

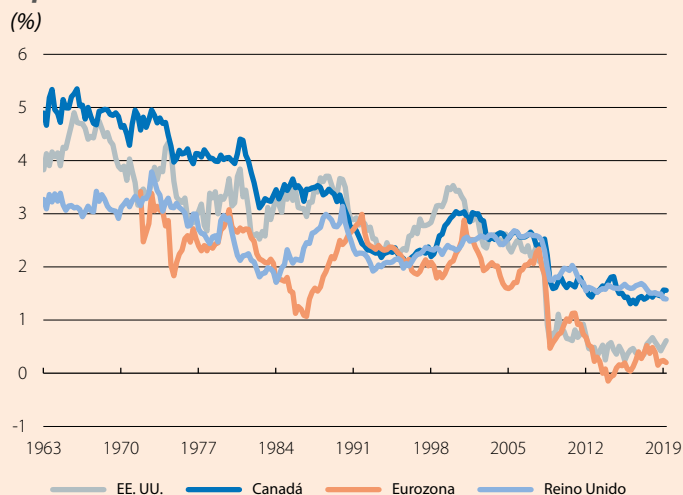
La caída secular de los tipos de interés: una dinámica global

Los últimos 30 años han sido testigo de una caída sostenida de los tipos de interés en las principales economías desarrolladas. Como ya hemos analizado en Dossiers previos, en última instancia este fenómeno refleja un declive del llamado tipo de interés natural, un concepto clave para la política monetaria y que tiene su origen en el economista sueco Knut Wicksell.¹

Un concepto clave: el tipo de interés natural

El tipo de interés natural es aquel que permite que la actividad crezca de acuerdo con el potencial de la economía y con una inflación estable. Así, el tipo de interés natural nos permite evaluar si un determinado tipo de interés es acomodaticio o restrictivo. Si el tipo de interés observado está por encima del natural, el crecimiento de la economía se situará por debajo del potencial y habrá presión a la baja sobre los precios, y viceversa. Por su misma definición, el tipo de interés natural nos ofrece un punto al que cabe esperar que converjan los tipos de interés, dado que representa aquel nivel de los tipos en el que el desempeño de la economía es sostenible. Asimismo, el tipo de interés natural depende de las características estructurales de la economía y se determina por todos aquellos factores que afectan a la oferta y la demanda. Así, tal y como vimos en un análisis anterior,² cambios estructurales relacionados, por ejemplo, con los hábitos de ahorro de los hogares, las dinámicas demográficas o el crecimiento de la productividad tienen un impacto en el tipo de interés natural.

Tipo de interés natural real



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Holston, Laubach y Williams (2017).

Uno de los problemas del tipo de interés natural es que no es directamente observable en los datos. Con todo, es posible estimarlo a partir de modelos y técnicas estadísticas, aunque todas estas aproximaciones están sujetas a un grado de incertidumbre considerable.³ Una de las metodologías de referencia es la de Holston *et al.* (2017),⁴ cuyas estimaciones reproducimos en el gráfico anexo y en las que se observa una caída sostenida y generalizada de los tipos de interés naturales en las principales economías avanzadas.

Factores globales de las fluctuaciones y el declive de los tipos naturales

El fuerte comovimiento entre los tipos de interés que se observa en el gráfico ha llevado a muchos economistas a concluir que hay factores globales detrás de las fluctuaciones y el declive de los tipos naturales.⁵ Efectivamente, las principales causas que explican esta caída sostenida son la pérdida de dinamismo de la productividad, el envejecimiento de la población y la escasez de activos seguros, fenómenos que se observan de manera generalizada en las principales economías avanzadas.

Más allá de la naturaleza global de estas fuerzas, también hay que tener presente que las economías nacionales no operan de manera aislada. Los movimientos de los tipos de interés y las decisiones de los bancos centrales tienen repercusiones inmediatas en los mercados financieros internacionales. En este sentido, la globalización los convierte en una correa de transmisión de dinámicas domésticas de economías clave, como EE. UU. o la eurozona, que influyen la actuación de sus bancos centrales y determinan sus tipos de interés.

De hecho, Rey (2015)⁶ documenta la existencia de dinámicas globales en los flujos de capital, el precio de los activos y el crecimiento del crédito, y las denomina, a todas ellas, «ciclo financiero global». Además, Rey muestra que uno de los determinantes

1. Véase el artículo «Tipos de interés bajos: ¿hasta cuándo?» en el Dossier del IM02/2019.

2. *Ibidem*.

3. Véase el artículo «La incertidumbre que suscita el tipo de interés natural» en este mismo Dossier para una discusión sobre el papel y las causas de esta incertidumbre.

4. Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2017). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.

5. El consenso acerca de que el declive de los tipos de interés se debe, al menos en parte, a factores globales queda bien reflejado por la gran cantidad de estudios que lo constatan. Entre ellos, véanse Holston, K., Laubach, T. y Williams, J. C. (2017). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, S59-S75. Jordà, Ò. y Taylor, A. M. (2019). «Riders on the Storm» (No. w26262). National Bureau of Economic Research. Clarida, R. (2019). «The global factor in neutral policy rates: Some implications for exchange rates, monetary policy, and policy coordination». *International Finance*, 22(1), 2-19.

6. Rey, H. (2015). «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence» (n.º w21162). National Bureau of Economic Research.

del ciclo financiero global es la política monetaria de economías como EE. UU. o la eurozona, que ejercen una posición central en el sistema financiero internacional. Así, tendencias que afectan más a estas economías que al resto del mundo y que han presionado a la baja sus tipos de interés naturales (como el envejecimiento de la población o la pérdida de dinamismo de la productividad) pueden haberse transmitido al resto del mundo a través del ciclo financiero global y haber terminado convirtiendo el declive de los tipos de interés naturales en un fenómeno mundial.

Por último, constatada tanto la presencia de un factor global en la caída de los tipos de interés naturales como la existencia de un ciclo financiero global, otra hipótesis plausible es que el propio ciclo financiero nos ayude a entender la dinámica de los tipos de interés naturales. Al fin y al cabo, el ciclo financiero tiene un papel clave en la economía, como se ha analizado en el artículo [«El ciclo financiero: una herramienta imprescindible para entender la economía»](#) en este mismo Dossier. Esta es precisamente la hipótesis que exploraremos en el siguiente artículo, [«El ciclo financiero y la era de los tipos de interés bajos: ¿cambio de narrativa?»](#).

Adrià Morron Salmeron