

FOCUS · El tipo de interés natural: pistas, incógnitas y algunas respuestas

El periodo que siguió al estallido de la crisis financiera global ha estado caracterizado por el marcado descenso de los tipos de interés en las economías avanzadas. El hecho de que se hayan mantenido en niveles tan bajos durante tanto tiempo sugiere que quizás estemos ante una disminución hasta cierto punto permanente, no solo cíclica, de los tipos de interés de equilibrio. Se trata de una cuestión con implicaciones potenciales sobre el diseño de la política monetaria, la estabilidad financiera y las decisiones de inversión del sector privado. El análisis del denominado tipo de interés natural puede arrojar algo de luz sobre esta cuestión.

Conceptualmente, el tipo de interés natural o de equilibrio (TIN, en adelante) hace referencia al tipo de interés real de corto plazo (en la práctica, un tipo a corto como el tipo de interés de referencia del banco central ajustado por la inflación) que sería compatible con una economía que opera a su pleno potencial y con una inflación estable en torno a un objetivo determinado. Para aquellos familiarizados con la regla de Taylor,¹ el TIN no es más que la constante de dicha fórmula: el tipo de interés real que debería fijar el banco central cuando el *output gap* es cero (el PIB real es igual al potencial) y la inflación se encuentra en su nivel objetivo. La teoría económica postula que el TIN será mayor cuanto mayor sea el crecimiento de la productividad de una economía o el crecimiento de su población (en definitiva, cuanto mayor sea el crecimiento potencial del PIB). Otros factores, como el envejecimiento de la población y cambios regulatorios que elevan los costes de la intermediación financiera, tenderán a deprimir el TIN.

Al no ser directamente observable, el TIN debe estimarse mediante técnicas econométricas. Uno de los métodos que goza de mayor reconocimiento es el desarrollado por Laubach y Williams (2003),² dos economistas de la Reserva Federal (Fed) que utilizan una herramienta estadística denominada «filtro de Kalman» para estimar simultáneamente el TIN y el *output* potencial de EE. UU. Sus estimaciones, presentadas en el gráfico, revelan que el TIN en ese país ha variado de forma significativa a lo largo de los años, que las variaciones acostumbran a ser bastante persistentes y que, en la actualidad, el TIN se sitúa en torno al 0%, más de 2 p. p. por debajo de los niveles anteriores a la crisis financiera global. Los autores atribuyen parte de este descenso, alrededor de 1 p. p., a una caída de similar magnitud en el crecimiento potencial de la economía norteamericana mientras que el resto sería consecuencia de

la combinación de otros factores que no identifican explícitamente, como el envejecimiento de la población. Los aparentes nuevos niveles del TIN sugieren que el punto de llegada del ciclo de subidas de tipos de interés de referencia que la Fed ha iniciado puede ser sensiblemente inferior al de ciclos pasados. Así pues, la «nueva normalidad» de tipos de interés podría comportar que el tipo oficial se sitúe a largo plazo alrededor, o por debajo, del 3%, nivel que se encuentra por encima del contemplado hoy por los agentes que operan en el mercado de bonos americanos, cercano al 1,5%. En el pasado, se consideraba normal que el nivel de largo plazo del tipo oficial se situase entre el 4%-4,5%.

La confirmación de este escenario introduciría, de entrada, un factor limitador sobre la capacidad de maniobra de la política monetaria convencional cuando la economía se encuentre en apuros (es más fácil alcanzar el suelo del 0% cuando un ciclo de bajadas comienza con los tipos de referencia en el 3,0% que en el 4%-4,5%). En este mundo, tener que recurrir a una política monetaria no convencional sería más habitual. Por otro lado, la previsible intensificación de flujos financieros en búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) también podría tener consecuencias adversas sobre la estabilidad financiera. Aunque las estimaciones del TIN vienen acompañadas de un alto grado de incertidumbre, merece la pena no pasar por alto las implicaciones para la política monetaria que tendría un entorno de tipos de interés permanentemente bajos.

EE. UU.: estimación del tipo de interés natural



Fuente: Laubach, T. y Williams, J. C. (2015).

1. Véase, por ejemplo, el Focus «Descubriendo la política monetaria en la sombra» en este mismo Informe Mensual.

2. Laubach, T. y Williams, J. C. (2003), «Measuring the Natural Rate of Interest», *Review of Economics and Statistics*, 85.