

L'era dels tipus d'interès baixos

Els tipus d'interès de referència mai no s'havien situat en cotes tan baixes durant tant de temps. Sembla que aquest fenomen, que és generalitzat entre països, continuarà durant un llarg període de temps. Estem immersos en una nova era, la dels tipus d'interès baixos, i, en paral·lel a aquest canvi, poden aparèixer nous riscos.

Per exemple, les expectatives de tipus d'interès implícites en les cotitzacions dels actius financers mostren que l'entorn de tipus d'interès baixos continuarà. S'espera que el BCE comenci a apujar el tipus d'interès de referència en els propers trimestres, però, segons els mercats, ho farà a un ritme tan lent que, d'aquí a cinc anys, encara es mantindrà per sota de l'1%. Als EUA, sembla que el cicle de pujades de tipus arriba al final. De fet, en aquest cas, els mercats ja no descarten que la Fed abaixi tipus l'any vinent. Si aquest escenari s'acaba complint, el tipus d'interès de referència de la Fed s'haurà mantingut per sota del 2,5% durant més de 15 anys. En comparació, entre el 1960 i el 2000, el *fed funds rate* no es va situar mai per sota del 2,5%.

Aquest canvi d'era és el resultat d'una millor gestió de la política monetària, que ha permès mantenir taxes d'inflació més baixes, i d'una transformació econòmica i social profunda, estructural, vinculada, sobretot, a l'envelliment de la població i al progrés tecnològic. Aquests fenòmens ja fa anys que operen i, en pressionar a l'alça l'estalvi i deprimir la propensió a invertir, han fet que els tipus d'interès que equilibren l'oferta i la demanda d'estalvi hagin anat baixant. En els articles del Dossier, analitzem amb deteniment aquests factors i el seu impacte sobre els tipus d'interès.

Els riscos associats a aquest nou entorn de tipus d'interès no són menors. De tots, destaca l'augment de la pressió política sobre els bancs centrals perquè duguin a terme una política monetària més acomodaticia. En última instància, es podria acabar qüestionant la independència dels bancs centrals. Les interpel·lacions constants de Trump a la Fed perquè freni l'augment de tipus en són una bona mostra.

La compra de deute públic per part dels principals bancs centrals va ajudar a contenir l'impacte de la crisi econòmica i financera, però també va canviar les regles del joc. *A priori*, per lluitar de forma excepcional contra una crisi sense precedents. Però, en el nou entorn de tipus d'interès baixos, és probable que els bancs centrals hagin de tornar a recórrer a aquesta eina per estimular l'economia. La Fed ja ha anunciat que mantindrà al balanç una gran part del deute públic que va comprar. El BCE també ha deixat clar que mantindrà la dimensió actual del balanç, com a mínim, uns anys més.

En aquest context, la temptació d'exigir a les autoritats monetàries més estímuls serà difícil de resistir, en especial atesos els elevats nivells de deute públic a la majoria d'economies desenvolupades, que fan que l'impacte d'un augment dels tipus sobre les arques públiques sigui ara molt més gran. A això cal afegir les demandes creixents d'un suposat «aprofundiment democràtic» de totes les institucions.

No obstant això, cal recordar que la independència dels bancs centrals, juntament amb la fixació d'uns objectius raonables, ha permès una de les eres de major estabilitat i progrés econòmic. La seva independència ha estat imprescindible per evitar que acabessin finançant directament la despesa pública, la qual cosa sol provocar períodes d'hiperinflació i, en última instància, profundes crisis econòmiques, financeres i socials. El cas de Veneçuela n'és un bon exemple. Així mateix, aquest disseny institucional ha propiciat que les eines utilitzades per aconseguir un creixement econòmic sostingut i inclusiu hagin estat, com ha de ser, la política fiscal i les anomenades polítiques d'oferta.

En l'era dels tipus d'interès baixos, els bancs centrals hauran de prendre decisions molt compromeses. Serà llavors quan es posarà de manifest la importància que siguin independents. Podrem resistir la temptació?

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia
i Mercats Financers
31 de gener de 2019