

Política monetària

1. La política monetària en situacions de normalitat

- En condicions de normalitat (absència de crisi econòmica, financera o bancària), els responsables del banc central trien una taxa d'interès objectiu de curt termini que entenen que és la taxa d'interès amb què assolir els seus objectius finals (com ara l'estabilitat de preus, generalment concretada en termes d'un valor de la taxa d'inflació a aconseguir).
- Els responsables del banc central també trien una taxa d'interès de mercat de referència, com per exemple alguna taxa d'interès de molt curt termini (diària) en el mercat interbancari, que és un mercat de reserves (del banc central).
- Les actuacions de política monetària dels responsables del banc central (les operacions de gestió de liquiditat) tenen com a objectiu alinejar la taxa d'interès de referència amb la taxa d'interès objectiu.

2. Relació entre política monetària i política fiscal en situacions de normalitat

- Les operacions de gestió de liquiditat del banc central estan estretament relacionades amb les operacions de despesa pública i recaptació d'imposts del govern.
- Quan el govern realitza despesa pública paga l'adquisició de béns o serveis generant un crèdit en els comptes corrents dels venedors, això és, augmenten els dipòsits dels venedors en els bancs (si el govern paga amb un xec o en efectiu, generalment xec i efectiu acaben en el sistema bancari novament incrementant el volum de dipòsits).
- Aquesta creació de dipòsits a favor dels venedors significa transferir un passiu als bancs. Com a compensació, el govern ha de transferir un actiu als bancs: reserves (del banc central). Per tant, quan el govern fa una compra de béns, paga serveis o executa transferències al temps incrementa el volum de reserves dels bancs.
- Inversament, la recaptació d'imposts implica que el govern generi un debit en els comptes corrents dels contribuents. Tant en aquest cas en què es paguen impostos amb dipòsits com quan es paguen amb xecs o efectiu, el resultat per als bancs és una reducció de les reserves.
- Així doncs, les transaccions entre el sector públic i el sector privat no bancari creen o destrueixen reserves (que són una forma de liquiditat).
- Corol·lari: un dèficit públic (despesa pública superior a la recaptació tributària) augmenta les reserves dels bancs i un superàvit públic les redueix.
- Que la política fiscal alteri el volum de reserves crea el potencial de conflicte amb la política monetària, atès que la variació en les reserves és susceptible de modificar la taxa d'interès de referència que interessa controlar als responsables del banc central (el motiu és que aquesta taxa es determina en un mercat interbancari de reserves).
- En concret, un dèficit públic, en generar reserves, crea la possibilitat que hi hagi bancs amb un excés de reserves (respecte del volum de reserves que voldrien mantenir voluntàriament). En

voler desfer-se de l'excés de reserves, augmentaria l'oferta de reserves en el mercat interbancari i es crearia una pressió a la baixa sobre la taxa d'interès de referència del banc central.

- En aquestes circumstàncies, el banc central ha d'intervenir en el mercat interbancari per a absorbir l'excés de reserves que provoca l'allunyament de la taxa de referència de la taxa objectiu. Per a fer atractiva la venda de reserves al banc central, aquest ha d'oferir a canvi als bancs algun actiu amb una rendibilitat superior a la taxa de referència i que sigui tant líquid com les pròpies reserves. Les lletres i els bons del Tresor (en general, els títols de deute públic) han esdevingut els actius comunament emprats com a substituïts de les reserves que paguen un interès prou atractiu.
- La conclusió és que, per a governs de tipus I, el deute públic és un instrument del banc central per a assolir la seva taxa d'interès objectiu (mitjançant el control de la taxa d'interès de referència) i no pas (com es presenta en la visió ortodoxa, convencional), o no principalment, una eina de finançament del dèficit públic. L'emissió de deute públic no és tant una operació financera lligada a la política fiscal sinó més aviat una operació de regulació de la liquiditat.
- L'emissió de deute públic no respon a la necessitat de finançar dèficit públic (un govern de tipus I no necessita finançar la seva despesa) sinó que forma part de les operacions del banc central de regulació de la liquiditat.
- A diferència de la visió ortodoxa, per ell mateix, el dèficit públic no pressiona a l'alça les taxes d'interès de l'economia (el govern no paga la despesa pública retirant liquiditat del sector privat). Si hi ha alguna pujada de taxes d'interès és per la intervenció del banc central que intenta neutralitzar la pressió a la baixa que ocasiona el dèficit (per increment de reserves).

3. Més reserves implica més inflació?

- De l'anterior explicació es dedueix que les reserves addicionals creades per un dèficit públic:
 - (i) no contribueixen a incrementar els préstecs dels bancs al sector privat no bancari (els bancs no necessiten reserves per a fer préstecs);
 - (ii) són pràcticament equivalents als títols de deute públic de curt termini (atès que les reserves com a mínim remuneren segons la taxa de la facilitat de dipòsit del banc central); i
 - (iii) en no incidir directament sobre la demanda agregada, difícilment poder causar pressions sobre la taxa d'inflació.
- Atesa l'aparent substituïbilitat entre reserves dipositades en el banc central i títols de deute públic, sembla raonable concloure que les dues formes d'actius (dipòsits en el banc central i títols de deute públic) provoquen, si de cas, pressions similars sobre la taxa d'inflació. La visió convencional defensa que mantenir actius líquids en forma de títols de deute públic (a molt curt termini, durant uns dies) és més inflacionari que mantenir actius líquids en forma de dipòsits en el banc central (remunerats segons la taxa d'interès de la facilitat de dipòsit del banc central).

- El mateix succeiria si és monetitzés el deute públic, això és, si el banc central compra títols de deute públic directament del govern (mercat primari) o de compradors previs dels títols (mercat secundari). La visió convencional torna a considerar la monetització del deute públic com a una mesura inflacionària. Però l'única diferència és que en el cas anterior la creació de reserves anava associada amb un increment de la despesa pública (i, per tant, de la demanda agregada) i ara el banc central en crea encara més reserves directament en comprar els títols.
- Com a mínim l'experiència del Japó en les darreres tres dècades desacredita l'opinió que la monetització del deute públic i, en general, la creació de reserves a gran escala, és necessàriament inflacionària: només el 2001 el Banc del Japó implementà una política d'expansió quantitativa que comportà un augment de les reserves de 5 bilions (5,000,000,000,000) de iens a 30 al temps que hi havia deflació (i caiguda del preu d'actius i creixement econòmic pràcticament nul).

4. La política d'expansió quantitativa ('quantitative easing')

- 'Expansió quantitativa' vol dir compres massives d'actius financers per part del banc central al sector privat, no només de deute públic sinó d'altres actius financers no habitualment comprats pel banc central en les operacions de mercat obert, com bons d'empreses amb alta qualitat creditícia. El ventall d'actius que el banc central està disposat a adquirir amb l'expansió quantitativa és més ampli que en les operacions de mercat obert: el banc central accepta actius de més risc, de menys 'qualitat' o de més venedors que en les operacions de mercat obert.



Fig. 1. Expansió quantitativa de la Reserva Federal (volum total d'actius)

https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_recenttrends.htm

- L'expansió quantitativa només pot tenir lloc quan la taxa d'interès de referència del banc central està propera a zero: la injecció massiva de reserves que representa l'expansió quantitativa empeny la taxa d'interès interbancària cap a zero. El seu objectiu és apujar la liquiditat i induir els bancs a concedir més préstecs i així estimular l'activitat econòmica.

- Enganyosament s’anomena aquesta política ‘imprimir diner’ o ‘imprimir bitllets’ (‘printing money’), quan en realitat no s’imprimeix res i no es crea la forma de diner (efectiu) en què hom pensa quan sent les expressions ‘imprimir diner’ o ‘imprimir bitllets’. Amb l’expansió quantitativa la forma de diner que es crea són reserves: números en balanços electrònics. Les reserves no es poden gastar directament en la compra de béns i serveis, ja que és diner que circula entre el sector públic (govern i banc central) i el sector privat bancari, i dins del propi sector privat bancari. La presumpció ortodoxa és que les reserves, per mitjà dels bancs i els seus préstecs, automàticament es transformen en diner que sí permet la compra de béns i serveis. D’aquí que la visió convencional consideri l’expansió quantitativa inflacionària.
- D’una manera un pèl fantàsica (tot reproduint la visió convencional), la plana web del Banc Central Europeu explica com funciona el seu programa de compra d’actius o APP (l’expansió quantitativa) així:
 - “El Banco Central Europeo compra bonos a los bancos...”
 - ... lo que incrementa el precio de esos bonos y genera dinero en el sistema bancario.
 - En consecuencia, muchos tipos de interés se reducen y los préstamos se abaratan...
 - ... lo que permite a empresas y particulares solicitar más préstamos y pagar menos por sus deudas.
 - Como resultado, el consumo y la inversión reciben un impulso.
 - El aumento del consumo y de la inversión fomentan el crecimiento económico y la creación de empleo.
 - Con la subida de los precios, el BCE logra una tasa de inflación del 2% a medio plazo.”
 - Y colorín, colorado... (i vet aquí un gat, vet aquí un gos, aquest conte ja s’ha fos; conte contat ja està explicat.)

https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/show-me/html/app_infographic.en.html

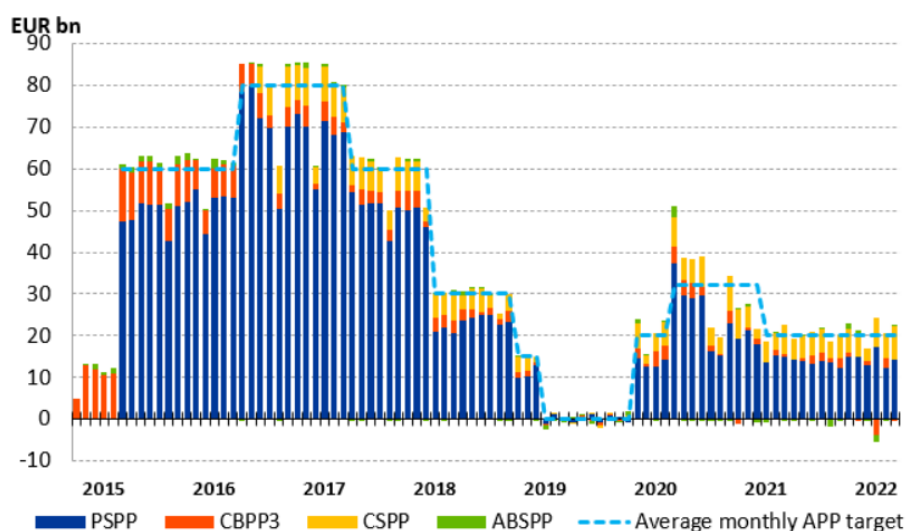


Fig. 1. Expansió quantitativa del Banc Central Europeu (APP = ‘asset purchase programme’)

CSPP = compres a empreses (‘corporate sector’) · PSPP = compres al sector públic

CBPP3 = tercera ronda de compres de bons garantits (‘covered bonds’)

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

<https://www.bbva.com/es/economia-todos-quantitative-easing/>

Eurosystem holdings under the pandemic emergency purchase programme

Changes in holdings in EUR millions	Asset-backed securities	Covered bonds	Corporate bonds	Commercial paper	Public sector securities	Total
Holdings* as at end-Jan 2022	0	6,073	40,301	3,857	1,580,547	1,630,779
Net purchases Feb 22 - Mar 22	0	0	48	2,007	68,342	70,398
Quarter-end amortisation adjustment and redemptions of coupon STRIPS	0	-6	-37	-2	-4,643	-4,688
Holdings as at end-Mar 2022*	0	6,067	40,313	5,862	1,644,247	1,696,489

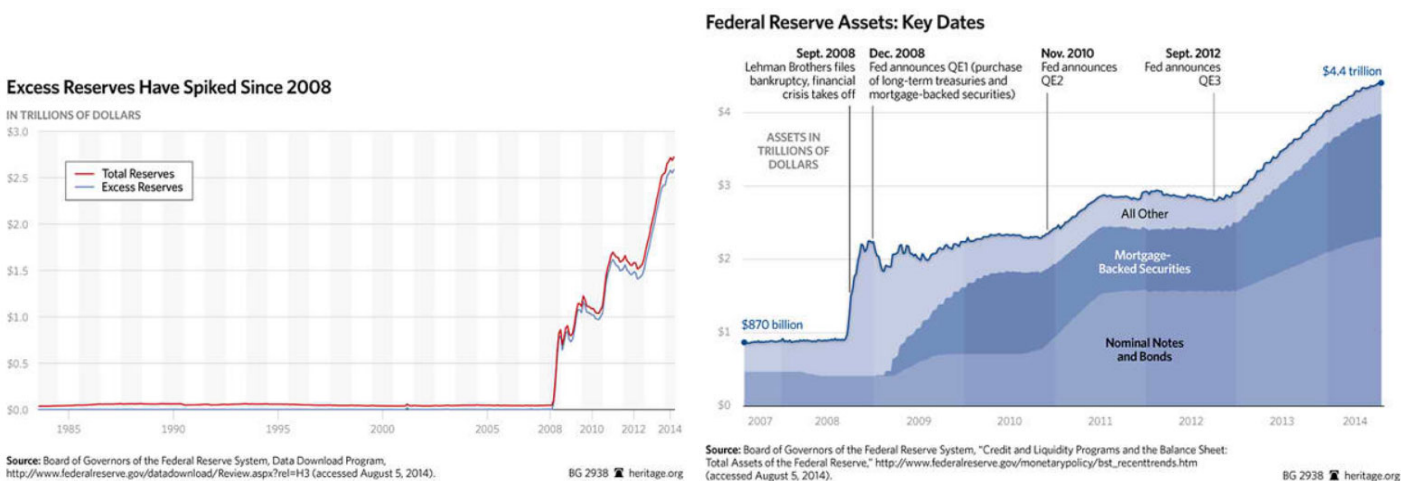
Fig. 3. Programa de compres d'emergència per causa de la pandèmia de la covid-19 (PEPP), Banc Central Europeu, març 2022

('commercial paper' = pagarès d'empresa no garantits, amb venciment mitjà d'uns 30 dies)

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

- El 18 de març de 2020 el Banc Central Europeu anuncià el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), un programa temporal de compres d'actius del sector privat i del sector públic amb una dotació de 750.000 milions (0,75 bilions) d'euros, per a fer front als efectes econòmics de la covid-19 a l'eurozona.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html



Figs. 4 i 5. Expansions quantitatives de la Reserva Federal

<https://www.heritage.org/monetary-policy/report/quantitative-easing-the-feds-balance-sheet-and-central-bank-insolvency>

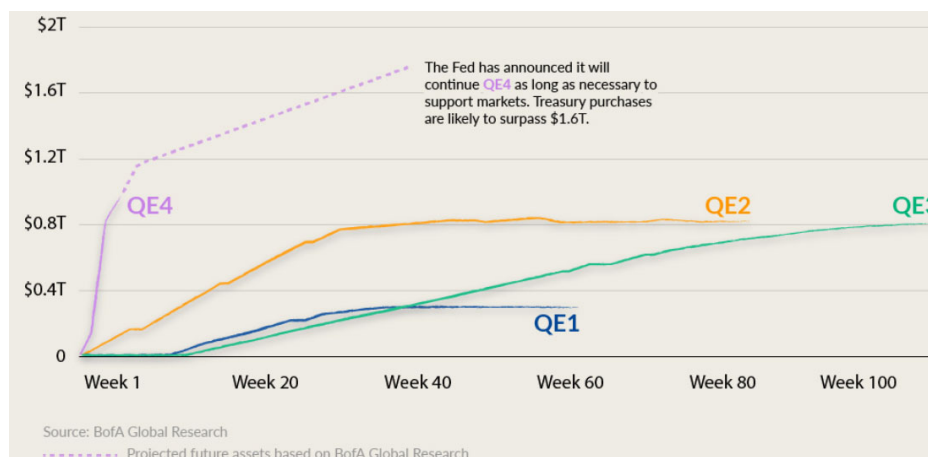


Fig. 6. Magnitud dels programes de compres d'actius de la Reserva Federal

<https://www.visualcapitalist.com/the-feds-balance-sheet-the-other-exponential-curve/>

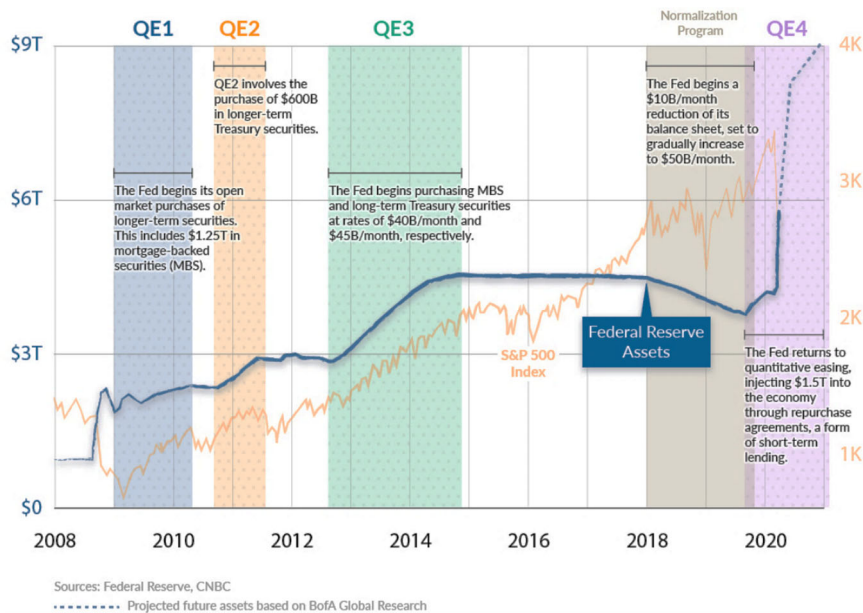


Fig. 7. Actius de la Reserva Federal

<https://www.visualcapitalist.com/the-feds-balance-sheet-the-other-exponential-curve/>

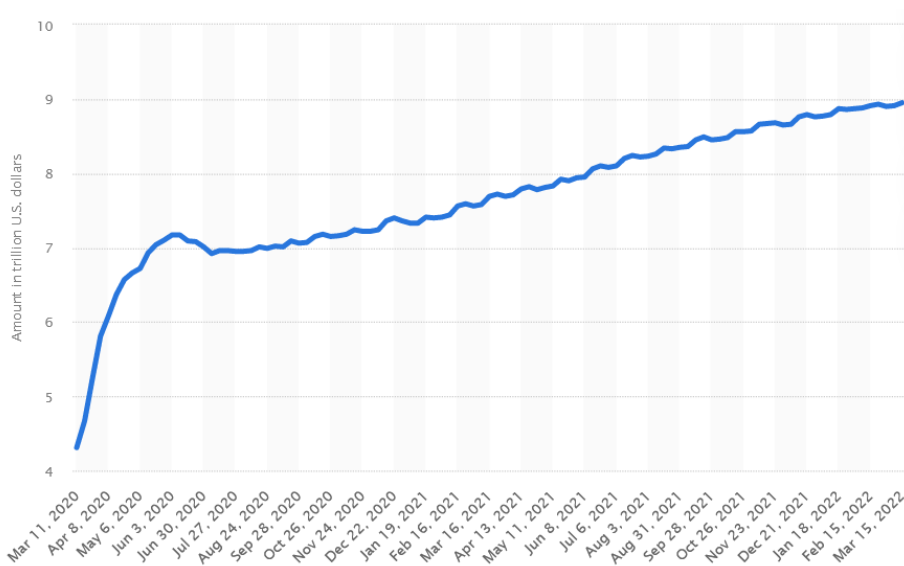


Fig. 8. Expansió quantitativa, Reserva Federal arran de la covid-19 (març 2020-març 2022, bilions \$)

<https://www.statista.com/statistics/1121416/quantitative-easing-fed-balance-sheet-coronavirus/>

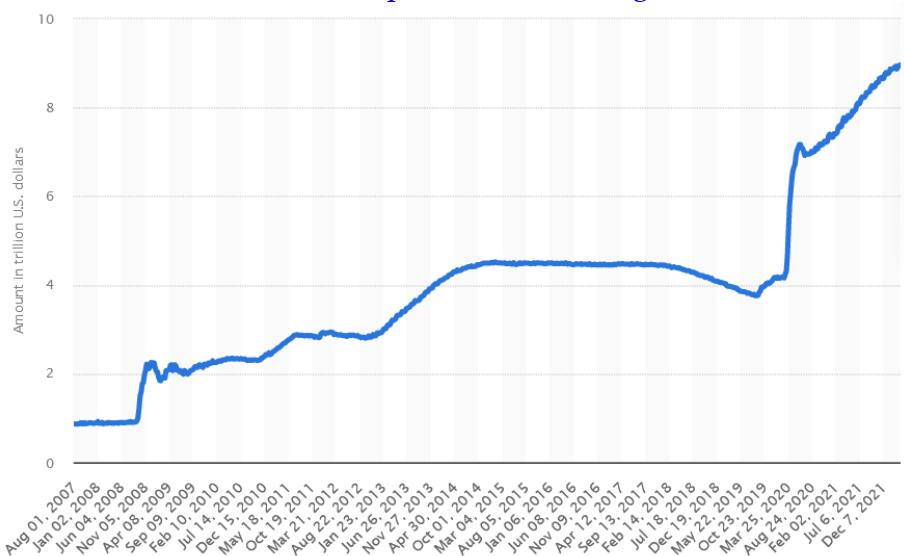


Fig. 9. Expansió quantitativa, Reserva Federal (agost 2007-març 2022, bilions de dòlars)

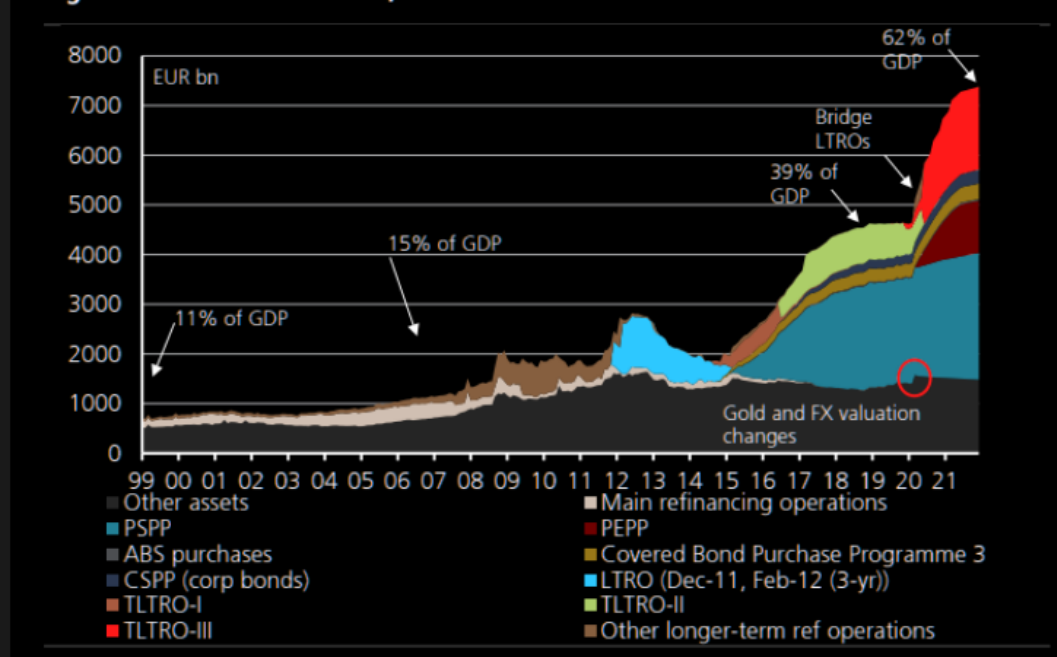
<https://www.statista.com/statistics/1121448/fed-balance-sheet-timeline/>

ECB balance sheet - from 11% of GDP to (projected) 62% of GDP in 2021

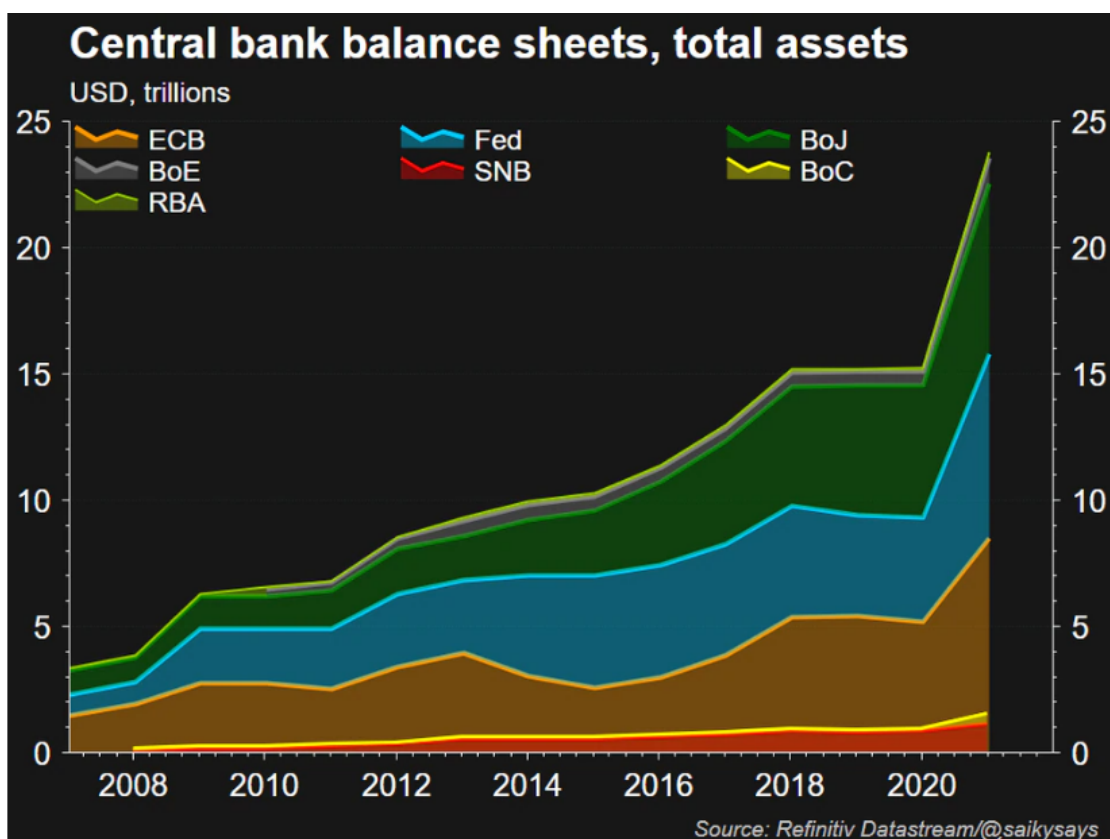
In central banks we trust...

UBS projections.

Figure 3: ECB balance sheet, with forecast until end-2021

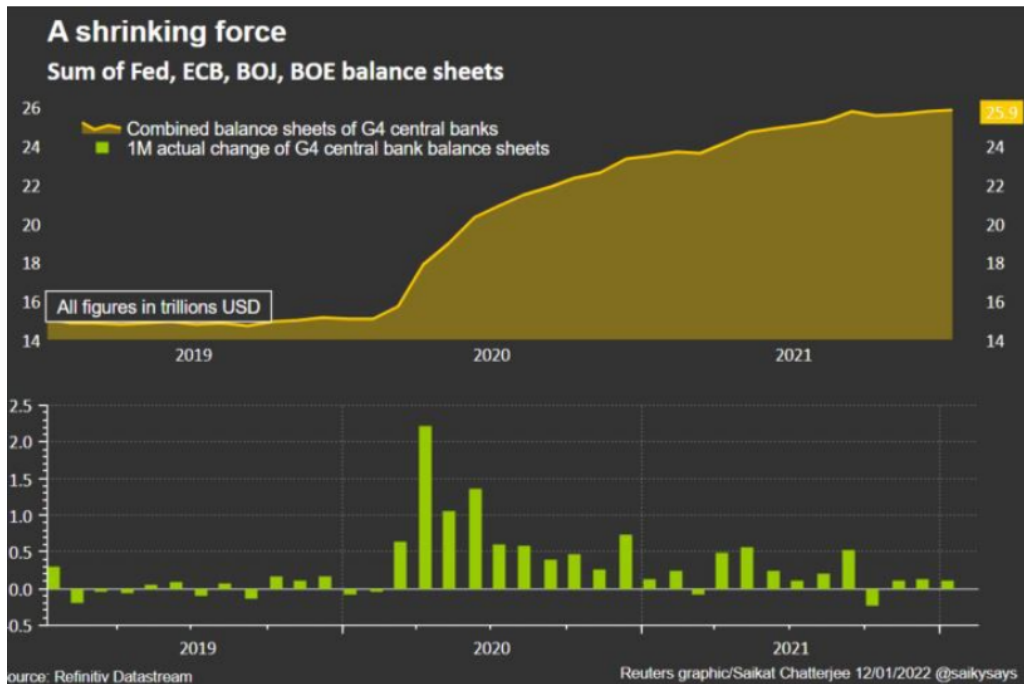


<https://themarketear.com/>

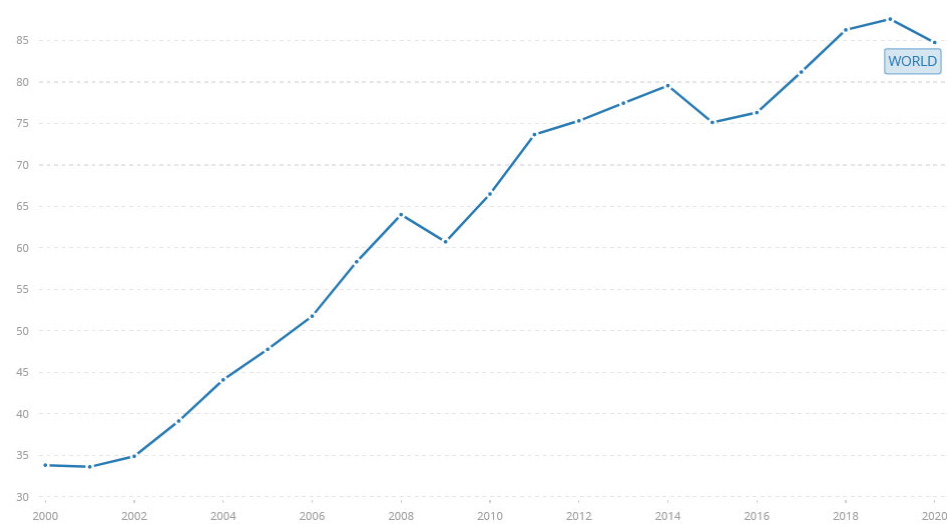


<https://www.reuters.com/business/central-banks-start-turning-off-cash-taps-2022-01-13/>

BoE = Banc d'Anglaterra · RBA = Banc de la Reserva d'Austràlia · BoJ = Banc del Japó
 BoC = Banc de Canadà · SNB = Banc Nacional Suís



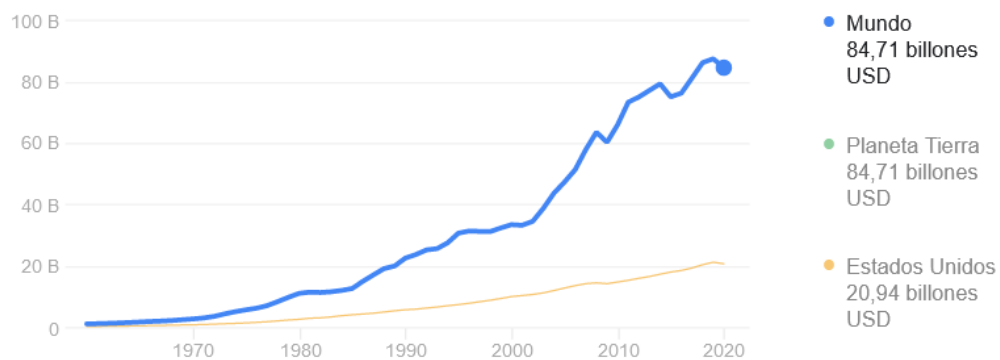
<https://www.reuters.com/business/central-banks-start-turning-off-cash-taps-2022-01-13/>



PIB mundial, bilions de dòlars

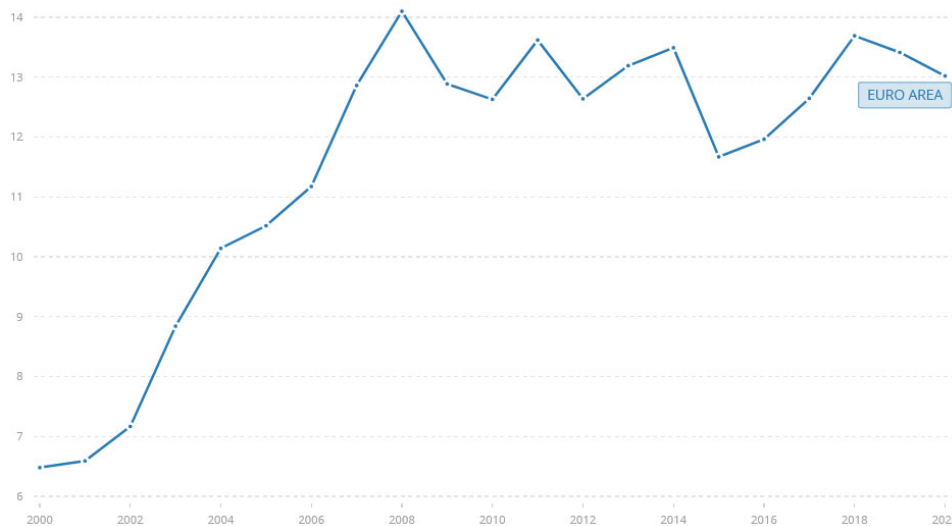
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

84,71 billones USD (2020)



PIB mundial, bilions de dòlars

<https://www.google.com/search?client=firefox-b-d&q=world+gdp>

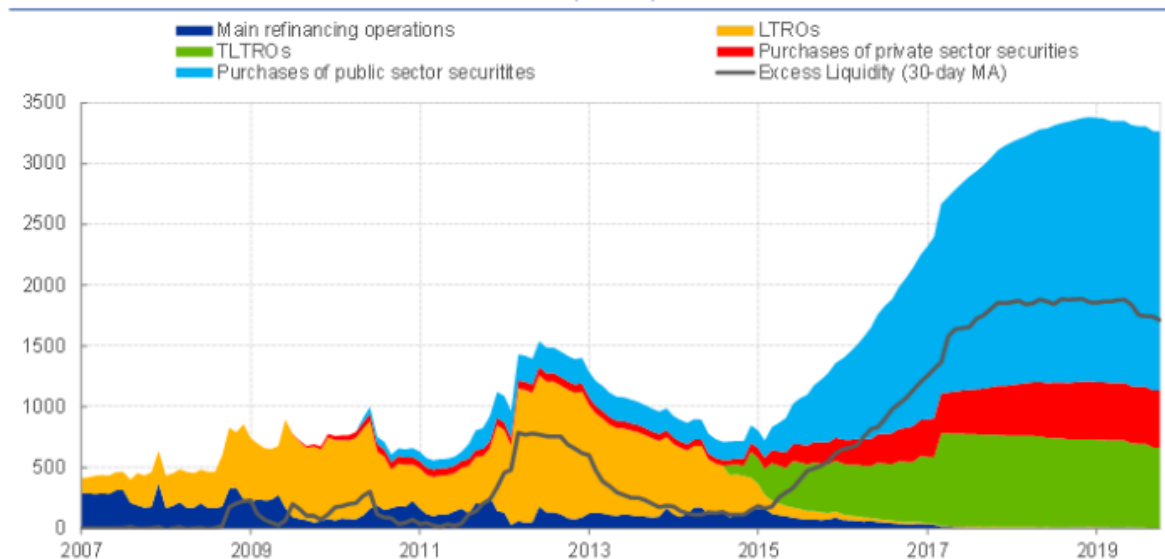


PIB de l'eurozona, bilions de dòlars (2020, 13.021.049,03 milions de dòlars)

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=XC>

Central banks have injected large amounts of liquidity into the financial system

The Eurosystem's consolidated balance sheet: monetary policy assets (€ billion)



Source: ECB
Notes: End of month observations.
Last observation: 31 October 2019.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp191112~5808616051.en.html>

- La visió convencional considera que l'expansió quantitativa és capaç d'estimular l'activitat econòmica perquè presumeix que els bancs necessiten reserves abans de prestar i l'expansió quantitativa proveeix un volum suficient de reserves als bancs. En realitat, els bancs presten quan consideren que el prestatari és prou solvent per a retornar el préstec.
- Un banc mancat de reserves no necessita cap expansió quantitativa: o recorre al mercat interbancari i aconsegueix reserves d'altres bancs o, en darrera instància, apel·la a la facilitat de crèdit del banc central (que comporta pagar una taxa d'interès superior a la del mercat interbancari).

- La contracció del crèdit que motiva l'expansió quantitativa no es resol amb més reserves, perquè la causa de la contracció és la pèrdua de solvència (o l'expectativa d'aquesta pèrdua) de famílies i empreses, que el menor accés al crèdit empitjora. Quin treballador s'endeuta més si tem la pèrdua de feina? Quina empresa s'endeuta més si tem la pèrdua de clients?
- Si el banc central vol atacar la causa del problema, i no un símptoma, hauria de prestar directament a famílies i empreses, en comptes de delegar tot el poder d'intervenció en l'activitat econòmica als bancs (quan els bancs mateixos tenen poc interès en sacrificar res per a estimular l'activitat econòmica rebaixant el nivell d'exigència als prestataris).
- L'únic efecte significatiu de l'expansió quantitativa és canviar la composició de l'actiu dels bancs: redueixen la possessió de certs actius (títols de deute públic, bons d'empresa, altres actius amb garantia) amb venciment relativament llarg i incrementen el volum de reserves.
- La compra dels actius de més llarg termini pel banc central tendeix a fer pujar el seu preu i, per tant, a reduir la seva rendibilitat (les taxes d'interès de més llarg termini). La presumpció és que aquestes taxes són les rellevants per a estimular la despesa en inversió.
- Però la davallada de les taxes d'interès perjudica els estalviadors que, previsiblement, reduiran la seva despesa en consum. De tot plegat es conclou que els efectes sobre la despesa total de l'expansió quantitativa siguin, a priori, indeterminats. Aquesta ambigüitat dels efectes no sembla un argument favorable a emprar l'instrument de l'expansió quantitativa de manera mecànica: com a recepta anti-recessió sembla poc poderosa.

5. La política fiscal com a alternativa a l'expansió quantitativa

- Si l'objectiu de l'expansió quantitativa és estimular l'activitat econòmica, hi ha una manera més directa i ràpida d'aconseguir-ho: política fiscal expansiva. Si la despesa privada resulta insuficient per a assolir objectius d'activitat econòmica o d'ocupació, la despesa pública pot fàcilment cobrir la deficiència del sector privat.
- Si la causa del problema és manca de despesa, la solució òbvia és que el govern afegixi la despesa que falti. Sobretot, tenint present que el govern no s'enfronta a les restriccions pressupostàries de famílies i empreses: un govern de tipus I pot pagar els seus deutes amb diner que ell mateix pot crear. Un idea que la visió ortodoxa manté és que, a l'hora d'endeutar-se, un govern no es diferencia d'una família. Una família té un límit d'endeutament: la seva capacitat de generar ingressos. Però el mateix no s'aplica a un govern de tipus I, que no necessita limitar la seva capacitat d'endeutar-se (i gastar) per la seva capacitat de recaptar impostos.

6. El banc central com a prestador en darrera instància

- La visió ortodoxa considera govern i banc central de manera asimètrica. Un banc central es considera el protector últim del sector financer: no s'objecta atribuir el banc central la funció de ser prestador d'última instància ('lender of last resort'). Això és, si cal facilitar liquiditat i ningú més no la proveeix, el banc central es considera legitimat per a prestar el que calgui pràcticament a qui calgui gairebé en les condicions que calgui.

- El discurs de Mario Draghi, com a president del Banc Central Europeu, el 26 de juliol de 2012 es pot interpretar com un exercici del banc central com a prestador d'última instància, en aquest cas als governs de l'eurozona. Les paraules clau del discurs van ser: “Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>
- El discurs també és un exemple de marcar el camí ('forward guidance') de la política monetària i, en general, dels objectius i procediments de l'actuació del banc central. La comunicació pública dels bancs centrals és una poderosa eina per a redefinir expectatives dels membres de l'economia, tot anunciant intencions i estratègies del banc central: indicar cap a on es vol arrumbar l'actuació del banc central i per què. Anunciar fins i mitjans per a facilitar l'adaptació a la nova realitat que el banc central pretén crear.
- La regla clàssica d'actuació del banc central com a prestador d'última instància estableix:
 - (i) rescatar només institucions financeres solvents i deixar que les altres facin fallida;
 - (ii) prestar d'hora i sense límits;
 - (iii) aplicar taxes d'interès suficientment elevades en els préstecs (a mode de càstig); i
 - (iv) exigir actius de garantia de qualitat en els préstecs.

7. La proposta del govern com a ocupador en darrera instància ('the Job Guarantee')

- En canvi, la visió ortodoxa no atribueix el govern la tasca de protector últim del sector real: més aviat es considera que el millor que pot fer el govern per al sector real és no ficar-s'hi gaire.
- Una proposta de política econòmica defensada per la Teoria Monetària Moderna és que el govern actui com a ocupador en darrera instància: el govern contracta tot treballador que no trobi feina en el sector privat.
- L'oferta de feina del govern seria no condicionada, es permetria que el treballador triï el nombre d'hores (a temps complet, com a màxim) i el salari de la feina garantida establiria el salari mínim de l'economia. Les feines del sector privat que no paguessin aquest salari garantit en el sector públic perdrien els treballadors, que acceptarien treballar en alguna de les feines garantides pel govern i rebre un salari superior que en el sector privat. Això forçaria les empreses a pagar com a mínim el salari garantit pel govern als seus treballadors.
- L'objectiu de la proposta d'ocupador en última instància no és d'arrabassar treballadors al sector privat, sinó oferir una millor alternativa als treballadors de les escales inferiors, els més vulnerables i més sotmesos a explotació per manca de poder de negociació.
- Les feines desenvolupades en el sector públic també serien una oportunitat per a què els treballadors milloressin la seva formació i la seva capacitat de trobar feina més atractiva o més ben remunerada en el sector privat.
- Una previsible implicació de l'ocupació pública garantida és que la transferència de treballadors del sector privat al sector públic (on el salari garantit és fix) redueix la pressió inflacionista en el sector privat. En la visió convencional (corba de Phillips) el preu d'aconseguir una rebaixa en la taxa d'inflació és un augment de la taxa d'atur. Amb la feina garantida en el

sector públic no cal més atur per a controlar la inflació: els treballadors que abans perdien la feina per a fer possible la rebaixa de la taxa d'inflació ara poden trobar feina en el sector públic. La conseqüència és que la corba de Phillips es torna plana: es pot apujar o reduir la taxa d'atur sense requerir una modificació de la taxa d'inflació.

Continuarà

8. Fonts d'informació

- William (Bill) Mitchell (2009): 'Building bank reserves is not inflationary', <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=6624>.
- William (Bill) Mitchell (2009): 'Quantitative easing 101', <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=661>.
- William (Bill) Mitchell (2022): 'Exploring the essence of MMT – the Job Guarantee – Part 2', <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=49546>.
- Reserve Bank of Australia (2021?): 'How the Reserve Bank implements monetary policy', <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/>
<https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/pdf/how-the-reserve-bank-implements-monetary-policy.pdf>.
- Claudio Borio, Piti Disyata (2009): 'Unconventional monetary policies: an appraisal', BIS Working Papers 292, <http://www.bis.org/publ/work292.pdf?noframes=1>.
- Cullen Roche (2014): 'Nobody needs to understand the liquidity trap', <https://seekingalpha.com/article/2542775-nobody-needs-to-understand-the-liquidity-trap>.
- Paul Krugman (1998): 'Japan's trap', <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>.