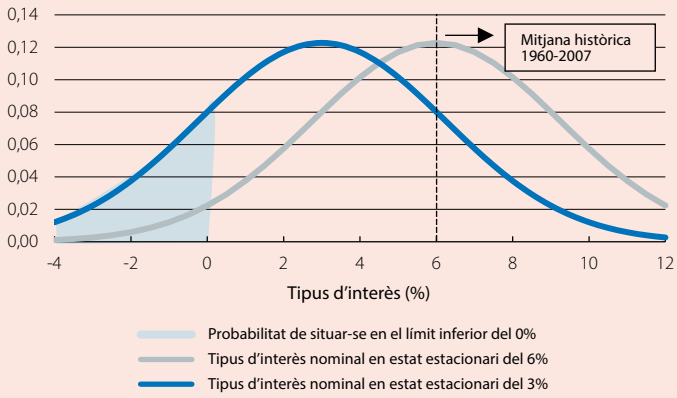
Les conseqüències del nou entorn de condicions financeres: entrem en terreny inexplorat

La política monetària a la cruïlla

Tal com hem observat al primer article d'aquest Dossier, tot fa pensar que els tipus d'interès es mantindran en nivells relativament baixos en els propers anys. En aquest context, cal esperar que els bancs centrals perdin marge d'acció si continuen operant amb les eines tradicionals. De fet, diversos estudis (vegeu el primer gràfic) mostren que els tipus d'interès més baixos faran que les autoritats monetàries es topin amb el límit inferior del 0%[1] amb molta més freqüència. Per exemple, dos macroeconomistes del Sistema de la Reserva Federal, Michael Kiley i John Roberts, estimen que, amb un tipus d'interès nominal del 3% a llarg termini (magnitud molt raonable amb un objectiu d'inflació del 2% i amb un tipus natural al voltant de l'1%), el 40% del temps els tipus nominals als EUA s'haurien de situar en el 0%.[2] Com haurà d'afrontar la política monetària aquest repte sense parangó i quines són les conseqüències per a l'escenari macroeconòmic?

EUA: distribució de probabilitat del tipus d'interès nominal a llarg termini

Densitat



Nota: *Un tipus del 3% és coherent amb un objectiu d'inflació a mitjà termini del 2% i amb un tipus natural al voltant de l'1%. Utilitzem una distribució normal amb una desviació estàndard del 3,25% per a les dues distribucions (mitjana històrica entre el 1960 i el 2007).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Kiley, M. i Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.*

Com va dir el mític jugador de beisbol Yogi Berra: «És difícil fer prediccions... en especial sobre el futur». No obstant això, podem començar apuntant què no s'ha o què no es pot fer. Així, diversos estudis mostren que seguir regles monetàries simples, com la famosa regla de Taylor, no és factible en un entorn amb tipus d'interès natural baixos i amb una inflació també baixa, ja que aquesta regla aconsellaria sovint fixar tipus netament per sota del 0%. En concret, Kiley i Roberts estimen que, amb un tipus d'interès nominal del 3% a llarg termini, si se seguís una regla de Taylor que exclogués la possibilitat de fixar tipus negatius, el PIB se situaria de mitjana al llarg del temps clarament per sota del potencial (*output gap* entre el –1,1% i el –2,3%) i la inflació estaria per sota de l'objectiu del 2% (entre el 0,1% i l'1,2%). En altres paraules, la política monetària ha de trobar vies per evitar que aquest entorn macrofinancer provoqui desviacions molt significatives de la inflació i del PIB en relació amb els objectius.

Quines són les cartes que poden jugar els bancs centrals? S'han plantejat dues grans vies d'acció. Una opció és mantenir el tipus d'interès com a eina principal i redefinir l'objectiu del banc central. L'alternativa és mantenir l'objectiu (habitualment, inflació al voltant del 2% a mitjà termini) i incorporar nous instruments de política monetària, que ha estat la senda seguida després de la crisi financera del 2008.

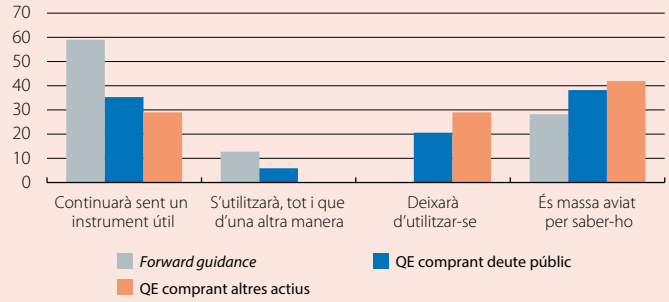
Si es manté el tipus d'interès de referència com a eina principal, el banc central pot guanyar marge si augmenta els objectius d'inflació. Així, l'augment de la inflació permetria assolir tipus d'interès reals negatius i situaria el tipus d'interès nominal per damunt de zero. En aquesta línia, destaquen tres opcions: fixar un objectiu d'inflació superior, fixar l'objectiu en termes del nivell dels preus o fixar l'objectiu en termes del nivell del PIB nominal. Cada opció presenta diferents avantatges,[3] però cap d'elles és plenament convincent en la capacitat d'assolir l'objectiu fixat, amb la conseqüent possible pèrdua de credibilitat del banc central. Un bon exemple d'això és el cas del Japó, on el banc central fa anys que intenta allunyar sense èxit l'economia del risc de deflació, però no ho aconsegueix perquè les expectatives d'inflació s'ajusten de forma lenta i incompleta als nous objectius fixats.

1. Aquest límit inferior l'imposa l'existència de l'alternativa de retirar els dipòsits, d'emmagatzemar els recursos en diners en efectiu i d'obtenir un tipus d'interès igual a 0% (o lleugerament negatiu, si es tenen en compte els costos d'emmagatzematge).
2. Vegeu Kiley, M. i Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.
3. Per a una anàlisi més detallada, vegeu el Focus «La lluita per la política monetària del futur», a l'IM10/2017.

Un marc alternatiu consistiria a mantenir els objectius actuals i incorporar les mesures no convencionals (en especial, comunicació i polítiques de balanç, com les compres d'actius) al conjunt d'eines habituals dels bancs centrals per complementar la política monetària tradicional. Aquestes mesures poden estar justificades en entorns amb tipus molt baixos en què s'ha danyat el mecanisme de transmissió de la política monetària. Un avantatge d'aquesta opció és que les mesures es poden calibrar amb més precisió en funció de les necessitats del moment.

Enquesta als bancs centrals: es continuaran utilitzant les eines no convencionals en el futur?

(%)



Nota: *Enquesta realitzada el 2016 entre els governadors dels 95 principals bancs centrals del món, amb una taxa de respostes del 58%, que inclouen 16 governadors de bancs centrals d'economies avançades.*
Font: *CaixaBank Research a partir de dades de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. i Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banc Central dels Països Baixos.*

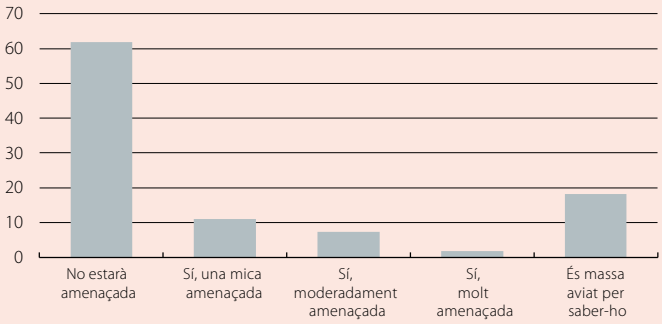
Començant per la comunicació, en entorns amb poc marge per abaixar els tipus, les autoritats monetàries poden donar orientacions futures sobre el futur de la política monetària per intentar convèncer els agents que mantindran els tipus baixos en el futur (l'anomenada *forward guidance*). Si aquest anunci és creïble, permet continuar reduint els tipus d'interès en venciments a més llarg termini i augmentar els preus dels actius avui estimulant l'economia. Aquesta política té límits: no sempre és fàcil aconseguir que els anuncis siguin creïbles, i això és especialment complicat en situacions proclius a generar dilemes d'inconsistència temporal, és a dir, situacions en què la situació òptima seria desviar-se del compromís quan arribi el moment d'executar-lo.

Els programes de compres d'actius, també anomenats *quantitative easing* (QE), són una expansió del balanç dels bancs centrals mitjançant l'adquisició de grans volums de bons públics i privats. Es tracta d'un mecanisme directe i creïble que assegura que els tipus es mantindran baixos durant un temps prolongat (és creïble, ja que, si els apugen, el banc central incorreria en importants pèrdues de capital en els actius adquirits), la qual cosa permet rebaixar els tipus d'interès a llarg termini, apujar els preus dels actius i millorar les condicions financeres dels agents. En última instància, d'aquesta manera es pretén donar suport a la demanda agregada. Aquesta política també té límits. D'una banda, és essencial que estigui ben sincronitzada amb la política tradicional de fixació de tipus i que hi hagi una comunicació minuciosa de la seva cadència perquè sigui creïble (en cas contrari, es poden donar episodis de turbulències financeres, com el *taper tantrum* del 2013). De l'altra, hi ha límits a la quantitat i al tipus de deute que els bancs centrals poden comprar.

És interessant observar que ja disposem d'alguns indicis que les eines no convencionals han vingut per quedar-se. En concret, un equip d'economistes va realitzar, el 2016,[4] una enquesta als presidents de 95 bancs centrals (la taxa de participació va ser del 58%) en què se'ls preguntava si creien que les eines no convencionals de la política monetària continuarien sent utilitzades en el futur. Doncs bé, el 72% dels presidents que van respondre l'enquesta consideraven que la *forward guidance* continuarà sent un instrument rellevant per a la política monetària del futur. Pel que fa als programes de compra d'actius d'expansió quantitativa (QE), l'entusiasme era menor: el 41,2% dels enquestats consideraven que les compres de deute públic per part dels bancs centrals es continuaran utilitzant en l'instrumental de la política monetària en el futur i el 29% creia que els programes de compra d'altres actius continuaran sent vàlids en el futur.

Enquesta als bancs centrals: estarà amenaçada la independència del banc central en un futur proper?

(%)



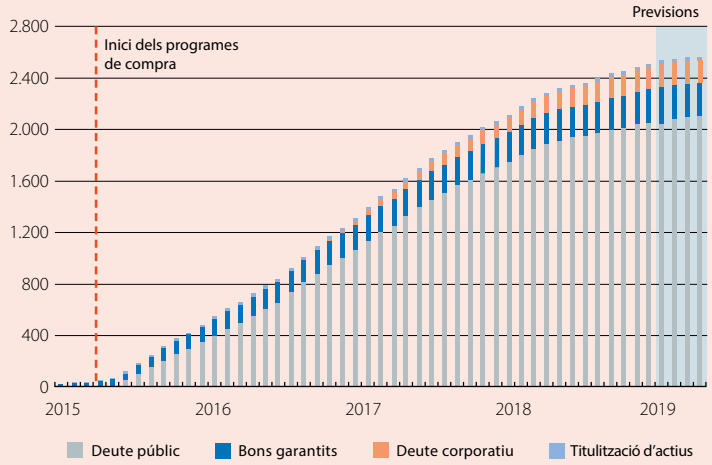
Nota: *Enquesta realitzada el 2016 entre els governadors dels 95 principals bancs centrals del món, amb una taxa de respostes del 58%, que inclouen 16 governadors de bancs centrals d'economies avançades.*
Font: *CaixaBank Research a partir de dades de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. i Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banc Central dels Països Baixos.*

4. Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. i Jansen, D. (2016), «Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis», Banc Central dels Països Baixos.

Finalment, cal subratllar breument tres grans reptes de la política monetària del futur si s'opta per utilitzar eines no convencionals. Primer, els bancs centrals hauran d'apuntalar la seva independència davant les pressions polítiques creixents per condicionar la política monetària que es genera quan el banc central acumula deute públic al balanç. Cal recordar que l'acompliment de la política monetària és un treball ardu que requereix un judici tècnic i no hauria de cedir a la temptació de subordinar-lo als designis polítics.

Segon, la política monetària haurà de reflexionar sobre si es replanteja els objectius i si hi inclou l'estabilitat financera. Aquest debat guanyarà pes, ja que un major ús de les polítiques monetàries no convencionals pot augmentar el risc d'inestabilitat financera. D'una banda, perquè l'ús d'aquestes eines per aconseguir els objectius a llarg termini del banc central pot comportar un augment de les fluctuacions financeres a curt termini, com ha estat el cas amb algun dels anuncis sobre compres d'actius realitzats per la Fed.[5] No oblidem que les autoritats monetàries estan menys habituades a utilitzar aquestes eines, la qual cosa complica que es modulin de forma òptima. De l'altra, perquè, tal com ho explica l'economista Lucrezia Reichlin, l'aplanament de la corba de tipus que generen les eines no convencionals, en reduir els tipus a llarg termini, pot dificultar l'activitat de les institucions financeres amb poca flexibilitat als balanços.[6] Un exemple d'això són les institucions que posseeixen passius amb beneficis predeterminats, com les asseguradores de vida i els plans de pensions de prestació definida.

Compres netes d'actius acumulades del BCE
(Milers de milions d'euros)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

I, tercer, els bancs centrals i les principals entitats financeres de supervisió nacional i supranacional hauran de treballar braç a braç per millorar els mecanismes de coordinació internacional en un món més globalitzat i hauran de delinear el seu grau d'imbricació amb les eines macroprudencials. Això no ens hauria de sorprendre: els programes de compres d'actius amplifiquen els efectes externs de la política monetària, tal com ja ho hem vist en la conjuntura actual. En efecte, aquests programes han generat una liquiditat abundant a les economies avançades, les quals, davant un entorn de tipus baixos, s'han dirigit a les economies veïnes. Això deixa en una situació incòmoda els bancs centrals de les economies receptores, ja que les entrades de capitals resultants pressionen a l'alça el valor de les seves divises i generen pressions deflacionistes. Això és especialment pronunciat en economies obertes petites: Dinamarca, Suècia i Suïssa són exemples clars de països afectats pel QE del BCE. Si volen evitar les apreciacions brusques de les seves monedes i controlar les entrades de capital, les economies receptores es veuen obligades a adoptar polítiques monetàries més acomodatícies del que aconsellen les seves condicions econòmiques internes, la qual cosa també pot alimentar la inestabilitat financera.[7]

En definitiva, la política monetària ha de decidir què vol ser quan sigui gran, i això exigirà un replantejament en profunditat dels objectius i dels instruments.

L'impacte dels tipus baixos sobre el sector bancari

Les conseqüències d'un entorn de tipus baixos com el que esperem per als propers anys seran importants per al sector bancari. I és que cal tenir present que aquest entorn pressiona a la baixa la rendibilitat del sector.[8] La raó és que els tipus baixos erosionen el marge d'interessos, és a dir, la diferència entre el que guanya el banc pels crèdits, pels préstecs i per les hipoteques i el que paga pels dipòsits, ja que, per a aquests últims, les entitats bancàries difícilment poden reduir els tipus d'interès per sota del 0%. Així, quan els tipus són molt baixos, la seva disminució es trasllada en major mesura al total que el banc cobra

5. Vegeu Berganza, J. C., Hernando, I. i Vallés, J. (2014), «Els desafiaments per a la política monetària a les economies avançades després de la Gran Recessió», Documents Ocasionals, núm. 1.404, Banc d'Espanya.
6. Vegeu Pill, H. i Reichlin, L. (2016), «Non-Standard Monetary Policy and Financial Stability», Working Paper London Business School.
7. Vegeu l'article «Política monetària: de la independència a la interdependència», al Dossier de l'IM09/16.
8. Vegeu Hernández de Cos, P. (2018), «Reinventar la banca o millorar-ne la gestió?», Obertura de la 14a Trobada del Sector Bancari IESE, Banc d'Espanya.

pels seus actius que al total que ha de pagar pels seus passius (que inclouen els dipòsits). Aquesta intuïció ha rebut un ampli suport per part de la literatura econòmica, que ha documentat de forma empírica que, en entorns amb tipus baixos, els bancs obtenen, de mitjana, un marge d'interessos més elevat que en entorns amb tipus alts.[9]

En aquest sentit, un article publicat pel BCE[10] ens ajuda a posar xifres a aquest efecte d'un entorn prolongat de tipus baixos sobre la rendibilitat bancària a Europa: l'impacte és negatiu i estadísticament significatiu. En concret, si els tipus d'interès es mantenen en cotes similars a les actuals durant tres anys més, un escenari força probable, això pressionaria a la baixa la rendibilitat mesurada amb el ROA[11] –*return on assets*– en, aproximadament, 0,06 p. p. (el ROA per al conjunt de la UE es va situar, el 2018, en una mitjana del 0,5%). A més a més, si l'entorn de tipus baixos es prolonga fins al 2022, l'impacte net sobre la rendibilitat (és a dir, tenint en compte l'efecte positiu dels tipus baixos sobre l'activitat econòmica), des del 2012 fins al 2022, pujaria a –0,1 p. p.

En aquest entorn, cal esperar que el sector continuï posant l'accent en les activitats amb una rendibilitat més elevada, com el crèdit a les empreses o al consum, pel costat de l'actiu, o en la gestió d'actius com els fons d'inversió, els plans de pensions i les assegurances d'estalvi, que reporten ingressos per comissions. Així mateix, cal preveure que aquest entorn de tipus baixos continuarà exercint d'esperó per promoure una major concentració del sector. Aquest procés podria tenir un abast de més envergadura que transcendís l'àmbit estrictament nacional amb una regulació europea més flexible i integrada que donés facilitats per a la creació de veritables bancs paneuropeus. En aquest sentit, completar la unió bancària seria un pas de gegant.

Deute públic i tipus baixos: compte amb la miopia!

Finalment, és moment d'analitzar quin és l'impacte que tenen uns tipus d'interès baixos durant un període prolongat de temps sobre la sostenibilitat del deute públic. Es tracta d'un tema capital en la conjuntura actual, atesos els elevats nivells de deute públic de la majoria dels països desenvolupats.

L'evolució del deute públic depèn de tres variables clau: el tipus d'interès al qual es finança el Tresor de cada país, el dèficit públic primari i, naturalment, la velocitat a la qual creix l'economia en termes nominals.

La manera en què cada variable incideix sobre el deute públic és intuïtiva: com més baix és el tipus d'interès al qual es finança el Tresor i més baix és el dèficit primari, més es redueix el deute públic (o menys augmenta), i, com més gran és el creixement de l'economia, més disminueix la ràtio de deute públic sobre el PIB. Intuïtivament, si el dèficit primari és igual a zero, el deute públic (en percentatge del PIB) augmentarà quan el cost del deute sigui superior al creixement nominal de l'economia i viceversa.[12]

Actualment, el cost del deute s'ha reduït de forma molt notable, gràcies, en gran part, a la política monetària expansiva duta a terme pels principals bancs centrals. Això ha permès que molts països desenvolupats hagin pogut estabilitzar el deute públic malgrat continuar registrant dèficits públics primaris.

Així i tot, hi ha diversos factors que, en un horitzó a mitjà termini, podrien tornar a incrementar el cost del deute. D'una banda, les economies avançades ja es troben en una fase més madura del cicle econòmic, de manera que cal esperar una moderació del ritme de creixement en els propers anys. De l'altra, malgrat que esperem que el tipus d'interès natural continuï en cotes baixes, el tipus d'interès al qual es finança el Tresor Públic podria repuntar, no per raons fonamentals, però sí per primes de risc. En aquest sentit, els inversors ja han mostrat una sensibilitat elevada als augments del deute públic, de manera que les primes de risc podrien augmentar de nou si empitjora la percepció del risc dels inversors. Això és més probable que es produeixi en contextos com l'actual, caracteritzats per necessitats elevades de finançament.

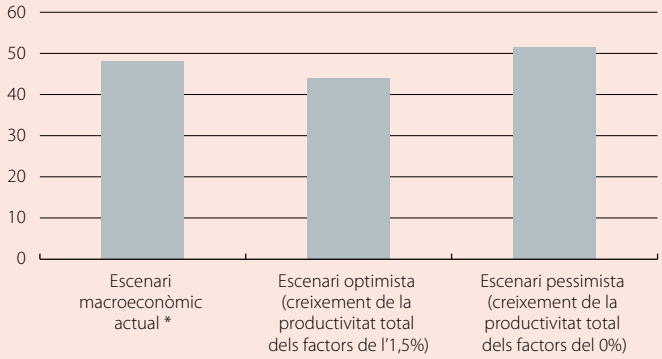
9. Vegeu Claessens, S. *et al.* (2017), «Low-For-Long Interest Rates and Banks», CEPR Discussion Paper, núm. 11.842.
10. Vegeu Altavilla, C., Bouchinha, M. i Peydró, J.L. (2017), «Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment», Document de Treball BCE 2105.
11. El ROA és un indicador que mesura la rendibilitat del total d'actius de l'empresa. Es calcula com el quocient entre el benefici i l'actiu total. Expressa la rendibilitat econòmica de l'empresa, independentment de la forma en què es financi l'actiu (amb recursos propis o amb recursos de tercers).
12. Formalment, $\Delta B = (r - g) * B + d$, on B és el deute públic en percentatge del PIB, d és el dèficit primari (és a dir, exclòs el pagament per interessos també en percentatge del PIB), r és el tipus d'interès del Tresor, i g és el creixement de l'economia (tots dos en termes reals o en termes nominals).

En última instància, no s'ha aprofitat l'espai que han generat els tipus baixos per a aconseguir superàvits primaris (al contrari, s'han mantingut dèficits primaris relativament elevats) i s'ha ajornat, així, el necessari ajust del deute públic. D'aquesta manera, una cosa és clara: quan arribi la pròxima recessió, l'espai per dur a terme polítiques fiscals contracícliques serà molt menor.

De fet, un detallat estudi quantitatiu de la Reserva Federal de Minneapolis[13] estima que, en un termini de cinc anys, la probabilitat que als EUA el tipus d'interès al qual es finança el Tresor nord-americà es torni a situar per damunt de la taxa de creixement de l'economia és gairebé del 50% (i, per a 17 economies avançades, que inclouen els principals països de la zona de l'euro, del 30% en 5 anys i del 38% en 10 anys), una magnitud superior a la que molts podien pensar. És important destacar que, si aquesta situació es materialitzés, això no implicaria, necessàriament, que el deute públic entrés en una dinàmica explosiva. Per evitar-ho, caldria mantenir superàvits primaris de forma sostinguda al llarg del temps.

Probabilitat d'r>g als EUA d'aquí a 5 anys

(%)



Nota: ** L'escenari actual contempla un creixement del PIB per als 5 propers anys de l'1,4%, obtingut a partir d'un creixement de la població del 0,7% i d'un creixement de la productivitat total dels factors del 0,7%. Les probabilitats es computen a partir d'un model probit que prediu el valor als EUA d'*r-g *(r és el tipus d'interès real a llarg termini i* g*, el creixement real de l'economia) en* t+1 *a partir del valor en* t *d'*r-g*, del deute públic i el creixement del PIB real* per capita *i de la població amb una mostra que arrenca el 1870.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Mehrotra, N. (2018), «Debt sustainability in a low interest rate world», Document de Treball, núm. 32, Hutchins Center.*

Aquestes consideracions guanyen encara més sentit si ens fixem en la factura a pagar. I és que s'estima, per exemple, que, si es torna a un escenari amb tipus d'interès superiors al creixement, la factura per interessos en percentatge del PIB per al Govern dels EUA augmentaria, atesos els actuals nivells de deute, entre 1,8 i 3,5 p. p. Així, queda clar que la complaença és un risc. I això ho hem de tenir molt present a l'hora d'analitzar les perspectives del deute públic a mitjà termini.

Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

13. Vegeu Mehrotra, N. R. (2017), «Debt Sustainability in a Low Interest Rate World», Document de Treball, núm. 32, Hutchins Center.