



Artícle Genèric

Política monetària

Dilemes monetaris en un món interdependent

Contingut disponible en
Anglès Espanyol



Alex Ruiz

Economista

El panorama monetari actual és de notable complexitat i té escassos precedents, si és que n'existeix algun. El fet que molts bancs centrals hagin establert els tipus de referència en taxes negatives (el Japó, Suècia, Dinamarca, Suïssa o la zona de l'euro) és, en termes històrics, una anomalia. Tampoc té precedents que molts bancs centrals acumulin actius públics i privats de varietats molt diferents i que ho facin fins a assolir xifres inaudites (recordem, per exemple, que les compres anuals de deute públic del Banc del Japó equivalen al 16% del PIB del país). Habitats a anomenar aquesta bateria de mesures simplement «política monetària no convencional», potser s'ha perdut, en certa mesura, la sensibilitat a tot allò que té d'atípic la situació i s'ha tendit a obviar els riscos que comporta. Riscos que poden

afectar els països que duen a terme aquestes polítiques i, també, els del seu entorn.

Efectivament, en un món financerament globalitzat, la política monetària que duen a terme els països situats al centre del sistema financer internacional afecta enormement els socis perifèrics. Així, succeeix, per exemple, entre el centre financer per definició –els EUA– i els països de l'Amèrica Llatina. O entre la zona de l'euro i els veïns de la UE que no comparteixen la moneda única. En aquest context, quan el nus es comenci a estrènyer (és a dir, quan comenci la plena normalització monetària), certs països sentiran una pressió suau i altres, potser, una pressió més propera a l'ofec. Aquesta podria ser, en especial, la situació de les economies que s'han beneficiat d'un flux abundant de capitals en condicions molt beneficioses –típicament, en dòlars o en euros que tendien a depreciar-se en relació amb la seva moneda i amb un tipus d'interès sensiblement inferior al nacional– i que hauran d'afrontar-ne el retorn, o el refinançament, en un context de condicions financeres internacionals més adverses.

Es tracta d'una preocupació desmesurada? La resposta a aquesta qüestió exigeix calibrar bé els canals –tant els de caràcter real com els financers– a través dels quals es transmet internacionalment la política monetària, exercici que es realitza en l'article «Política monetària: de la independència a la interdependència» d'aquest mateix Dossier. També obliga a analitzar a fons el paper del sector bancari en el procés de transmissió, tasca que es desenvolupa a l'article «Globalització bancària i la transmissió internacional de la política monetària» d'aquest mateix Dossier. Els casos recents de Suècia i de Mèxic són una constatació clara de la intensitat amb què es pot transmetre la política monetària entre països.

Pel que fa al país escandinau, cap a la meitat del 2010, s'havia recuperat de forma apreciable del xoc de la Gran Recessió del 2008-2009 (el 2010, el creixement acabaria sent del 6%, enfront del 2,1% de la zona de l'euro), i l'evidència que les tensions inflacionistes guanyaven terreny (al començament del 2010, la inflació sueca era del 2,7% interanual i la de la zona de l'euro, del 0,9%) va justificar una pujada gradual, però continuada, del tipus de referència per part del banc central (del 0,25% al 2,0%). Aquest moviment va divergir notablement de la política

monetària acomodaticia del BCE, que, el 2010, va mantenir el tipus de referència en l'1%. El resultat immediat va ser una intensa apreciació de la corona sueca, aproximadament del 20%. Al final del 2011, el Riksbank, el banc central suec, va donar un cop de timó i, malgrat que no semblava que les condicions nacionals ho justificuessin, va iniciar un procés de relaxament monetari que ha situat el tipus d'intervenció en el -0,50%. En aquest context, cada cop són més les veus que argumenten que el manteniment d'unes condicions monetàries ultralaxes és un risc per a l'estabilitat financera, en particular si es té en compte que la liquiditat alimenta una economia amb un endeutament privat ja prou elevat (el 237% del PIB en 2015) i un fort augment dels preus dels actius (el creixement dels preus de l'habitatge suec en el 1T 2016 va ser del 12,5% interanual, el tercer més elevat de la UE).

Aquest cas mostra clarament que la política monetària del centre afecta països propers econòmicament, factor que condiciona, per no dir lamina, la independència monetària dels bancs centrals de les economies perifèriques i de les economies més petites. I a les emergents? Es produeix, també, un efecte tan condicionant de la política monetària del nucli? La resposta és, igualment, afirmativa. Un cas exemplificador és el de Mèxic. Com és ben sabut, Mèxic manté uns vincles econòmics molt estrets amb els EUA, fins al punt que el cicle de l'activitat dels dos països està molt correlacionat. Però aquesta evidència general no implica que la política monetària dels EUA sigui l'adequada per a Mèxic en tots els moments. En particular, des del 2014, l'impacte asimètric del xoc del petroli ha requerit una resposta de política monetària diferent. Mentre que els EUA circulen per les fases madures del cicle, amb unes expectatives d'inflació a l'alça i amb unes incipients tensions salarials, Mèxic ha experimentat un creixement menor al previst i una inflació clarament inferior a l'esperada (situada, de fet, en zona de mínims històrics). Malgrat aquesta realitat, que suggeriria que, malgrat que la Fed tiri endavant la normalització monetària, Banxico hauria de mantenir una política monetària més acomodaticia durant un cert temps, la veritat és que el consens aclaparador entre els analistes és que Mèxic, senzillament, no té cap altra opció que seguir el camí de la Fed per evitar una forta depreciació del peso en relació amb el dòlar. La raó principal, de nou, no cal buscar-la en les condicions internes: és la importància de les relacions comercials i financeres entre els EUA i Mèxic.

En els últims anys i, en particular, des de la Gran Recessió del 2008-2009, Mèxic ha experimentat un doble procés, que ha fet més estrets els llaços financers amb els EUA i, en menor mesura, amb la resta dels inversors globals. El primer és l'augment de l'entrada de capitals al país. Tal com s'explica a l'article «Política monetària: de la independència a la interdependència», d'aquest mateix Dossier, aquest és el principal canal de transmissió a nivell global de la política monetària, i, en els últims anys, es constata una major sensibilitat dels moviments de capitals a les expectatives de canvis de la política monetària al centre del sistema.

L'evolució dels fluxos de capitals cap a Mèxic ha seguit aquest mateix patró, tendència que s'ha reflectit en variables com el deute extern, que ha passat de situar-se en el 17,3% del PIB el 2006 a apropar-se al 46% del PIB 10 anys després. Un segon factor, relacionat amb l'anterior, és que l'ús internacional del peso mexicà ha augmentat, en especial en l'àmbit financer: segons el BIS, si el 2001 era la catorzena moneda més utilitzada, el 2013 era l'octava. Considerats en conjunt, aquests dos elements han fet menys independent la política monetària del país llatinoamericà. El propi Banxico assumeix, implícitament, que no pot negar aquest context limitador en reiterar, en els seus comunicats, que el seguiment del diferencial de tipus d'interès amb els EUA i l'evolució del tipus de canvi (variable clau en la transmissió monetària internacional) són dos aspectes centrals en el seu monitoratge del context financer. Tampoc no és menor la referència que a vegades fa que ajornar el tensionament monetari pot representar un risc per a l'estabilitat financera.

Aquest risc per a l'estabilitat financera pot ser major quan es dona en un context local d'excés de deute. Aquesta és la situació, recordem-ho, de moltes economies emergents que, en els últims anys, han experimentat un fort creixement del deute privat. A més a més, la situació s'agreuja quan l'augment del deute es fa mitjançant el finançament en moneda forta (el dòlar, en el cas de l'Amèrica Llatina; l'euro, en el de l'Europa emergent). Aquesta és la situació de la Xina o del Brasil, entre altres països, que han registrat un fort avanç del deute corporatiu en dòlars, arran, precisament, de les folgades condicions de finançament derivades, en última instància, de la política monetària de la Fed. A mesura que avanci la normalització monetària nord-americana, les dificultats d'algunes empreses per atendre el pagament o el refinançament d'aquest deute aniran en augment.

A l'Europa emergent, la situació es repeteix, tot i que amb dues particularitats. En primer lloc, a més de les empreses, les llars també han assumit préstecs hipotecaris en moneda estrangera (en euros i en francs suïssos). La segona característica és que, en aquesta zona, el risc sobre l'estabilitat financera ha passat de difús a molt elevat. Polònia exemplifica aquesta situació. Al començament del 2016, gairebé el 45% del saldo hipotecari viu era en euros o en francs, total equivalent al 9,3% del PIB polonès. Atesa la depreciació del zloty en relació amb l'euro i amb el franc suís, el Govern es troba amb el dilema de deixar que els consumidors afrontin l'augment de la pressió financera o derivar els costos cap al sector bancari forçant la conversió d'hipoteques a zlotys en unes condicions favorables per a les llars. Les primeres propostes apunten a una versió extrema d'aquesta segona solució, que, si s'aplica, senzillament, no podria ser assumida per una gran part de la banca polonesa.

És important recordar que l'excessiva acumulació de deute és, entre altres factors, el resultat de la resposta dels actors econòmics als incentius que genera l'anòmala situació monetària amb què s'obria l'article. No és l'únic resultat indesitjat de la política monetària ultracomodatícia que han seguit els països avançats, però sí un dels més tangibles. Atesa la incertesa que envolta l'entrada en terra incognita que comporta la sortida de la política monetària no convencional, hi ha alguna forma de pal·liar els riscos sobre l'estabilitat financera global? La més clara seria que existís un major grau de coordinació entre els bancs centrals i, a nivell més ampli, entre la política econòmica de les principals economies. A nivell normatiu, i com es defensa a l'article «Polítiques de coordinació del sistema monetari i financer» d'aquest mateix Dossier, seria molt desitjable una major coordinació. Desafortunadament, com també conclou aquest article, hi ha dubtes raonables sobre la possibilitat que la coordinació s'acabi duent a terme.

Àlex Ruiz

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis,
CaixaBank



Àlex Ruiz

Economista

Etiquetes

Fluxos de capital

Globalització

