

FOCUS · El tipus d'interès natural: pistes, incògnites i algunes respostes

El període posterior a l'esclat de la crisi financera global ha estat caracteritzat pel marcat descens dels tipus d'interès a les economies avançades. El fet que s'hagin mantingut en nivells tan baixos durant tant de temps suggereix que, potser, estiguem davant una disminució fins a un cert punt permanent, no solament cíclica, dels tipus d'interès d'equilibri. Es tracta d'una qüestió amb implicacions potencials sobre el disseny de la política monetària, l'estabilitat financera i les decisions d'inversió del sector privat. L'anàlisi de l'anomenat tipus d'interès natural pot aclarir una mica aquesta qüestió.

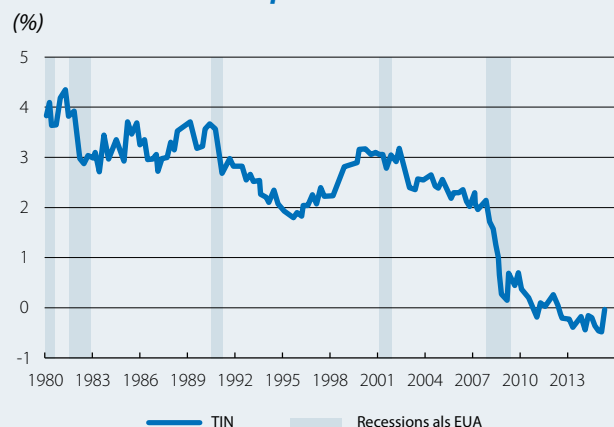
Conceptualment, el tipus d'interès natural o d'equilibri (d'ara endavant, TIN) fa referència al tipus d'interès real a curt termini (a la pràctica, un tipus a curt termini com el tipus d'interès de referència del banc central ajustat per la inflació) compatible amb una economia que opera al seu ple potencial i amb una inflació estable al voltant d'un objectiu determinat. Per a les persones familiaritzades amb la regla de Taylor,¹ el TIN és la constant d'aquesta fórmula: el tipus d'interès real que hauria de fixar el banc central quan l'*output gap* és zero (el PIB real és igual al potencial) i la inflació es troba en el nivell objectiu. La teoria econòmica postula que el TIN augmentarà com més creixin la productivitat d'una economia o de la població (en definitiva, com més gran sigui el creixement potencial del PIB). Altres factors, com l'envelliment de la població i els canvis reguladors que incrementen els costos de la intermediació financera, tendiran a deprimir el TIN.

En no ser directament observable, cal estimar el TIN mitjançant tècniques econòmiques. Un dels mètodes més reconeguts és el desenvolupat per Laubach i Williams (2003),² dos economistes de la Reserva Federal (Fed) que utilitzen una eina estadística anomenada «filtre de Kalman» per estimar de forma simultània el TIN i l'*output* potencial dels EUA. Les seves estimacions, presentades al gràfic, evidencien que, en aquest país, el TIN ha variat de forma significativa al llarg dels anys, que les variacions acostumen a ser força persistents i que, en l'actualitat, el TIN se situa al voltant del 0%, més de 2 p. p. per sota dels nivells anteriors a la crisi financera global. Els autors atribueixen una part d'aquest descens, al voltant d'1 p. p., a una caiguda d'una magnitud similar en el creixement potencial de l'economia nord-americana, mentre que la resta seria conseqüència de la combinació d'altres factors que no identifiquen de forma explícita, com l'envelliment de la població. Els parents nous ni-

vells del TIN suggereixen que el punt d'arribada del cicle de pujades de tipus d'interès de referència que la Fed ha iniciat pot ser sensiblement inferior al de cicles passats. Així, doncs, la «nova normalitat» dels tipus d'interès podria comportar que el tipus oficial se situï a llarg termini al voltant, o per sota, del 3%, nivell superior al contemplat avui pels agents que operen al mercat de bons nord-americans, proper a l'1,5%. En el passat, es considerava normal que el nivell a llarg termini del tipus oficial se situés entre el 4% i el 4,5%.

La confirmació d'aquest escenari introduiria, d'entrada, un factor limitador sobre la capacitat de maniobra de la política monetària convencional quan l'economia es trobi en dificultats (és més fàcil assolir el sòl del 0% quan un cicle de baixades comença amb els tipus de referència en el 3,0% que si ho fa en el 4% o en el 4,5%). En aquest món, haver de recórrer a una política monetària no convencional seria més habitual. D'altra banda, la previsible intensificació dels fluxos financers a la recerca de rendibilitat (*search for yield*) també podria tenir conseqüències adverses sobre l'estabilitat financera. Malgrat que les estimacions del TIN van acompanyades d'un alt grau d'incertesa, paga la pena no passar per alt les implicacions que un entorn de tipus d'interès permanentment baixos tindria per a la política monetària.

EUA: estimació del tipus d'interès natural



Font: Laubach, T. i Williams, J. C. (2015).

1. Vegeu, per exemple, el Focus «Descobrint la política monetària a l'ombra», en aquest mateix Informe Mensual.

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