

## Política monetària

### 1. La visió ortodoxa sobre com la política monetària s'espera que redueixi la taxa d'inflació

- La presumpció ortodoxa sobre la inflació és que la causa una despesa total excessiva, en relació amb el potencial productiu sostenible de l'economia.
- La taxa d'atur i la taxa de variació dels salaris es prenen com a indicadors sobre el grau en què la despesa pressiona el límit productiu de l'economia: com més baixa és la taxa d'atur i/o més intensament s'incrementen els salaris, més indicis que la despesa és excessiva i que cal reduir-la per a contenir el seu impacte sobre la taxa d'inflació.
- Segons la visió ortodoxa, la manera de reduir la despesa (i, per extensió, la taxa d'inflació) mitjançant la política monetària és apujant les taxes d'interès que controla el banc central (política monetària contractiva). L'expectativa és que l'augment d'aquestes taxes es traslladi a la resta de taxes d'economia, en particular, la taxa d'interès que carreguen els bancs pels préstecs a consumidors i empreses. També s'espera que els bancs endureixin les condicions creditícies: que facin més difícil l'obtenció de préstecs per a certs grups o exigint garanties addicionals o més estrictes en la concessió de préstecs.
- Una implicació d'aquesta visió és que la reducció de la taxa d'inflació es produeix forçant un augment de la taxa d'atur i un esmorteïment en el ritme d'increment de salaris.
- L'alça de les taxes d'interès sobre préstecs a les empreses fa que les empreses manlleven (s'endeutin) menys, inverteixin menys i redueixin la demanda de treballadors. Més aturats i taxes d'interès superiors per a famílies reforcen l'efecte contractiu sobre la despesa: les famílies consumeixen menys. Menys despesa en inversió i menys despesa en consum presionen a la baixa la taxa d'inflació.
- Una via paral·lela mitjançant la qual la política monetària contractiva tendeix a reduir la taxa d'inflació actua a través de la contenció salarial, provocada per la transferència de poder de treballadors cap a empreses. Amb més atur, els treballadors perden poder de negociació per a apujar salaris i es veuen impel·lits a acceptar salaris més baixos (o increments de salaris menors que prèviament). La rebaixa salarial presumiblement s'encomana als preus de béns i serveis: si els costos laborals cauen (o moderen el seu increment) les empreses poden acceptar reduir preus (o moderar el seu increment).

<http://jwmason.org/slackwire/inflation-interest-rates-and-the-fed-a-dissent>

### 2. Objecions a la visió ortodoxa sobre com reduir la taxa d'inflació

<http://jwmason.org/slackwire/inflation-interest-rates-and-the-fed-a-dissent>

- No fa diferències. No totes les institucions financers són igualment sensibles a les variacions de les taxes d'interès del banc central. No totes les empreses i els consumidors són igualment sensibles a la disponibilitat i condicions de crèdit. Per tant, en tant que la política monetària no discrimina i tracta situacions diferents d'igual manera, distribueix desigualment els costos d'una

reducció de la taxa d'inflació. L'equivalent en política fiscal seria que tothom hagués de pagar un mateix impost de quantia fixa o que tothom pagués la mateixa proporció de la seva renda.

- En no fer diferències, la política monetària no afecta igualment a diferents sectors de l'economia: la contracció de la producció i l'expansió de l'atur es produeix inicialment en els sectors més sensibles a les condicions creditícies (com la construcció). També afecta inicialment a famílies i empreses altament endeutades, que reduiran despesa i afectaran els sectors on ara fan menys despesa. En general, en la segona ronda d'efectes contractius, es veuran afectats sectors de l'economia sensibles a canvis en la renda i la riquesa (com fabricants de cotxes i d'electrònica de consum).
- Un efecte més predictable de la política monetària contractiva és apujar els costos financers. Una política que tracta simètricament una situacions asimètriques pot no ser efectiva. En el cas de la política monetària, és possible que els causants més importants de les tensions inflacionistes (grans empreses, consumidors d'alt nivell de renda) no es vegin significativament afectats per la política monetària contractiva (perquè la seva despesa no depèn del crèdit o perquè els bancs no els traslladen l'alça de taxes del banc central). Per tant, pot ser que els efectes desitjats de la política monetària contractiva (contracció de despesa, augment de l'atur, contenció salarial, reducció de l'alça de preus) no tinguin lloc (o no ràpidament o no tan intensament com es creu). Però un efecte que sí sembla més immediat, segur i directe és l'increment dels costos financers (servei del deute) d'empreses, famílies i govern (presuposada la mínima efectivitat de la política monetària: que hi ha un mínim lligam entre les taxes que controla el banc central i gran part de les taxes d'interès de l'economia).
- Per a famílies, això significa un apujament dels pagaments d'hipoteques i reduir la renda disponible per a consumir. Per a empreses, reduir beneficis que poden finançar inversió. Per a tots plegats, un augment del risc d'impagament (la qual cosa incrementa la probabilitat de tancament d'empreses).
- L'impacte sobre els preus dels actius financers és difícilment controlable. La implementació d'una política monetària contractiva implica que el banc central vengui actius financers. Un dels presumptes mecanismes de transmissió de la política monetària actua a través del preu dels actius financers: quan els venc, el banc central intenta que el seu preu caigui (i, com a contrapartida, apugi la seva rendibilitat i, per tant, la seva taxa d'interès). El problema és que els mercats d'actius financers no reaccionen de manera contínua a canvis de la política monetària: aquests canvis poden no produir efectes durant un temps i, eventualment, de cop els generen (i gairebé sempre de manera més intensa a la volguda pels canvis de política monetària). La raó és que la majoria dels actius financers es compren i venen per motius especulatius: es compren esperant revendre'ls a un preu superior. Un canvi d'expectativa sobre l'evolució del preu dels actius pot provocar un allau de vendes, que magnifica l'efecte previst o volgut sobre el preu dels actius. A més, fàcilment es produeix contagi: caigudes del preu de certs actius financers poden provocar caigudes d'altres actius financers, no relacionats amb els actius que inicialment ven el banc central. En suma, un problema de la política monetària és que el mercats d'actius tendeixen a sobrereaccionar als canvis de política monetària.

- La conseqüència immediata de la caiguda del preu dels actius financers és que els seus posseïdors perden riquesa financera. Això limita la capacitat d'endeutament dels seus posseïdors: els actius que perden valor són una pitjor garantia per a sol·licitar préstecs. La pèrdua de net patrimonial de famílies i empreses que tenen actius financers depreciats comportarà una reducció en la seva despesa, tant directa com finançada amb préstecs.
- Menys despesa, menys PIB, més atur és un mecanisme traumàtic per a reduir la taxa d'inflació.
- A més, està per veure que gran part de la inversió de les empreses sigui gaire sensible a la taxa d'interès. La inversió sembla molt més dependent del nivell d'endeutament i del cost d'anar pagant el deute (el servei del deute).
- L'augment de la taxa d'inflació pot estar concentrat en pocs sectors d'activitat econòmica i no ser un augment generalitzat. La política monetària convencional no fa diferències, de manera que fa pagar justos per pecadors: tot i que les tensions inflacionistes es produeixen en uns pocs sectors (per exemple, sectors de certs serveis no subjectes a la competència de mercats internacionals), la política monetària té el potencial d'afectar tots els sectors de l'economia, siguin sectors inflacionaris o no.
- Els efectes que la política monetària pugui tenir sobre la taxa d'inflació triguen molt de temps a produir-se. La Reserva Federal estima que els efectes més intensos d'una variació de la taxa d'interès objectiu del banc central triguen prop de dos anys a generar-se. Així, la política monetària es pren amb dos anys de retard: les mesures decidides avui realment afecten la despesa d'uns quants trimestres després. Quina capacitat té un banc central de predir l'estat de l'economia d'aquí un any?

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/overview-of-the-changes-to-the-frb-us-model-2018-accessible-20181207.htm#fig2>

- L'impacte diferencial de la política monetària sobre l'economia i l'impacte retardat en el temps dificulta extraordinàriament que la regulació de la despesa que pugui fer el banc central sigui gradual i controlada.
- Els bancs centrals poden tenir un model erroni sobre com funciona una economia. Els models convencionals postulen efectes graduals i petits de canvis graduals i petits. Una visió alternativa considera que una economia funciona de manera discontinua: els agents econòmics tenen mecanismes per a absorbir canvis fins a una certa magnitud i només alteren les seves decisions quan la capacitat d'absorció s'esgota. Per exemple, les empreses poden no traslladar als seus preus augments de costos fins a un cert nivell, de manera que el petit increment de costos que finalment fa vessar el got (esgota la capacitat d'absorció) comporta un pujada substancial dels preus. Si hi ha aquesta disconuïtat en el funcionament d'una economia, els efectes multiplicadors (expansius o contractius) de la despesa només es manifesten quan els canvis exògens són prou grans; és a dir, el multiplicador és zero, o molt petit, per sota de canvis de certa magnitud i són superiors als previstos quan se supera aquesta magnitud.
- Així, un banc central pot anar introduint petites alces en la taxa d'interès i, en no observar una reacció significativa de la despesa, pot considerar que les alces han estat insuficients i insistir amb més increments. Aquestes pujades addicionals eventualment esgotarien la capacitat d'absorbir-

los de famílies i empreses, tot provocant una reacció contractiva en la despesa molt superior a la volguda pel banc central. El resultat és que la pretesa actuació estabilitzadora del banc central pot realment ser desestabilitzadora.

<https://academic.oup.com/cje/article/33/4/741/1730234?login=true>

<https://voxeu.org/article/stabilities-and-instabilities-macroeconomy>

- Així, un banc central pot anar introduint petites alces en la taxa d'interès  $i$ , en no observar una reacció significativa de la despesa, pot considerar que les alces han estat insuficients i insistir amb més increments. Aquestes pujades addicionals eventualment esgotarien la capacitat d'absorbir-los de famílies i empreses, tot provocant una reacció contractiva en la despesa molt superior a la volguda pel banc central. El resultat és que la pretesa actuació estabilitzadora del banc central pot realment ser desestabilitzadora.