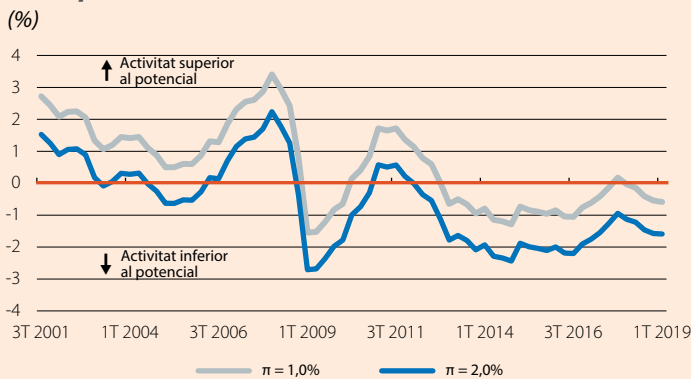


## La incertesa que suscita el tipus d'interès natural

El tipus d'interès d'equilibri o natural és una referència clau per determinar si la política monetària d'un banc central és acomodàcia (tipus oficials inferiors al natural) o restrictiva (tipus superiors al natural). No obstant això, un inconvenient del tipus natural és que no és directament observable en les dades, de manera que cal estimar-lo a partir de models econòmics. El problema és que els resultats de l'estimació depenen de quines variables s'incloguin en el model i de quines relacions s'assumeixin entre elles. Si s'ometen variables importants o si les relacions són incorrectes, la informació que ens aporta el tipus natural pot no ser del tot precisa. En altres paraules, l'estimació numèrica del tipus d'interès natural està envoltada d'una incertesa elevada.

L'article «[El cycle financier i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?](#)» és, en certa manera, una mostra d'aquesta incertesa, ja que exposa que la visió del tipus d'interès natural canvia quan enriqueim els nostres models amb el cycle financier. Continuem observant un declivi dels tipus, però més contingut i suau. De fet, la incertesa és elevada fins i tot dins un mateix model. Així ho il·lustra el marge d'error en l'estimació de referència per al tipus d'interès natural dels EUA realitzada per Holston *et al.* (2017).<sup>1</sup> Com es veu al primer gràfic, hi ha una clara tendència a la baixa, però no podem determinar el nivell del tipus natural amb gran precisió. De fet, aquesta imprecisió és un reflex de la incertesa que envolta les relacions tradicionals entre tipus d'interès, activitat i inflació, que serveixen per estimar el tipus d'equilibri, però que, a vegades, són fràgils i no sempre es compleixen en les dades.

### Bretxa de producció de la zona de l'euro: estimacions en diferents escenaris per a les expectatives d'inflació



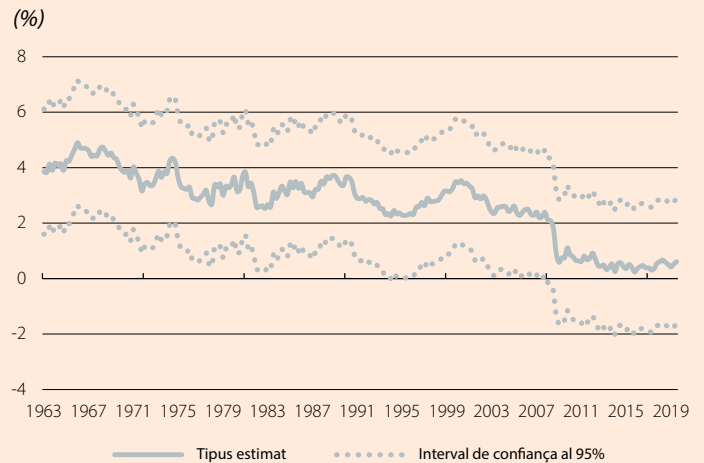
**Nota:** Estimacions basades en el model presentat a l'article «El cycle financier i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?», d'aquest mateix Dossier, tenint en compte el cycle financier i sota diferents supòsits inicials sobre quina és la inflació a llarg termini de la zona de l'euro.

**Font:** CaixaBank Research.

aspirem a assolir el 2% (inferirem que l'activitat té marge per recuperar-se i per pressionar més els preus) que en un món en què la inflació objectiu és de l'1% (en aquest cas, l'1,5% podria ser vist com una pressió excessiva sobre els preus i com un símptoma de sobreescalfament de l'activitat).

En segon lloc, sota el supòsit del 2%, a l'article «[El cycle financier i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?](#)», afirmàvem que la política monetària és més acomodàcia del que sembla quan tenim en compte el cycle financier (és a dir, obtenim un tipus

### EUA: incertesa sobre el tipus d'interès natural real



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

D'altra banda, també podem jugar amb les nostres pròpies estimacions per mostrar la inestabilitat dels resultats. En concret, el model per calcular el tipus d'interès natural requereix que l'ajudem amb supòsits inicials sobre les diferents variables que volem estimar. Una d'aquestes variables és la inflació que hauria de regir a llarg termini. Típicament, aquesta és del 2% (així ho indiquen els objectius d'inflació de la Fed i, a grans trets, del BCE), i nosaltres alimentem el model amb aquesta suposició raonable. Però podríem haver-li indicat una inflació a llarg termini inferior (per exemple, de l'1%). Els resultats no haurien necessàriament de canviar (el model revisa els nostres apriorismes amb les dades i podria concloure que, a llarg termini, la inflació és del 2%), però, en realitat, ho fan. En primer lloc, obtenim una bretxa de producció més elevada que amb el supòsit inicial del 2% per a la inflació a llarg termini (vegeu el segon gràfic). Les implicacions no són fútils: de manera intuïtiva, no és el mateix avaluar una inflació observada de l'1,5% en un món on

1. 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.

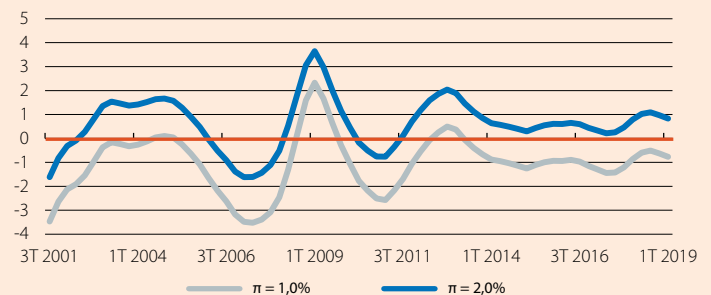
natural més alt). Però aquesta conclusió s'inverteix sota el supòsit d'una inflació a llarg termini de l'1%: l'últim gràfic mostra com, en l'actualitat, la diferència entre el tipus natural estimat amb el cycle financier i el tipus natural convencional (sense el cycle financier) és positiva sota el supòsit del 2% i negativa en l'escenari de l'1%.

La poca solidesa dels resultats la corroboren Beyer i Wieland (2019),<sup>2</sup> que també mostren que les estimacions del tipus natural són inestables i varien en resposta a petits canvis metodològics, com ajustos en les dades (canvis en la mostra temporal o utilització del producte nacional brut en lloc del PIB), diferents formes funcionals o, com acabem d'il·lustrar amb la inflació, diferents supòsits de partida.

En definitiva, el tipus d'interès natural és un concepte clau per a la política monetària, però la seva estimació està plena de mines. Què hem de fer? El debat està servit, i una anècdota simpàtica de la vida de Kenneth Arrow, Nobel d'Economia, planteja el dilema amb humor. Durant la Segona Guerra Mundial, una de les tasques d'Arrow era revisar les prediccions meteorològiques produïdes a un mes vista. En descobrir-ne la poca fiabilitat, va traslladar la seva preocupació als oficials superiors. La resposta: «El comandant general és plenament conscient de la ineficàcia de les prediccions. No obstant això, les necessita per motius de planificació».

### Tipus d'interès natural de la zona de l'euro: estimacions en diferents escenaris per a les expectatives d'inflació

Diferència entre el tipus que considera el cycle financier i el que no el considera en cada escenari d'inflació (p. p.)



**Nota:** Estimacions basades en el model presentat a l'article «El cycle financier i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?», d'aquest mateix Dossier, tenint en compte el cycle financier i sota diferents supòsits inicials sobre quina és la inflació a llarg termini de la zona de l'euro. Els valors positius corresponen a un tipus d'interès natural que considera el cycle financier superior al tipus natural que no ho fa.

**Font:** CaixaBank Research.

Adrià Morron Salmeron

2. Beyer, R. C. i Wieland, V. (2019), «Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates», Journal of International Money and Finance, 94, 1-14.