

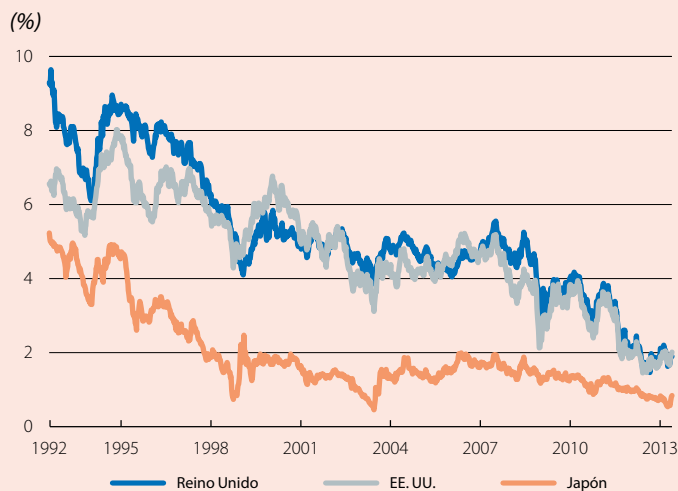
LA INVERSIÓN, CLAVE PARA EL CRECIMIENTO

¿Por qué son tan bajos los tipos de interés reales a nivel global?

A lo largo de las últimas décadas, los tipos de interés internacionales se han orientado a la baja, hasta alcanzar en la actualidad niveles inusualmente reducidos. La persistencia e intensidad del descenso han sorprendido a inversores, responsables de política económica y académicos. *A posteriori* se han ido elaborando diversas explicaciones plausibles para las distintas fases que ha atravesado el proceso, pero lo cierto es que los repetidos pronósticos de cambio a una tendencia alcista sostenida de los tipos se han incumplido una y otra vez. De hecho, en estos momentos la opinión de consenso vuelve a apuntar en la dirección ascendente, lo que invita a repasar la experiencia acumulada tanto en el plano conceptual como en el empírico.

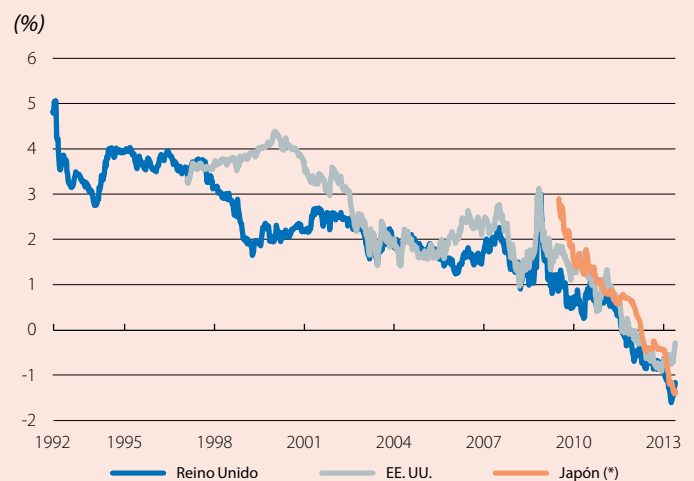
Una consideración inicial es importante: la tendencia bajista relevante se refiere a los tipos de interés reales libres de riesgo. Es decir, detrayendo la compensación por la inflación esperada así como la prima de riesgo crediticio. Desde mediados de los años ochenta, buena parte del descenso de los tipos nominales obedece a la disminución de las expectativas de inflación, que a su vez tiene como factor explicativo básico la credibilidad creciente de los bancos centrales en relación con sus objetivos de estabilidad de precios. En cualquier caso, la evolución de los tipos nominales ha recogido también, en especial desde principios de los noventa, una reducción muy significativa del componente real, y es precisamente ahí donde han surgido las sorpresas y se abren los interrogantes de futuro. Por su parte, la prima de riesgo crediticio está siendo clave, por ejemplo, en el ámbito de la crisis de la deuda e institucional de la eurozona, dando pie a un notable aumento de los tipos de interés en los países periféricos. No obstante, los de los bonos soberanos de países considerados seguros (como EE. UU., Japón, Reino Unido, Canadá, Alemania y otros) han mantenido la senda descendente, lo que sugiere la presencia de factores comunes.

Yields nominales de la deuda soberana a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Yields reales de la deuda soberana a 10 años



Nota: (*) Yield real a seis años.

Fuente: Bloomberg.

Cuando en 2007 empezó la crisis financiera, ya hacía tiempo que se había abierto un debate muy animado sobre las causas del descenso de los tipos reales en los países desarrollados. Se habían postulado dos líneas argumentales básicas. Una aludía a la existencia de un exceso relativo de ahorro a nivel global. La otra ponía el foco en la laxitud de las políticas monetarias, en particular por parte de la Reserva Federal (Fed). Por desgracia, alrededor de este elemento afloraron dosis elevadas de ideología política, enturbiando en ocasiones el examen objetivo de los hechos. Con la perspectiva que da el tiempo, tanto los argumentos conceptuales como los estudios empíricos parecen dar apoyo a la hipótesis de la superabundancia relativa de ahorro (*saving glut*). Precisamente el hoy presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, realizó uno de los análisis más convincentes al respecto, diseccionando la poderosa influencia de las decisiones de ahorro e inversión a lo ancho del globo sobre la curva de tipos reales en los países desarrollados. De su enfoque se desprende que la gestión por parte de la Fed del tipo oficial (que es el tipo nominal de muy corto plazo) no tuvo más que un papel secundario y subsidiario, en el sentido de acomodar las dinámicas en las variables reales.

Diversos factores, unos mejor y otros peor identificados, contribuyeron a generar las condiciones de ahorro abundante e inversión escasa, en un mundo con mercados de capitales crecientemente integrados. El aumento del precio del petróleo transfirió

rentas hacia los países productores, que suelen tener tasas de ahorro elevadas, en especial los de la región del Golfo. En Europa y Japón, la demografía y el envejecimiento de la población impulsaban también el ahorro de las familias con vistas a la jubilación. Más enigmático, pero no por ello menos relevante, la inversión empresarial se mostraba tímida. Posiblemente los desarrollos más llamativos tuvieron lugar en la pujante Asia, aparentemente como reacción defensiva tras las traumáticas crisis financieras de los noventa. De entrada, los Gobiernos de la región aumentaron el ahorro por motivos de precaución y en consonancia con su estrategia mercantilista, acumulando reservas que se invertían en bonos de EE. UU. y otros países desarrollados. A continuación, el sector privado también elevó el ahorro (máxime en ausencia de un estado del bienestar que aportara seguridad) a la vez que moderaba la inversión. Todo ello en un contexto de pobre desarrollo de los mercados financieros y los marcos jurídicos locales, lo que empujaba a dirigir los recursos hacia activos financieros occidentales, que se percibían seguros y líquidos, dando pie a la denominada escasez de activos seguros (*safe assets shortage*).

Sobre este panorama de fondo, las dinámicas que siguieron a la crisis financiera iniciada en 2007 con las hipotecas *subprime*, la posterior escalada post-Lehman, y la deriva en la crisis de la eurozona, no hicieron sino prolongar la senda bajista de los tipos reales. Entraron en juego factores adicionales y otros se reforzaron. Primero, la propia desaceleración económica global en un contexto de necesidad inexorable de desapalancamiento para numerosos agentes económicos, forzando el aumento del ahorro de unos y la contención de la inversión de otros. Segundo, la presencia de disfunciones en el sistema financiero, especialmente en los canales de financiación de las pymes, constriñendo su demanda de inversión. Tercero, una mayor aversión al riesgo general, ante la elevada incertidumbre macroeconómica reinante y la persistente inestabilidad financiera. Términos como *flight to quality* o *safe haven demand* han constituido el mantra inversor durante los años duros de la crisis, empujando al alza el precio de los bonos soberanos de elevada calidad y a la baja el tipo de interés.

En los últimos dos años algunos de estos factores han ido remitiendo y, sin embargo, los tipos reales han descendido todavía más. EE. UU. y los países emergentes han ido recuperando el pulso económico y la calma financiera, e incluso en la eurozona parece quedar atrás lo peor de la crisis. La inversión empresarial se está recuperando en EE. UU., mientras que los déficits públicos siguen siendo muy elevados en el conjunto de economías desarrolladas. Por su parte, activos financieros de riesgo como las acciones o los bonos basura han mejorado su cotización, en un clima de renovado apetito de los inversores. De hecho, han vuelto las advertencias de una excesiva asunción de riesgos en el conjunto del sistema. Sin embargo, los tipos nominales y reales no están aumentando. En este periodo parece que la explicación se encuentra en las actuaciones no convencionales de los bancos centrales, primero y ante todo la Fed, y más recientemente el Banco de Japón. Dos medidas han demostrado capacidad de afectar al conjunto de la curva de tipos reales: la política de comunicación (*forward guidance*) y la expansión cuantitativa o compra directa de bonos (*quantitative easing*). La primera modifica la senda esperada del tipo oficial real a corto por los agentes, en la medida que el banco central sea creíble y concreto. La segunda incide sobre la prima temporal (que es la remuneración extra que exige el inversor por adquirir bonos de largo plazo en lugar de ir reinvertiendo en instrumentos de corto plazo). Combinadas tienen un efecto significativo, que se extiende más allá del país que la aplica.

En definitiva, se diría que durante años hemos asistido a una cadena de tormentas perfectas que se han conjurado para impulsar persistentemente los tipos reales a la baja, encadenando *saving glut*, *safe asset shortage*, *flight to quality* y *quantitative easing*. Sin duda, los análisis prospectivos deben tener en cuenta estos elementos, pero visto lo visto, merece la pena dejar espacio para aventurar qué factor sorpresa nos puede deparar la economía global y frustrar una vez más el vaticinio de tipos reales al alza.

Departamento de Mercados Financieros
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"