

## La nova estratègia de la Fed

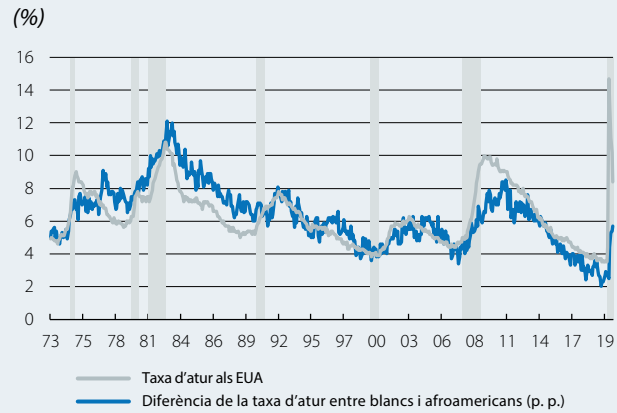
Després de més d'un any i mig de recerques i de debats, la Reserva Federal dels EUA acaba de modificar l'estratègia que regeix la seva política monetària. L'objectiu és acomodar-se als canvis estructurals de l'economia, com la pèrdua de dinamisme de la productivitat, la menor sensibilitat de la inflació a l'atur (és a dir, l'aplanament de la corba de Phillips) o la caiguda del tipus d'interès natural. Amb aquesta revisió, la Fed dona resposta a aquestes dinàmiques, i ho fa perquè condicionen el seu marge d'actuació i, en conseqüència, comprometen l'ancoratge de les expectatives d'inflació.<sup>1</sup>

### El nou marc que regirà l'estratègia de la Fed

El mandat de la Fed (estabilitat de preus, màxima ocupació i tipus d'interès moderats a llarg termini) no ha canviat, com tampoc ho han fet els seus objectius. El que ha ajustat la Fed és l'estratègia amb què pretén assolir l'objectiu d'inflació al 2% i la màxima ocupació. En particular, d'ara endavant, perseguirà una inflació del 2% de mitjana al llarg del temps. Amb aquesta nova estratègia, la Fed s'ha compromès a tolerar de forma temporal taxes d'inflació superiors al 2% per compensar períodes en què se situa per sota d'aquest nivell.<sup>2</sup> La Fed també ha ajustat la valoració que fa de l'evolució del mercat laboral al llarg del cicle econòmic i ha destacat la importància de mantenir-lo durant el màxim temps possible en plena ocupació. En canvi, en el marc anterior, la Fed temia les pressions inflacionistes que podien emergir del mercat laboral quan l'economia es trobava en plena expansió.

Aquests ajustos estan orientats, d'una banda, a augmentar el marge de maniobra de la Fed i, de l'altra, a perseguir un mercat laboral més inclusiu. En concret, en moments com l'actual, quan la Fed té poc marge per abaixar els tipus,<sup>3</sup> la promesa de tolerar una inflació més alta en els propers anys permet continuar reduint els tipus d'interès de mercat gràcies a la gestió de les expectatives: la Fed destaca la intenció de mantenir una política monetària acomodaticia durant un període més llarg de temps, fins i tot quan, per la millora de l'economia, les pressions inflacionistes comencin a repuntar. Així mateix, en els últims anys, la Fed ha constatat que les comunitats vulnerables i els grups amb rendes més baixes es beneficien especialment de l'expansió econòmica quan l'economia se situa en la fase més madura del cicle. Això queda ben il·lustrat al primer gràfic, on es veu com la diferència entre la taxa d'atur dels blancs i dels afroamericans augmenta durant les recessions i disminueix de forma sostinguda fins al final de l'expansió. De fet, en l'última expansió, malgrat que la taxa d'atur suggeria

### EUA: diferència entre la taxa d'atur dels blancs i dels afroamericans



**Nota:** Les àrees ombrejades grises denoten els períodes de recessió segons l'INBER.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

que el conjunt de l'economia havia assolit la plena ocupació, l'atur dels afroamericans i dels hispans va baixar encara 3,5 i 2,25 p. p., respectivament, i la taxa de participació laboral de les dones va augmentar en 3 p. p. Així mateix, la Fed ha constatat que es poden assolir millors registres al mercat laboral sense que es produeixin pressions inflacionistes que posin en dubte l'estabilitat de preus.

### Com es comportarà la Fed?

En el context actual, dominat per les pressions desinflacionistes i per una recuperació incompleta de l'activitat, el nou marc estratègic de la Fed suggereix que la política monetària serà acomodaticia durant un període llarg de temps. Per mostrar-ho, simulem un model macroeconòmic dels EUA<sup>4</sup> sota les estratègies antiga i nova de la Fed. Amb el marc antic, la Fed actuava quan es produïen desviacions de la inflació esperada en relació amb l'objectiu anterior d'inflació a mitjà termini del 2%. Per exemple, el 2015, va pujar el tipus d'interès de referència perquè, malgrat que els registres se situaven encara per sota del 2%, va creure que la inflació repuntaria. En canvi, per avaluar el marc nou, assumim que la Fed respon a desviacions de la mitjana de la inflació en els cinc últims anys en relació amb el 2%. Així, si ens centrem en l'últim cicle de pujades de tipus (2015-2018), amb la nova estratègia, la Fed hauria pujat els tipus d'interès d'una forma molt més gradual i els hauria situat 100 p. b. per sota del nivell en què es van situar finalment (fins a l'interval 1,25%-1,50%, en relació

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «BCE i Fed: dos mandats, un objectiu», a l'IM02/2020, i l'article «La incertesa que suscita el tipus d'interès natural», en el Dossier de l'IM03/2020.

2. Malgrat que no ho ha explicat, no sembla que aquest compromís hagi de ser simètric: després de períodes amb inflacions superiors al 2%, la Fed perseguirà retornar la inflació al 2% (i no per sota d'aquest nivell).

3. El seu tipus de referència ja es troba gairebé en el 0%, i amb prou feines l'ha pogut reduir en 150 p. b. En recessions anteriors, partia de nivells més alts i acostumava a retallar els tipus entre els 450 i els 500 p. b.

4. Un model semiestructural d'equilibri general, que, a curt termini, està determinat per la demanda agregada, mentre que, a llarg termini, la demanda i l'oferta agregades s'igualen.

5. La regla que simula el marc antic de la Fed és:  $i_t = \rho * i_{t-1} + (1 - \rho) * [i^* + 1,5 * (\pi_t^e - 2) + (u_t^* - u_t)]$  mentre que la del marc nou és:  $i_t = \rho * i_{t-1} + (1 - \rho) * [i^* + 1,5 * (\frac{1}{20} \sum_{i=1}^5 \pi_{t-i}^e - 2) + \min\{(u_t^* - u_t), 0\}]$ , on  $i$  és el tipus d'interès;  $\rho$  un paràmetre d'allissament;  $\pi$  la inflació subjacent del PCE;  $i^*$  el tipus d'interès nominal natural segons l'última estimació dels membres del FOMC, i  $u_t^*$  i  $u_t$  a taxa d'atur natural i la predita per la Congressional Budget Office, amb dades trimestrals.

amb el 2,25%-2,50% al qual va arribar la Fed). D'altra banda, si realitzem un exercici similar,<sup>5</sup> però amb les mires posades en els propers anys, una regla coherent amb l'estratègia anterior de la Fed ens diria que començaria a pujar els tipus d'interès al final del 2023. En canvi, amb la nova estratègia, el banc central no començaria a pujar els tipus fins al començament del 2025.

No obstant això, cal remarcar que el nou marc és molt poc concret, de manera que el model sol ens dona una referència del comportament que pot acabar tenint la Fed. Per exemple, la Reserva Federal no ha concretat el període sobre el qual basarà l'objectiu de la mitjana de la inflació. A més a més, tampoc és clar com actuarà si la inflació s'allunya de sobte del 2%. I és que, eventualment, la inflació mitjana dels últims anys es podria mantenir per sota del 2% i, al mateix temps, els últims registres es podrien situar clarament per damunt del 2%. Quant per damunt del 2% s'hauria de situar la inflació perquè la Fed actuï?

De la mateixa manera, l'objectiu de 'plena ocupació' ha de ser valorat amb una mirada àmplia. La nova estratègia està lluny de reduir les decisions de política monetària a regles predefinides per fórmules concretes. Al contrari, la nova estratègia obre la porta a un major intercanvi de visions. De fet, en la reunió del setembre, ja va haver-hi dos dissidents que preferien una orientació futura dels tipus d'interès diferent de la que es va aprovar. Així, aquesta major flexibilitat també té els seus costos, en especial si genera incertesa i volatilitat o si afebleix la credibilitat de la institució.

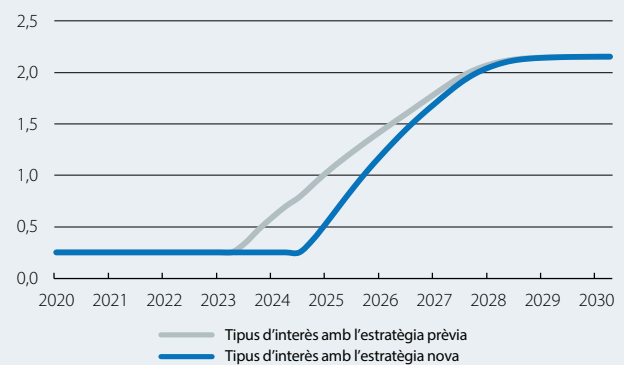
**Quines conseqüències tindrà per a l'economia?**

Durant les hores posteriors a l'anunci de la nova estratègia, als mercats financers va haver-hi repunts moderats de les expectatives d'inflació (mesurades amb diferents còtitzacions financeres), però les magnituds van ser poc significatives i poc persistents. En part, l'absència de reacció reflecteix que l'anunci no va sorprendre els inversors, perquè era raonablement coherent amb el que esperaven. No obstant això, també és coherent amb un resultat habitual en els estudis que analitzen les conseqüències dels objectius d'inflació basats en una mitjana del temps: les variables macroeconòmiques es comporten de manera relativament semblant amb l'estratègia nova i amb l'antiga.<sup>6</sup>

Un dels grans determinants de l'efectivitat de la nova estratègia serà la capacitat d'influenciar les expectatives que tingui la Fed. I, en aquest sentit, la credibilitat serà clau. Si la intenció de tolerar més inflació és molt creïble, l'estratègia serà efectiva per gestionar les expectatives sobre el tipus de la Fed i per ancorar, així, un entorn de tipus d'interès baixos als mercats que estimuli l'economia. No obstant això, la credibilitat és una arma de doble tall. Si els agents no confien en la capacitat del banc central per

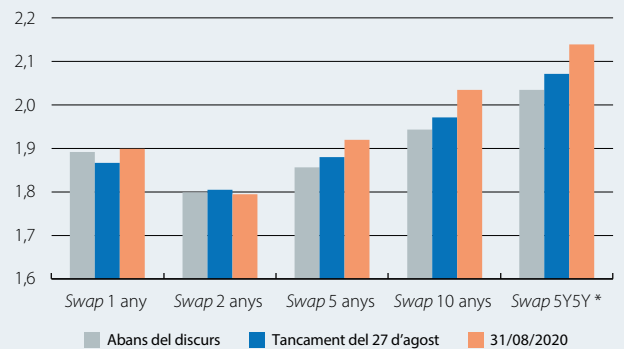
6. Amb l'expectativa actual de tipus d'interès tan baixos, el fet que la primera pujada de tipus s'ajorni, per exemple, un any té un impacte limitat sobre les variables reals avui dia. Vegeu Reifschneider, D. i Wilcox, D. (2019). «Average Inflation Targeting Would Be a Weak Tool for the Fed to Deal with Recession and Chronic Low Inflation», Policy Briefs PB19-16, Peterson Institute for International Economics. Les nostres simulacions presenten un resultat semblant.

**EUA: tipus d'interès de la Reserva Federal esperat segons diferents regles de Taylor (%)**



**Nota:** La regla que simula el marc antic de la Fed és:  $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1,5 * (\pi_t^e - 2) + (u_t^* - u_t)]$  mentre que la del marc nou és:  $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1,5 * (\frac{1}{20} \sum_{i=1}^{20} \pi_{t-i} - 2) + \min \{ (u_t^* - u_t), 0 \}]$ .  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de la Congressional Budget Office.

**EUA: swaps d'inflació a diferents venciments (%)**



**Notes:** Powell va fer el discurs a les 15.10 hores del dijous 27 d'agost, motiu pel qual, a la columna gris, es mostra la còtització a les 15.00 hores. \* Inflació de 5 anys d'aquí a 5 anys.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

generar més inflació en el futur i les expectatives no reaccionen a la nova estratègia, no s'aconseguirà l'estímul desitjat i la normalització serà més lenta.

**Lliçons per a altres bancs centrals**

Els objectius dels bancs centrals han anat canviant al llarg del temps, i la política monetària s'ha ajustat a cada època. Als anys vuitanta, el principal enemic dels bancs centrals va ser la inflació, i la política monetària va aconseguir eines per controlar-la. Ara, després de diversos canvis estructurals en l'economia, el nou repte és la inflació baixa, de manera que les eines i les estratègies s'han d'adaptar de nou. La Fed ha estat la primera que ha fet el pas, amb canvis que són, sens dubte, més graduals que radicals. No obstant això, dona dues pistes a la resta de bancs centrals que estan revisant les seves estratègies (com el BCE): la voluntat de tolerar una mica més d'inflació i la de donar suport a la política monetària més amb les dades observades que amb les projeccions basades en models.

Màxim Ventura Bolet, Ricard Murillo Gili i Eduard Llorens i Jimeno