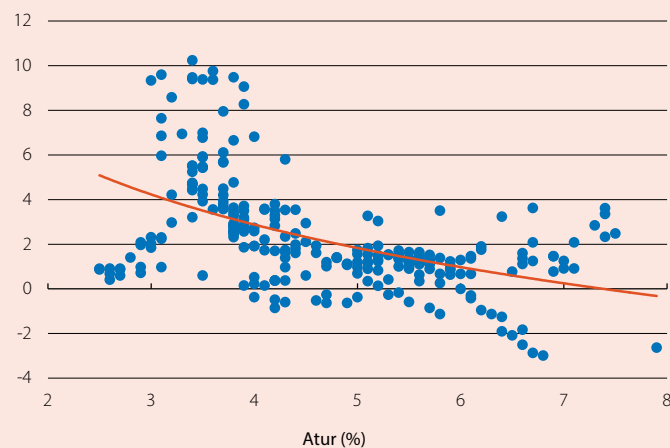


Expectatives: la clau de la política monetària

Possiblement, la política monetària i els bancs centrals evoquin al lector la imatge d'homes¹ de faccions serioses i vestits impecables que, armats amb estadístiques i amb sistemes d'equacions, fixen amb precisió matemàtica els instruments que garantiran el bon funcionament de l'economia. Encara que té una mica de veritat, aquesta imatge dona la falsa sensació que l'economia funciona com un simple engranatge mecànic i s'oblida del seu component humà més rellevant: les expectatives.

EUA: corba de Phillips per al 1948-1969

Inflació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).

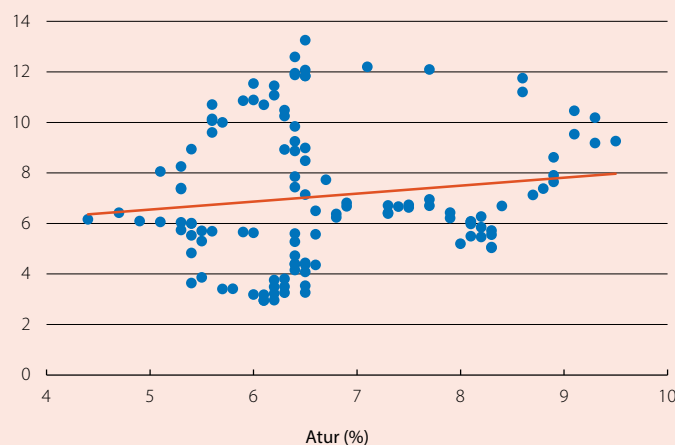
Després d'aquest descobriment, la política monetària va teoritzar que, si generava inflació, podia aconseguir una reducció de l'atur. Però la teoria es basava en un supòsit molt especial sobre les expectatives: els consumidors i les empreses no serien capaços d'anticipar que l'increment de l'oferta monetària es tradueix, a llarg termini, en un increment dels preus. Així, se suposava que, amb més bitllets a la butxaca, els consumidors gastarien més, les empreses contractarien més treballadors i l'atur disminuiria. No obstant això, en els anys setanta, un altre grup d'economistes, que suposava que els agents econòmics ajustaven les expectatives d'una manera menys innocent i més racional, va arribar a una conclusió totalment diferent: aquest tipus de política monetària no reduiria l'atur, sinó que només generaria més inflació. Aquests economistes, liderats per Milton Friedman, apuntaven que, quan l'economia usa tots els seus recursos productius (i no pot incrementar més la seva producció), l'emissió de més bitllets només redueix la quantitat de béns que s'adquireixen amb cada bitllet: és a dir, augmenten els preus. Així, els consumidors i les empreses que formen les expectatives racionalment sabran que, quan el banc central posi més diners a les seves butxaques, no seran més rics, sinó que, en realitat, s'enfrontaran a uns preus més alts, de manera que ni consumiran ni produiran més. De fet, com s'observa al segon gràfic, en la dècada de 1970, les dades van qüestionar els resultats de Phillips i dels seus coetanis: en aquesta dècada, els increments en la inflació van derivar dels augmentos en l'atur.²

De fet, el tipus d'interès d'un banc central, la seva eina més coneguda, només impacta directament sobre una petita part de l'economia: la liquiditat a curt termini que obtenen les institucions financeres del banc central. El poder real de la política monetària rau en la propagació d'aquesta eina a l'univers de tipus d'interès que afecten tota l'economia (hipoteques, crèdit empresarial, dipòsits bancaris, cost del deute públic, etc.), una transmissió que es vehicula, en gran part, a través de les expectatives sobre la política monetària futura: és a dir, per exemple, un tipus d'interès a 10 anys reflecteix el tipus d'interès de la política monetària esperat per als propers 10 anys.

Per començar a entendre el paper de les expectatives, considerem una de les relacions econòmiques més importants: l'associació entre la inflació i l'atur. Aquesta relació es coneix com la corba de Phillips en honor a William Phillips, que, el 1958, va observar que, al llarg del temps, un augment de la inflació coincideix amb una reducció de l'atur (vegeu el primer

EUA: corba de Phillips per al 1970-1979

Inflació (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).

1. Entre els principals bancs centrals, només el Riksbank suec ha aconseguit la paritat de gènere en posicions directives. A la Fed, el percentatge de dones directives no supera el 40%, mentre que, al BCE, amb prou feines assolix el 25% i, al Banc del Japó, se situa en el 3,4%.

2. El consens actual és que la corba de Phillips té un pendent negatiu i que, per tant, hi ha una relació inversa entre la inflació i l'atur que influeix en les decisions dels bancs centrals. Això és compatible amb el fet que els consumidors i les empreses formen les expectatives de manera racional, perquè els economistes han demostrat que hi ha rigideses que comporten que els preus s'ajustin lentament. Aquestes rigideses fan que, fins i tot amb expectatives racionals, una expansió monetària no generi inflació immediatament i, així, aconsegueix estimular l'activitat.

Un altre exemple de la importància de les expectatives en el disseny de la política monetària el trobem en la relació entre tipus d'interès i inflació. En general, si el banc central vol reduir la inflació, ha d'incrementar el tipus d'interès: d'aquesta manera, afavoreix l'estalvi, desincentiva el consum i redueix les pressions inflacionistes. No obstant això, collant encara més les expectatives, un grup d'economistes anomenats neofisherians (en referència a Irving Fisher, economista contemporani de Keynes) posa sobre la taula una idea provocadora: la inflació s'incrementa quan «pugen» els tipus d'interès. La idea s'inspira en la relació històrica entre inflació i tipus nominals, representada al tercer gràfic.³ Si al lector li sembla que aquest raonament atempta contra el sentit comú, un estudi de Falck i coautors⁴ troba una certa evidència a favor de les tesis neofisherianes. En concret, en els períodes de baixa incertesa, quan tots els agents de l'economia (inclòs el banc central) disposen gairebé de la mateixa informació per avaluar l'escenari macroeconòmic, Falck *et al.* (2017) mostren que la predicció neofisheriana no es compleix: un increment de tipus redueix la inflació. No obstant això, en períodes d'elevada incertesa, quan els agents privats potser disposen de menys informació que el banc central, hi ha evidència a favor dels neofisherians: sembla que els augments de tipus d'interès provoquen increments en la inflació. La clau són les expectatives: enfrontats a una elevada incertesa, els moviments del banc central llancen llum sobre la informació que posseeix. Així, per exemple, davant un augment de tipus, els agents dedueixen que el banc central preveu un increment de la inflació i, per això, revisen a l'alça les expectatives d'inflació i fixen uns preus més alts.

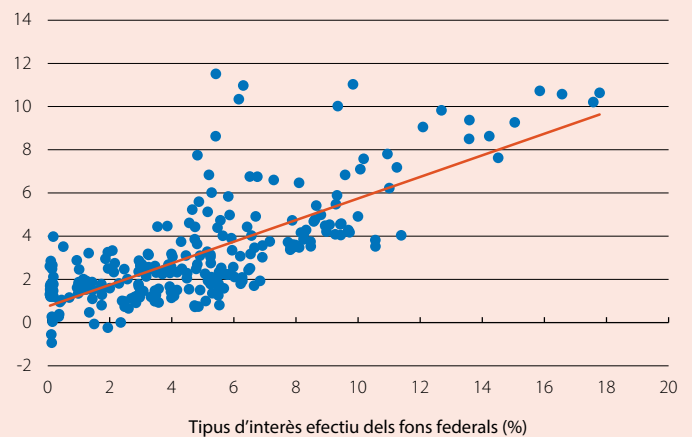
Els resultats de Falck i coautors també indiquen que la correcta transmissió de la política monetària es torna complexa en períodes d'incertesa. Per aquesta raó, des de l'última recessió, els bancs centrals han complementat la seva eina tradicional (el tipus d'interès de referència) amb un ús intensiu de la comunicació.⁵ Per exemple, al llarg dels anys 2015-2018, el BCE ha reiterat sense parar la seva intenció de mantenir els tipus d'interès en nivells baixos durant un període llarg de temps: així influeix sobre les expectatives dels agents i aconsegueix reduir els tipus d'interès d'un univers més gran d'actius. De fet, els programes de compres d'actius que han introduït els principals bancs centrals en els últims anys també poden ser interpretats com un instrument que fa més creïble la intenció de mantenir baixos els tipus d'interès durant un període llarg de temps (per exemple, per què, com en el cas del BCE, aquests programes es dissenyen amb una durada llarga).

Els bancs centrals no solament transmeten informació als agents econòmics, sinó que també utilitzen les cotitzacions financeres per obtenir informació sobre l'estat de l'economia. Aquesta interacció circular entre els bancs centrals i els mercats financers, en termes de gestionar i, alhora, recopilar expectatives, ens du a allò que Paul Samuelson va anomenar el problema del reflex. És a dir, la influència del banc central sobre les cotitzacions financeres pot ser tan gran que, parafrasejant Samuelson, la reacció del banc central davant els senyals dels mercats sigui anàloga a la del mico que respon al seu reflex en un mirall.⁶

Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

EUA: tipus d'interès i inflació, 1954-2018

Índex de preus PCE (variació interanual, %)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de FRED (Fed de St. Louis).

3. La interpretació convencional assumeix que és la inflació més alta la que causa la pujada dels tipus, mentre que els neofisherians obren la porta al fet que ens estiguem equivocant en la direcció de la causalitat.

4. Falck, E., Hoffmann, M. i Hürtgen, P. (2017), «Disagreement and monetary policy», Deutsche Bundesbank Discussion Paper, núm. 29/2017.

5. La credibilitat és un altre element clau. Per reforçar-la, ha estat fonamental que els bancs centrals siguin institucions independents i es regeixin per regles o per objectius verificables (com, en el cas del BCE, una inflació propera, però inferior, al 2%).

6. Cita procedent de Morris, S. i Shin, H. S. (2018), «Central bank forward guidance and the signal value of market prices», BIS Working Paper, núm. 692.