

El ciclo financiero y la era de los tipos de interés bajos: ¿cambio de narrativa?

El ciclo financiero desempeña un papel clave en el funcionamiento de la economía, como hemos visto en los artículos anteriores de este Dossier. Pero ¿cuáles son las consecuencias concretas de la relación entre el ciclo financiero y el económico? A continuación analizamos las implicaciones para una de las relaciones macrofinancieras clave: la que existe entre el ciclo financiero y los tipos de interés de equilibrio.

Hay un amplio consenso entre los economistas en el hecho de que transformaciones de fondo, como el envejecimiento de la población o la pérdida de dinamismo de la productividad, han provocado una caída de los tipos de interés de equilibrio o naturales.¹ Según este consenso, en la medida en la que esta caída es estructural, la política monetaria debe adaptarse y, en momentos de debilidad económica, utilizar nuevas herramientas con las que relajar las condiciones financieras (como las compras de activos o la llamada *forward guidance*). Sin embargo, esta visión se ha construido y ha ganado protagonismo sin tener en cuenta el papel del ciclo financiero. A continuación, inspirados en el análisis que Juselius *et al.* (2017)² realizaron para EE. UU., estudiamos cómo cambia la narrativa de «la era de los tipos de interés bajos» en la eurozona cuando el ciclo financiero entra a formar parte de la ecuación.

La narrativa dominante y su gran ausente: el ciclo financiero

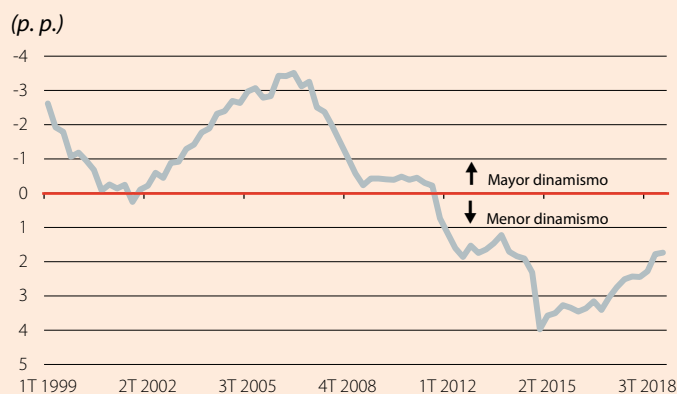
El tipo de interés natural es la referencia clave para fijar una política monetaria acomodaticia (tipos inferiores al natural) o restrictiva (por encima del natural). La dificultad para los bancos centrales estriba en que este tipo no es observable. Pero es posible inferirlo si examinamos la economía con detenimiento: cuando el crecimiento económico va acompañado de un aumento de la inflación, las presiones sobre los precios nos sugieren que la economía crece por encima de sus capacidades o de su potencial, de lo que podemos deducir que la política monetaria es demasiado laxa, es decir, que el tipo de interés fijado es inferior al natural (y viceversa). Esta sencilla relación entre actividad, inflación y tipos de interés es la que, a grandes rasgos, está detrás de las estimaciones que muestran una caída generalizada y sostenida de los tipos de interés naturales en las principales economías avanzadas.³ Pero, ¿qué pasa si esta relación es incorrecta (por ejemplo, porque da demasiado peso al vínculo inflación-actividad) o incompleta (porque omite dinámicas relevantes)?

En los años previos a la Gran Recesión, la actividad de la eurozona exhibía un dinamismo notable que, bajo el prisma de una inflación estable y cercana al 2%, debería haber sido sostenible. En retrospectiva, sabemos que no fue así, sino que el crecimiento estuvo alimentado por una fuerte expansión del crédito. Asimismo, en los últimos años se ha constatado un debilitamiento del vínculo entre actividad e inflación, lo que sugiere que en la actualidad las dinámicas de los precios nos dan menos información sobre la sostenibilidad del crecimiento. Por lo tanto, estas experiencias nos aconsejan complementar la relación actividad-inflación-tipos de interés con el análisis del estado del ciclo financiero: si no lo incorporamos (y no suele incorporarse en las estimaciones más conocidas del tipo natural), nuestra única fuente de información para la sostenibilidad del crecimiento sería la inflación y, además, atribuiríamos las fluctuaciones de la actividad solamente a cambios de política monetaria.

Tipos de interés de equilibrio y ciclo financiero: una incursión empírica

Para descubrir cómo cambia la estimación del tipo de interés natural de la eurozona con el ciclo financiero, debemos asignar un papel al ciclo financiero dentro del trinomio inflación-actividad-tipos de interés. Como hemos visto antes, la visión clásica del trinomio tiene dos patas: la relación inflación-actividad, por un lado, y el vínculo actividad-tipos de interés por el otro. Para incorporar el ciclo financiero al análisis, mantendremos la primera pata intacta, y lo añadiremos a la segunda.⁴ Es decir, habrá dos posibles expli-

Eurozona: indicador del ciclo financiero *



Nota: * Desviación respecto al promedio histórico de la ratio entre el crédito al sector privado no financiero y los activos no financieros totales de este sector. Como en Juselius *et al.* (2017), los valores negativos (positivos) en la expansión (recesión) reflejan que los precios de los activos crecen (caen) más rápidamente que el crédito.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Central Europeo y el Banco de Pagos Internacionales.

1. El tipo de interés natural es aquel que equilibra la demanda y la oferta de ahorro y permite que la actividad crezca en línea con el potencial de la economía y con una inflación estable. Véase el artículo «La caída secular de los tipos de interés: una dinámica global» en este mismo Dossier. Además, presentamos un análisis completo del tipo natural y las causas de su declive en el Dossier «El futuro de las condiciones financieras: ¿cambio de paradigma?» en el IM02/2019.

2. Juselius, M. *et al.* (2017). «Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates». *International Journal of Central Banking*. Agradecemos a Mikael Juselius que compartiera con nosotros una versión del código con el que desarrollaron el análisis econométrico.

3. Como la de Holston *et al.* (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». *Journal of International Economics* 108, supplement 1 (mayo): S39–S75.

4. Analíticamente, representamos la inflación, el *output gap* y el ciclo financiero con π_t , \tilde{y}_t , \tilde{lev}_t e inferimos el tipo natural r^* de la estimación del siguiente sistema de ecuaciones, con datos para la eurozona entre 1999 y la actualidad:

$$\begin{aligned}\pi_t - \pi^* &= \alpha_\pi (\pi_{t-1} - \pi^*) + \alpha_y \tilde{y}_t + \varepsilon_{\pi t} \\ \tilde{y}_t &= \beta_y \tilde{y}_{t-1} - \beta_r (r_t - r^*) - \beta_{lev} \tilde{lev}_t + \varepsilon_{y t} \\ \tilde{lev}_t &= \delta_{lev} \tilde{lev}_{t-1} + \delta_r (r_t - r^*) + \delta_d \tilde{dsr}_{t-1} + \varepsilon_{l t}\end{aligned}$$

La primera ecuación nos permite inferir el *output gap* a partir de la inflación observada, y la segunda nos permite inferir el tipo natural a partir del *output gap* y el ciclo financiero observado. Esto es, reproducimos con datos de la eurozona el ejercicio que Juselius *et al.* (2017) llevan a cabo para EE. UU. La descripción completa de la metodología estadística se puede encontrar en su artículo, donde se presenta el sistema completo, que es algo más extenso (por ejemplo, en él se desarrolla el papel de la carga de la deuda, \tilde{dsr} , que aquí no detallamos). Para estimar r^* en ausencia del ciclo financiero, imponemos $\beta_{lev} = 0$ e ignoramos la tercera ecuación.

caciones a las desviaciones de la actividad respecto a su potencial: cuán acomodaticia o restrictiva es la política monetaria (esto viene determinado por la diferencia entre el tipo de interés real observado y el tipo natural) y el estado del ciclo financiero.

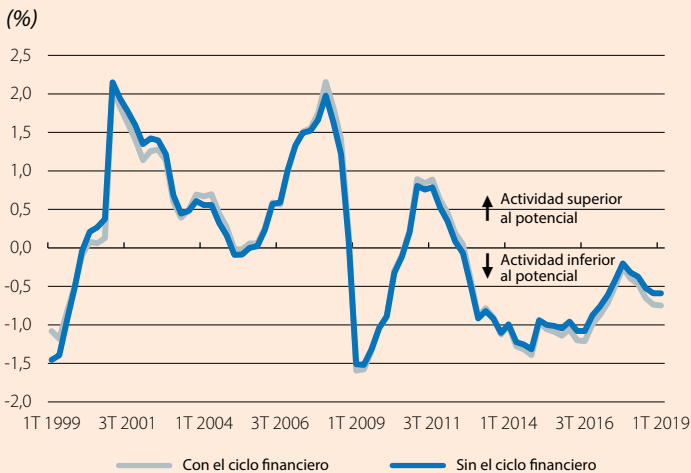
¿Cómo medimos el ciclo financiero de la eurozona? Dado que reproducimos las estimaciones del tipo de interés natural de EE. UU. de Juselius *et al.* (2017), nos basaremos en el mismo indicador que utilizan estos autores: el apalancamiento del sector privado no financiero.⁵ Como muestra el primer gráfico, este indicador dibuja un ciclo razonable para la eurozona: el ciclo financiero vivió una fase de expansión en 2002-2008, seguida de una corrección tras las crisis financiera y de deuda soberana, y, en los últimos años, se ha recuperado de la mano de la consolidación de la recuperación económica.

¿Cómo cambia la historia?

Nuestra reestimación del tipo de interés natural de la eurozona (véanse los detalles técnicos en la nota al pie número 4) muestra que el ciclo financiero importa. De hecho, el mensaje es parecido al que ofrecen Juselius *et al.* (2017) para EE. UU.: el tipo de interés natural sigue mostrando una tendencia a la baja cuando se tiene en cuenta el ciclo financiero (lo que confirma la visión de consenso entre economistas), pero su declive es menor y más suave (véase el segundo gráfico).⁶

Para entender cómo cambia la estimación del tipo natural con y sin ciclo financiero, hay que dar un paso atrás y observar algo que, a primera vista, puede parecer contradictorio: en el tercer gráfico vemos que la brecha de producción de la eurozona (es decir, la distancia entre el crecimiento observado y su ritmo potencial) que estimamos en ambos casos es muy parecida. Sin embargo, en realidad es razonable que la brecha de producción sea parecida: el ciclo financiero no tiene un papel directo en la relación inflación-actividad, dado que no hemos modificado la primera pata del trinomio.⁷ Por otro lado, la gran diferencia se encuentra en los factores que mueven la brecha de producción: si ignoramos el ciclo financiero, sus fluctuaciones deben transmitirse plenamente al tipo natural (de ahí que sea más volátil al ignorarlo). Por ejemplo, si ignoramos el ciclo financiero, la doble recesión de la eurozona (2008-2009 y 2011-2013) se traslada a una fuerte y doble caída del tipo natural. En cambio, cuando tenemos en cuenta el ciclo financiero, vemos que este explica una parte importante de la doble recesión y que la caída del tipo natural a lo largo de la crisis es mucho más gradual.

Eurozona: brechas de producción

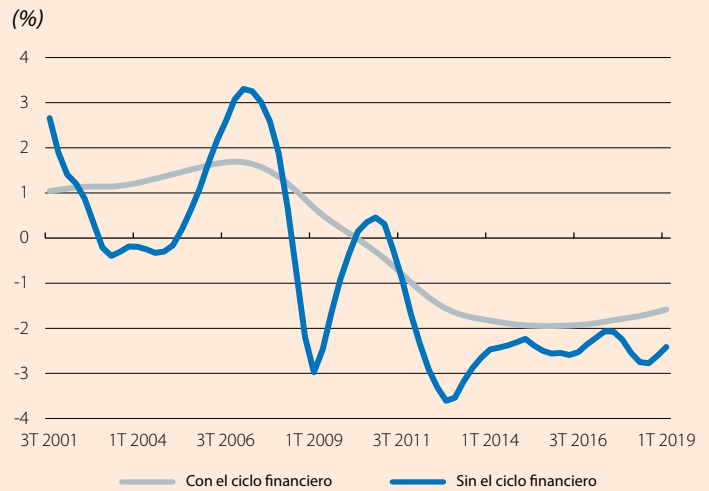


Nota: Se han normalizado ambas series para que tengan promedio igual a 0 y desviación estándar igual a 1.
Fuente: CaixaBank Research.

años, el ciclo financiero sigue en fase de recuperación. Por ello, observamos un mayor tipo de interés natural en este periodo, que nos señala que la política monetaria ha sido más expansiva, lo que ha compensado el menor impulso del ciclo financiero.

En definitiva, el ciclo financiero nos ayuda a tener una visión más rica y matizada del comportamiento del tipo de interés natural. Aunque este último mantiene una tendencia a la baja tanto en EE. UU. como en la eurozona, vemos importantes diferencias de nivel, lo que plantea la cuestión sobre hasta qué punto los bancos centrales han calibrado bien sus tipos de interés de referencia. Esto invita a reflexionar sobre el rumbo de la política monetaria, tema al que dedicamos el siguiente artículo de este Dossier.

Eurozona: tipo de interés natural



Fuente: CaixaBank Research.

Además, hay otros dos periodos interesantes en los que, al tener en cuenta el ciclo financiero, descubrimos que el tipo de interés natural era mayor de lo que aparentaba. Por un lado, en los años 2002-2005 no solo la actividad experimentó una expansión boyante (lo que, de por sí, ya apunta a una política monetaria acomodaticia): también lo hizo el ciclo financiero, lo cual nos indica que la política monetaria fue incluso más acomodaticia de lo que podíamos pensar (esto se ve reflejado en un tipo natural más elevado cuando consideramos el ciclo financiero). Por otro lado, en los últimos

años, el ciclo financiero sigue en fase de recuperación. Por ello, observamos un mayor tipo de interés natural en este periodo, que nos señala que la política monetaria ha sido más expansiva, lo que ha compensado el menor impulso del ciclo financiero.

En definitiva, el ciclo financiero nos ayuda a tener una visión más rica y matizada del comportamiento del tipo de interés natural. Aunque este último mantiene una tendencia a la baja tanto en EE. UU. como en la eurozona, vemos importantes diferencias de nivel, lo que plantea la cuestión sobre hasta qué punto los bancos centrales han calibrado bien sus tipos de interés de referencia. Esto invita a reflexionar sobre el rumbo de la política monetaria, tema al que dedicamos el siguiente artículo de este Dossier.

Javier Garcia-Arenas, Gabriel Lobato Ramos,
Adrià Morron Salmeron y Pablo Pastor y Camarasa

5. En concreto, usamos la ratio entre el crédito al sector privado no financiero y el valor de los activos no financieros de este sector (en su desviación respecto al promedio histórico).

6. Los tipos de interés naturales presentados en este artículo para la eurozona difieren de los de Holston *et al.* (2017) que recoge el artículo «La caída secular de los tipos de interés: una dinámica global» de este Dossier. Ello refleja pequeñas diferencias metodológicas entre ambos métodos e ilustra la incertidumbre alrededor de estas estimaciones, un aspecto en el que profundizamos en el último artículo de este Dossier, «La incertidumbre que suscita el tipo de interés natural».

7. El rol informativo de la inflación podría haber cambiado al incluir el ciclo financiero si las nuevas estimaciones apuntaran a valores muy diferentes para α . No obstante, en nuestras estimaciones, α , no cambia sustancialmente.