

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

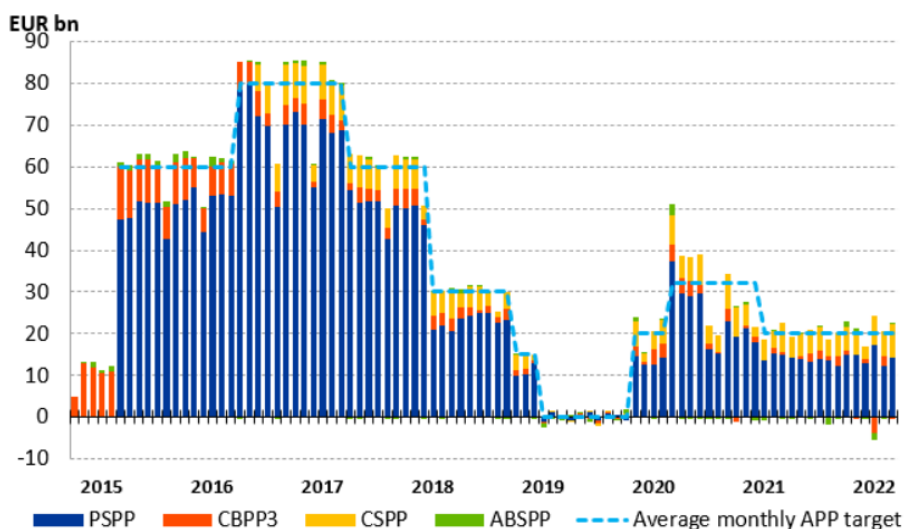


Fig. 1. Expansió quantitativa del Banc Central Europeu (APP = ‘asset purchase programme’)

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/>

Eurosistema 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

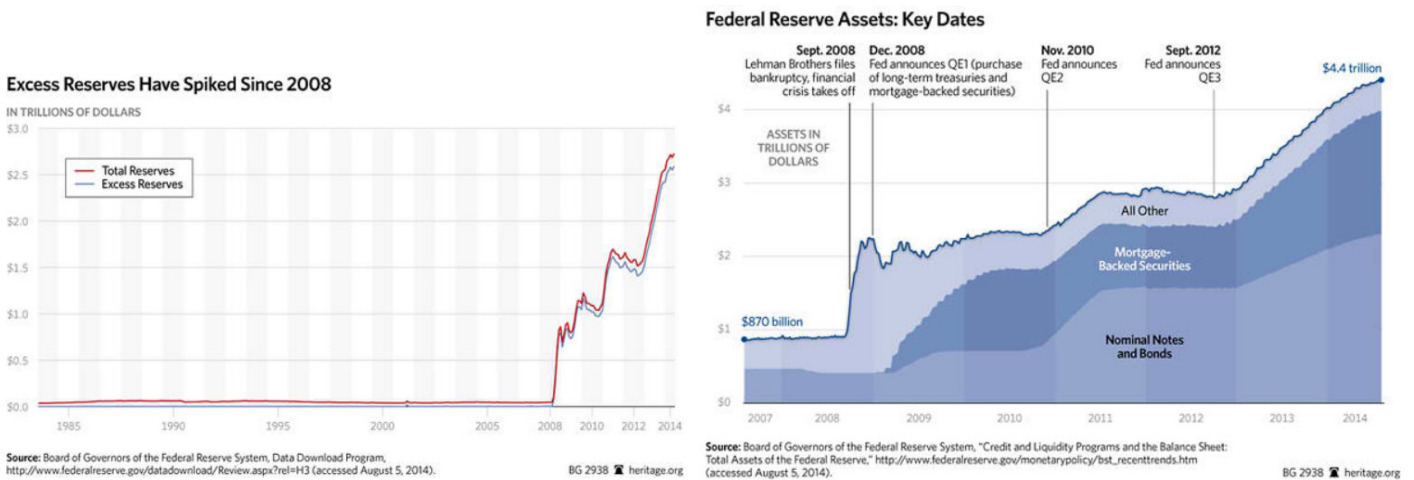
Fig. 3. Programa de compres d'emergència per causa de la pandèmia de la covid-19 (PEPP), Banc Central Europeu, març 2022

('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](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>

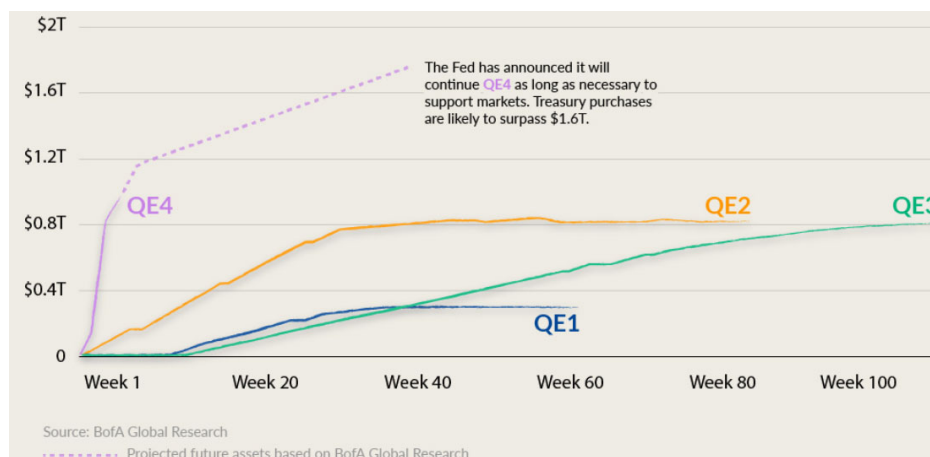


Fig. 6. Magnitud dels programes de compres d'actius de la Reserva Federal

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

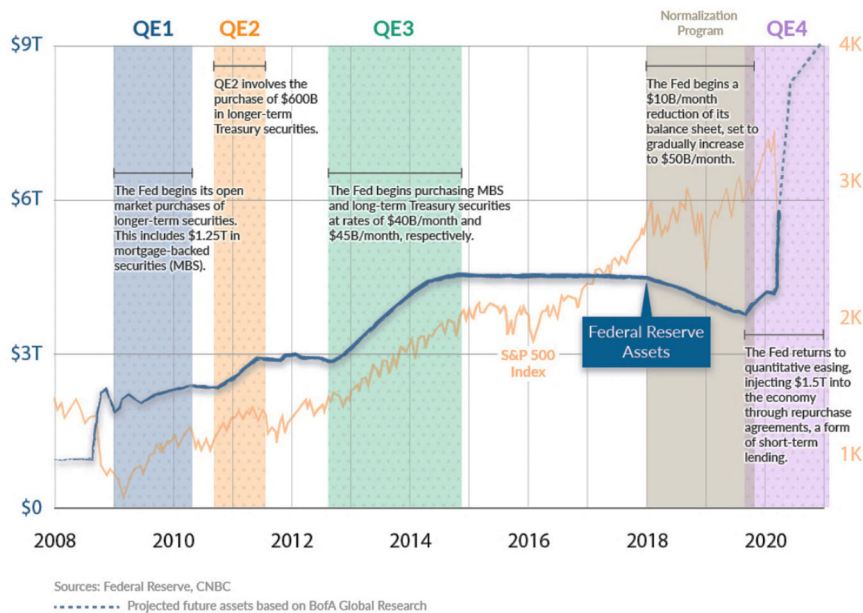


Fig. 7. Actius de la Reserva Federal

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

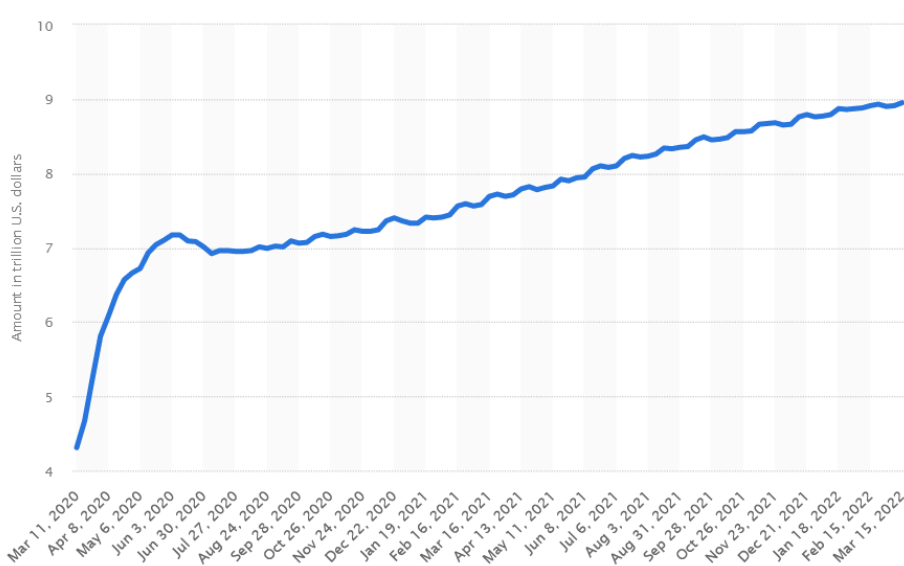


Fig. 8. Expansió quantitativa, Reserva Federal arran de la covid-19 (març 2020-març 2022, bilions \$)

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

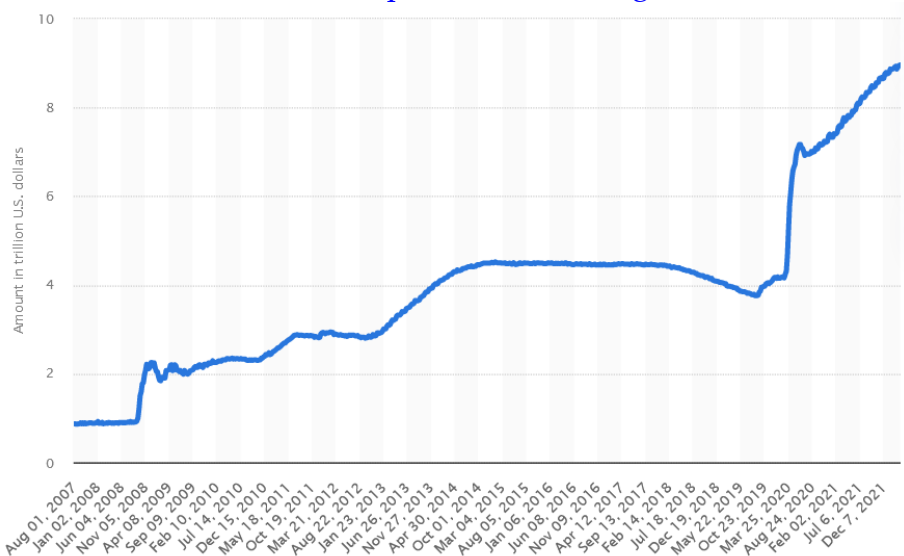


Fig. 9. Expansió quantitativa, Reserva Federal (agost 2007-març 2022, bilions de dòlars)

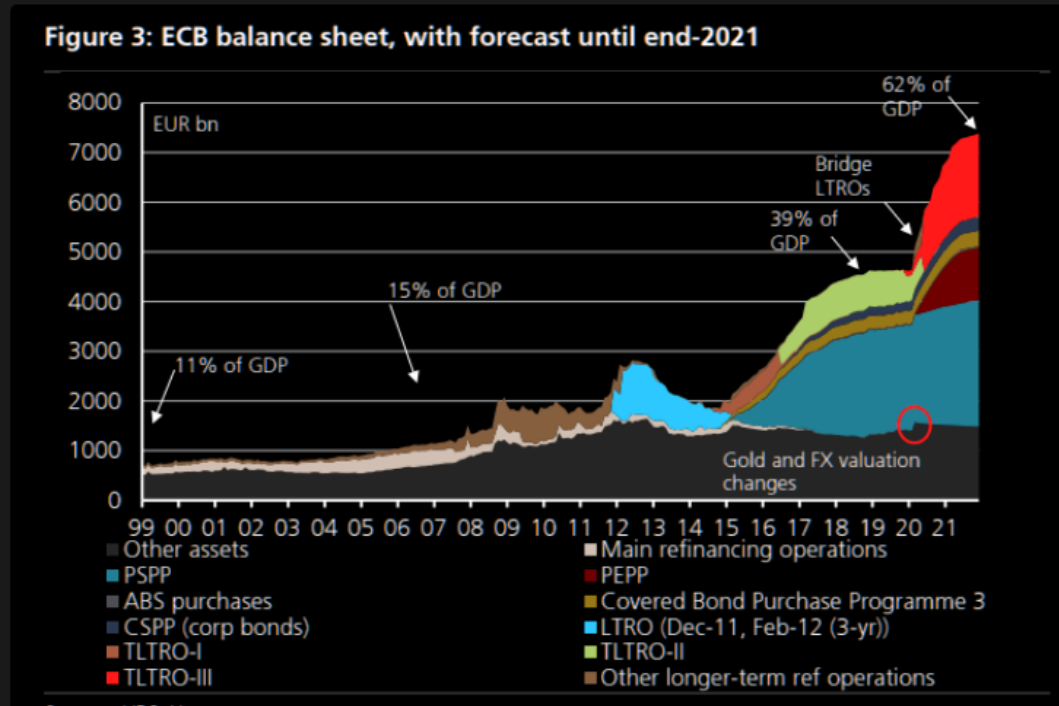
<https://www.statista.com/statistics/1121448/fed-balance-sheet-timeline/>



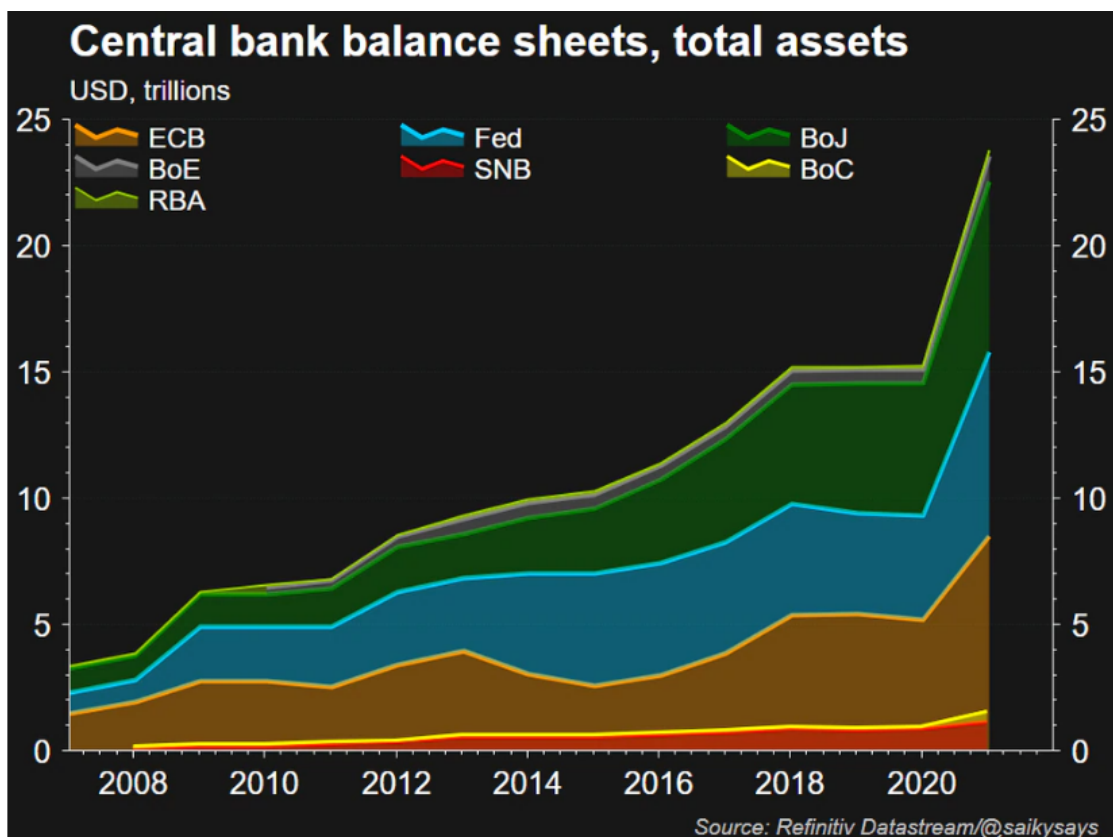
# ECB balance sheet - from 11% of GDP to (projected) 62% of GDP in 2021

In central banks we trust...

UBS projections.

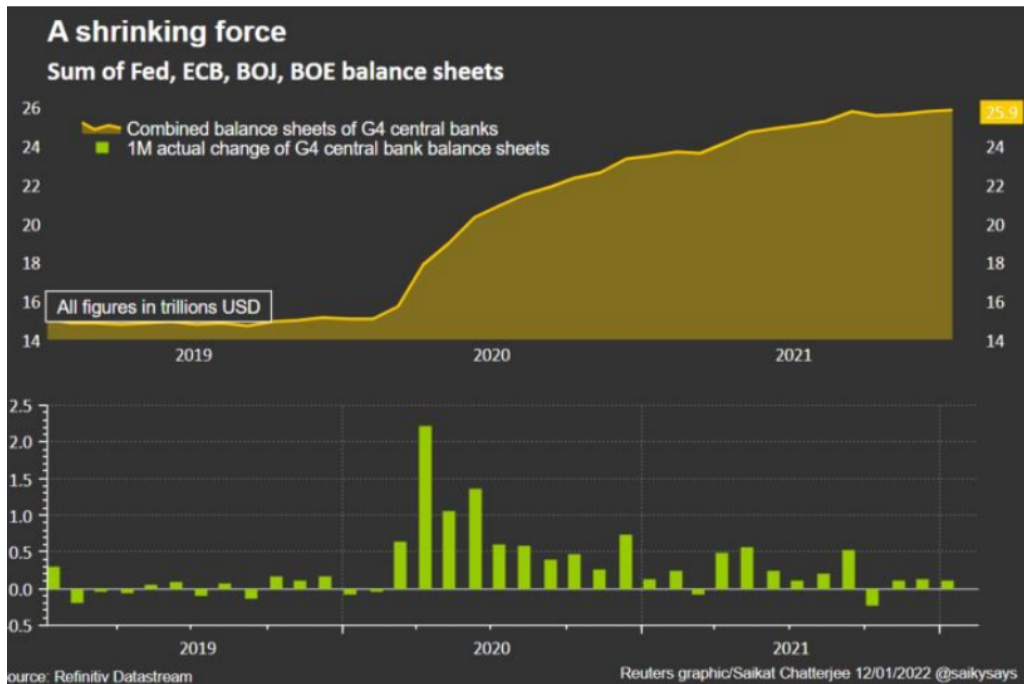


<https://themarketear.com/>

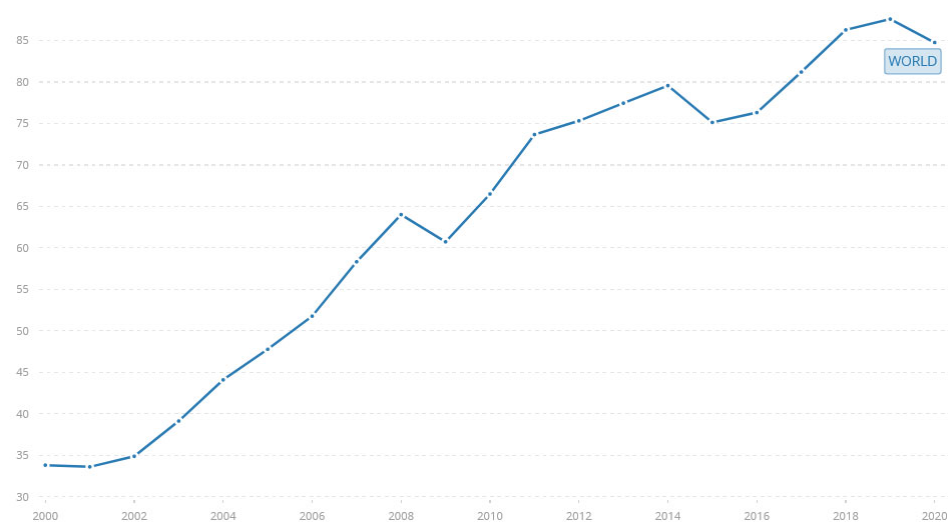


<https://www.reuters.com/business/central-banks-start-turning-off-cash-taps-2022-01-13/>

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



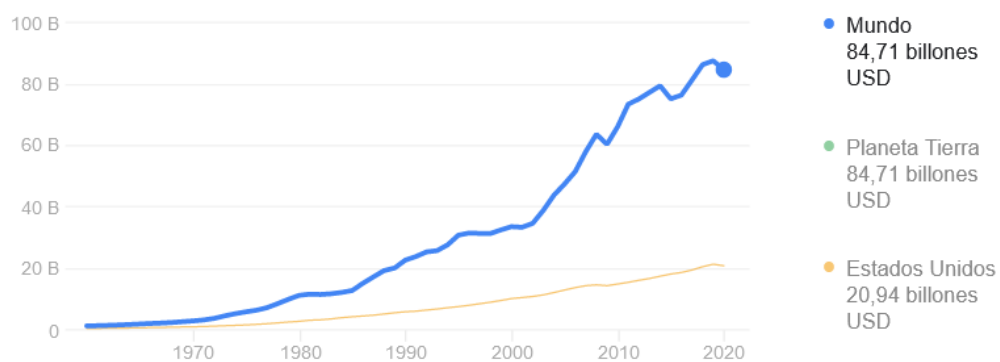
<https://www.reuters.com/business/central-banks-start-turning-off-cash-taps-2022-01-13/>



PIB mundial, bilions de dòlars

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

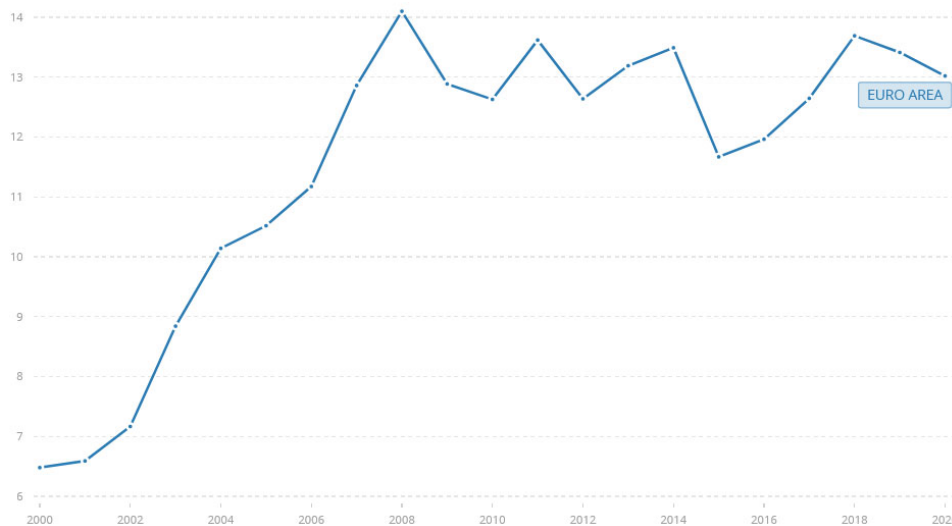
84,71 billones USD (2020)



PIB mundial, bilions de dòlars

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



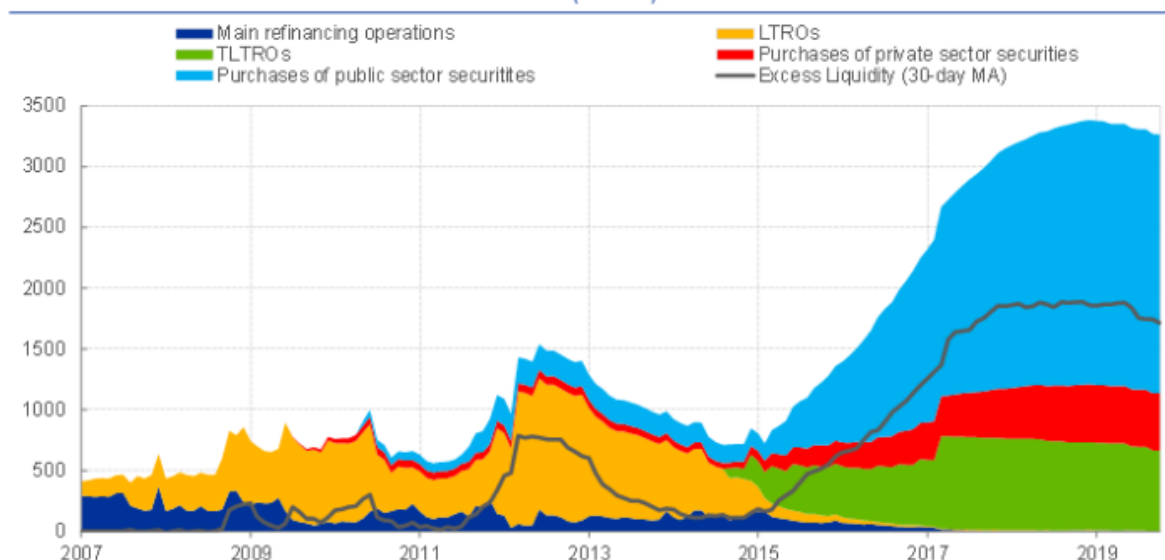


PIB de l'eurozona, bilions de dòlars (2020, 13.021.049,03 milions de dòlars)

<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.

## 8. La paradoxa de la perfecció (Drobný, 2006)

- Fins a l'inici de la crisi financera global (2008) es va considerar aparentment exitosa la gestió monetària i financera dels bancs centrals al llarg de les dues dècades anteriors: la inflació va ser controlada i, per mitjà de més transparència en la seva actuació, les expectatives en els mercats financers (en concret, respecte de l'evolució de les taxes de canvi) van ser estabilitzades.
- Macroeconòmicament, aquestes dues dècades es van caracteritzar per una davallada de la volatilitat. El dubte és si la causa principal va ser casualitat (concatenació de factors afortunats) un canvi estructural de les economies en la direcció de reduir la volatilitat macroeconòmica o l'actuació dels bancs centrals.
- La paradoxa de la perfecció s'associa amb la tercera explicació: s'origina en l'aparent èxit dels bancs centrals. La paradoxa de la perfecció manté que la solució a certs problemes macroeconòmics (inflació excessiva, taxes de canvi volàtils) en crea d'altres probablement de més seriosos (desequilibris comercials globals, bombolles d'actius).
- La paradoxa de la perfecció significa que, a mesura que els bancs centrals aprenen (generalment, d'errors anteriors) a ser més efectius en l'assoliment dels seus objectius (estabilitat monetària i financera domèstiques, creant-ne un entorn econòmic amb taxes d'inflació baixes, reduïda volatilitat en el creixement del PIB i increment de l'ocupació), en paral·lel generen incentius a què els mercats financers assumeixin més riscos i es generin desequilibris en àmbits fora del control directe dels bancs centrals (desequilibris globals, entre economies).

## 9. 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 manllevin (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>

## 10. 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 especulatiu: 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 produeixin 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 trimetres 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>

- 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'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>

## 11. 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>.
- Steve Drobny (2006): Inside the House of Money; Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets, Wiley.

## Política fiscal

### 12. Política fiscal segons Keynes i la TMM

- Un govern que pot emetre la seva pròpia moneda sempre pot recórrer a la política fiscal per a
  - (i) mantenir un suficientment elevat nivell d'ocupació en l'economia
  - (ii) emprant la despesa pública per a compensar una insuficiència de despesa privada.
- La tesi que un govern monetàriament sobirà no està constret financerament per a emprar la política fiscal i contrarestar les fluctuacions en la demanda agregada implica que tot atur per damunt de l'atur friccional és imputable al govern i, per tant, és el resultat d'una decisió política.

### 13. Política fiscal en l'eurozona

- Els membres de l'eurozona han renunciat a la seva sobirania monetària. Això ha imposat una restricció financera a la seva política fiscal: tota despesa pública s'ha de finançar amb impostos i/o amb l'emissió de títols de deute públic.
- Com a conseqüència, un govern de l'eurozona es veu obligat a sacrificar l'objectiu de plena ocupació, atès que la necessitat de finançar la despesa pública en restringeix el seu ús.
- Les comunitats autònomes es troben en una situació similar. L'avantatge respecte dels governs de l'eurozona és que l'existència d'un govern central pot contribuir a relaxar la restricció financera de les comunitats, atès que el govern central pot fer transferències a les comunitats. En el cas de l'eurozona no hi ha un govern supranacional que sigui ell mateix monetàriament sobirà (i n'elimini en la pràctica la restricció financera dels governs nacionals) o que, sense ser monetàriament sobirà, en relaxi la restricció mitjançant transferències.
- El disseny de l'eurozona sembla deficient en un doble sentit.
  - (i) Els governs nacionals han renunciat a la seva sobirania monetària i no han atorgat la sobirania fiscal a cap autoritat fiscal supranacional. La sobirania monetària s'ha transferit al Banc Central Europeu, que no la pot emprar per al que en darrera instància serveix aquesta sobirania: finançar despesa pública que apropi l'economia a la plena ocupació (ja que un banc central no intervé directament en el sector real de l'economia).
  - (ii) Han incrementat la restricció financera derivada de la renúncia a la sobirania monetària autoimposant-se regles fiscals arbitràries (límit del dèficit públic respecte del PIB del 3% i límit de deute públic respecte del PIB del 60%).
- La crisi financera de 2008, la crisi de l'euro de 2010-2012 i la crisi sanitària causada per la covid-19 han demostrat com de perjudicial per a les economies de l'eurozona és el disseny de l'eurozona basat en renunciar a l'ús lliure de restriccions financeres de la política fiscal i en restringir el limitat marge de maniobra de la política fiscal derivat de la renúncia amb la imposició de regles fiscals que no tenen en compte les característiques o estats de les economies nacionals. El perjudici s'ha concretat en la incapacitat dels governs de l'eurozona de

neutralitzar l'impacte negatiu sobre l'activitat econòmica i l'ocupació de les crisis, i en el fet que el propi disseny de l'eurozona ha contribuït a agreujar-ne l'impacte. La solució aplicada quan l'impacte negatiu s'ha fet intolerable ha estat desmuntar, en la pràctica, aquest disseny: les regles fiscals s'han violat i no ha passat res (han estat derogades de facto) i, tímidament, s'ha recuperat la sobirania fiscal (aixecant, també de facto, la prohibició fundacional que ni Banc Central Europeu ni governs de l'eurozona podien finançar a altres governs de l'eurozona).

<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=18780>

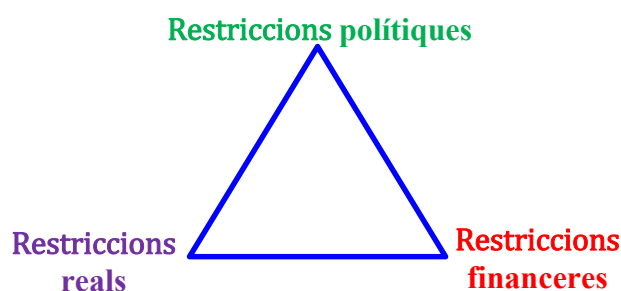
#### 14. Política fiscal com a política contracíclica

- La visió keynesiana i de la TMM considera la política fiscal com a política estabilitzadora del cycle econòmic.
- El cycle econòmic està associat amb les oscil·lacions de la despesa privada. La política fiscal és contracíclica si:
  - (i) comporta un augment de la despesa pública (i, complementàriament, una reducció d'imposts) durant la fase contractiva del cycle (quan la despesa privada disminueix); i
  - (ii) comporta una reducció de la despesa pública (i, complementàriament, un augment d'imposts) durant la fase expansiva del cycle.
- Un objectiu paral·lel de la política fiscal és facilitar l'expansió de la despesa privada, això és, 'fer espai' (i posar les bases per) al creixement sostingut i sostenible de la despesa privada.
- L'austeritat fiscal pot interpretar-se com implementar una política fiscal procíclica: reduir la despesa pública durant una recessió (incrementant l'atur) i augmentar-la durant una expansió (estimulant la inflació).
- Una política fiscal procíclica podria estar justificada en la fase inicial de la fase expansiva del cycle: un augment transitori de la despesa pública podria ajudar a consolidar les expectatives de recuperació, de manera que a mesura que es consolida l'expansió mitjançant la pujada progressiva de la despesa privada, la despesa pública es va reduint per a 'fer espai' a més despesa privada.

<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=18780>

#### 15. Una trinitat de restriccions de política econòmica

- La política fiscal (i, en general, la política econòmica) s'enfronta almenys a tres restriccions.



- Restriccions financeres. La política fiscal es diu sotmesa a restriccions financeres si tota despesa pública s'ha de finançar recaptant impostos o emetent títols de deute públic. La TMM sosté que un govern monetàriament sobirà no està intrínsicament subjecte a restriccions financeres.
  - (i) Això no treu que el govern pugui establir regles, convencions o procediments que representin algun tipus de restricció. Per exemple, el govern pot autoimposar-se la condició de no gastar sense prèviament haber emès deute que el financi o que un determinat percentatge de la despesa sigui finançat amb impostos. Però aquestes restriccions són voluntàries i es podrien eliminar o modificar a conveniència. En cap cas representen restriccions intrínseques o insuperables.
  - (ii) La visió convencional manté que la política fiscal està necessàriament i inevitable limitada per restriccions financeres. Segons aquesta visió, de la mateixa manera que una família no pot gastar sense ingressar prèviament, es considera que un govern no pot gastar si no recapta els impostos necessaris o s'endeuta amb el sector privat. La visió convencional al·lega que tot govern està limitat en la seva actuació per una restricció pressupostària intertemporal: si en el present es gasta més del que s'ingressa per impostos (i la diferència s'ha de cobrir amb deute públic), en el futur caldrà gastar menys del que s'ingressa per impostos.
  - (iii) Segons la TMM un govern s'enfronta a una restricció pressupostària intertemporal només si així ho decideix voluntàriament. En el cas dels governs dels països de l'eurozona: en renunciar a la seva sobirania monetària, els governs s'enfronten a la restricció financera d'haver de subordinar la despesa pública a l'obtenció de finançament del sector privat (via impostos o via préstecs).
- Restriccions polítiques. Les restriccions polítiques de la política fiscal estan associades amb l'acceptabilitat entre la població (i, principalment, entre els grups més poderosos o influents) de les mesures de política fiscal. L'acceptabilitat d'una mesura de política fiscal està relacionada amb la comptabilitat de la mesura amb posicions ideològiques o amb interessos de col·lectius.
  - (i) Per exemple, per raons ideològiques, part de la població es pot oposar a la reducció d'imposts als més rics; aquesta oposició representaria una restricció política a la implementació de la mesura. Similarment, les organitzacions empresarials es poden oposar a l'augment dels impostos sobre beneficis de les empreses perquè la mesura afecta negativament els seus interessos econòmics.
  - (ii) Des de la TMM s'al·lega que la visió convencional presenta com a restriccions financeres (que el govern no gastí abans d'ingressar els diners del sector privat) el que realment és una restricció política (per raons ideològiques es pretén minimitzar la intervenció del sector públic en l'economia o fer creure que el govern és menys capaç del que en realitat és, tot estenent l'opinió que un govern sobirà monetàriament pot quedar-se sense diners).
- Restriccions reals. Les restriccions reals estan definides per la disponibilitat de recursos: la política fiscal que impliqui adquirir béns i serveis està físicament limitada per l'existència de recursos que permetin crear els béns i serveis. El govern no pot comprar allò que l'economia no pot produir, perquè no hi ha recursos suficients per a fer possible la seva producció. Les

restriccions reals de la política fiscal són simplement els límits de la capacitat productiva de l'economia.

- (i) La TMM considera que les restriccions reals són les úniques restriccions efectives de la política fiscal. El límit últim de la política fiscal és no forçar l'economia a anar més enllà de la seva capacitat productiva sostenible.
  - (ii) Segons la TMM, la manca de restriccions financeres efectives a la política fiscal, i la voluntat de superar qualsevol restricció política, comporta que l'autèntica limitació de la política fiscal és evitar les tensions inflacionistes que es produeixen quan la despesa total de l'economia s'apropa al límit del que l'economia pot produir.
  - (iii) Per això, el control últim a la discrecionalitat de la política fiscal és una inflació excessiva: la despesa pública ha de posar el fre quan la inflació assoleix nivells considerats excessius o costosament controlables, això és, quan la despesa pública tensiona la capacitat productiva de l'economia. El límit productiu sostenible de l'economia marca el límit de l'expansivitat de la política fiscal.
- Poden eliminar-se les restriccions? Les restriccions financeres no s'apliquen a un govern sobirà monetàriament. Esdevenir una dictadura és una manera de desfer-se'n de les restriccions polítiques, atès que el govern no ha de retre comptes de les seves decisions davant ningú. Finalment, el govern d'una economia prou petita (Andorra, Luxemburg) podria deixar sense efecte en la pràctica les restriccions reals, perquè en principi podria recórrer a la resta del món per a satisfer qualsevol demanda de béns o serveis que superi la capacitat productiva domèstica.
    - (i) En aquest darrer cas, és imprescindible complir una condició: que l'economia petita estigui integrada en la resta del món (estigui globalitzada).
    - (ii) Corea del Nord és una economia petita, no sotmesa a les restriccions financeres ni polítiques domèstiques; però com que no està integrada amb la resta del món, les restriccions reals són encara més estrictes.
    - (iii) Una manifestació d'aquestes restriccions són les morts per fam. Entre 1994 i 1998, s'estima que, d'una població d'uns 22 milions de nord-coreans, en van morir de fam entre 0,24 i 3,5 milions. La pandèmia de covid-19 va agreujar la manca de menjar.  
[https://en.wikipedia.org/wiki/North\\_Korean\\_famine](https://en.wikipedia.org/wiki/North_Korean_famine)  
<https://asiasociety.org/famine-north-korea>  
<https://www.bbc.com/news/world-asia-59144712>

## 16. La funció econòmica dels impostos segons la TMM

- El límit productiu d'una economia també es pot assolir per una despesa privada excessiva. En aquest cas, la TMM justifica el paper econòmic dels impostos. Atès que els impostos, des de la visió de la TMM, no són necessaris per a finançar la despesa pública, per què n'hi ha? La resposta és que els impostos serveixen per a regular la despesa privada: quan és excessiva i es corre el risc de generar inflació excessiva, un augment d'imposts ajuda a controlar la inflació.



- Una segona funció dels impostos, no menys important que regular la despesa privada, és distributiva: els impostos ajuden a transferir capacitat de despesa d'uns grups del sector privat (que es considera que tenen una capacitat excessiva) cap a altres grups (que es considera que tenen una capacitat insuficient).

## 17. Objectius de la política fiscal

- En resum, segons la TMM, la política fiscal serveix dos objectius:
  - (i) neutralitzar les caigudes en la despesa privada i així evitar (o esmorteir) recessions (política fiscal com a esmorteïdor de la contracció de l'activitat econòmica i, per consegüent, de l'augment de l'atur);
  - (ii) neutralitzar les expansions de la despesa privada que generen, o són susceptibles de generar, inflació excessiva (evitar el 'reescalfament de l'economia').
- En conseqüència, grosso modo, la política fiscal és l'instrument del sector públic per a evitar dos problemes de l'economia: atur i inflació. L'atur resulta de despesa total insuficient; la inflació, de despesa total excessiva (en relació amb la capacitat productiva de l'economia).