

BCE i Fed: dos mandats, un objectiu

- El BCE i la Fed han iniciat un procés de revisió de les seves estratègies, els resultats del qual es publicaran al llarg del 2020. Certs canvis estructurals en les economies avançades, com la caiguda del tipus d'interès d'equilibri o l'aplanament de la corba de Phillips, han motivat aquesta revisió.
- Tot i que no preveiem canvis disruptius, és probable que la Fed reforci la simetria del seu objectiu d'inflació i que el BCE adopti un model semblant, amb l'objectiu de reforçar les expectatives d'inflació.

Christine Lagarde va anunciar formalment, al gener, una revisió estratègica de la política monetària del BCE. Als EUA, la Fed va iniciar aquest mateix procés al començament del 2019, i les dues institucions tenen previst publicar les conclusions durant el segon semestre del 2020.¹ Podrien incrementar els objectius d'inflació (per exemple, fins al 4%)? I incorporar noves eines de política monetària (com l'ampliació de les compres d'actius)?

Què pot canviar en aquesta revisió... i què no

Per analitzar les revisions estratègiques de la Fed i del BCE, cal distingir entre el mandat i l'objectiu dels bancs centrals. D'una banda, **els mandats vénen determinats pel Congrés dels EUA i pel Tractat de la UE, respectivament, quelcom que ni la Fed ni el BCE poden modificar.**² Per exemple, en el cas del BCE, l'article 105 del Tractat li assigna que ha de garantir, primordialment, l'estabilitat de preus i, en el cas de la Fed, el Congrés li encomana l'estabilitat de preus, el nivell màxim d'ocupació i tipus d'interès moderats a llarg termini.

De l'altra, l'objectiu d'un banc central exigeix la interpretació quantitativa d'aquest mandat, i aquí la institució monetària sí que té marge de maniobra. Per exemple, després d'una primera revisió estratègica el 2003, el BCE va passar de definir l'objectiu d'estabilitat de preus com una inflació «per sota del 2%» a «per sota, però a prop, del 2% a mitjà termini».

Per què els dos bancs centrals revisen ara la seva estratègia?

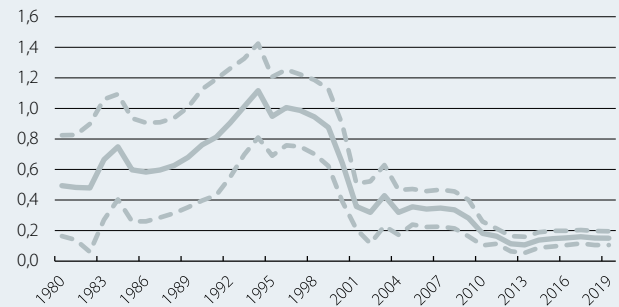
Diferents transformacions estructurals han modificat l'entorn i la capacitat d'actuació dels bancs centrals. En primer lloc, **la caiguda del tipus d'interès d'equilibri a les principals economies avançades**³ incrementa la probabilitat de trobar el tipus mínim factible (*effective lower bound*) i redueix el marge de maniobra dels bancs centrals per estimular l'economia en futures recessions.

En segon lloc, **la relació entre el funcionament de l'activitat i la inflació s'ha afeblit**, tal com ho il·lustra el primer gràfic per al cas dels EUA. Les raons són múltiples.⁴ Desta-

1. El Banc d'Anglaterra i el Banc del Canadà també han començat una revisió de les estratègies.
 2. En aquest sentit, és poc probable que el procés comporti la incorporació de l'estabilitat financera dins el mandat.
 3. Aquesta caiguda és deguda a factors com l'envelliment, el menor creixement de la productivitat o una major aversió al risc. Vegeu el Dossier «[El futur de les condicions financeres: canvi de paradigma?](#)», a l'IM02/2019.
 4. Draghi, M. (2018), «Monetary policy in the euro area», discurs pronunciat a Sintra.

EUA: sensibilitat de la inflació a la taxa d'atur

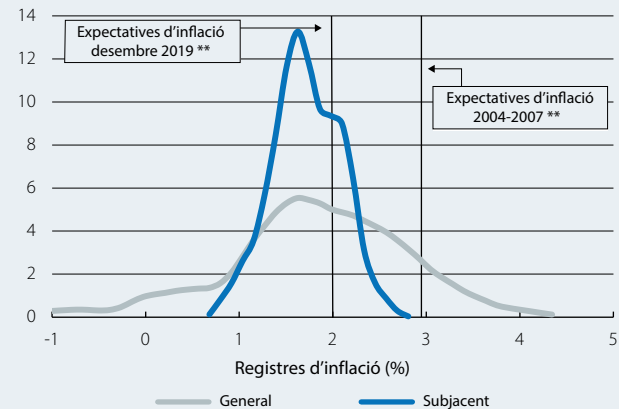
Coefficient



Nota: Mostrem l'evolució del coeficient β_1 de l'equació $\pi_t = \beta_0 - \beta_1 * slack_t + \beta_2 * \pi_{t-1} + u_t$, on slack és la diferència entre la taxa d'atur i la taxa d'atur d'equilibri segons el Congressional Budget Office, π és la inflació IPC, i u és un terme d'error. Les dades són anuals, i cada punt és l'estimació de l'equació amb les dades dels 20 anys previs a l'any mostrat. Les línies discontinues mostren una desviació estàndard de l'estimació de β_1 .
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal de St. Louis.

EUA: distribució dels registres d'inflació *

Freqüència (%)



Notes: * Inflació segons el Personal Consumption Expenditure (PCE) i amb dades entre el 2000 i el 2019.
 ** Expectatives segons els swaps d'inflació 5y5y.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'U.S. Bureau of Economic Analysis i de Bloomberg.

quen la disminució dels marges empresarials, l'impacte de la globalització (que augmenta la proporció de béns i de serveis importats) i la incertesa sobre el grau de saturació del mercat laboral. De fet, pel que fa a aquest últim punt, diferents estudis mostren que les dinàmiques de la inflació a la zona de l'euro s'expliquen millor quan considerem mesures més àmplies de l'atur.⁵ A més a més, en aquest context, **les expectatives d'inflació han passat a ser molt més importants per a la determinació de la inflació.**

5. Vegeu el Focus «[La inflació i els seus determinants: una mesura de la nostra ignorància](#)», a l'IM02/2018.

Aquestes transformacions contribueixen a explicar l'incompliment reiterat dels objectius d'inflació per part de la Fed i del BCE en els últims anys (a la zona de l'euro, no s'ha assolit l'objectiu des del 2012) i han provocat una caiguda de les expectatives d'inflació (vegeu el segon i tercer gràfics), la qual cosa, un cop superades les turbulències econòmiques de l'última dècada, ha reforçat la necessitat de revisar les estratègies de política monetària.

Les preguntes a les quals donaran resposta

En primer lloc, **cal redefinir l'objectiu d'inflació?** Atesos els baixos registres dels últims anys, s'ha defensat tant un increment dels objectius (per augmentar les expectatives d'inflació) com una disminució (acceptant que la inflació és estructuralment més baixa). No obstant això, els bancs centrals difícilment voldran assumir la pèrdua de credibilitat que comportaria modificar l'objectiu quan no s'és capaç d'assolir-lo. Així, és probable que mantinguin els objectius d'inflació del 2% i incorporin alguna petita recalibració. D'una banda, la Fed ha anunciat que conservarà l'objectiu del 2% del PCE, però estudiarà si és possible refinar-lo amb regles que persegueixin compensar les desviacions prèvies al voltant del 2% (per exemple, fixar l'objectiu en termes del nivell de preus o d'una mitjana d'inflació del 2% al llarg d'un període concret).

Per la seva banda, la definició del BCE (per sota, però a prop, del 2%) ha estat criticada per ser poc clara (fins a quin punt a prop del 2%) i per tenir un biaix baixista (de fet, des de l'any 2000, més del 60% dels registres d'inflació han estat inferiors al 2%). Així, **el BCE podria recalibrar l'objectiu d'inflació per precisar que és un objectiu simètric al voltant del 2%.** A més a més, conservar la referència del 2% (en lloc de concretar-la un decimal més, per exemple, fins a l'1,9%) mantindria una certa vaguetat en l'objectiu, la qual cosa donaria flexibilitat al BCE.⁶

Així mateix, potser també és necessari que **els dos bancs es plantegin si els índexs de referència mesuren de forma correcta la inflació.** Problemes com la influència de la globalització en la formació de preus o la representativitat de la cistella de consum (per exemple, l'IPCH captura el preu de l'habitatge, essencialment, mitjançant els lloguers i amb un pes, només, del 6,5%) són reptes que el banc central ha de tenir en compte.

En segon lloc, **cal modificar les eines amb les quals implementen la política monetària?** Els dos bancs centrals van utilitzar mesures no convencionals després de la Gran Recessió (compra d'actius i *forward guidance*) i poden aprofitar les revisions per formalitzar-ne la incorporació en el conjunt d'instruments disponibles (la qual cosa permetria anticipar millor les funcions de reacció). Així mateix, també poden analitzar formes per implementar de forma més eficient la política monetària. Per exemple, el 2008, el BCE va decidir modificar la forma d'oferir liquiditat a curt

6. Vegeu Coeuré, B. (2019), «Monetary policy: lifting the veil of effectiveness», discurs pronunciat a Frankfurt.

Zona de l'euro: distribució dels registres d'inflació *

Freqüència (%)



Notes: * Inflació segons l'índex harmonitzat de preus al consum i amb dades entre el 2000 i el 2019. ** Expectatives segons els swaps d'inflació SySy.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de Bloomberg.

termini i, de llavors ençà, ho fa amb un sistema que satisfà totes les peticions (*full allotment*). La Fed, per la seva banda, després de decidir, al gener del 2019, que operaria en un entorn de reserves abundants, podria reajustar la forma com utilitza els tipus d'interès oficials per influenciar millor el tipus d'interès objectiu.⁷

En tercer lloc, **cal millorar la comunicació de la política monetària?** La comunicació és un aspecte en què, possiblement, la Fed està més avançada que la resta dels bancs centrals. Per aquest motiu, cal esperar que aquesta qüestió tingui més presència en la revisió del BCE, amb propostes que l'acostarien a la seva homòloga nord-americana, com la introducció de votacions regulars per aprovar les decisions de política monetària o la publicació de les expectatives dels membres del BCE sobre els tipus d'interès a llarg termini (especialment rellevants per reduir la incertesa quan s'iniciï una senda d'increments de tipus).

Així i tot, **el més probable és que ni la Fed ni el BCE siguin gaire disruptius.** Pel que fa al BCE, el canvi més significatiu podria ser una redefinició de l'objectiu d'inflació en un rang simètric al voltant del 2,0% (potser 1,5%-2,5%). Així mateix, és poc probable que la Fed abandoni l'objectiu d'inflació actual i, possiblement, optarà per emfatitzar encara més la simetria de l'objectiu del 2%. En qualsevol cas, **les dues institucions hauran fet un primer pas per adaptar-se a unes transformacions de l'entorn econòmic** que generen una incertesa elevada, de manera que és possible que més endavant, a mesura que millori la comprensió d'aquests canvis estructurals, ajustin de nou les estratègies.

Adrià Morron Salmeron i
Ricard Murillo Gili

7. Vegeu el Focus «Controla la Fed els tipus d'interès?», a l'IM09/2018.