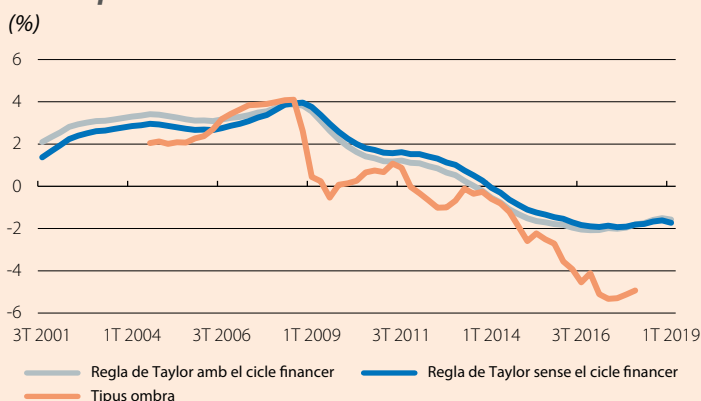


La política monetària ha de reaccionar al cycle financer? Algunes reflexions i algunes possibles respostes

Fins a quin punt la política monetària ha de reaccionar al cycle financer, fenomen anomenat *leaning against the wind* o «anar contra el vent»? Aquesta pregunta ha suscitat una infinitat d'acalorats debats entre els principals economistes i serà també present en les discussions al voltant de les revisions estratègiques que duen a terme els principals bancs centrals. El dilema és ben conegut: si la política monetària reacciona davant el cycle financer per intentar acomodar-lo i perquè les fluctuacions financeres siguin més suaus, afecta l'evolució de l'activitat i de la inflació.

Un article recent dels prestigiosos economistes Gourio, Kashyap i Sim¹ ha propiciat que guanyin terreny les tesis més favorables a tenir en compte el cycle financer. En la seva recerca, els autors mostren que, en la majoria de les anàlisis sobre la política monetària òptima, no es prenia en consideració l'impacte potencialment molt elevat que poden tenir les crisis financeres sobre el PIB. També s'obviava que la política monetària és una eina poderosa per suavitzar l'impacte negatiu del cycle financer en èpoques de crisi. En concret, en economies on una mala assignació del crèdit pot generar *shocks* financers, els autors mostren que es poden generar guanys de benestar significatius en la societat amb la inclusió del cycle financer en la política monetària. En concret, una política monetària que, quan hi ha un *boom* financer, s'anticipi a la crisi posterior i apugui els tipus d'interès permet reduir la probabilitat que es produeixi una crisi financera severa (ja que prevé les possibles bombolles financeres), evitar que les empreses menys productives captin una bona part del crèdit i limitar l'apetència pel risc. Aquests guanys són especialment importants si les pèrdues econòmiques generades per una crisi financera són elevades.

Zona de l'euro: regles de política monetària tenint en compte el cycle financer



Nota: El tipus d'interès de la regla de Taylor amb el cycle financer s'ha obtingut tal com ho definim a la nota 2 de l'article. La regla de Taylor sense el cycle financer utilitza les mesures estàndards de l'output gap, de la inflació i del tipus natural sense tenir en compte el cycle financer. El tipus ombra s'ha calculat a partir de la relació històrica entre el tipus refi oficial i un conjunt de variables monetàries que observariem en l'entorn actual si aquest no es trobés ancorat en el 0%.

Font: CaixaBank Research.

acció respecte a la seva mitjana històrica de la ràtio de la factura dels interessos de les llars i de les empreses en relació amb les seves rendes; la intuïció és que una factura d'interessos baixa incentiva les llars i les empreses a endeutar-se més, la qual cosa acaba afectant el PIB de l'economia i les condicions macrofinanceres, de manera que té sentit incloure-la en la regla de política monetària.² Anomenem el tipus d'interès que té en compte el cycle financer «tipus d'interès amb una regla de Taylor augmentada» i el comparem amb el tipus ombra i amb el tipus derivat d'una regla de Taylor tradicional. El tipus ombra no és més que el tipus *refi* que observariem si no estigués ancorat en el 0%, és a dir, si reflectís les mesures no convencionals del BCE, com els programes d'expansió quantitativa (QE).³

Els resultats no deixen lloc per a dubtes: en els anys de *boom* de la dècada dels 2000, el tipus d'interès amb una regla de Taylor augmentada se situava netament per damunt del tipus ombra i també del tipus amb una regla de Taylor tradicional. La raó és que en anys d'ebullició financera, en què la bretxa de la càrrega del deute estava en terreny negatiu (és a dir, la factura en interessos era modesta), la qual cosa incentivava l'endeutament i generava, així, un sobreescalfament de l'economia. Aquest *boom* hauria d'haver empès la política monetària a fixar tipus d'interès més elevats per refredar el cycle financer. En efecte,

1. Gourio, F., Kashyap, A. K. i Sim, J. W. (2018), «The trade offs in leaning against the wind», IMF Economic Review, 66(1), 70-115.

2. En concret, $i_t^{Taylor\ Finance-Neutral} = \rho(i_{t-1}^{Taylor\ Finance-Neutral}) + (1-\rho)[(r_{t-1}^{n,Finance\ Neutral} + \pi^*) + 1,5(\pi_{t-1} - \pi^*) + 0,5\tilde{y}_{t-1} - 0,75\overline{DSR}_{t-1}]$, on $\rho = 0,9$ és el paràmetre d'allisament; $r_t^{n,Finance\ Neutral}$ és el tipus d'interès natural estimat segons el model de Juselius *et al.* (2017); π_t és la inflació subjacent actual; $\pi^* = 2\%$ és la inflació objectiu; \tilde{y}_t és la mesura de la bretxa de producció amb el cycle financer obtinguda a l'article anterior i \overline{DSR}_t és la desviació de la *debt service* ràtio (càrrega del deute) en relació amb la seva mitjana històrica.

3. Per a més detalls sobre els tipus ombra i sobre la metodologia utilitzada per Wu i Xia per calcular-lo, vegeu el Focus «Descobrint la política monetària a l'ombra», a l'IM02/2016.

fixar tipus més elevats podia haver ajudat a reduir el preu dels actius i, així, a contenir el palanquejament i l'apetència excessiva pel risc d'aquells anys.

En canvi, en el període de crisi, incloure el cicle financer permetria mesurar millor la feblesa de l'economia, la qual cosa ajuda a entendre per què podien ser adequats uns tipus una mica més baixos dels que prescriuria la regla de Taylor tradicional. Finalment, en aquests últims anys, incloure el cicle financer en la regla de Taylor ens portaria a uns tipus de referència més elevats que el tipus ombra. Per tant, en la realitat, sembla que els tipus, atès el que indica el tipus ombra, s'han situat en cotes massa acomodaticies. En efecte, amb un *output gap* que s'ha anat tancant i amb una petita recuperació del crèdit després de finalitzar amb èxit el despalanquejament posterior a la crisi, no és estrany que incorporar el cicle financer prescrigui uns tipus més elevats, els quals, de fet, ja haurien començat a pujar.

En definitiva, no tenir en compte el cicle financer implica tipus més baixos del desitjable en èpoques d'expansió econòmica, la qual cosa acaba accelerant l'arribada de la posterior crisi i n'exacerba els efectes. Aquests efectes empenyen els bancs centrals a abaixar tipus de manera agressiva. La lliçó és que tipus massa baixos en el present propicien tipus també baixos en el futur i es genera un cercle viciós. En canvi, tenir en compte el cicle financer i no deixar-se encegar per les (aparents) bondats de les fases expansives és clau (en combinació amb les polítiques macroprudencials pertinents) per a una gestió més equilibrada de la política monetària.

Javier Garcia-Arenas