

## La era de los tipos de interés bajos

Nunca los tipos de interés de referencia se habían situado en cotas tan bajas durante tanto tiempo. Este fenómeno, que está siendo generalizado entre países, tiene visos de continuar durante un largo periodo de tiempo. Estamos inmersos en una nueva era, la de los tipos de interés bajos y, junto a este cambio, pueden aparecer nuevos riesgos.

Que el entorno de tipos de interés bajos tiene visos de continuar lo muestran, por ejemplo, las expectativas de tipos de interés implícitas en las cotizaciones de los activos financieros. Se espera que el BCE empiece a subir el tipo de interés de referencia en los próximos trimestres, pero, según los mercados, lo hará a un ritmo tan lento que dentro de cinco años todavía se mantendrá por debajo del 1%. En EE. UU., el ciclo de subidas de tipos parece que está llegando a su fin. De hecho, en este caso, los mercados ya no descartan que la Fed baje tipos el año que viene. Si este escenario se acaba cumpliendo, el tipo de interés de referencia de la Fed se habrá mantenido por debajo del 2,5% durante más de 15 años. En comparación, entre 1960 y el 2000, el *fed funds rate* nunca se situó por debajo del 2,5%.

Este cambio de era es resultado de una mejor gestión de la política monetaria, que ha permitido mantener tasas de inflación menores, y de una transformación económica y social profunda, estructural, ligada sobre todo al envejecimiento de la población y el progreso tecnológico. Estos fenómenos ya hace años que operan y, al presionar al alza el ahorro y deprimir la propensión a invertir, han hecho que los tipos de interés que equilibran la oferta y la demanda de ahorro hayan ido descendiendo. Analizamos con detenimiento estos factores y su impacto en los tipos de interés en los artículos del Dossier.

Los riesgos asociados a este nuevo entorno de tipos de interés no son menores. Entre ellos, sobresale el aumento de la presión política sobre los bancos centrales para que lleven a cabo una política monetaria más acomodaticia. En última instancia, se podría acabar cuestionando la independencia de los bancos centrales. Las constantes interpelaciones de Trump a la Fed para que frene el aumento de tipos son una buena muestra de ello.

La compra de deuda pública por parte de los principales bancos centrales ayudó a contener el impacto de la crisis económica y financiera, pero también cambió las reglas del juego. *A priori*, para luchar de forma excepcional contra una crisis sin precedentes. Pero en el nuevo entorno de tipos de interés bajos, es probable que los bancos centrales tengan que volver a recurrir a esta herramienta para estimular la economía. La Fed ya ha anunciado que mantendrá en su balance gran parte de la deuda pública que compró. El BCE también ha dejado claro que mantendrá el tamaño actual del balance durante, al menos, unos años más.

En este contexto, la tentación de exigir a las autoridades monetarias mayores estímulos será difícil de resistir, especialmente dados los elevados niveles de deuda pública en la mayoría de economías desarrolladas, que hacen que el impacto de un aumento de los tipos en las arcas públicas sea ahora mucho mayor. A ello hay que sumarle las crecientes demandas de una supuesta «profundización democrática» de todas las instituciones.

Sin embargo, cabe recordar que la independencia de los bancos centrales, junto a la fijación de unos objetivos razonables, ha permitido una de las eras de mayor estabilidad y progreso económico. Su independencia ha sido imprescindible para evitar que acabaran financiando directamente el gasto público, lo que suele provocar periodos de hiperinflación y, en última instancia, profundas crisis económicas, financieras y sociales. El caso de Venezuela es un buen ejemplo de ello. Asimismo, este diseño institucional ha ayudado a que las herramientas utilizadas para conseguir un crecimiento económico sostenido e incluso hayan sido, como debe ser, la política fiscal y las llamadas políticas de oferta.

En la era de los tipos de interés bajos, los bancos centrales tendrán que tomar decisiones muy comprometidas. Será entonces cuando se pondrá de manifiesto la importancia de que sean independientes. ¿Podremos resistir la tentación?

**Oriol Aspachs**  
Director de Macroeconomía  
y Mercados Financieros  
31 de enero de 2019