE y de la Fed en sus últimas apariciones, con mantener los tipos de interés elevados durante un buen tiempo podría ser suficiente para acabar de recorrer esta última milla que queda para el objetivo del 2%, una estrategia que se ha bautizado como *high for longer*. En este sentido, un ejercicio que puede ilustrar cómo los mercados financieros están interiorizando esta estrategia es la mayor sensibilidad a sorpresas económicas que los vencimientos más largos de las distintas curvas de tipos de interés están mostrando con respecto a los tramos más cortos.<sup>6</sup>

### Sensibilidad de las expectativas sobre la Fed a sorpresas económicas \*

Coefficiente



Nota: \* Mostramos la evolución del coeficiente  $\beta$  de la regresión contada en la nota al pie 6 para cada uno de los vencimientos (3, 6, 12 y 18 meses) para la rolling window de 20 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

que estos van a ser moderados, en ausencia de una desaceleración brusca de la actividad económica, y que, sobre todo, no serán de suficiente magnitud como para poder decir que se abandona la política monetaria restrictiva.

4. Con desgloses de la cesta del IPC (EE. UU., 82 subcomponentes; eurozona, 94 componentes), estimamos el comportamiento autorregresivo del *momentum* de cada subcomponente en ventanas móviles de 24 meses:

$$\pi_t^{i,m} = c + \rho \pi_{t-1}^{i,m} + \varepsilon_t$$

En cada ventana, ordenamos las  $\rho$  estimadas de menor a mayor y clasificamos los subcomponentes en tres categorías de persistencia: baja ( $\rho$  entre el 25% de valores más pequeños), media (entre el 25% y el 75%) y alta ( $\rho$  entre el 25% de valores más grandes).

5. Véase el Focus «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

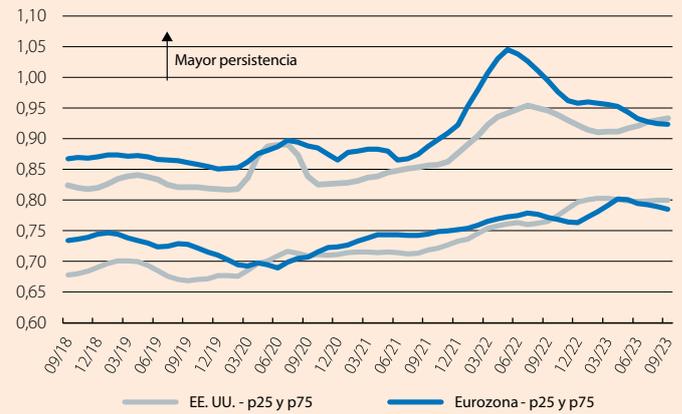
6. Estimamos la siguiente regresión con una ventana móvil de 20 observaciones,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + cpi_t + \varepsilon_t$$

$\Delta i$  denota la variación diaria de los futuros sobre el tipo de interés de la Fed a  $n$  meses vista (3, 6, 12 y 18);  $s$  la diferencia entre el dato publicado y el esperado por el consenso de Bloomberg para el IPC y la creación de empleo de EE. UU.;  $cpi$  una variable que toma valor 1 si la fecha corresponde a la publicación de la inflación y 0 si es para el de empleo; y  $\varepsilon_t$  es un término de error. En el cuarto gráfico mostramos la evolución de los cuatro coeficientes  $\beta^n$ .

### Persistencia de la inflación

Índice



Notas: Estimamos un AR(1) para el *momentum* de cada subcomponente del IPC general con ventanas temporales de 24 meses y obtenemos la distribución de coeficientes autorregresivos de todos los subcomponentes. El gráfico muestra la evolución a lo largo del tiempo de los coeficientes correspondientes al percentil 25 y 75 de esas distribuciones (series temporales suavizadas).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

Así, como se puede ver en el último gráfico, la sensibilidad de los futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal a sorpresas en la publicación de datos económicos es mayor para los vencimientos de más largo plazo (18 meses vista) que en los de más corto plazo. Esta dinámica se mantiene desde 2012 hasta la actualidad, es decir, una misma sorpresa económica provoca un mayor repunte en los vencimientos largos que en los cortos, dado que, con un mayor horizonte de tiempo, hay más reuniones de margen para que la Fed suba los tipos de interés. Sin embargo, lo que podemos ver en estos últimos meses es cómo la sensibilidad de los futuros a 18 meses sigue aumentando moderadamente, mientras que la de futuros a 3 y 6 meses está descendiendo, lo que sugiere que los mercados ya no están tan centrados en cuánto más la Fed subirá los tipos de interés, sino por cuánto tiempo los va a mantener elevados.

Con todo, creemos que es probable que en 2024 asistamos a los primeros recortes en los tipos de interés, pero pensamos