

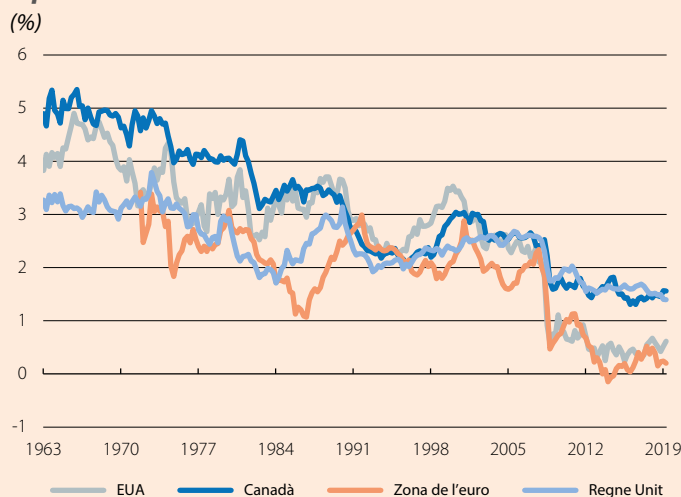
## La caiguda secular dels tipus d'interès: una dinàmica global

Els 30 últims anys han estat testimonis d'una caiguda sostinguda dels tipus d'interès a les principals economies desenvolupades. En última instància, com ja hem analitzat en Dossiers previs, aquest fenomen reflecteix un declivi de l'anomenat tipus d'interès natural, un concepte clau per a la política monetària i que té l'origen en l'economista suec Knut Wicksell.<sup>1</sup>

### Un concepte clau: el tipus d'interès natural

El tipus d'interès natural és aquell que permet que l'activitat creixi d'acord amb el potencial de l'economia i amb una inflació estable. Així, el tipus d'interès natural ens permet avaluar si un determinat tipus d'interès és acomodatiu o restrictiu. Si el tipus d'interès observat se situa per damunt del natural, l'economia creixerà per sota del potencial i hi haurà pressió a la baixa sobre els preus, i viceversa. Per la seva mateixa definició, el tipus d'interès natural ens ofereix un punt al qual cal esperar que convergeixin els tipus d'interès, ja que representa el nivell dels tipus en què el funcionament de l'economia és sostenible. Així mateix, el tipus d'interès natural depèn de les característiques estructurals de l'economia i és determinat per tots els factors que afecten l'oferta i la demanda. Així, tal com ho hem vist en una anàlisi anterior,<sup>2</sup> els canvis estructurals relacionats, per exemple, amb els hàbits d'estalvi de les llars, amb les dinàmiques demogràfiques o amb el creixement de la productivitat tenen un impacte en el tipus d'interès natural.

### Tipus d'interès natural real



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Holston, Laubach i Williams (2017).

Un dels problemes del tipus d'interès natural és que no és directament observable en les dades. Així i tot, és possible estimar-lo a partir de models i de tècniques estadístiques, tot i que totes aquestes aproximacions estan subjectes a un grau d'incertesa considerable.<sup>3</sup> Una de les metodologies de referència és la de Holston *et al.* (2017),<sup>4</sup> les estimacions de la qual reproduïm al gràfic annex i en les quals s'observa una caiguda sostinguda i generalitzada dels tipus d'interès naturals a les principals economies avançades.

### Factors globals de les fluctuacions i del declivi dels tipus naturals

El fort comoviment entre els tipus d'interès que s'observa al gràfic ha empès molts economistes a concloure que hi ha factors globals que justifiquen les fluctuacions i el declivi dels tipus naturals.<sup>5</sup> Efectivament, les principals causes que expliquen aquesta caiguda sostinguda són la pèrdua de dinamisme de la productivitat, l'envelliment de la població i l'escassetat d'actius segurs, fenòmens que s'observen de manera generalitzada a les principals economies avançades.

Més enllà de la naturalesa global d'aquestes forces, també cal tenir en compte que les economies nacionals no operen de manera aïllada. Els moviments dels tipus d'interès i les decisions dels bancs centrals tenen repercussions immediates en els mercats financers internacionals. En aquest sentit, la globalització els converteix en una corretja de transmissió de dinàmiques domèstiques d'economies clau, com els EUA o la zona de l'euro, que influeixen l'actuació dels bancs centrals i en determinen els tipus d'interès.

De fet, Rey (2015)<sup>6</sup> documenta l'existència de dinàmiques globals en els fluxos de capital, en el preu dels actius i en el creixement del crèdit i les anomena, a totes elles, «cicle financer global». A més a més, Rey mostra que un dels determinants del cicle financer

1. Vegeu l'article «Tipus d'interès baixos: fins quan?», al Dossier de l'IM02/2019.

2. *Ibidem*.

3. Vegeu l'article «La incertesa que suscita el tipus d'interès natural», en aquest mateix Dossier, per a una discussió sobre el paper i sobre les causes d'aquesta incertesa.

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

5. El consens sobre el fet que el declivi dels tipus d'interès és degut, si més no en part, a factors globals queda ben reflectit per la gran quantitat d'estudis que ho constaten. Entre aquests estudis, vegeu Holston, K., Laubach, T. i Williams, J. C. (2017), «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants», *Journal of International Economics*, 108, S59-S75; Jordà, O. i Taylor, A. M. (2019), «Riders on the Storm» (núm. w26262), National Bureau of Economic Research, i 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» (núm. w21162), National Bureau of Economic Research.

global és la política monetària d'economies com els EUA o la zona de l'euro, que exerceixen una posició central en el sistema financer internacional. Així, tendències que afecten més aquestes economies que la resta del món i que han pressionat a la baixa els seus tipus d'interès naturals (com l'envelliment de la població o la pèrdua de dinamisme de la productivitat) es poden haver transmès a la resta del món a través del cicle financer global i haver acabat convertint el declivi dels tipus d'interès naturals en un fenomen mundial.

Finalment, un cop constatada tant la presència d'un factor global en la caiguda dels tipus d'interès naturals com l'existència d'un cicle financer global, una altra hipòtesi plausible és que el propi cicle financer ens ajudi a entendre la dinàmica dels tipus d'interès naturals. Al capdavant, el cicle financer té un paper clau en l'economia, com s'ha analitzat a l'article [«El cicle financer: una eina imprescindible per entendre l'economia»](#), en aquest mateix Dossier. Aquesta és, precisament, la hipòtesi que explorarem al següent article, [«El cicle financer i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?»](#).

*Adrià Morron Salmeron*