

Sobre la incertesa del tipus d'interès neutral

La intensificació de les pressions inflacionistes, en el context de la COVID-19 i de la invasió d'Ucraïna per part de Rússia, ha generat l'ajust més restrictiu en la política monetària dels països avançats des de la dècada de 1980, amb pujades de tipus oficials aproximadament de 300 p. b. i amb el final dels programes de compres netes d'actius.

Malgrat el que s'havia anunciat, la veritat és que encara hi ha molta incertesa sobre el nivell d'arribada dels tipus oficials, tant en el cicle de pujada actual com a llarg termini. A la zona de l'euro, el BCE ha anticipat que apujarà els tipus oficials fins a la «zona restrictiva», és a dir, per damunt del nivell que no estimularia ni contrauria l'economia, o tipus neutral, com se l'anomena de forma habitual. Per la seva banda, als EUA, s'estima que els tipus oficials ja es troben en aquests nivells restrictius, i s'espera que la Fed continuï apujant-los en els propers mesos, tot i que a un ritme menor.

Atès el paper de referència que té als mercats financers i en l'economia en general, en aquest Focus, ens preguntem què és i en quin nivell se situa el tan esmentat tipus neutral?

Estimacions dels tipus neutrals

Segons la teoria econòmica, el tipus d'interès neutral és el que equilibra la demanda agregada d'una economia amb la seva oferta agregada, o, en altres paraules, la taxa d'interès fixada pel banc central que permet que l'economia operi a plena ocupació i amb estabilitat de preus.

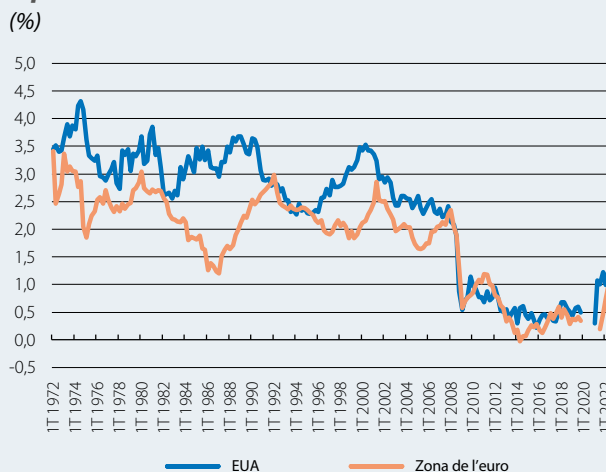
Aprofundint en aquesta definició, és oportú assenyalar que l'estabilitat de preus se sol associar, segons els estatuts dels bancs centrals als països avançats, amb una inflació que fluctui al voltant del 2,0% interanual. Així mateix, assolir la plena ocupació requeriria utilitzar tots els recursos disponibles en l'economia, o, el que és el mateix, que el PIB creixi segons el seu potencial a llarg termini i la bretxa de producció (*output gap* en anglès) sigui inexistent.

D'aquesta manera, la definició del tipus d'interès neutral està estretament vinculada amb la capacitat productiva de cada economia i, per tant, amb l'evolució dels factors de producció (com la mà d'obra, el capital o l'avanç tecnològic) que en determinen el creixement potencial.¹ Així, és d'esperar que els països amb un creixement potencial més elevat (per exemple, a causa d'una major innovació tecnològica o de dinàmiques demogràfiques més favorables) tinguin un tipus neutral més alt.

No obstant això, a diferència d'altres variables macroeconòmiques, el PIB potencial i, per consegüent, el tipus d'interès neutral no són observables, de manera que han de

1. Per a més informació sobre el PIB potencial i sobre els seus determinants, vegeu l'article «[PIB potencial i bretxa de producció: què mesuren i de què depenen?](#)», al Dossier de l'IM05/2013.

Tipus d'interès neutral real *



Nota: * A causa de l'extraordinària volatilitat del PIB real durant la COVID-19, no es mostren les estimacions entre el 1T 2020 i el 4T 2020 per als EUA i entre el 1T 2020 i el 2T 2021 per a la zona de l'euro.

Font: CaixaBank Research, a partir de Holston, K. et al. (2017).

ser estimats. Per als EUA, el votant mitjà del FOMC situa el tipus neutral (nominal) al voltant del 2,5%, tot i que amb un rang d'estimació entre el 2,3% i el 3,3%, segons les previsions més recents (*dot plot*).² Per la seva banda, els implícits dels mercats monetaris cotitzen un tipus (nominal) que convergeix cap al 3,0% a llarg termini. Aquestes estimacions, però, són lleugerament inferiors a les suggerides per un model utilitzat per la Fed de Nova York, conegut com Holston-Laubach-Williams (HLW), un model que permet recollir les fluctuacions a curt termini del tipus neutral real.³ Amb l'ús del codi obert d'aquest model,⁴ estimem que el tipus neutral real als EUA va tancar el 3T 2022 en l'1,4%, la qual cosa seria compatible amb un tipus nominal d'equilibri al voltant del 3,5% (vegeu el primer gràfic).

Per a la zona de l'euro, els membres del BCE han fet al·lusió a estimacions d'un tipus neutral (nominal) al voltant del 2,0%, tot i que la presidenta Christine Lagarde ha advertit sobre l'elevat nivell d'incertesa a l'hora d'estimar-lo. De fet, algunes veus dins el Consell de Govern han assenyalat que és probable que el tipus neutral hagi augmentat enguany, la qual cosa reflecteix una bretxa de producció positiva davant el desequilibri entre demanda i oferta en el context de la guerra a Ucraïna. En aquesta línia, els implícits als mercats monetaris cotitzen un tipus nominal a llarg termini que convergeix al voltant del 2,5%.

2. Vegeu el «Summary of Economic Projections» del desembre del 2022.

3. Aquest model utilitza un filtre de Kalman a partir d'estimacions del creixement potencial i de la bretxa de producció. El model utilitza com a punt de partida sèries trimestrals del PIB real, de la inflació subjacent i dels tipus d'interès monetaris. Per a més detalls, vegeu Holston, K., Laubach, T. i Williams, J. (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics*.

4. Vegeu <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.

Per comprovar aquesta hipòtesi, repliquem el model HLW per a la zona de l'euro, prenent com a base l'algorisme publicat per la Fed. El model suggereix que, a la zona de l'euro, el tipus neutral real ha pujat des d'aproximadament el 0,0% en el període previ a la pandèmia fins a l'1,0% en el 3T 2022 (vegeu el primer gràfic), coherent amb un tipus nominal d'equilibri del 3,0%. Segons aquest model, l'*output gap* en l'economia de l'euro s'ha anat ampliant i s'ha situat al voltant del 3,0% del PIB potencial en el 3T 2022, el màxim des de l'inici de la sèrie (1972).

Però: equilibri a curt o a llarg termini?

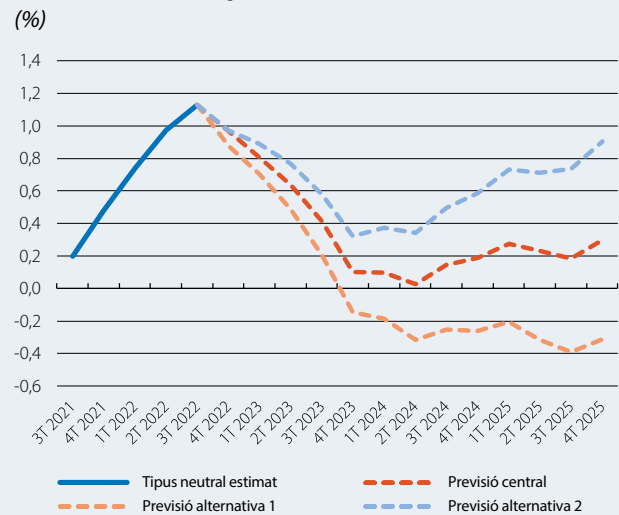
Així com ho assenyalen els seus autors, la utilitat del model HLW es basa en la seva capacitat d'estimar per a cada període el nivell del tipus neutral real que seria necessari per equilibrar l'oferta i la demanda agregada. És a dir, el tipus d'interès real on, en teoria, el PIB operaria en el seu potencial (bretxa de producció = 0) i amb estabilitat de preus.

No obstant això, més que operar segons el seu potencial, les economies tendeixen a fluctuar al compàs del cicle econòmic, amb períodes on s'absorbeix la capacitat inutilitzada i es creix per damunt del potencial i amb altres períodes on succeeix el contrari. En aquest sentit, l'estimació d'un tipus neutral relativament elevat enguany per als EUA i per a la zona de l'euro indicaria la taxa d'interès necessària per tancar el desequilibri entre l'oferta i la demanda i frenar, així, les pressions alcistes sobre els preus. No ens hauria de sorprendre que, en aquest context, els bancs centrals hagin decidit incrementar els tipus de forma tan contundent.

Ara bé, malgrat que aquestes estimacions són particularment útils per entendre les mesures de política monetària en el context actual, la veritat és que, en temps tan volàtils, no són indicatives del tipus d'interès d'equilibri a llarg termini, quan el creixement econòmic convergeixi cap al seu potencial. De fet, en estendre les estimacions utilitzant les previsions que tenim en compte per a la zona de l'euro (creixement, inflació i tipus d'interès), el model suggeriria que el tipus real d'equilibri convergiria cap al rang del 0,0%-0,5%, és a dir, entre el 2,0% i el 2,5% en termes nominals.

El factor clau en aquestes estimacions és el que s'assumeixi sobre l'evolució del creixement potencial, i aquest, al seu torn, recull supòsits sobre la força laboral (demografia i participació al mercat laboral), sobre l'estoc de capital (i, per tant, la inversió) i sobre la innovació tecnològica, entre altres factors. Així, en un escenari alternatiu on el creixement potencial és la meitat en comparació amb la nostra previsió central (el 0,6% versus l'1,2%), a causa, per exemple, d'una destrucció permanent en el capital físic o d'una taxa de participació laboral estructuralment inferior, el tipus neutral real se situaria al voltant del -0,3%, és a dir,

Zona de l'euro: tipus d'interès neutral real *



Notes: * L'escenari de previsió central és compatible amb les previsions de creixement, d'inflació i de tipus d'interès que tenim en compte per a la zona de l'euro. Els escenaris alternatius 1 i 2 assumeixen que el creixement potencial és la meitat (el 0,6%) i 1,5 vegades major (l'1,8%), respectivament, que el coherent amb les nostres previsions (l'1,2%).
Font: CaixaBank Research, a partir de Holston, K. et al. (2017) i de previsions pròpies per a la zona de l'euro.

l'1,7% en termes nominals. En contrast, un creixement potencial 1,5 vegades major (l'1,8% versus l'1,2%), produït, per exemple, d'un desenvolupament tecnològic més intens o de reformes estructurals de més envergadura, comportaria un tipus neutral més elevat (vegeu el segon gràfic).

En definitiva, el tipus d'interès neutral és un indicador de referència en l'orientació de la política monetària, en l'evolució dels mercats financers i, en general, en la formació d'expectatives dels agents econòmics. La seva estimació, però, està envoltada d'una enorme incertesa, vinculada, entre altres múltiples factors, a supòsits sobre l'evolució de la capacitat productiva de cada economia. Ara com ara, l'entorn econòmic ha provocat que el tipus neutral se situï en cotes més elevades que les observades en els últims anys. Més endavant, però, el nivell on convergeixi dependrà de l'optimisme que cadascú pugui tenir sobre les perspectives i sobre l'estructura del creixement a llarg termini.

Eduard Llorens i Jimeno i Antonio Montilla