

Política monetària no convencional: una història (inconclusa) d'èxit (limitat)

La crisi financera i econòmica que va començar el 2007 ha estat la més profunda des de la Gran Depressió dels anys trenta. En alguns moments, el malson d'una reedició d'aquell drama social ha tingut un aire força realista. Per fortuna, no ha estat així, en bona mesura gràcies a la gestió de la política monetària per part dels principals bancs centrals del món. Malgrat tot, això no ha estat suficient per impedir una fase de creixement lent i d'atur elevat.

Durant aquests últims anys, les autoritats monetàries s'han enfrontat a dos greus problemes. En primer lloc, les formidables onades de turbulències financeres iniciades amb la crisi de les hipoteques *subprime*. Aquestes disfuncions dels mercats financers han entorpit el funcionament normal dels canals de transmissió de la política monetària convencional i han forçat el desplegament d'un ampli ventall de «mesures de suport a la liquiditat» per part dels bancs centrals. En segon lloc, el tipus d'interès oficial, que és l'instrument bàsic d'aquesta política convencional, va assolir el límit inferior natural del 0% sense que s'apreciessin signes d'alleujament en les preocupants dinàmiques recessives i deflacionistes. Aquest esgotament ha incentivat la recerca de vies addicionals d'estímul i ha propiciat les «compres d'actius a gran escala» (LSAP, en les sigles en anglès) i la reformulació de les «polítiques de comunicació» (*forward guidance*).⁽¹⁾ La Reserva Federal (Fed) i el Banc Central Europeu (BCE) han estat protagonistes destacats d'aquesta història, tant per la importància de les economies sobre les quals actuen com per la naturalesa de les mesures que han aplicat.

En la primera fase de la crisi (entre l'estiu del 2007 i la tardor del 2008), la Fed i el BCE es van centrar en les mesures de suport a la liquiditat, al mateix temps que retallaven amb fermesa els tipus d'interès oficials. El rol de pres-

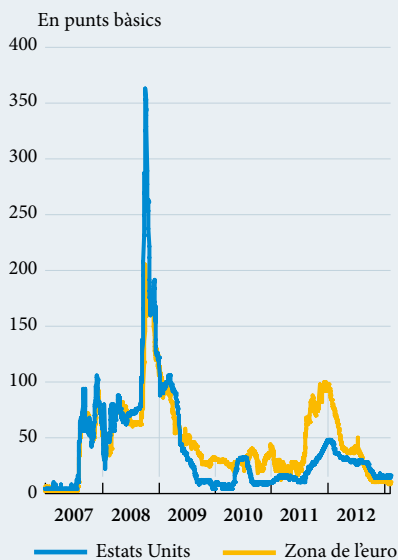
(1) Per a més detalls, vegeu el requadre «En temps de crisi, creativitat monetària», d'aquesta mateixa publicació.

tador d'última instància es va ampliar molt més enllà del que era convencional i va arribar a límits insospitats després de l'enorme xoc que va representar la fallida de Lehman Brothers. El propòsit va ser reobrir (o suplantar transitòriament) els fluxos de finançament en nombroses parcel·les del sistema financer. La circumstància que, en el cas dels Estats Units, aquest sistema estigui basat en els mercats de capitals i que, en el cas de la zona de l'euro, estigui centrat en els bancs és la raó bàsica que els programes de la Fed s'hagin dirigit a intervenir directament en els mercats i que els del BCE s'hagin orientat a proporcionar liquiditat als bancs. S'ha acumulat una àmplia evidència empírica sobre l'elevat grau d'eficàcia dels múltiples programes que la Fed va posar en marxa amb caràcter específic i temporal. Cal destacar els següents: CPFF (enfocat al mercat de paper comercial), MMIFF (fons monetaris), PDCF (*primary dealers*) i TALF (mercat de titulitzacions). Per la seva banda, el BCE també va actuar amb determinació i celeritat: va modificar el procediment de subministrament de liquiditat als bancs per fer-lo il·limitat (l'anomenada «barra lliure»), va ampliar els terminis i va relaxar els requisits de garantia. Aquestes actuacions van evitar el desastre que hauria comportat una eventual cadena de col·lapses d'entitats, fruit del bloqueig dels mercats majoristes i/o del pànic dels dipositants. De fet, de forma progressiva, la calma va tornar als mercats, el que va ser una fita notable de cara a l'objectiu d'assegurar l'estabilitat financera.

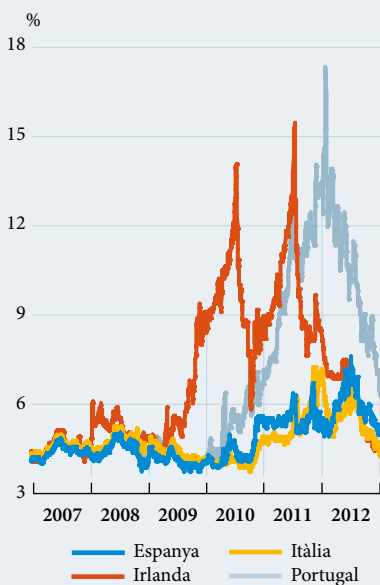
En el trànsit del 2008 al 2009, va començar una segona fase de la crisi, que encara està vigent, caracteritzada per la necessitat de reactivar el creixement econòmic i d'evitar la deflació, en un context de descens dels preus immobiliaris, despallanquejament forçat, incertesa elevada i rebrots recurrents d'inestabilitat als mercats financers (aquesta cop amb l'epicentre a la zona de l'euro). Per afrontar aquest repte, els bancs centrals van ampliar l'arsenal de mesures no convencionals. Per bé que els objectius eren similars, les mesures han diferit en funció del marc legal i institucional de cada banc central. La Reserva Federal s'ha endinsat sense gaires miraments en l'àmbit de les LSAP i ha modificat en diverses ocasions les fórmules de comunicació. El BCE ha optat per mesures a mig camí entre el «suport a la liquiditat» i les LSAP.

LA POLÍTICA MONETÀRIA NO CONVENCIONAL HA ESTAT IMPORTANT EN L'ESTABILITZACIÓ DELS MERCATS FINANCERS I EN LA NEUTRALITZACIÓ DEL RISC DE DEFLACIÓ

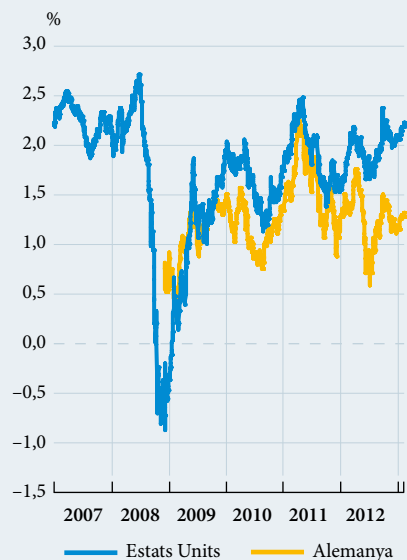
Diferencial entre tipus interbancari i Overnight Indexed Swap a tres mesos



Yields del deute públic a 10 anys



Inflació implícita en bons indexats a la inflació a 10 anys



FONT: Bloomberg.

La Fed ha executat diverses rondes de compres de bons del Tresor i de les agències hipotecàries, encaminades a pressionar a l'alça les seves cotitzacions, i esperant que l'impacte alcista es transmeti, mitjançant diferents canals, als preus de la resta d'actius financers (bons corporatius, accions, monedes estrangeres, etc.), i ha promogut, així, el relaxament de les condicions financeres per al conjunt d'agents econòmics, la qual cosa, al seu torn, hauria d'incidir de forma favorable sobre l'economia real. L'evidència empírica mostra que aquests efectes s'han produït. En concret, s'estima que la intervenció de la Fed ha reduït les rendibilitats del deute a mitjà i a llarg termini en un rang comprès entre els 70 i els 150 punts bàsics. Per bé que les estimacions són estadísticament significatives, cal tenir en compte que hi ha altres factors que han pressionat les rendibilitats a la baixa (com l'aversion al risc dels inversors), molt difícils de controlar a l'hora de fer els càlculs. Aquestes anàlisis també posen de manifest que s'ha produït un contagi positiu cap a altres actius de risc, principalment els bons corporatius i els índexs borsaris. Els estudis que analitzen l'efecte sobre les variables macroeconòmiques presenten més discrepàncies en els resultats obtinguts. En conjunt, detecten l'existència d'un impacte positiu però modest sobre el PIB i sobre l'ocupació i d'un impacte alcista sobre la inflació esperada i materialitzada. A més a més, és important considerar que la incidència de les LSAP és transitòria i que les rondes successives tenen un impacte cada vegada menor. De fet, alguns economistes consideren que els seus efectes no actuen tant per la via dels preus dels actius com per la via de la modificació de les expectatives dels agents, i, en aquest sentit, són un succedani de la política de comunicació. En aquest últim àmbit, la Fed ha rebut, amb part de raó, crítiques per les erràtiques fórmules que ha anat assajant, les quals, en ocasions, han introduït més confusió que claredat.

El BCE s'ha mostrat més prudent que la Fed en aquesta segona fase, però no per això ha estat menys efectiu. A diferència d'altres bancs centrals, el BCE considera que les mesures no convencionals són un complement de les decisions de tipus d'interès i han d'estar supeditades al mandat d'estabilitat de preus. La institució qualifica les seves actuacions com a mesures de «suport reforçat al crèdit» (*Enhanced Credit Support*) i les justifica per la necessitat de sanejar el canal de transmissió de la política monetària. No obstant això, la irrupció de la crisi del deute sobirà a la perifèria de la zona de l'euro va dinamitar gairebé per complet aquesta transmissió, ja que va induir un procés de fragmentació profunda dels mercats financers entre centre i perifèria. El BCE va respondre amb un lloable grau de pragmatisme i d'incert, va anar més enllà de les mesures de suport a la liquiditat i es va apropar al terreny de les compres d'actius. Al maig del 2010, amb la creació del *Securities Market Program* (SMP), es va fer un primer pas per contenir les friccions. Durant l'estiu del 2012, es va augmentar l'aposta amb l'anunci del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que ha propiciat una reducció espectacular de les primes de risc del deute sobirà i bancari dels països perifèrics.

En suma, els principals bancs centrals han demostrat capacitat d'innovació i gran determinació davant els reptes que s'han anat presentant i han aconseguit uns resultats satisfactoris. Es diria que van aprendre les lliçons d'alguns episodis històrics desafortunats, quan errors de judici i una subestimació del poder dels instruments a la seva disposició van derivar en situacions econòmiques penoses. Però, per això mateix, convé ara estar a l'aguait⁽²⁾ perquè els errors no es cometin en la fase de normalització, de manera que l'epíleg pendent d'aquesta història se saldi també amb èxit.

(2) Vegeu el requadre «Riscos d'una política monetària en fase experimental», d'aquesta mateixa publicació.

*Aquest requadre ha estat elaborat pel Departament de Mercats Financers
Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*