

Bombolles i política monetària

Com ha de respondre la política monetària a una possible bombolla financera? La resposta d'economistes i de banquers centrals a aquesta pregunta ha evolucionat en els últims anys, però el debat dista d'estar tancat.

Abans de la crisi financera que va provocar la Gran Recessió, l'enfocament estàndard –el que podríem anomenar doctrina Greenspan– defensava un mandat molt estret de la política monetària, que consistia, en la seva forma més crua, a establir la inflació al voltant d'un determinat objectiu.

Sota aquesta perspectiva, els bancs centrals només havien de respondre a fluctuacions en els preus dels actius (com la borsa o l'immobiliari) en la mesura que impactessin sobre l'activitat econòmica i la inflació. La lògica que guiava els bancs centrals no diferenciava entre les fluctuacions puntuals en els preus dels actius i les bombolles, enteses com desviacions desorbitades i persistents. Es creia que, després de l'esclat d'una bombolla, la política monetària podia reaccionar amb prou rapidesa i contundència per mitigar l'impacte sobre l'activitat econòmica i sobre la inflació.

Però va arribar la crisi i la doctrina Greenspan va anar-se'n en orris. Hem après que el cost d'algunes bombolles és difícilment gestionable *ex post*, perquè la mala assignació de recursos que provoquen mentre creixen té efectes negatius duradors i per la inestabilitat financera que generen quan es punxen.

A la vista del que ha succeït, la doctrina ha evolucionat, i els principals bancs centrals reconeixen avui la importància de l'estabilitat financera. No obstant això, encara són una minoria els qui creuen que és la política monetària la que ha d'intentar desinflar o punxar les bombolles. Es continua argumentant que les pujades de tipus necessàries per poder-ho fer serien massa grans i produirien un dany enorme a l'economia real.

De forma més o menys explícita, el gruix de la responsabilitat de la lluita contra la formació de bombolles s'ha limitat a l'àmbit de la regulació i de la supervisió financera –per exemple, mitjançant l'anomenada política macroprudencial, que pot imposar recàrrecs de capital a determinades activitats. Des d'aquest àmbit, a més a més, també s'ha endurit la regulació del sector bancari perquè estigui més ben preparat per absorbir les pèrdues que pugui provocar la punxada d'una bombolla.

Aquesta estratègia, però, no està lliure de riscos. Entre altres raons, perquè està per veure que la política macroprudencial sigui, a la pràctica, prou efectiva, ja que exigiria la presa de decisions que poden ser poc populars (la majoria de la població, propietària d'un habitatge, no desitja que li punxin una bombolla immobiliària). En segon lloc, perquè una part del sistema financer (l'anomenada «banca a l'ombra») es pot escapar de la regulació i de la supervisió més estrictes.

I, finalment, perquè, si un banc central només se centra en el compliment dels objectius d'inflació i d'activitat, hem après que, de forma indirecta i involuntària, pot acabar promovent la formació de bombolles. De fet, en última instància, la gestió de la política monetària es pot acabar convertint en una tasca de Sísif (inflar la bombolla, gestionar-ne la punxada, inflar la bombolla...).

L'enfocament més prudent fa que la política monetària sigui corresponsable, al costat de la regulació i de la supervisió, de garantir l'estabilitat financera. Per aquest motiu, les decisions de política monetària han d'anar més enllà dels preus dels béns i dels serveis que integren l'IPC i tenir en compte, també, els preus dels actius.

Enric Fernández
Economista en cap
31 d'octubre de 2017