

La política monetària perd efectivitat quan les economies estan més endeutades?

La recuperació econòmica de l'última dècada ha estat lenta, malgrat que la política monetària s'ha mantingut ancorada en un terreny extraordinàriament acomodatiu, amb tipus d'interès pròxims al 0% o, fins i tot, negatius.¹ Ha estat culpa de la pesada motxilla de deute que hem heretat de la crisi financera i de la Gran Recessió? Si la COVID-19 està generant un increment de l'endeutament molt notable, què passarà en els pròxims anys amb l'efectivitat de la política monetària?

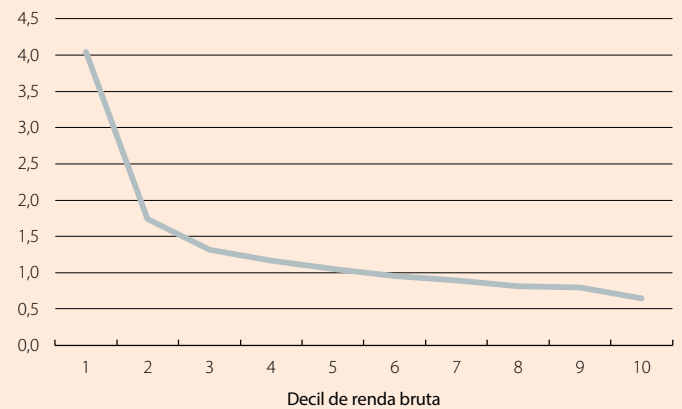
Del deute a la política monetària: canals de transmissió

Una possibilitat és que, en realitat, l'efectivitat sigui fins i tot major: diferents estudis documenten que l'impacte macroeconòmic de la política monetària procedeix, en gran part, de l'impacte que té sobre les llars i sobre les empreses endeutades.² És una situació raonable: quan disminueixen els tipus d'interès, s'allegueix la càrrega sobre els endeutats i s'alliberen recursos que poden ser destinats al consum o a la inversió. En canvi, l'altre grup que pot ser especialment sensible als tipus d'interès, el dels estalviadors, acostuma a tenir una menor propensió marginal a consumir:³ malgrat que la política monetària pugui produir canvis grans en el valor dels seus actius, aquests canvis acabaran afectant relativament menys macromagnituds com el consum agregat.

No obstant això, l'experiència dels 10 últims anys suggereix que la relació entre el deute i la política monetària és més complexa. De fet, hi ha evidència que la lentitud de la recuperació econòmica després de la crisi financera i de la Gran Recessió s'explica, si més no en part, pel last del deute heretat de la crisi.⁴ La motxilla de deute va frenar la recuperació de la demanda per diferents raons. D'una banda, el consum de les llars es va veure restringit per la necessitat de dedicar recursos a repagar el deute⁵ i pel desig de reconstruir els matalassos d'estalvi (per exemple, per motius precautoris o per a la jubilació). De l'altra, en un entorn incert i d'aversion al risc, les empreses i les famílies més endeutades van tenir més dificultats per expandir el consum i la inversió encara amb més deute. Així mateix, la caiguda dels preus dels actius financers i immobiliaris després de la crisi va reduir el valor del col·lateral que les empreses i les llars podien utilitzar per endeutar-se i per finançar el consum i la inversió.⁶ Així, malgrat que la política monetària es va mantenir ancorada en un terreny fortament acomodatiu, la càrrega del deute va limitar la capacitat de la demanda per respondre a uns tipus d'interès baixos.

En conjunt, doncs, hi ha uns mecanismes que donen suport a una bona efectivitat de la política monetària i altres que suggereixen que la càrrega del deute sobre l'economia pot fer perdre tracció als bancs centrals. Què diuen les dades? Els estudis empírics constaten que la política monetària continua sent efectiva, però que perd força en períodes de deute elevat: el seu impacte sobre el creixement del PIB, sobre el consum i sobre la inversió és menor.⁷ A més a més, en la conjuntura actual, l'impacte de la política monetària també dependrà de les cicatrius que pugui deixar la COVID-19 en les oportunitats d'inversió, en el desig d'estalviar i en els efectes redistributius del deute. Si danya la capacitat productiva, si persisteix l'augment de l'estalvi precautori o si el deute recau sobre les famílies i sobre les empreses amb balanços fràgils, serà més probable que s'erosioni l'efectivitat de la política monetària.⁸

Propensió a consumir en funció del grup d'ingressos (Ràtio entre despeses i renda neta anuals de la llar)



Nota: Dades referents a llars nord-americanes el 2019.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Consumer Expenditure Survey elaborat per l'U.S. Bureau of Labor Statistics.

1. La zona de l'euro i Espanya van trigar 6 i 9 anys, respectivament, a recuperar i a consolidar els nivells d'activitat del 2008.

2. Vegeu Cloyne, J., Ferreira, C. i Surico, P. (2020), «Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism», *The Review of Economic Studies*, 87(1), 102-129.

3. El gràfic mostra com la propensió marginal a consumir disminueix a mesura que augmenta la renda. Les llars amb una renda més alta (i menys propensió a consumir) també acostumen a ser les que tenen més riquesa acumulada.

4. Vegeu Dynan, K. (2012), «Is a household debt overhang holding back consumption?», *Brookings Papers on Economic Activity*, 299-362.

5. Vegeu Di Maggio, M. et al. (2017), «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging», *American Economic Review*.

6. Vegeu Bhutta, N. i Keys, B. (2016), «Interest Rates and Equity Extraction during the Housing Boom», *American Economic Review*.

7. Vegeu Alpanda, S. i Zubairy, S. (2019), «Household debt overhang and transmission of monetary policy», *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1.265-1.307.

8. L'erosió de les oportunitats d'inversió i l'augment de l'estalvi precautori es poden reflectir en un nou descens del tipus d'interès natural. Com més baix sigui el tipus d'interès natural, més ha de reduir el banc central els tipus observables, quelcom que, amb tipus ja negatius o pròxims al 0%, és cada vegada més difícil.

Davant la pèrdua de tracció... una marxa més?

Una pèrdua d'efectivitat pot forçar els bancs centrals a implementar una política monetària més agressiva. En certa manera, això ja és el que han hagut de fer en l'última dècada bancs com la Fed, el BCE o el Banc d'Anglaterra i, des de fa fins i tot més temps, el Banc del Japó, amb mesures no convencionals com les compres d'actius (en especial, deute públic). Per mitigar el risc que, després de la COVID-19, pateixin una nova pèrdua de tracció, és important que el gros de l'esforç no torni a recaure en exclusiva sobre la política monetària. La resta de les esferes de la política econòmica han de continuar fent un pas endavant, tant en la fase de contenció de la COVID-19 com, més endavant, en la fase d'impulsar la recuperació.

Ja que, amb l'augment del deute que provocarà la COVID-19, ficar una marxa més serà cada vegada més delicat per a la política monetària. Per exemple, tant al Japó com a Europa, s'ha documentat que la combinació entre un increment del deute i unes condicions financeres laxes associades a les polítiques monetàries acomodaticies que s'han aplicat pot erosionar el creixement econòmic a llarg termini: un entorn financer lax permet la supervivència d'empreses molt endeutades i poc productives, la qual cosa frena la reassignació de recursos cap a sectors emergents i deprimeix la productivitat agregada.⁹

Finalment, hi ha un altre gran risc que és més de fons: la dominància fiscal, és a dir, que l'autoritat monetària es vegi o se senti obligada a acomodar la política monetària a les necessitats de la política fiscal. Tota actuació monetària té conseqüències fiscals (els increments de tipus fan augmentar el pagament del deute públic i les baixades permeten reduir el pagament), però, com més deute públic tingui el banc central al seu balanç –i el context actual es caracteritza per un increment notable de les compres de deute públic, de manera que, indirectament, dona cobertura a les expansions fiscals que esmorteixen el xoc de la COVID-19–, majors seran les conseqüències fiscals de les seves decisions, que quedaran condicionades en excés. Per evitar-ho, totes les esferes de la política econòmica han de compartir l'esforç d'estimular l'activitat, i això cal fer-ho sense empènyer la política monetària cap a posicions encara més extremes. També seran claus unes institucions robustes que protegeixin la independència dels bancs centrals. Si no, la COVID-19 també pot deixar seqüeles en l'actuació a mitjà termini dels bancs centrals i en el funcionament futur de les economies.

Adrià Morron Salmeron i Javier Garcia-Arenas

9. Vegeu Acharya, V. et al. (2020), «Zombie credit and (dis-)inflation: evidence from Europe», NBER Working Paper, núm. 27.158.