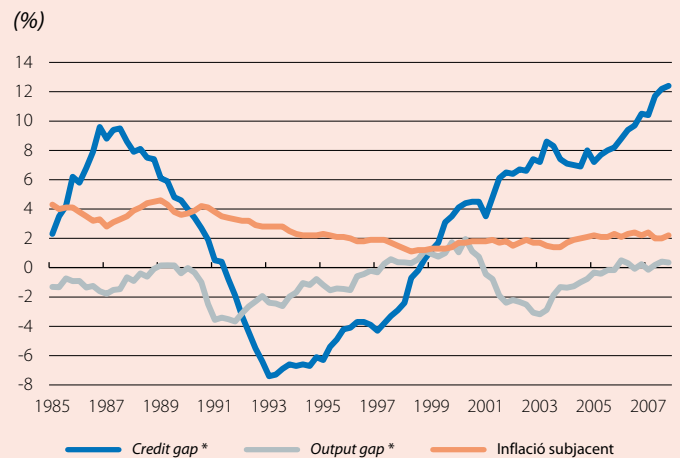


## La política econòmica enfront de la inestabilitat financera

Dos grans esdeveniments van marcar la política econòmica al segle xx: la Gran Depressió, entre el 1929 i el 1939, i l'estagflació<sup>1</sup> de la dècada del 1970. En aquests dos episodis, els EUA van patir les taxes d'atur més elevades de tot el segle xx, amb més del 25% d'aturats el 1933, el 20% el 1938 i el 10,8% el 1982. Els dos episodis van sacsejar els pilars teòrics dels economistes i el paper de la política econòmica. Així, després de la Gran Depressió, va emergir el keynesianisme i el seu èmfasi en polítiques econòmiques que gestionessin la demanda, mentre que l'estagflació va donar lloc a la revolució neoclàssica i a un nou consens en què s'encarregava a la política monetària garantir una inflació moderada i estable. Aquest consens va resistir fins al següent gran episodi, que es va produir el 2007 amb l'esclat d'una crisi financera global i amb l'anomenada Gran Recessió (2007-2009), en què es va assolir el pic d'atur més alt des de l'inici dels anys vuitanta. Tot seguit, veurem que la inestabilitat financera és l'element clau per entendre els canvis que aquest últim episodi està provocant en la política econòmica.

El consens macroeconòmic emergit en els anys vuitanta va assignar a la política econòmica l'encàrrec d'estabilitzar la inflació i el creixement de l'activitat. De fet, existia la creença que el sector financer tenia una tendència natural a autoestabilitzar-se, i, pel que fa a l'estabilitat financera, la política econòmica es limitava a supervisar la salut de les principals institucions. No obstant això, com ho mostra el gràfic, entre el 2002 i el 2007, latents rere una inflació i un creixement econòmic estables, es van acumular importants desequilibris financers. A més a més, les interconnexions creixents entre els diferents subsectors financers van donar lloc a fonts de risc sistèmic que la supervisió, sense una perspectiva de conjunt, no aconseguia percebre. Per exemple, les hipoteques *subprime* representaven, només, el 4% del mercat hipotecari dels EUA, però van ser el detonant d'una crisi que va arrossegar una gran part del sector financer internacional. Finalment, la duresa de la Gran Recessió va acabar de qüestionar el consens existent en deixar clar que la inestabilitat financera té repercussions significatives sobre l'estabilitat macroeconòmica. De fet, com s'ha detallat a l'article «La inestabilitat financera i el cicle econòmic», en aquest mateix Dossier, hi ha una evidència creixent sobre els vincles entre la inestabilitat financera i la salut de l'economia real al llarg de la història. Així, en els últims anys, s'ha format un nou consens en què l'estabilitat financera es considera necessària per garantir l'estabilitat macroeconòmica. La qüestió és quines polítiques i quins instruments caldria d'emprar.

### EUA: mètriques d'estabilitat macroeconòmica i financera



**Nota:** \* Creixement del crèdit i de l'activitat, respectivament, per damunt del seu potencial.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Bank of International Settlements, US Congressional Budget Office i US Bureau of Economic Analysis.

La primera resposta que ha ofert la política econòmica ha estat reforçar la regulació i les anomenades polítiques prudencials (tant les micro, enfocades a la salut individual de cada institució, com les macro, amb una visió de conjunt del sistema). D'aquesta manera, s'han construït instruments per mitigar les fonts de risc sistèmic, per acumular matalassos en temps de bonança (i que donin un major marge de maniobra en les recessions) i per contenir els desequilibris financers, com un endeutament excessiu i/o basat en fonts de finançament volàtils, que poden generar episodis d'inestabilitat. Els principals esforços de les polítiques microprudencials s'han orientat a augmentar els requisits de capital i de liquiditat i a introduir nous mecanismes de resolució. Així, avui dia, les institucions financeres han d'estar proveïdes de més capital i de més qualitat. A més a més, es fixen requisits de liquiditat més severs per garantir que disposin de prou actius líquids i de qualitat per resistir els primers embats d'un pànic bancari, així com un accés suficient a fonts de finançament estables que no s'evaporin en moments d'estrès.<sup>2</sup> Per la seva banda, les polítiques macroprudencials s'han dedicat a dissenyar instruments que permetin actuar de forma preventiva sobre l'emergència de desequilibris financers al conjunt del sistema. Per exemple, s'han imposat requisits de capital i ràtios de palanquejament que varien al llarg del cicle, de manera que, en l'expansió, actuen com a llast i forcen a acumular matalassos i, de retruc, frenen el sobreescalfament i esmorteixen els efectes de la recessió. A més a més, la regulació permet que les autoritats

1. Període d'elevada inflació i baix creixement econòmic caracteritzat, als EUA, per quatre recessions en poc més d'una dècada (1969-1970, 1973-1975, 1980 i 1981-1982).  
 2. El coeficient de cobertura de liquiditat requereix que els bancs mantinguin prou actius líquids d'alta qualitat per cobrir, en un escenari d'estrès, les possibles sortides netes d'efectiu durant un període de 30 dies.

fixin recàrrecs de capital i altres límits sobre la concessió de crèdit a determinats sectors, que es poden endurir en funció de l'evolució del cicle econòmic.

En conjunt, totes aquestes mesures haurien de contribuir a reduir la probabilitat i la severitat de les crisis financeres: en la crisi passada, tant als EUA com a la UE, els bancs amb millors posicions precisi de capital i de liquiditat van experimentar menys fallides durant la crisi i, amb posterioritat, van contribuir a la recuperació macroeconòmica amb una major concessió de crèdit.<sup>3</sup> No obstant això, en tractar-se de mesures relativament recents, l'evidència sobre la seva efectivitat encara és escassa. A més a més, augmenten la complexitat del marc regulador, donen discrecionalitat a l'autoritat reguladora i estan subjectes a problemes d'arbitratge regulador: en restringir el marge d'actuació d'un sector, generen incentius per desplaçar les activitats fora de l'abast del regulador (cap a l'anomenat *shadow banking*).<sup>4</sup> Ateses aquestes febleses, diferents economistes han observat que la política monetària, en transmetre's a tot l'univers d'actius financers i en impedir l'arbitratge regulador, pot oferir una bona alternativa.<sup>5</sup> Per aquest motiu, s'ha proposat que els bancs centrals fixin el tipus d'interès amb l'objectiu explícit de garantir l'estabilitat financera (a més de perseguir l'estabilitat macroeconòmica en termes d'inflació i, en alguns casos, el creixement de l'activitat).

L'ús de la política monetària com a instrument d'estabilitat financera implicaria no atendre perfectament l'estabilitat dels preus. Així, comportaria uns tipus d'interès més elevats<sup>6</sup> i, per aquest motiu, té costos en termes d'una inflació més baixa i un creixement econòmic una mica més feble. Atesos aquests costos, els beneficis es produirien en termes d'una menor probabilitat i severitat de crisis financeres futures.<sup>7</sup> En aquest sentit, l'FMI estima que el poder de la política monetària per frenar els desequilibris financers és petit i, per ser efectiva, requeriria moviments dels tipus d'interès significativament més marcats que els necessaris per estabilitzar la inflació i l'activitat.<sup>8</sup> A més a més, hi ha molta incertesa al voltant d'aquestes estimacions, perquè les crisis financeres precedides per una bombolla i que desemboquen en recessions són esdeveniments poc freqüents: en un conjunt de 17 economies avançades, Jordà, Shularick i Taylor identifiquen, només, 14 recessions precedides d'una crisi financera i d'una bombolla immobiliària entre el 1945 i l'actualitat.<sup>9</sup> Una altra dificultat afegida per a l'ús de la política monetària com a garant de l'estabilitat financera és que pot erosionar la credibilitat del banc central: els costos, en termes d'una inflació per sota de l'òptima i d'un menor creixement de l'activitat, són immediatament palpables, però els beneficis són difícils de mesurar, perquè es produeixen en el futur i en relació amb un escenari que no s'acaba materialitzant. En aquest sentit, la política monetària imposaria un llast permanent, quan, en realitat, no totes les crisis financeres tenen el mateix cost macroeconòmic (per exemple, la crisi de les *puntcom* del 2001 va tenir poques repercussions macroeconòmiques). Finalment, una de les raons per les quals el consens macroeconòmic precisi defensava no usar la política monetària per atacar les bombolles és que són difícils d'identificar amb antelació i, en canvi, la política monetària necessita anticipar-se, ja que els seus efectes triguen temps a filtrar-se per l'economia.

En conclusió, les noves polítiques prudencials ofereixen una primera línia de defensa que es pot calibrar en funció de les necessitats de cada situació, però encara no se n'ha realitzat un ús prou extensiu per comprovar-ne l'eficàcia. Per aquest motiu, la política monetària, malgrat no ser l'instrument més precís, pot tenir un paper complementari, però la discussió continua oberta. En qualsevol cas, la inestabilitat financera i els seus vincles amb l'estabilitat macroeconòmica han tornat al primer pla de la política econòmica.

Adrià Morron Salmeron

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

3. Vegeu Haldane, A. G. (2017), «Rethinking financial stability», discurs al Peterson Institute for International Economics.

4. Institucions que, fora del marc regulador de les institucions financeres tradicionals, exerceixen operacions financeres, com els *hedge funds* o els vehicles d'inversió estructurats.

5. Vegeu, per exemple, Juselius, M. *et al.* (2017), «Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates», *International Journal of Central Banking*.

6. Un tipus d'interès més elevat encareix l'endeutament i refreda el creixement del crèdit.

7. Vegeu Svensson, E. O. (2017), «Cost-Benefit Analysis of Leaning against the Wind», NBER Working Paper, estima que els costos són més elevats que els beneficis. En canvi, Gourio, F., Kashyap, A. i Sim, J. (2017), «The Tradeoffs in Leaning Against the Wind», NBER Working Paper, estimen que els beneficis són més grans que els costos.

8. Vegeu FMI (2015), «Monetary Policy and Financial Stability», Staff Report. En la mateixa línia, vegeu també Ajello, A. *et al.* (2016), «Financial Stability and Optimal Interest-Rate Policy», *Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series*, i Svensson (2017).

9. Vegeu Jordà, Ò., Shularick, M. i Taylor, A. (2015), «Leveraged Bubbles», *Journal of Monetary Economics*.