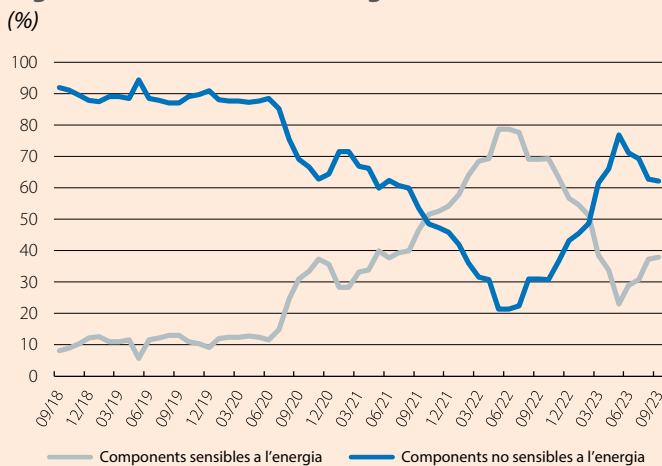


## Perspectives per a la inflació i per a la política monetària el 2024

L'any 2023 acaba amb els tipus d'interès més alts dels 15 últims anys. Uns nivells que segueixen els màxims assolits per la inflació el 2022 i que van forçar els bancs centrals a endurir la política monetària, a refredar l'activitat econòmica i a garantir l'estabilitat de preus a mitjà termini. Tot i que encara queda lluny de l'objectiu del 2%, la inflació, tant a la zona de l'euro com als EUA, ha reculat de forma sostinguda al llarg del 2023, i un dels supòsits clau en les nostres perspectives per al 2024 és que ho continuarà fent l'any vinent i facilitarà les primeres retallades de tipus d'interès per part de la Fed i del BCE. Però fins a quin punt és robust aquest supòsit desinflacionista? Quanta pressa tenen els bancs centrals per abaixar tipus?

Per respondre aquestes preguntes, partim d'un diagnòstic de la inflació en tres fases, començant pels impactes inicials sobre els preus (com els colls d'ampolla associats a la pandèmia o la crisi energètica per la guerra d'Ucraïna), seguint amb els conseqüents efectes indirectes (l'augment de preus dels béns i dels serveis, que, fins i tot sense estar directament pressionats pel xoc inicial, es veuen empesos pels costos de producció i per l'ajust dels preus relatius), i acabant amb els efectes de segona ronda, és a dir, la retroalimentació entre preus, marges empresarials i salaris, que tendeix a donar inèrcia a la inflació. Al llarg d'aquest diagnòstic, el nostre indicador de referència serà el *momentum*, una mètrica que captura millor que les referències interanuals l'estat actual de la inflació.<sup>1</sup>

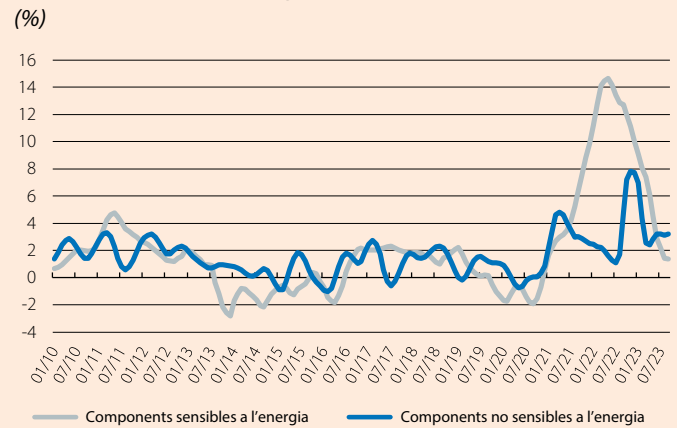
### Zona de l'euro: pes a la cistella de l'IPCH general segons la sensibilitat a l'energia



**Nota:** Identifiquem la sensibilitat energètica de cada subcomponent de l'IPCH general a partir de la seva associació estadística amb l'IPCH energètic (detalls a la nota al peu 2).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Zona de l'euro: momentum de l'IPCH segons la sensibilitat a l'energia



**Notes:** El momentum es defineix com la variació anualitzada de l'índex de preus mitjans de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors (amb dades desestacionalitzades). El gràfic presenta una versió suavitzada. Identifiquem la sensibilitat energètica de cada subcomponent de l'IPCH general a partir de la seva associació estadística amb l'IPCH energètic (detalls a la nota al peu 2).

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

A la zona de l'euro, el principal detonant de la inflació va ser el tensionament dels preus energètics per la guerra d'Ucraïna. Per avaluar fins a quin punt l'encariment de l'energia s'ha filtrat a la resta de preus i/o continua condicionant la inflació en el seu conjunt, hem analitzat quins components de l'IPC es mostren sensibles a l'energia i quines dinàmiques de preus segueixen.<sup>2</sup> Com ho mostren els dos primers gràfics, la crisi energètica va contagiar una bona part de la cistella de preus, fins al punt que els components «sensibles a l'energia» van arribar a representar gairebé el 80% de l'IPC i van ser els grans responsables del repunt inflacionista. No obstant això, a la tardor del 2023, la situació s'havia normalitzat, amb un petit però: mentre que, abans de la pandèmia, el *momentum* dels components no sensibles a l'energia fluctuava prop del 2%, un cop passat el xoc energètic, el *momentum* d'aquests components es troba un graó per damunt, més a la vora del 3% que del 2% al qual aspira el BCE.<sup>3</sup>

Aquest primer exercici assenyala que l'impacte directe i indirecte del xoc energètic és a la vora d'esvair-se, però també

1. El *momentum* és la variació de l'IPC mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors (anualitzada i desestacionalitzada) i té un bon equilibri entre ser una mètrica de baixa volatilitat (com les variacions interanuals) i oferir informació a temps real (com les intermensuals).

2. Amb el desglossament de la cistella de l'IPCH en 94 subcomponents, estimem la relació del *momentum* de cada subcomponent ( $\pi_t^{i,m}$ ) amb el *momentum* de l'energia ( $\pi_{t-k}^{ener,m}$ ):

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

Analitzem quatre casos (de  $k = 0$  fins a  $k = 3$ ) en finestres mòbils de 24 mesos. Classifiquem com «sensible a l'energia» aquells components amb una  $\beta$  positiva i estadísticament significativa en, com a mínim, un dels retards del *momentum* energètic.

3. El mateix exercici per als EUA mostra que la importància dels components sensibles i no sensibles a l'energia és molt més estable en el temps, i, de fet, les seves inflacions segueixen dinàmiques semblants. Això reflecteix la naturalesa diferent del repunt inflacionista als EUA, més afectat per desequilibris d'oferta i de demanda domèstics que per la crisi energètica.

suggereix un punt de cautela davant el risc que alguns preus hagin adquirit una major inèrcia. Per analitzar aquest risc, examinem el grau de persistència de la inflació en un segon exercici.<sup>4</sup> Com ho mostra el tercer gràfic, aquest examen revela que el component inercial de la inflació ha augmentat de manera generalitzada en els dos últims anys. Així i tot, aquest increment és relativament moderat, i hi ha un descens del *momentum* compartit entre els components, independentment del seu grau de persistència. De fet, als EUA, on, per la naturalesa de la inflació, aquesta persistència podria ser més preocupant, els components més inercials recentment exhibeixen un menor *momentum* que la resta i, un cop exclosos els lloguers (*shelter*, partida amb un pes elevat però amb dinàmiques idiosincràtiques),<sup>5</sup> expliquen una porció petita de la inflació agregada.

Així, doncs, en trobar-nos en aquesta tercera i última fase de la crisi inflacionista, els bancs centrals pensen que ja no ha de ser necessari apujar més els tipus d'interès. Segons han comentat els membres del BCE i de la Fed en les últimes aparicions, mantenir els tipus d'interès elevats durant un període llarg de temps podria ser suficient per acabar de recórrer aquesta última milla que queda per a l'objectiu del 2%, una estratègia que ha estat batejada com *high for longer*. En aquest sentit, un exercici que pot il·lustrar com els mercats financers estan interioritzant aquesta estratègia és la major sensibilitat a sorpreses econòmiques que els venciments més llargs de les diferents corbes de tipus d'interès estan mostrant en relació amb els trams més curts.<sup>6</sup>

**Sensibilitat de les expectatives sobre la Fed a sorpreses econòmiques \***

Coefficient

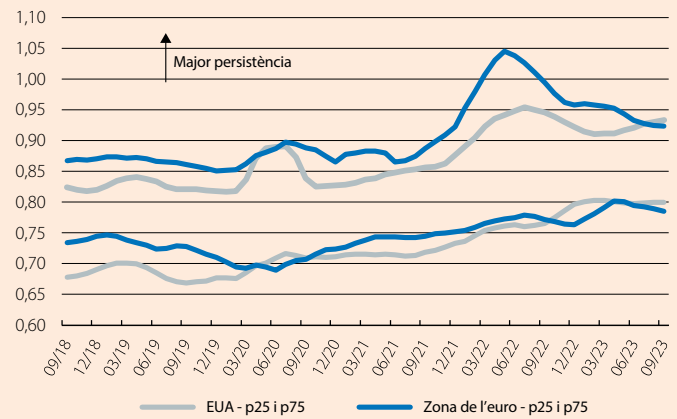


**Nota:** \* Mostrem l'evolució del coeficient  $\beta$  de la regressió esmentada a la nota al peu 6 per a cada venciment (3, 6, 12 i 18 mesos) per a la rolling window de 20 mesos.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

en absència d'una desacceleració brusca de l'activitat econòmica, seran moderades i que, sobretot, no seran de prou magnitud com per poder dir que s'abandona la política monetària restrictiva.

**Persistència de la inflació**

Índex



**Notes:** Estimem un AR(1) per al momentum de cada subcomponent de l'IPC general amb finestres temporals de 24 mesos i obtenim la distribució de coeficients autoregressius de tots els subcomponents. El gràfic mostra l'evolució al llarg del temps dels coeficients corresponents al percentil 25 i 75 d'aquestes distribucions (sèries temporals suavitzades).  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i d'Eurostat.

Així, com es pot veure a l'últim gràfic, la sensibilitat dels futurs sobre el tipus d'interès de la Reserva Federal a sorpreses en la publicació de les dades econòmiques és major per als venciments més llargs (a 18 mesos vista) que per als més curts. Aquesta dinàmica es manté des del 2012 fins a l'actualitat, és a dir, una mateixa sorpresa econòmica provoca un major repunt en els venciments llargs que en els curts, ja que, amb un horitzó de temps més llunyà, hi ha més reunions de marge perquè la Fed apugi els tipus d'interès. No obstant això, el que podem veure en aquests últims mesos és com la sensibilitat dels futurs a 18 mesos continua augmentant de forma moderada, mentre que la dels futurs a 3 i a 6 mesos està reculant, la qual cosa suggereix que els mercats ja no estan tan centrats en fins a quin punt la Fed apujarà els tipus d'interès, sinó per quant de temps els mantindrà elevats.

Així i tot, creiem que és probable que, el 2024, assistim a les primeres retallades en els tipus d'interès, però pensem que,

4. Amb desglossaments de la cistella de l'IPC (als EUA, 82 subcomponents i, a la zona de l'euro, 94 components), estimem el comportament autoregressiu del *momentum* de cada subcomponent en finestres mòbils de 24 mesos:

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

A cada finestra, ordenem les  $\rho$  estimades de menor a major i classifiquem els subcomponents en tres categories de persistència: baixa ( $\rho$  entre el 25% de valors més petits), mitjana (entre el 25% i el 75%) i alta ( $\rho$  entre el 25% de valors més grans).

5. Vegeu el Focus «La importància dels lloguers en la inflació dels EUA», a l'IM09/2023.

6. Estimem la següent regressió amb una finestra mòbil de 20 observacions,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + c p_i + \varepsilon_t$$

$\Delta i$  denota la variació diària dels futurs sobre el tipus d'interès de la Fed a  $n$  mesos vista (3, 6, 12 i 18);  $s$  la diferència entre la dada publicada i l'esperada pel consens de Bloomberg per a l'IPC i la creació d'ocupació dels EUA;  $c p_i$  una variable que pren valor 1 si la data correspon a la publicació de la inflació i 0 si correspon a la de l'ocupació, i  $\varepsilon_t$  és un terme d'error. Al quart gràfic mostrem l'evolució dels quatre coeficients  $\beta^n$ .