

El cycle financer i l'era dels tipus d'interès baixos: canvi de narrativa?

El cycle financer exerceix un paper clau en el funcionament de l'economia, com hem vist als articles anteriors d'aquest Dossier. Però quines són les conseqüències concretes de la relació entre el cycle financer i l'econòmic? Tot seguit analitzem les implicacions per a una de les relacions macrofinanceres clau: la que existeix entre el cycle financer i els tipus d'interès d'equilibri.

Hi ha un ampli consens entre els economistes sobre el fet que les transformacions de fons, com l'envelliment de la població o la pèrdua de dinamisme de la productivitat, han provocat una caiguda dels tipus d'interès d'equilibri o naturals.¹ Segons aquest consens, en la mesura que aquesta caiguda és estructural, la política monetària s'ha d'adaptar i, en moments de feblesa econòmica, ha d'utilitzar noves eines per relaxar les condicions financeres (com les compres d'actius o l'anomenada *forward guidance*). No obstant això, aquesta visió s'ha construït i ha guanyat protagonisme sense tenir en compte el paper del cycle financer. A continuació, inspirats en l'anàlisi que Juselius *et al.* (2017)² van realitzar per als EUA, estudiem com canvia la narrativa de «l'era dels tipus d'interès baixos» a la zona de l'euro quan el cycle financer entra a formar part de l'equació.

La narrativa dominant i el seu gran absent: el cycle financer

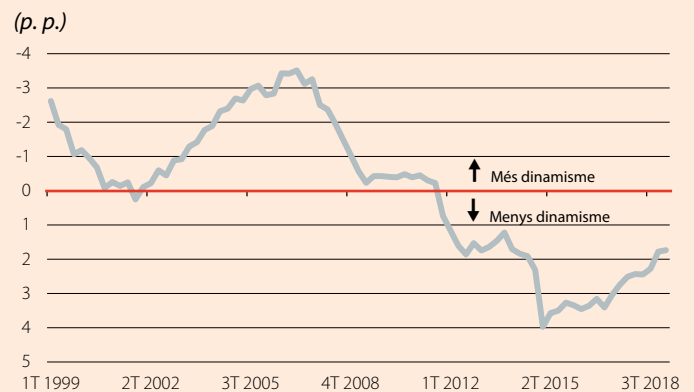
El tipus d'interès natural és la referència clau per fixar una política monetària acomodaticia (tipus inferiors al natural) o restrictiva (tipus superiors al natural). La dificultat per als bancs centrals rau en el fet que aquest tipus no és observable. Però és possible inferir-lo si examinem l'economia amb deteniment: quan el creixement econòmic va acompanyat d'un augment de la inflació, les pressions sobre els preus ens suggereixen que l'economia creix per damunt de les seves capacitats o del seu potencial, de manera que podem deduir que la política monetària és massa laxa, és a dir, que el tipus d'interès fixat és inferior al natural (i viceversa). Aquesta senzilla relació entre activitat, inflació i tipus d'interès és la que, a grans trets, justifica les estimacions que mostren una caiguda generalitzada i sostinguda dels tipus d'interès naturals a les principals economies avançades.³ Però què passa si aquesta relació és incorrecta (per exemple, perquè dona massa pes al vincle inflació-activitat) o incompleta (perquè omet dinàmiques rellevants)?

En els anys previs a la Gran Recessió, l'activitat de la zona de l'euro exhibia un dinamisme notable, que, sota el prisma d'una inflació estable i propera al 2%, hauria d'haver estat sostenible. En retrospectiva, sabem que no va ser així, sinó que el creixement va ser alimentat per una forta expansió del crèdit. Així mateix, en els últims anys, s'ha constatat un afebliment del vincle entre activitat i inflació, la qual cosa suggereix que, en l'actualitat, les dinàmiques dels preus ens donen menys informació sobre la sostenibilitat del creixement. Per tant, aquestes experiències ens aconsellen complementar la relació activitat-inflació-tipus d'interès amb l'anàlisi de l'estat del cycle financer: si no l'incorporem (i no se sol incorporar en les estimacions més conegudes del tipus natural), la nostra única font d'informació per a la sostenibilitat del creixement seria la inflació i, a més a més, atribuiríem les fluctuacions de l'activitat només a canvis de política monetària.

Tipus d'interès d'equilibri i cycle financer: una incursió empírica

Per descobrir com canvia l'estimació del tipus d'interès natural de la zona de l'euro amb el cycle financer, hem d'assignar un paper al cycle financer dins el trinomi inflació-activitat-tipus d'interès. Com hem vist més amunt, la visió clàssica del trinomi té dues potes: la relació inflació-activitat, d'una banda, i el vincle activitat-tipus d'interès, de l'altra. Per incorporar el cycle financer a l'anàlisi, mantindrem la primera pota intacta i l'afegirem a la segona.⁴ És a dir, hi haurà dues possibles explicacions a les desviacions de

Zona de l'euro: indicador del cycle financer *



Nota: * Desviació en relació amb la mitjana històrica de la ràtio entre el crèdit al sector privat no financer i els actius no financers totals d'aquest sector. Com a Juselius *et al.* (2017), els valors negatius (positius) en l'expansió (recessió) reflecteixen que els preus dels actius creixen (cauen) més ràpidament que el crèdit.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu i del Banc de Pagaments Internacionals.

1. El tipus d'interès natural és el que equilibra la demanda i l'oferta d'estalvi i permet que l'activitat creixi en línia amb el potencial de l'economia i amb una inflació estable. Vegeu l'article «La caiguda secular dels tipus d'interès: una dinàmica global», en aquest mateix Dossier. A més a més, presentem una anàlisi completa del tipus natural i de les causes del seu declivi al Dossier «El futur de les condicions financeres: canvi de paradigma?», a l'IM02/2019.

2. Juselius, M. *et al.* (2017), «Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates», *International Journal of Central Banking*. Agraim a Mikael Juselius que compartís amb nosaltres una versió del codi amb què van desenvolupar l'anàlisi econòmica.

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

4. Analíticament, representem la inflació, l'*output gap* i el cycle financer amb π_t , \tilde{y}_t , \tilde{lev}_t i inferim el tipus natural r^* de l'estimació del següent sistema d'equacions, amb dades per a la zona de l'euro entre el 1999 i l'actualitat:

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

La primera equació ens permet inferir l'*output gap* a partir de la inflació observada i la segona ens permet inferir el tipus natural a partir de l'*output gap* i del cycle financer observat. És a dir, reproduïm amb dades de la zona de l'euro l'exercici que Juselius *et al.* (2017) han dut a terme per als EUA. La descripció completa de la metodologia estadística es pot trobar al seu article, on es presenta el sistema complet, que és una mica més extens (per exemple, s'hi desenvolupa el paper de la càrrega del deute, \tilde{dsr} , que aquí no detallem). Per estimar r^* en absència del cycle financer, imposarem $\beta_{lev} = 0$ i ignorem la tercera equació.

l'activitat del seu potencial: fins a quin punt es acomodàcia o restrictiva la política monetària (això ve determinat per la diferència entre el tipus d'interès real observat i el tipus natural) i l'estat del cycle financer.

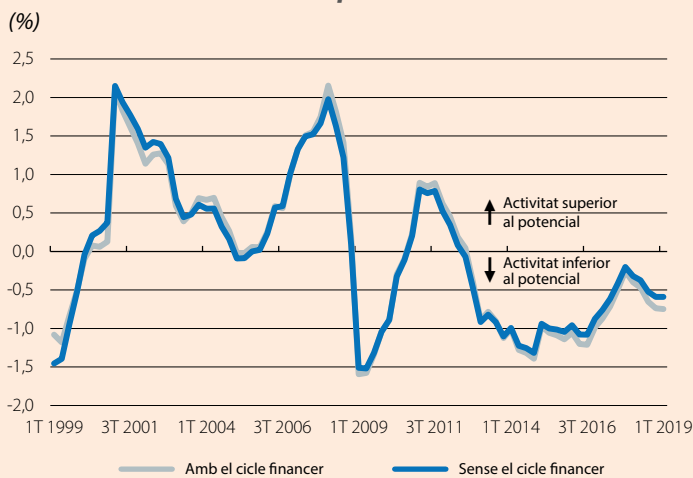
Com mesurem el cycle financer de la zona de l'euro? Atès que reproduïm les estimacions del tipus d'interès natural dels EUA de Juselius *et al.* (2017), ens basarem en el mateix indicador que utilitzen aquests autors: el palanquejament del sector privat no financer.⁵ Com ho mostra el primer gràfic, aquest indicador dibuixa un cycle raonable per a la zona de l'euro: el cycle financer va viure una fase d'expansió el 2002-2008, seguida d'una correcció després de les crisis financera i de deute sobirà, i, en els últims anys, s'ha recuperat arran de la consolidació de la recuperació econòmica.

Com canvia la història?

La nostra reestimació del tipus d'interès natural de la zona de l'euro (vegeu els detalls tècnics a la nota al peu número 4) mostra que el cycle financer importa. De fet, el missatge és semblant al que ofereixen Juselius *et al.* (2017) per als EUA: el tipus d'interès natural continua mostrant una tendència a la baixa quan es té en compte el cycle financer (la qual cosa confirma la visió de consens entre els economistes), però el seu declivi és menor i més suau (vegeu el segon gràfic).⁶

Per entendre com canvia l'estimació del tipus natural amb i sense el cycle financer, cal fer un pas enrere i observar quelcom que, a primera vista, pot semblar contradictori: al tercer gràfic, veiem que la bretxa de producció de la zona de l'euro (és a dir, la distància entre el creixement observat i el seu ritme potencial) que estimem en els dos casos és molt semblant. No obstant això, en realitat, és raonable que la bretxa de producció sigui semblant: el cycle financer no té un paper directe en la relació inflació-activitat, ja que no hem modificat la primera pota del trinomi.⁷

Zona de l'euro: bretxes de producció

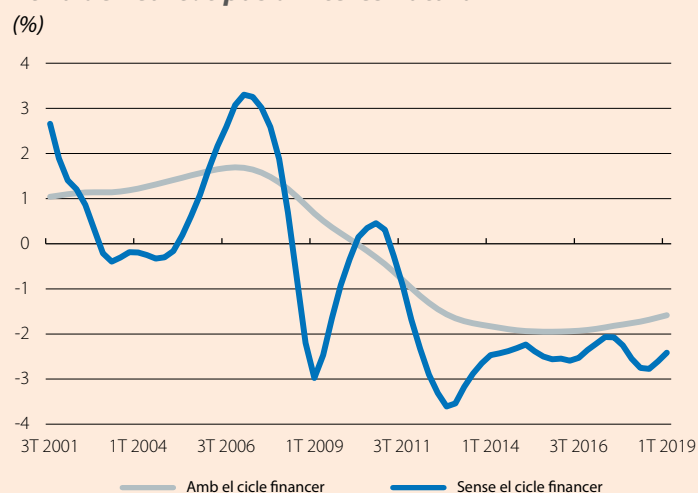


Nota: S'han normalitzat les dues sèries perquè tinguin mitjana igual a 0 i desviació estàndard igual a 1.
Font: CaixaBank Research.

rem el cycle financer). De l'altra, en els últims anys, el cycle financer continua en fase de recuperació. Per aquest motiu, observem un tipus d'interès natural més alt en aquest període, que ens assenjala que la política monetària ha estat més expansiva, la qual cosa ha compensat el menor impuls del cycle financer.

En definitiva, el cycle financer ens ajuda a tenir una visió més rica i més matisada del comportament del tipus d'interès natural. Malgrat que aquest últim manté una tendència a la baixa tant als EUA com a la zona de l'euro, veiem importants diferències de nivell, la qual cosa planteja la qüestió sobre fins a quin punt els bancs centrals han calibrat bé els tipus d'interès de referència. Això convida a reflexionar sobre el rumb de la política monetària, tema al qual dediquem el següent article d'aquest Dossier.

Zona de l'euro: tipus d'interès natural



Font: CaixaBank Research.

Font: CaixaBank Research.

Per entendre com canvia l'estimació del tipus natural amb i sense el cycle financer, cal fer un pas enrere i observar quelcom que, a primera vista, pot semblar contradictori: al tercer gràfic, veiem que la bretxa de producció de la zona de l'euro (és a dir, la distància entre el creixement observat i el seu ritme potencial) que estimem en els dos casos és molt semblant. No obstant això, en realitat, és raonable que la bretxa de producció sigui semblant: el cycle financer no té un paper directe en la relació inflació-activitat, ja que no hem modificat la primera pota del trinomi.⁷ D'altra banda, la gran diferència es troba en els factors que mouen la bretxa de producció: si ignorem el cycle financer, les seves fluctuacions s'han de transmetre plenament al tipus natural (això explica que sigui més volàtil en ignorar-lo). Per exemple, si ignorem el cycle financer, la doble recessió de la zona de l'euro (2008-2009 i 2011-2013) es trasllada a una forta i doble caiguda del tipus natural. En canvi, quan tenim en compte el cycle financer, veiem que aquest explica una part important de la doble recessió i que la caiguda del tipus natural al llarg de la crisi és molt més gradual.

A més a més, hi ha dos períodes interessants més en què, en tenir en compte el cycle financer, descobrim que el tipus d'interès natural era més alt del que aparentava. D'una banda, en els anys 2002-2005, no solament l'activitat va experimentar una expansió pròspera (la qual cosa, aïlladament, ja apunta a una política monetària acomodàcia): també ho va fer el cycle financer, la qual cosa ens indica que la política monetària va ser, fins i tot, més acomodàcia del que podíem pensar (això es veu reflectit en un tipus natural més elevat quan considerem el cycle financer).

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

5. En concret, utilitzem la ràtio entre el crèdit al sector privat no financer i el valor dels actius no financers d'aquest sector (en la seva desviació en relació amb la mitjana històrica).

6. Els tipus d'interès naturals presentats en aquest article per a la zona de l'euro difereixen dels de Holston *et al.* (2017) recollits a l'article «La caiguda secular dels tipus d'interès: una dinàmica global» d'aquest Dossier. Això reflecteix petites diferències metodològiques entre els dos mètodes i il·lustra la incertesa sobre aquestes estimacions, un aspecte en què aprofundim en l'últim article d'aquest Dossier, «La incertesa que suscita el tipus d'interès natural».

7. El rol informatiu de la inflació podria haver canviat en incloure el cycle financer si les noves estimacions apuntessin a valors molt diferents per a α_v . No obstant això, en les nostres estimacions, α_v no canvia de forma substancial.