

# Requadre: Els reptes de la política monetària a la zona euro

Jordi Galí  
CREI, UPF i Barcelona GSE

D'acord amb el *Dating Committee* del CEPR, l'organisme responsable de la cronologia del cycle econòmic a la zona euro, la fi de la recessió en aquesta àrea econòmica es va produir el primer trimestre de 2013, ara fa gairebé quatre anys. Des d'aleshores els principals indicadors d'activitat a la zona euro han anat a l'alça, tot i que a un ritme inferior a l'esperat i amb importants divergències entre països membres. Malgrat aquesta millora generalitzada, al Banc Central Europeu (BCE) es respira un ambient de forta preocupació i un cert sentiment d'impotència. Aquest ambient i aquest sentiment són compartits en mesures diverses per altres bancs centrals de països avançats.

En el cas del BCE, en el que em centraré en aquesta nota, la raó més immediata d'aquest malestar és clara: ja fa temps que aquesta institució està incomplint amb el seu objectiu, definit pel mateix BCE com un augment de l'IPC harmonitzat de la zona euro "per sota, però a prop, del 2 %". En efecte, des del febrer de 2013 la inflació es troba per sota del 2 % i ha anat disminuint gradualment fins a establir-se en valors propers al 0 % (l'última dada disponible, corresponent al mes de setembre, és del 0,4 %). La inflació subjacent, que exclou els preus energètic i d'aliments, també ha anat disminuint en els últims anys, tot i que de forma més gradual, fins a establir-se en valors propers a l'1% (0,8 % en l'última dada de setembre). El mateix podem dir del comportament de la inflació esperada, tal com recullen les enquestes a predictors professionals. Aquest nivell baix d'inflació, per sota de l'objectiu, coexisteix amb un nivell d'activitat per a la zona euro en el seu conjunt clarament per sota del seu nivell potencial, com queda reflectit amb una taxa d'atur del 10,1 % (agost 2016), i amb valors per aquesta variable que en el cas d'Espanya i Grècia arriben al 19 % i 23%, respectivament.

En *condicions normals*, la constatació d'un nivell d'inflació per sota de l'objectiu i una taxa d'atur clarament per sobre del seu valor consistent amb la plena ocupació haurien de portar a una política monetària més expansiva. Aquesta prendria la forma d'una reducció en els tipus

d'interès oficials, que s'hauria de reflectir eventualment en els tipus d'interès de mercat rellevants per a decisions de consum i inversió d'empreses i famílies, i portar a un augment de la demanda agregada que arrossegues a l'alça el nivell de producció i ocupació. Com a resultat de la "tímbor" creixent en el mercat de treball, això també hauria de portar a un augment de salaris que s'acabaria traslladant a la inflació. Aquesta resposta de la política monetària, i el funcionament normal del mecanisme de transmissió, apropiaria la inflació i el nivell d'ocupació als seus valors desitjats.

Malauradament, la política monetària ja fa temps que no opera en condicions normals, la qual cosa impedeix que es produeixi la resposta descrita en el paràgraf anterior. La causa immediata d'aquesta anormalitat es troba en què els tipus d'interès oficials han arribat al seu límit inferior, que és zero, i per tant ja no poden baixar més o, com a mínim, no poden baixar molt més. Aquest límit inferior ve determinat per la rendibilitat (nominal) del diner en efectiu, que és zero. Els tipus d'interès poden baixar lleugerament per sota de zero, com hem observat en el deute públic de molts països europeus o en els dipòsits dels bancs en el BCE, en la mesura en què mantenir grans quantitats de diner en forma d'efectiu resulti costós (emmagatzematge, seguretat, etc.). La impossibilitat de reduir de forma significativa el tipus d'interès oficial per sota del seu valor actual impedeix, per tant, que la política monetària pugui jugar en el moment present el paper estabilitzador que és habitual en temps normals.

Per què uns tipus d'interès tan baixos, a mínims històrics, com els que observem en l'actualitat a la zona euro no són suficients per augmentar l'ocupació i allunyar-nos de la deflació? La resposta a aquesta pregunta requereix introduir una variable anomenada tipus d'interès natural, i que podríem definir com la taxa d'interès real que garantiria la plena ocupació i l'assoliment de l'objectiu d'inflació. Molts treballs recents apunten a diversos factors que podrien haver portat aquesta variable a tenir valors negatius a la zona euro i altres economies avançades, al voltant del -2 % d'acord amb algunes estimacions del BCE. Entre aquests factors es trobarien l'envelliment de la població, la caiguda del creixement de la productivitat, una precarietat laboral més gran, o l'augment de les desigualtats. Tots aquests factors porten per si mateixos a un augment de l'estalvi desitjat i per tant a una disminució de la demanda agregada. Per tant, si aquesta demanda ha de ser suficient per mantenir la plena ocupació i evitar pressions deflacionistes, cal que aquests factors siguin compensats per una reducció del tipus d'interès real, fins al nivell indicat pel tipus natural. El problema és que per reduir el tipus d'interès real només hi ha dues opcions: una reducció del tipus d'interès nominal i/o un augment de la inflació esperada. La primera opció, com s'ha esmentat més amunt, no

és factible. La segona és més que improbable: la inflació esperada ha estat disminuint des del 2012 i és difícil d'imaginar que remunti el vol sense cap mesura que estimuli l'economia, i més enllà de les variacions a curt termini causades per les fluctuacions del preu del petroli.

Davant d'aquest *impasse*, el BCE (com altres bancs centrals) ha intentat buscar instruments alternatius per “substituir” la impossible reducció del tipus d'interès. En aquest sentit cal esmentar tres línies d'acció implementades pel BCE en els darrers anys: (1) la “gestió d'expectatives,” intentant disminuir els tipus d'interès oficials futurs esperats (“forward guidance”), (2) un programa de compra d'actius per part del BCE, i (3) la fixació de tipus d'interès negatius sobre els dipòsits dels bancs en el BCE. Les dues primeres mesures intenten assolir una reducció dels tipus d'interès a llarg termini, que encara es troben en valors positius. La segona mesura intenta incentivar l'extensió de crèdit per part dels bancs a famílies i empreses, tot penalitzant l'acumulació de liquiditat que no es materialitza en un consum o inversió més elevats.

És difícil avaluar l'impacte d'aquestes mesures. És clar que no han assolit el seu objectiu principal: treure la zona euro de la situació d'estancament deflacionista en què es troba. Però això no implica que hagin estat ineficaces, ja que no sabem en quin grau estariem pitjor si no s'haguessin adoptat.

Quines accions addicionals podria implementar el BCE en un futur proper si continua fracassant en l'assoliment dels seus objectius? Una possibilitat seria modificar a l'alça l'objectiu d'inflació, adoptant un valor per sobre del 2 % actual. Aquesta opció pot ser desitjable a mig termini, ja que portaria eventualment a tipus d'interès nominal que de mitjana serien més alts (per a qualsevol tipus d'interès real que prevalgui a mig termini), i per tant crearien més espai per a reduccions de tipus en resposta a xocs adversos. Però per a que la modificació de l'objectiu d'inflació fos útil a curt termini, hauria de generar un augment en la inflació *esperada* i així reduir els tipus d'interès real. Malauradament, no està clar que els agents modifiquessin les seves expectatives d'inflació com a resultat d'un simple anunci per part del BCE, sense que s'especificués quines mesures es prendrien per assolir aquest nivell d'inflació més alt. Si aquest fos el cas, un augment de l'objectiu d'inflació no acompanyat per un augment efectiu de la inflació observada podria suposar una pèrdua de credibilitat addicional per al BCE. Aquesta és, per tant, una opció d'efectivitat qüestionable a curt termini, tot i que pot ser desitjable a mig termini si la situació acaba normalitzant-se.

Una altra opció, en principi més efectiva, consistiria en una política fiscal expansiva, en forma d'augment de la inversió pública, *finançada mitjançant la creació de nou diner*, i sense que això suposés un augment del deute o dels impostos ( presents o futurs). Aquesta opció, que he analitzat en la meua recerca i defensat en fòrums acadèmics i de política monetària, portaria a un augment directe de la demanda agregada, que estimularia la producció i l'ocupació, acabant eventualment amb les pressions deflacionistes sobre salaris i preus. És cert que aquesta opció pot entrar en conflicte amb el principi d'independència del BCE. Però també és clar que no seria la primera vegada que un dels pilars legals de la UE queda suspès per raons de força major (només cal recordar el destí dels principis de "no rescat" i "no monetització del deute"). D'altra banda, si la iniciativa sorgís del mateix BCE no es podria argumentar que aquest ha estat capturat pels governs. En qualsevol cas no ens hem d'enganyar: si la zona euro experimentés un fort xoc advers en les condicions inicials actuals (amb fort endeutament, tipus d'interès zero, etc.) el que ara és una opció tabú es convertiria en una opció necessària que el gruix de l'*stablishment* polític i econòmic (potser fins i tot el Bundesbank!) no dubtaria en beneir.