



Artícle Genèric

---

Política monetària

# Tipus d'interès reals i perspectives de creixement

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol



Oriol Aspachs

Director d'Estudis

---

Paul Samuelson solia dir que les bones preguntes són més interessants que les respostes fàcils.<sup>1</sup> Sembla que el seu nebot, Larry Summers, n'ha trobat una de bona, si més no si s'ha de jutjar per la revolada que ha generat. L'exsecretari del Tresor dels EUA es pregunta per què els tipus d'interès reals són tan baixos i, sobretot, per què s'espera que segueixin així durant un llarg període de temps. La seva resposta és tan provocadora com preocupant: suggereix que ens trobem davant una nova era en què la taxa de creixement serà, probablement, molt inferior a la que estem acostumats. El que els economistes coneixen per secular stagnation.

Abans d'analitzar les dinàmiques del tipus d'interès real i les seves possibles causes i conseqüències, és convenient fer un breu parèntesi per concretar què s'entén per tipus d'interès real. Així com el tipus d'interès nominal, que és el que normalment es reporta en un compte corrent o en una hipoteca, mesura quants euros obtindrà un estalviador en el futur a canvi d'un euro avui, el tipus d'interès real ajusta aquests euros a l'augment previst de la inflació. Per tant, mesura el poder de compra que un estalviador tindrà en el futur a canvi de prestar un euro avui.

El càlcul dels tipus d'interès reals no és senzill, ja que cal sostreure del tipus d'interès nominal les expectatives d'inflació, una variable difícil de mesurar. En un article recent, M. King i

D. Low han estimat l'evolució del tipus d'interès real per a un nombre ampli de països per tal obtenir el que anomenen tipus d'interès real global.<sup>2</sup> Com s'observa al primer gràfic, durant els anys vuitanta i noranta, es trobava relativament estable, però, amb el canvi de segle, va iniciar una important tendència a la baixa, que es va intensificar encara més amb la crisi financera. Es tracta, per tant, d'un fenomen de llarg abast, tant pel nombre d'anys que fa que s'observa com pel nombre de països als quals afecta. El debat sobre les possibles causes d'aquesta tendència no és nou, en especial pel que fa als anys anteriors a la crisi. Les explicacions que han obtingut més suport són tres. En primer lloc, un augment de l'estalvi a nivell global procedent dels països emergents i dels països productors de petroli. En segon lloc, un canvi en les preferències dels inversors cap a actius considerats més segurs, com, per exemple, el deute, en detriment d'actius més arriscats. Finalment, s'apunta que la política monetària, que va ser particularment laxa durant els anys anteriors a la crisi, és també un dels factors determinants.

Arran de la crisi financera, la pressió a la baixa sobre els tipus d'interès reals es va incrementar. Les institucions monetàries han utilitzat totes les eines al seu abast per mantenir una política monetària que sigui el màxim d'acomodatícia. També hi han influït les condicions creditícies, que, als països avançats, són, en general, més estrictes. Com apuntava recentment el president de la Fed de Minneapolis, Narayana Kocherlakota, aquesta última circumstància comporta que les llars i les empreses incrementin l'estalvi en la mesura del possible, la qual cosa encara

deprimeix més els tipus d'interès.<sup>3</sup> El mateix autor assenyala un factor addicional: el canvi de percepció del risc macroeconòmic. L'escassa volatilitat econòmica de les últimes dècades, en especial als països desenvolupats, ha provocat que la majoria d'agents abaixés la guàrdia i ho considerés un risc menor, contra el qual no era necessari protegir-se. En canvi, després de la crisi, les llars perceben que la probabilitat de patir una pèrdua important i sostinguda dels ingressos del treball és més alta, de la mateixa manera que les empreses assumeixen que una caiguda sostinguda de la demanda ja no és tan improbable. La reacció a aquest nou escenari, augmentar l'estalvi per motius de precaució, deprimeix encara més els tipus d'interès reals.

Sembla que les diferents explicacions sobre els factors que han empès els tipus d'interès reals a la baixa, encara que no s'hagin provat formalment i que, per tant, es desconeixi quina importància relativa tenen, són satisfactòries. El debat se centra, ara, en les perspectives per als pròxims anys. Si s'ha de jutjar pels mercats, es mantindran molt baixos durant un període molt llarg de temps. Als EUA, per exemple, el tipus d'interès real implícit dels bons a cinc anys indexats a la inflació es troba en el -0,2%, i el mateix bo a deu anys només està 0,4 p. p. per damunt.<sup>4</sup>

D'acord amb l'FMI, els tipus d'interès reals es recuperaran, però ho faran de forma molt lenta i trigaran anys a tornar als nivells anteriors a la crisi.<sup>5</sup> Els motius, apunta l'organisme, són diversos. Malgrat que el menor creixement previst als països emergents reduirà l'excés d'estalvi, la seva contribució a l'alça dels tipus serà probablement petita. A més a més, afegeix, tampoc no es podrà comptar amb el fet que, als països desenvolupats, el factor inversió exerceixi gaire pressió a l'alça, ja que s'espera que la seva recuperació sigui molt remisa, com és habitual després d'una crisi financera i immobiliària. Finalment, als països desenvolupats, la capacitat de producció ociosa continua i continuarà sent molt elevada en els pròxims anys, de manera que la política monetària s'haurà de mantenir molt laxa.

La visió de Larry Summers per als EUA és més pessimista.<sup>6</sup> Segons ell, perquè l'economia assoleixi la plena ocupació i la taxa d'inflació se situï al voltant del 2%, els tipus d'interès reals haurien de ser negatius. La seva conjectura es basa, fonamentalment, en l'observació de dos fets. Primer, durant els anys previs a la crisi, malgrat que els tipus eren baixos, no es van produir pressions inflacionistes,

ni la taxa d'atur era especialment baixa, ni la utilització de la capacitat productiva era gaire elevada. Segon, després de la recessió, la recuperació triga molt a materialitzar-se, malgrat tenir el suport d'uns tipus molt baixos, i, ara com ara, les pressions inflacionistes continuen sent escasses. En aquest context, apunta, la capacitat de continuar estimulant l'economia des de la política monetària és limitada. En aquest sentit, l'única manera d'intentar reactivar el creixement és mitjançant polítiques fiscals que estimulin la demanda privada. El provocador discurs de Larry Summers ha aixecat veus a favor, com la del premi Nobel d'Economia Paul Krugman i, naturalment, també en contra. Per a Kenneth Rogoff, per exemple, el factor que limita el creixement a la majoria de països desenvolupats és l'irremeiable procés de despallanquejament que han de dur a terme.<sup>7</sup>

En definitiva, Larry Summers ha plantejat, certament, una pregunta interessant, però la seva resposta no és, ni de bon tros, concloent. De tota manera, hi ha un cert consens en dos aspectes: que la recuperació serà lenta i que, per tant, els tipus d'interès reals es mantindran baixos durant temps. Si aquest escenari es confirma, és probable que es produeixin pressions sobre el preu de determinats actius financers i immobiliaris, tal com ho analitzen la resta d'articles del present Dossier. No obstant això, cal recordar que, al final dels anys trenta, les teories sobre l'estancament econòmic també van adquirir molt de protagonisme als EUA, just abans que l'economia nord-americana experimentés un llarg període de creixement i de prosperitat.<sup>8</sup> Segurament, de la mateixa manera que el creixement aporta un cert optimisme, les grans crisis poden generar un excés de pessimisme.

Oriol Aspachs

Departament d'Economia Europea, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

1. Vegeu G. Davis, «The Implications of Secular Stagnation».

2. Vegeu M. King i D. Low, «Measuring the "World" Real Interest Rate», NBER w.p. 19887.

3. Vegeu N. Kocherlakota, «Low Real Interest Rates», Ninth Annual Finance Conference, Carroll School of Management, Boston College, juny del 2014.

4. D'un diferencial tan petit entre el tipus d'interès real a deu anys i a cinc anys es pot inferir que els mercats anticipen un tipus d'interès real a cinc anys només lleugerament positiu d'aquí a cinc anys.

5. Vegeu «Perspectives on Global Real Interest Rates», IMF World Economic Outlook, abril del 2014.

6. Vegeu IMF Fourteenth Annual Research Conference in Honor of Stanley Fischer, novembre del 2013.

7. Vegeu S. Lo i K. Rogoff, «Secular Stagnation, Debt Overhang and Other Rationales for Sluggish Growth, Six Years on», Annual BIS Conference, juliol del 2014.

8. Vegeu A. Hansen, Full Recovery or Stagnation?, 1938.



Oriol Aspachs

Director d'Estudis

