

Polítiques de coordinació del sistema monetari i financer

Després de la crisi econòmica i financer del 2008, s'han dut a terme polítiques monetàries expansives molt agressives als països avançats. Això ha estat crucial per esmorteir l'impacte de la crisi. De tota manera, com es documenta a la resta d'articles del present Dossier, els efectes d'aquestes polítiques s'han fet sentir més enllà de les fronteres de cada país. Tot plegat posa damunt la taula la necessitat de millorar la coordinació de la política econòmica a nivell internacional i, en especial, de la política monetària. Aquest és un repte que no és nou, però que cada vegada sembla més necessari.

Fent una mica de memòria, després de la Gran Depressió dels anys trenta i de dues guerres mundials devastadores, el 1944, es van gestar els acords de Bretton Woods, que van generar un sistema monetari i financer internacional basat, entre altres elements, en un sistema de tipus de canvi fixos. S'intentaven així impedir les devaluacions competitives. Aquest sistema va perdurar 27 anys, fins que Richard Nixon, el 1971, va decidir suspendre la convertibilitat del dòlar a l'or. Malgrat el profund canvi que això va comportar, la coordinació de la política monetària no era una qüestió central en el debat, ja que l'economia no estava globalitzada i les polítiques monetàries eren dutes a terme per bancs centrals cada vegada més independents que no pretenien impulsar devaluacions competitives, sinó que se centraven en l'estabilitat dels preus.

Què ha canviat en els últims anys per fer més necessària la coordinació dels bancs centrals? Com s'apunta als articles «Política monetària: de la independència a la interdependència» i «Globalització bancària i la transmissió internacional de la política monetària» del present Dossier, la globalització financer i el creixent pes dels bancs globals fan que els efectes de la política monetària duta a terme pels principals bancs centrals sobre la resta d'economies siguin ara molt superiors. Les mesures d'expansió quantitativa utilitzades per les principals autoritats monetàries, com el QE, també tenen un impacte més gran sobre la resta d'economies.

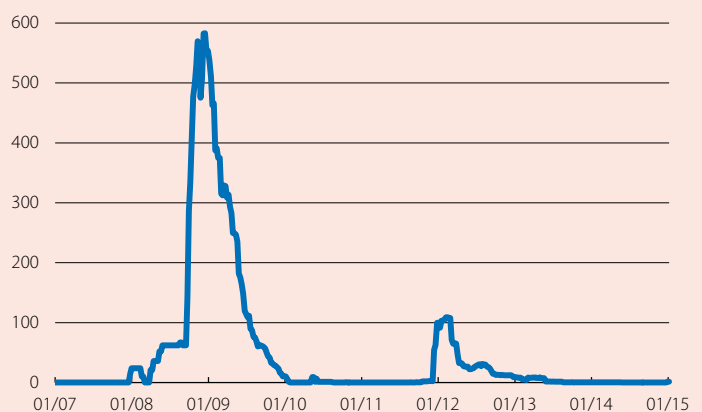
Malgrat això, els avanços en la coordinació internacional de la política monetària han estat puntuals i fruit de la necessitat del moment. Per exemple, la Fed va posar a disposició dels bancs centrals de 12 països 620.000 milions de dòlars en forma de *swaps* per proveir-los de liquiditat després de la crisi de les *subprime* el 2008 (vegeu el primer gràfic). Així mateix, els països del G-20 van decidir, el 2009, coordinar la resposta a la crisi mitjançant el *Financial Stability Board*, i, paral·lelament, el Fons Monetari Internacional (FMI) va reforçar els mecanismes de supervisió multilateral. Actualment, existeix una estructura bicèfala de facto per a la cooperació de la política macroeconòmica i financer a nivell global, amb l'FMI emetent recomanacions generals sobre les polítiques de coordinació i el G-20 prenent decisions estratègiques en temps de crisi.

Una de les claus per millorar la coordinació rau en entendre millor i en mesurar amb més precisió els efectes externs causats per la política monetària. No obstant això, es tracta d'una

tasca àrdua. Per exemple, com veiem al segon gràfic, l'impacte de les polítiques monetàries nord-americanes sobre el creixement del crèdit a l'exterior és diferent en funció de les característiques dels països, amb un efecte menor si el país és desenvolupat, si té un tipus de canvi flexible o si té un grau baix d'obertura al capital estranger. Aquest gràfic posa en relleu la importància de tenir en compte diferents factors macroeconòmics de considerable complexitat a l'hora de dissenyar els mecanismes de coordinació. Amb l'objectiu de progressar en aquesta matèria, els economistes Raghuram Rajan i Prachi Mishra¹ han proposat la creació d'una comissió d'experts per classificar les polítiques monetàries concretes dels diferents països en tres categories: verd, taronja i vermell. Les primeres són polítiques beneficioses que comporten guanys a tots els països, les taronges són polítiques que cal utilitzar amb cautela i només a curt termini i les vermelles són polítiques domèstiques que tenen un impacte positiu molt baix al país que les promou però que causen un perjudici molt gran en altres països. Un exemple de política vermella seria el conjunt de polítiques monetàries no convencionals que generen una recuperació feble als països desenvolupats que les promouen però

Liquiditat de la Fed a altres bancs centrals

(Bilions de dòlars)

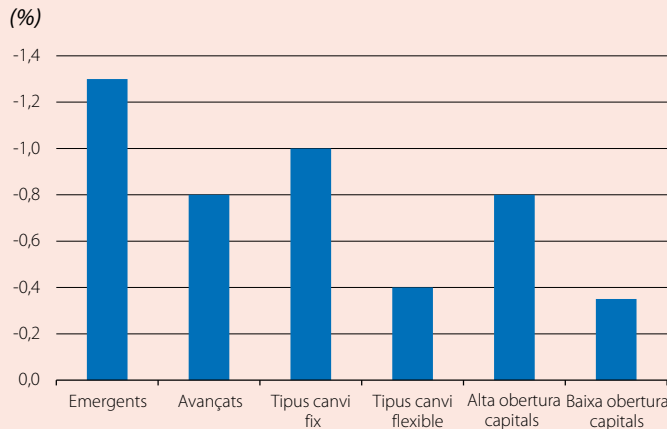


Nota: La liquiditat fa referència a les línies de swap en dòlars que la Fed proveeix als bancs centrals d'altres països.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Board of Governors of the Federal Reserve System.

1. Vegeu Mishra, P. i Rajan, R. (2016), «Rules of Monetary Game».

Impacte d'un augment del tipus d'interès als EUA sobre el creixement del crèdit en altres països



Nota: Impacte mitjà d'un increment de 100 p. b. del tipus d'interès nominal als EUA sobre el creixement del crèdit bancari real en 20 economies entre el 1969 i el 2008.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

aconseguir mitjançant un ens supranacional fort que s'encarregui de la coordinació multilateral i que elabori un seguit de directius, de recomanacions i d'avertiments sobre el disseny de polítiques que evitin les externalitats negatives de les polítiques domèstiques. Aquest organisme hauria de ser capaç d'avaluar amb rigor les conseqüències en altres països de les polítiques monetàries i financeres domèstiques i de tenir un rol de tercera part neutral amb la finalitat d'assessorar i de guiar els diferents països per millorar la coordinació de les polítiques monetàries i financeres.

Dos candidats naturals per assumir aquest rol són l'FMI i el Banc de Pagaments Internacionals (BPI). L'FMI hauria d'exercir un paper més actiu si vol assumir el rol, ja que, actualment, no té un mandat clar per abordar les implicacions de les polítiques domèstiques dels seus membres per a l'estabilitat financera global,³ i s'hauria de convertir en un organisme independent dels poders governamentals. L'altre candidat és el BPI, organisme conegut com el «banc dels bancs centrals», fundat pels Acords de l'Haia del 1930. Aquesta institució s'encarrega de fomentar la cooperació financera i monetària i és propietat de nombrosos bancs centrals. Per això, el BPI podria estar en una posició idònia per facilitar la coordinació dels diversos bancs centrals i assumir una funció preponderant en la coordinació internacional de les polítiques monetàries. A més a més, aquest organisme gaudeix d'una sòlida reputació internacional i permetria mantenir la independència dels bancs centrals. Cal afegir que diversos observadors⁴ han suggerit que el G-20 també podria assumir la coordinació de la política monetària. No obstant això, no sembla que el G-20 sigui un candidat idoni, ja que es tracta d'un fòrum polític, no tècnic, i pateix problemes de representativitat.

Per acabar, cal dir que hi ha un consens generalitzat en la comunitat internacional sobre la necessitat d'una major coordinació en les polítiques monetàries i financeres internacionals. No obstant això, existeixen dubtes raonables sobre la possibilitat que assistim a avanços en aquest sentit. L'èmfasi de les autoritats monetàries a curt termini, les dificultats per posar d'acord diferents països amb interessos divergents i els reptes que planteja una modificació de l'actual arquitectura monetària i financera a nivell global no conviden a l'optimisme. Tal com va dir el 2013 Olivier Blanchard,⁵ llavors economista en cap de l'FMI, «la coordinació internacional de les polítiques macroeconòmiques és com el monstre del llac Ness, ja que se'n parla molt però rarament és vist».

Javier Garcia-Arenas

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

2. Vegeu Clarida, R. (2016), «National monetary policies often correlate, sometimes coordinate, rarely cooperate», Global Central Bank Focus.

3. Vegeu Knight, M. (2014), «Reforming the Global Architecture of Financial Regulation: The G20, the IMF and the FSB», CIGI Papers, núm. 42.

4. Vegeu Bradford, C. i Lim, W. (2011), «Global Leadership in Transition: Making the G20 More Effective and Responsive», Korean Development Institute and Brookings Institution Press.

5. Vegeu Blanchard, O., Ostry, J. D. i Gosh, A. R. (2013), «International Policy Coordination: The Loch Ness Monster», IMFdirect.