

FOCUS · La lluita per la política monetària del futur

El setembre passat, amb l'anunci de la reducció del seu balanç, la Fed va posar fi a nou anys de política monetària no convencional. Malgrat que la intenció és tornar a implementar la política monetària amb els esquemes previs al 2008, l'aparició de noves narratives sobre el funcionament de l'economia i sobre l'ús d'eines no convencionals ha obert una discussió sobre el marc en què operaran els bancs centrals en el futur. La repassem a continuació.

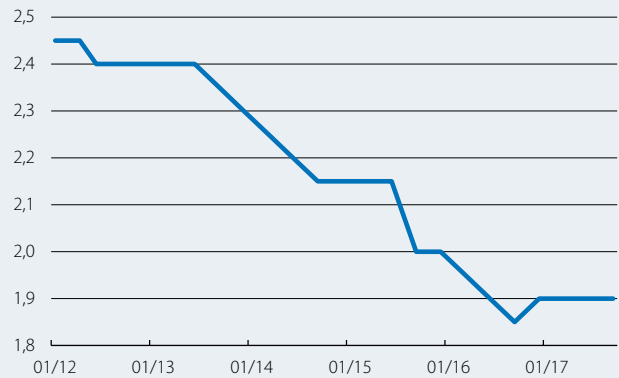
Abans de l'esclat de la crisi financera el 2008, la política monetària s'implementava, principalment, mitjançant un tipus d'interès de referència a curt termini, que els bancs centrals ajustaven per garantir l'estabilitat de preus i, directament o indirectament, un grau adequat d'utilització dels recursos productius. A més a més, la regulació financera quedava fora de l'àmbit d'acció de la política macroeconòmica. No obstant això, aquest marc, fruit del consens macroeconòmic entre els anys 1980 i 1990, s'ha modificat de forma dràstica en els últims anys. D'una banda, ateses les importants interaccions entre l'estabilitat financera i l'estabilitat macroeconòmica, la regulació financera ha passat a formar part del conjunt d'eines de política macroeconòmica.

De l'altra, ha aparegut una narrativa segons la qual els tipus d'interès que equilibren l'oferta d'estalvi i la demanda d'inversió es mantindran en nivells relativament baixos per la persistència de factors estructurals relacionats amb la demografia, el canvi tecnològic i l'aversion al risc.¹ Aquesta narrativa ha fet efecte entre els bancs centrals, com queda il·lustrat en l'escenari macroeconòmic a llarg termini del comitè que decideix la política monetària de la Fed (el FOMC, per les sigles en anglès). Com s'observa als dos primers gràfics, el FOMC ha revisat a la baixa tant el creixement potencial de l'economia nord-americana com el tipus d'interès que estima adequat a llarg termini (el tipus d'equilibri a llarg termini). A més a més, en no poder reduir els tipus de referència gaire per sota del 0%,² quelcom que, sota aquesta narrativa, seria necessari amb més freqüència que en el passat, els bancs centrals perdrien marge d'acció si continuessin operant amb les eines tradicionals. Per evitar aquesta situació, 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 (típicament, inflació al voltant del 2% a mitjà termini) i incorporar nous instruments de política monetària.

1. Vegeu el Focus «Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?», en l'IM09/2017.
2. Aquest límit inferior l'imposa l'existència de l'alternativa de retirar els dipòsits i d'emmagatzemar els recursos en diners en efectiu, amb la consegüent obtenció d'un tipus d'interès igual a 0% (o lleugerament negatiu, si es tenen en compte els costos d'emmagatzematge).

Previsions del FOMC: creixement potencial del PIB

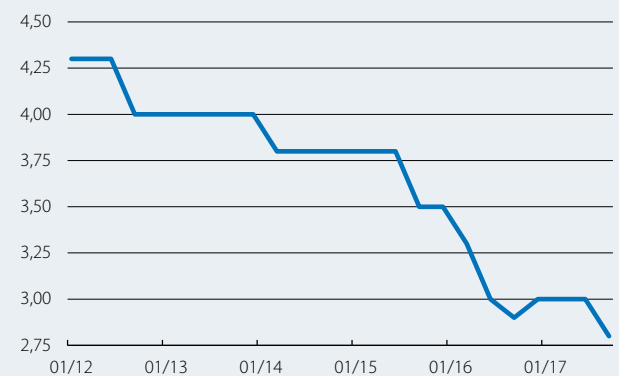
Tendència central dels membres del FOMC (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de les projeccions del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC).

Previsions del FOMC: tipus de referència d'equilibri

Mitjana dels membres del FOMC (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de les projeccions del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC).

Si es manté el tipus d'interès de referència com a eina principal, el banc central pot guanyar marge si fixa un objectiu que li permeti generar més inflació, de manera que el tipus d'interès nominal d'equilibri no disminueixi tant com el tipus real d'equilibri. En aquesta línia, destaquen tres opcions: fixar un objectiu d'inflació més elevat, fixar l'objectiu en termes del nivell de preus o fixar l'objectiu en termes del nivell del PIB nominal. D'una banda, apujar l'objectiu d'inflació minimitza el canvi de marc, malgrat que imposa de forma permanent el cost de la inflació més elevada. De l'altra, amb un objectiu en termes del nivell de preus, el banc central no ignoraria esdeveniments que provoquessin desviacions temporals de la inflació (com fluctuacions dels preus energètics) i, de fet, en resposta, deixaria que la inflació es desviés de forma temporal en direcció oposada per compensar-les.

Per exemple, si una caiguda de la demanda agregada reduís la inflació fins a l'1%, el banc central toleraria un període d'inflació superior al 2% per tornar a la senda objectiu del nivell de preus. En aquest cas, els inversors, automàticament, anticiparien la intenció de mantenir els tipus d'interès baixos durant més temps, la qual cosa relaxaria també els tipus de venciments llargs. Si l'objectiu fos en termes del PIB nominal, el mecanisme seria semblant. No obstant això, les dues opcions poden donar lloc a polítiques no desitjades: per exemple, un augment exogen dels preus energètics, semblant al dels anys setanta, forçaria el banc central a endurir la política monetària tot i que l'economia es trobés en recessió.

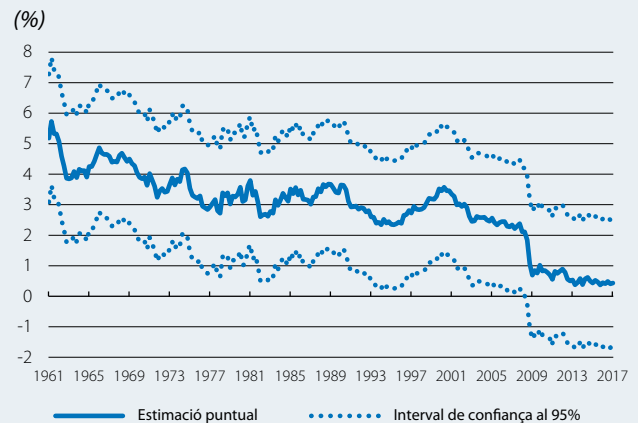
Atès que tots els canvis d'objectiu poden comportar un cost important en termes de credibilitat, un marc alternatiu consisteix a mantenir els objectius actuals i incorporar les mesures no convencionals (tipus negatius, comunicació i polítiques de balanç, com les compres d'actius) al conjunt d'eines habituals dels bancs centrals. Un avantatge d'aquesta opció és que les mesures es poden adequar amb més precisió a les necessitats del moment. D'una banda, els tipus negatius aprofundeixen en els mecanismes de transmissió tradicionals, tot i que amb retorns decreixents per l'erosió dels marges del sector financer. A més a més, en terreny molt negatiu, poden perdre tota la seva eficàcia.³ En aquest punt, la comunicació i les compres d'actius permeten continuar reduint els tipus d'interès en venciments més llargs, tal com ho han fet els principals bancs centrals en els últims anys. El Banc del Japó, fins i tot, ha anat més enllà i ha fixat, explícitament, els tipus d'interès dels venciments llargs. Malgrat que aquesta és una mesura més precisa que la compra d'actius, el problema és que és difícil d'utilitzar de forma sistemàtica, perquè la seva efectivitat depèn de la capacitat del banc central per convèncer els mercats: si els convenç, el tipus de mercat serà l'anunciat pel banc central fins i tot si no realitza cap compra per influenciar directament el preu dels bons; si no els convenç, però, el banc central hauria de comprar una gran part dels actius per aconseguir fixar el tipus d'interès en el seu objectiu, fins al punt que podria perdre el control sobre la dimensió del seu balanç. A més a més, el problema s'intensifica perquè, per convèncer el mercat, el tipus d'interès a llarg termini anunciat ha de ser coherent amb l'evolució esperada del tipus d'interès a curt termini, que canvia al llarg del temps en funció de l'evolució dels indicadors d'activitat.

Abans de decantar-se per una alternativa entre aquesta llista de propostes, cal observar que es basen en una visió del món al voltant de la qual hi ha molta incertesa.⁴ Això queda il·lustrat amb la imprecisió amb què s'estima el

3. Una solució dràstica per eliminar el límit inferior seria l'eliminació dels diners en efectiu.

4. Vegeu Beyer, R. i Wieland, V. (2017), «Instability, imprecision, and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates», IMFS, Working Paper.

Tipus d'interès natural real: estimació i incertesa



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Holston, Laubach i Williams (2016).

tipus d'interès real d'equilibri. Com ho mostra el tercer gràfic, malgrat que el tipus d'interès d'equilibri ha mostrat una clara tendència a la baixa, avui dia no podem determinar-ne el nivell amb prou confiança. De fet, aquesta imprecisió és un reflex de la incertesa sobre les relacions tradicionals entre tipus d'interès, activitat i inflació que serveixen per estimar el tipus d'equilibri. Per exemple, la narrativa predominant als bancs centrals assumeix una relació forta entre l'activitat i la inflació domèstiques: així, mitjançant l'impacte de les condicions financeres sobre l'activitat, el banc central pot controlar la inflació. No obstant això, hi ha indicis que aquesta relació entre inflació i activitat domèstiques s'ha afeblit, entre altres factors, per la globalització dels mercats de béns i serveis, per la deslocalització dels processos productius i per les cadenes globals de valors. En aquest cas, els bancs centrals haurien perdut capacitat d'influir sobre la inflació,⁵ si més no a nivell individual (de manera que haurien de buscar una major coordinació entre ells). En aquest sentit, hi ha una discussió de fons més àmplia sobre què s'entén per estabilitat de preus. Actualment, es concentra en preus al consumidor de béns i serveis. No obstant això, la política monetària té un fort efecte sobre els preus dels actius financers i, per tant, sobre la inestabilitat financera, de manera que hi ha arguments perquè els bancs centrals parin més esment a aquests elements.

En definitiva, la política monetària té alternatives per compensar els tipus d'interès d'equilibri més baixos, però la incertesa sobre la seva idoneïtat és elevada. Una solució a llarg termini i amb menys distorsions consisteix a corregir de forma directa els factors després del declivi dels tipus d'interès. Això passa per estimular el creixement a llarg termini i, de retruc, la demanda d'inversió amb mesures que promoguin l'educació, la recerca i les infraestructures.

5. Vegeu Borio, C. (2017), «Through the looking glass», BIS, OMFIF City Lecture.