

Canvis en les expectatives de política monetària dels mercats financers

Després de gairebé dos anys incrementant els tipus d'interès, el 2023, els principals bancs centrals van assolir el cim i van reajustar les seves estratègies: en lloc d'apujar més els tipus oficials, l'enduriment monetari es vehicularia sostenint aquest cim durant un bon temps. No obstant això, ja a la tardor, els mercats financers es qüestionaven aquesta narrativa. Per què?

Narratives de mercat passades...

Els dos primers gràfics mostren l'evolució diària de les expectatives que els mercats financers consideren per a l'evolució futura dels tipus d'interès de la Fed i del BCE (és a dir, els tipus implícits).¹ Si ens situem al final del 2021, veiem que l'enduriment monetari dels dos últims anys va agafar per sorpresa els inversors: als EUA, veien els tipus de la Fed en l'1,25%-1,50% a 3 anys vista (en relació amb el 5,25%-5,50% actual), mentre que, a Europa, apostaven pel -0,20% (en relació amb el 4,00% observat). A mesura que la Fed i el BCE apujaven els tipus, els mercats van incrementar les expectatives, fins al punt que l'enduriment cíclic de la política monetària es va traslladar a un canvi de visió estructural sobre els tipus d'interès, amb els inversors abandonant la narrativa de «tipus sostingudament baixos per raons estructurals» (com la productivitat i la demografia). Tant és així que, al setembre, els mercats preveïen uns tipus a llarg termini de la Fed en el 3,75%-4,00% (+250 p. b. vs. les expectatives prepanedèmia) i del BCE en el 3,25% (+275 p. b.).

Aquesta narrativa dels mercats es va tornar a capgirar en poc temps. Analitzant dia a dia les fluctuacions en les expectatives de política monetària, podem identificar els esdeveniments i les dades econòmiques clau que van acompanyar el canvi cap a una nova narrativa de retallades de tipus ràpides i sostingudes per al 2024. El primer gran moviment es va produir l'1 de novembre als EUA, amb una caiguda de més de 15 p. b. en els implícits a 1 any de la Fed després de la reunió del banc central mateix (en què no va anunciar canvis) i de les tènues xifres d'activitat manufacturera (indicador ISM). L'ajust va guanyar impuls dos dies més tard, amb un nou descens dels implícits de gairebé 20 p. b. després d'un refredament en les xifres d'ocupació i de l'ISM de serveis. Sense dades gaire rellevants a Europa, els implícits del BCE es van veure parcialment arrossegats pels EUA fins al 14 de novembre, data clau en el canvi de narrativa i en la qual els implícits de la Fed i del BCE van caure gairebé 25 p. b. i més de 10 p. b., respectivament, després de la publicació d'un PIB atònic a

1. Aquestes expectatives no són observables, sinó que les inferim amb els *forwards* (o implícits) estimats segons Svensson, L. E. (1994). «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994». NBER Working Paper.

EUA: expectatives de mercat sobre el tipus oficial de la Fed a diferents horitzons



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

Zona de l'euro: expectatives de mercat sobre el tipus oficial del BCE a diferents horitzons



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

la zona de l'euro (el -0,1% intertrimestral en el 3T) i, sobretot, amb unes dades de la inflació (IPC) nord-americana més baixes del que s'esperava. Entre les acaballes de novembre i el començament de desembre, es va completar el reajustament del mercat, coincidint amb unes dades fluïxes de sentiment i d'activitat (confiança del consumidor, ISM i PMI), amb la desacceleració de la inflació europea fins al 2,4% al novembre i amb l'aparició de Christine Lagarde davant el Parlament Europeu (en què va destacar senyals de refredament al mercat laboral). Arribats a aquest punt, els implícits amb prou feines van reaccionar a les xifres d'inflació nord-americana del novembre i es van corregir una mica a l'alça després de la publicació de dades que reflectien una acceleració del mercat laboral dels EUA al novembre.

... i narratives presents

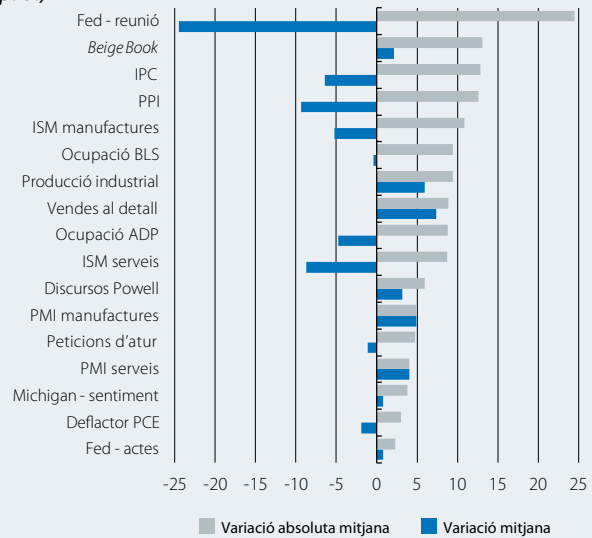
Després d'un enfonsament final dels implícits a les reunions del desembre de la Fed (-32 p. b. en el dia) i del BCE (-9 p. b.), les expectatives dels inversors s'han estabilitzat al voltant d'un escenari en què els mercats veuen la Fed i el BCE retallant tipus a la primavera i abaixant-los en gairebé 150 p. b. en el conjunt del 2024. Més enllà de la casuística de cada sessió de mercat i de les dades econòmiques, els moviments diaris destacats dibuixen un reajustament d'expectatives liderat pels EUA i seguit per Europa, dominat per una lectura acomodaticia (*dovish*) de les reunions de la Fed i del BCE i desencadenat, en especial, per les bones dades d'inflació i també per un refredament de l'activitat econòmica (vegeu el tercer gràfic). Aquests ingredients han deixat uns implícits a 1 any vista entre 80 p. b. i 100 p. b. inferiors als del setembre del 2023 i, això també és destacable, han arrossegat significativament a la baixa els implícits a llarg termini (al voltant dels 70 p. b.) malgrat la naturalesa cíclica del moviment.²

El reajustament d'expectatives dels mercats financers ha estat sobtat³ i, un cop consolidat, ha estat relativament poc sensible a les noves dades d'activitat o d'inflació. L'evolució de la inflació i les seves perspectives, per la seva banda, són una mica més graduals. Més enllà dels efectes base que, en especial en la comparativa interanual dels preus energètics, van contribuir a una desinflació ràpida, indicadors més a temps real, com el *momentum*,⁴ ja permeten albirar l'objectiu d'inflació del 2%, però també subratllen que queda camí per recórrer. Per exemple, a la zona de l'euro, el percentatge de preus de la cistella amb un *momentum* superior al 2,5% va caure del 65% de l'estiu al 38% al desembre, un descens notable, però encara lluny del 15% habitual abans de la pandèmia. Als EUA, aquest percentatge s'ha normalitzat en nivells pre-pandèmia, però amb una diferència no menor: l'habitatge, una partida entre les més de 80 de l'anàlisi, representa més del 30% de la cistella general, exhibeix un *momentum* superior al 5% i està trigant més del que s'esperava a refredar-se.⁵

Al costat d'aquesta nova narrativa dels mercats, els bancs centrals també apunten a retallades de tipus el 2024, però ho fan amb més cautela. Potser perquè, com els mercats, reconeixen les bones dades d'inflació, però, abans de moure fitxa, volen tenir un grau elevat de con-

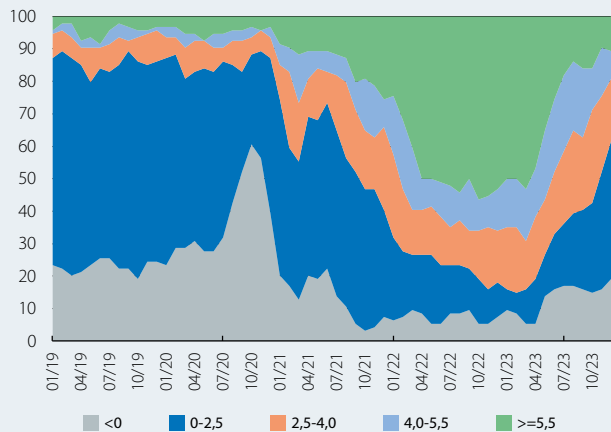
2. Formalment, els tipus de la Fed i del BCE a llarg termini haurien de reflectir factors estructurals i estar poc influenciats per les fluctuacions a curt termini de les dades econòmiques. No obstant això, la volatilitat observada en els implícits suggereix que les expectatives de mercat no compleixen aquesta premissa.
 3. Als EUA, quatre sessions van sumar (en acumulat) un descens brut d'expectatives de 90 p. b.
 4. El *momentum* correspon a la variació intertrimestral anualitzada de l'IPC desestacionalitzat i captura les tendències recents millor que les variacions interanuals (més afectades per efectes base). Al desembre, va ser de l'1,2% a la zona de l'euro i del 2,8% als EUA.
 5. Vegeu el Focus «La importància dels lloguers en la inflació dels EUA», a l'IM09/2023.

Canvi en els implícits de la Fed en funció de l'indicador publicat (p. b.)



Notes: El període analitzat va del 30/09/2023 al 19/01/2024. Implícits sobre el tipus d'interès fed funds a un horitzó futur d'un any.
 Font: CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades de Bloomberg.

Zona de l'euro: composició de l'IPCH general en funció del momentum dels components (% de components de la cistella)



Notes: El momentum es defineix com la variació intertrimestral anualitzada de l'IPCH (amb dades desestacionalitzades). La composició es basa en un desglossament de l'IPCH en 94 components.
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

fiança en el ràpid retorn de la inflació a l'objectiu, en especial davant la solidesa que manté el mercat laboral i la necessitat de reforçar la credibilitat després de dos anys de crisi inflacionista. Les xifres d'inflació dels propers mesos, en un ampli univers d'indicadors, seran clau per dictaminar si s'imposa la visió dels mercats o la major cautela dels bancs centrals.