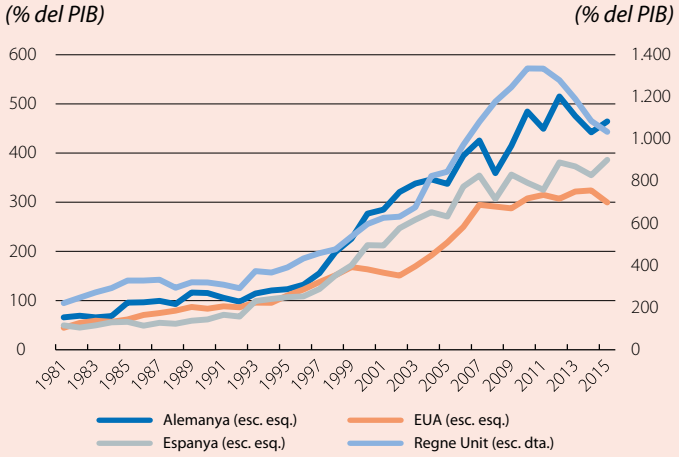
Política monetària: de la independència a la interdependència

22 de maig del 2013, Congrés dels Estats Units d'Amèrica, Washington DC. Ben Bernanke, llavors president de la Fed, suggereix que, gràcies al bon funcionament de l'economia nord-americana, podria reduir el to acomodatici de la política monetària en un futur proper. En les setmanes posteriors, les seves declaracions es tradueixen en violents moviments als mercats globals i, principalment, a les economies emergents, que pateixen importants depreciacions de les monedes, augments en les primes de risc, caigudes de les borses i reducció en les entrades de capital. Aquest episodi, conegut com «*taper tantrum*», il·lustra com els efectes de la política monetària d'un dels majors centres financers mundials van molt més enllà de les seves fronteres nacionals. Però per què una decisió domèstica de Bernanke repercuteix sobre la resta d'economies del món? I mitjançant quins mecanismes les paraules del president de la Fed impacten sobre les economies de la resta del món?

Tradicionalment, el comerç ha estat el principal transmissor de la política monetària entre països. És a dir, davant una reducció del tipus d'interès de referència de la Fed, per exemple, el dòlar tendeix a depreciar-se, la qual cosa encareix les importacions procedents de la resta del món, la demanda de les quals en pateix les conseqüències.[1] D'altra banda, en estimular la demanda domèstica nord-americana, el relaxament monetari impulsa la demanda d'aquestes importacions. Malgrat que posterior en el temps, aquest segon efecte ha estat històricament més fort que el primer, i, en conseqüència, l'efecte comercial net a la resta del món ha estat positiu.[2] No obstant això, en les circumstàncies actuals, hi ha raons per suposar que la demanda agregada és menys sensible als estímuls monetaris, de manera que és més incert que els efectes nets siguin positius: en concret, l'elevat endeutament de les economies avançades dificulta que l'estímul monetari es tradueixi en una major demanda d'importacions estrangeres (ja que els agents més endeutats augmenten menys el consum).

La globalització financera: actius i passius contrets amb la resta del món *



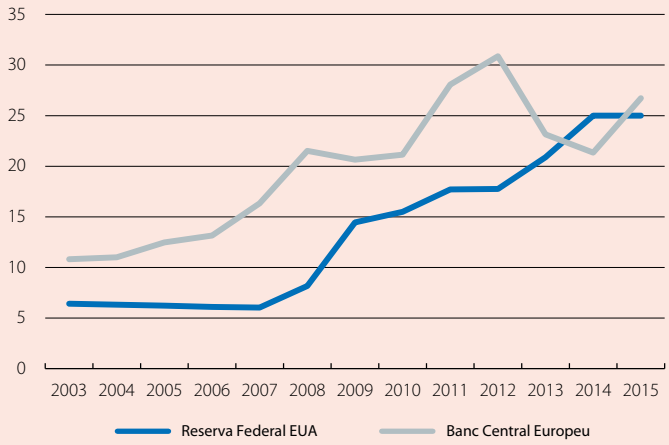
Nota: ** Posició inversora internacional bruta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

Però no són solament els factors conjunturals relacionats amb el canal comercial els que qüestionen el signe positiu de les externalitats de la política monetària. De fet, com ho il·lustra el primer gràfic, des de la dècada dels vuitanta, s'ha produït una forta globalització financera, amb un augment dels fluxos de capital internacionals i un major endeutament exterior brut de les economies. En crear un mercat internacional per a la inversió i per a l'estalvi, la globalització financera ofereix una font de finançament extern a un tipus d'interès internacional que, malgrat tot, està influenciat pels principals centres financers mundials, com els EUA, a causa del seu important pes en l'economia mundial.[3] Així, els fluxos internacionals de capital s'han convertit en un important transmissor de la política monetària. Per exemple, davant una reducció del tipus d'interès als EUA, es produeixen forts fluxos cap a les economies estrangeres amb retorns més elevats, les autoritats monetàries de les quals s'enfronten a dues opcions: tolerar la forta apreciació de la moneda per suavitzar l'entrada de capital o limitar la fluctuació del tipus de canvi i acceptar una forta entrada de capitals. A més a més, les dues alternatives provoquen conseqüències negatives addicionals: mentre que una forta apreciació de la moneda afecta negativament el sector exportador i pot provocar pressions deflacionistes (en abaratir el cost de les importacions), una entrada de capital pot relaxar les condicions creditícies més enllà del que seria desitjable i, per tant, augmenta el risc d'inestabilitat financera. Com veurem, una manera de pal·liar tant l'apreciació de la moneda com les entrades brusques de capital consisteix a ajustar el tipus d'interès domèstic mimetitzant la política monetària estrangera: tot i que, en oferir retorns emblants, s'eviten moviments sobtats de capital i pressions sobre el tipus de canvi, les autoritats perden el control de la política monetària.

1. Aquest efecte és el que ha comportat l'adopció del terme «guerra de divises» per descriure situacions en què els bancs centrals implementen polítiques acomodatícies per provocar una depreciació de la moneda i augmentar la competitivitat de les exportacions.
2. Vegeu el discurs de Rajan del 12 de març del 2016 a Nova Delhi, «Towards rules of the monetary game», i Blanchard (2016), «Currency wars, coordination, and capital controls», NBER Working Paper. No obstant això, com remarca Blanchard, l'efecte també depèn de les característiques de cada país, com el pes de les exportacions cap als EUA o la sensibilitat de l'economia als preus de les primeres matèries.
3. Un altre factor important que explica la influència dels EUA és l'ús del dòlar nord-americà com a mitjà d'intercanvi arreu del món i com a font de finançament del sistema bancari. Vegeu l'article «Globalització bancària i la transmissió internacional de la política monetària», d'aquest mateix Dossier.

Balanç dels principals bancs centrals *

(% del PIB)



Nota: ** Actius totals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i de la Reserva Federal de St. Louis.*

Malgrat que la globalització financera no és un fenomen recent, en la conjuntura actual, hi ha un factor addicional que intensifica el seu impacte sobre les externalitats de la política monetària. En els últims anys, els principals bancs centrals de les economies avançades (la Fed, el BCE, el Banc d'Anglaterra i el Banc del Japó) han relaxat les polítiques monetàries fins a nivells sense precedents per estimular la recuperació de la demanda domèstica després de la crisi financera. A més a més, en apropar-se els tipus de referència al 0%, han implementat mesures no convencionals que s'han traduït en una important injecció de liquiditat (vegeu el segon gràfic). Així, amb unes economies avançades en un entorn de retorns baixos, l'abundància de liquiditat s'ha dirigit cap a altres economies veïnes. Amb la finalitat d'evitar apreciacions brusques de les monedes i de minimitzar la violència de les entrades de capital, les economies receptores també han optat per relaxar les condicions monetàries amb tipus d'interès per sota del que justificarien les necessitats domèstiques. Tot i que, a curt termini, l'activitat d'aquestes economies es beneficia d'unes condicions financeres favorables, aquestes condicions no s'adeqüen a les necessitats domèstiques de l'economia, de manera que augmenta el risc d'inestabilitat financera i els efectes a mitjà i a llarg termini poden ser negatius, com ho va acabar sent la bombolla immobiliària que va alimentar la fase anterior de creixement en algunes economies avançades. A més a més, com s'explica a l'article «Globalització bancària i la transmissió internacional de la política monetària», d'aquest mateix Dossier, el sistema de bancs globals amb el qual es vehicula una part d'aquests fluxos de capital, mitjançant el qual una matriu bancària obté recursos en economies avançades amb condicions creditícies laxes i els distribueix a sucursals o a entitats locals a les economies emergents, crea una font de risc sistèmic. No obstant això, els bancs centrals argumenten que les mesures han estat clau per a la recuperació de les economies i que les externalitats econòmiques serien molt més negatives si els EUA tinguessin un creixement més anèmic o si la zona de l'euro continués estancada.

Així, doncs, les externalitats d'una política monetària més laxa als principals centres financers globals es transmeten mitjançant un canal tradicional comercial i un canal financer que transmet les condicions financeres laxes a la resta del món. Però quina és la seva importància relativa? Segons les estimacions de la Fed,[4] en resposta a mesures que redueixen en 25 p. b. el tipus d'interès a 10 anys del deute nord-americà: (i) la depreciació del dòlar deprimeix el PIB de la resta del món el 0,05%; (ii) la demanda domèstica dels EUA augmenta el 0,5%, estimula les importacions i fa augmentar el PIB de la resta del món el 0,05%, i (iii) els tipus d'interès estrangers disminueixen en 10 p. b., la qual cosa fa augmentar el PIB de la resta del món el 0,25%. Així, segons les estimacions de la Fed, actualment el canal comercial tindria un efecte net nul. En conseqüència, les externalitats serien només visibles mitjançant el canal financer, que, tot i possibilitar un efecte positiu a curt termini, introdueix inestabilitat financera a mitjà i a llarg termini.

En conclusió, el paper dominant que ha pres la política monetària com a eina per estimular les economies avançades ha revifat el debat sobre les seves externalitats internacionals. Actualment, els vincles financers entre les economies s'han fet més estrets, fins al punt que els fluxos de capital i els actius de risc tenen importants determinants globals. Això comporta, a la pràctica, una pèrdua de la capacitat d'implementar polítiques monetàries independents,[5] de manera que és fonamental revisar les possibilitats de cooperació i de coordinació dins el sistema monetari internacional, qüestió que s'analitza a l'article «Polítiques de coordinació del sistema monetari i financer», d'aquest mateix Dossier. Una altra alternativa per pal·liar aquestes externalitats és que la política fiscal i les reformes estructurals contribueixin a estimular l'economia i complementin en major grau la política monetària.

Adrià Morron Salmeron
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. John Ammer, Michiel de Pooter, Christopher Erceg i Steven Kamin, 2016, «International Spillovers of Monetary Policy», Federal Reserve Board of Governors International Finance Discussion Papers Note.
5. Hélène Rey (2015), «Dilema not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence», NBER Working Paper.