FOCUS · ¿Cuál es el nuevo tipo de interés de equilibrio?

Los presidentes de la Fed y el BCE, J. Yellen y M. Draghi, han defendido que los bajos tipos de interés responden no solo a factores cíclicos, sino también a cambios estructurales. Ahora que estos bancos centrales se mueven hacia una política monetaria menos acomodaticia, nos preguntamos cuáles son estos elementos estructurales y cómo influirán en el proceso de normalización.

Para ello, debemos introducir el concepto de tipo de interés de equilibrio o natural: aquel que, a finales del siglo XIX, Knut Wicksell definió como el que equilibra la oferta de ahorro y la demanda de inversión. Por encima del tipo natural, la demanda de inversión es insuficiente y deprime la actividad y los precios. Por debajo del tipo natural, la demanda de inversión sobrecalienta la actividad y genera presiones inflacionistas. En otras palabras, es el tipo que sitúa el crecimiento de la economía en su potencial y estabiliza la inflación.

Así, el grado de estímulo o endurecimiento monetario que consigue un banco central depende de cuán lejos se encuentre su tipo de referencia del tipo natural. El concepto es relevante porque los cambios que afectan al ahorro y a la inversión, ya sean cíclicos o estructurales, inciden en el tipo de equilibrio y, por lo tanto, en el tipo de interés que debería fijar el banco central para conseguir sus objetivos.

Sin embargo, el tipo natural es un concepto teórico y solo podemos observarlo de manera indirecta. De hecho, la visión de Yellen y Draghi se basa en que, en los últimos 40 años, se ha producido un declive de los tipos de interés de mercado sin repuntes de la inflación ni un sobrecalentamiento de la demanda agregada. Por ello deducen que, si los menores tipos observados no han estimulado demasiado la economía, no deben de andar lejos del tipo natural, que también habría disminuido. Precisamente, a partir de técnicas estadísticas que formalizan esta intuición, se estima que el tipo de interés natural ha seguido una tendencia a la baja desde finales de la década de los ochenta, aunque la magnitud exacta de este declive varía según la metodología utilizada.[1]

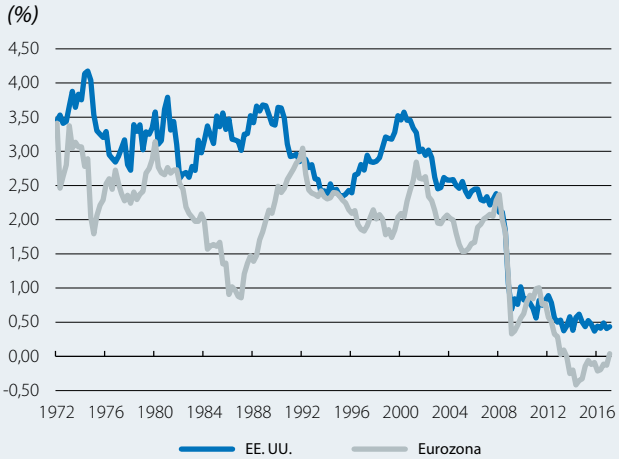
Además, las estimaciones muestran que el declive es generalizado entre las principales economías avanzadas, si se apunta a factores globales: algunos habrían aumentado la propensión a ahorrar (demografía, preferencia por activos seguros y mayor desigualdad) y otros habrían reducido la propensión a invertir (pesimismo sobre el crecimiento futuro y aumento del peso de sectores menos intensivos en capital físico). El abanico es amplio, pero la evidencia empírica disponible destaca, sobre todo, el papel de la demografía y la mayor preferencia por activos seguros.[2]

En primer lugar, en las últimas décadas, el envejecimiento de la población de las economías avanzadas ha comportado un aumento de la proporción de población en edad de trabajar que ahorra para la jubilación. A la par, la mayor longevidad incentiva a ahorrar más para una jubilación más larga. En un futuro, el envejecimiento podría volver a empujar al alza el tipo natural al aumentar la proporción de jubilados, que reducen el volumen de sus ahorros. No obstante, vidas laborales más largas o la expectativa de menores pensiones de jubilación podrían seguir presionando los tipos a la baja. En cualquier caso, estos son procesos lentos y, por el momento, la demografía mantendrá el lastre sobre los tipos de interés.

En segundo lugar, las fluctuaciones del tipo natural están inversamente correlacionadas con la incertidumbre macroeconómica.[3] En este sentido, es relevante el aumento de aversión al riesgo tras las crisis asiáticas de la década de los noventa y la crisis financiera de 2007, que provocaron un incremento de la demanda de activos seguros. Sin embargo, con el avance de la expansión económica, la aversión al riesgo está disminuyendo y se está corrigiendo la mayor preferencia por activos seguros de los últimos 20 años. A ello se le podría sumar el desvanecimiento de otros factores a corto plazo que, herencia de la recesión, presionan a la baja al tipo natural. Por ejemplo, el elevado endeudamiento todavía restringe la capacidad de gasto e inversión y reduce la sensibilidad de la actividad a los tipos de interés.

En definitiva, a corto plazo, algunos de los factores que presionan a la baja el tipo natural perderán fuerza, pero otros seguirán presentes y apoyarán una normalización monetaria gradual. A largo plazo, será la evolución de los factores de fondo (demografía, productividad y desigualdad) la que regirá los parámetros de la política monetaria futura.

Tipo de interés natural real



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Holston, Laubach y Williams (2016).*

1. Véase Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Papers. La estimación de la tendencia a la baja es robusta al tipo de metodología utilizada.

2. Véase Gagnon, E. *et al.* (2016), «Understanding the New Normal: The Role of Demographics», Consejo de la Reserva Federal de Washington, y Del Negro, M. *et al.* (2017), «Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest», Reserva Federal de Nueva York.

3. Lansing, J. L. (2017), «R-star, Uncertainty, and Monetary Policy», FRBSF Working Papers.