

Tipos de interés en mínimos: ¿maldición o bendición?

Las últimas decisiones del Banco Central Europeo sitúan a todas las principales economías avanzadas en un entorno de bajísimos tipos de interés nominales. El fenómeno, además, afecta no solo a los tipos de interés monetarios, a plazos inferiores a un año, sino que se traslada a toda la curva de tipos, de tal modo que los bonos a diez años de deuda soberana de alta calidad están entre el 1% y el 2,5%. Esta curva de tipos nos indica que los inversores están anticipando un largo periodo de tipos de interés bajos en los mercados monetarios.

Si a los tipos nominales les descontamos las expectativas de inflación para el plazo correspondiente, obtenemos los tipos reales. A pesar de que las expectativas de inflación son reducidas, el bajo nivel de los tipos nominales comporta que los reales se sitúen en tasas negativas, especialmente los plazos más cortos.

En el Dossier de este *Informe Mensual* se examinan las principales explicaciones de cómo hemos llegado hasta aquí, así como lo que ello implica para algunos de los principales mercados de activos. El debate sobre las causas es de enorme importancia. Sin un buen diagnóstico es muy difícil, por no decir imposible, que las políticas económicas sean acertadas.

Para plantearlo sucintamente, en la polémica sobre las causas se enfrentan dos visiones. La primera, encabezada por economistas de corte keynesiano, argumenta que el exceso de ahorro global ha conducido a una situación en la que el equilibrio de las economías occidentales (entendido como la existencia de demanda suficiente para conseguir el pleno empleo) solo es posible si los tipos de interés reales son negativos. Como dicho equilibrio no es fácil de conseguir exclusivamente con la política monetaria (los tipos nominales no bajan de cero y es difícil y peligroso generar expectativas de inflación más alta), estos economistas argumentan que la solución es el impulso por parte de la política fiscal. Además, se arguye, el entorno de tipos bajos facilita la financiación del déficit resultante, que, por otra parte y según ellos, no sería muy importante puesto que la expansión de la economía que se obtendría también generaría una mejora de los ingresos.

La visión alternativa la aportan los economistas denominados neoclásicos. Estos consideran que los tipos de interés extremadamente bajos, con los que la política monetaria convencional ha agotado su margen de actuación, son el resultado de muchos años, al menos dos décadas, durante los cuales las políticas monetarias han sido excesivamente laxas, lo que ha provocado un crecimiento económico por encima del verdadero potencial de las economías, y ha generado al mismo tiempo niveles de endeudamiento preocupantes. Según este análisis, las mejoras del nivel de vida de la población se basaron en el endeudamiento creciente y no en la generación de más producción y riqueza. Estas políticas han provocado, por un lado, burbujas especulativas y crisis financieras recurrentes, la última con enorme impacto en la economía real. Y, por otro, han conducido a la política monetaria a un callejón sin salida que ha obligado a entrar en el incierto terreno de la política monetaria no ortodoxa, con la compra directa de deuda pública por parte de los bancos centrales. Algo denostado hace pocos años.

Esta segunda visión alerta del activismo de las políticas económicas de demanda, que estarían en la raíz del problema. Desde esta perspectiva, el sistema político de las democracias modernas es incapaz de soportar el largo periodo de bajo crecimiento y desendeudamiento que la situación actual requiere, y la inyección de nuevos estímulos, o la continuación de los actuales, siembra la semilla de futuros episodios de grave inestabilidad económica y financiera. En definitiva, los tipos de interés excepcionalmente bajos plantean un grave dilema a la política económica. Son, al mismo tiempo, una bendición y una maldición.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de agosto de 2014