

Las consecuencias del nuevo entorno de condiciones financieras: entramos en terreno inexplorado

La política monetaria en la encrucijada

Tal y como hemos observado en el primer artículo de este Dossier, todo apunta a que los tipos de interés se mantendrán en niveles relativamente bajos en los próximos años. En este contexto, es de esperar que los bancos centrales pierdan margen de acción si continúan operando con las herramientas tradicionales. De hecho, diversos estudios (véase el primer gráfico) muestran cómo los menores tipos de interés conllevarán que las autoridades monetarias se topen con el límite inferior del 0%¹ con mucha mayor frecuencia. Por ejemplo, dos macroeconomistas del Sistema de la Reserva Federal, Michael Kiley y John Roberts, estiman que con un tipo de interés nominal del 3% a largo plazo (magnitud muy razonable con un objetivo de inflación del 2% y un tipo natural en torno al 1%), un 40% del tiempo los tipos nominales en EE. UU. se deberían emplazar en el 0%.² ¿Cómo deberá afrontar la política monetaria este reto sin parangón y cuáles son las consecuencias para el escenario macroeconómico?

Como dijo el mítico jugador de béisbol Yogi Berra: «Es difícil hacer predicciones... especialmente sobre el futuro». Sin embargo, podemos empezar por apuntar lo que no se debe o no se puede hacer. Así, diversos estudios muestran que seguir reglas monetarias simples como la famosa regla de Taylor no es factible en un entorno con bajos tipos de interés natural y baja inflación, dado que esta regla aconsejaría a menudo fijar tipos netamente por debajo del 0%. En concreto, Kiley y Roberts estiman que con un tipo de interés nominal del 3% a largo plazo, si se siguiera una regla de Taylor que excluyera la posibilidad de fijar tipos negativos, el PIB se situaría en el promedio a lo largo del tiempo claramente por debajo del potencial (*output gap* entre -1,1% y -2,3%) y la inflación estaría por debajo del objetivo del 2% (entre 0,1% y 1,2%). En otras palabras, la política monetaria debe encontrar vías para evitar que este entorno macrofinanciero provoque desviaciones muy significativas de la inflación y el PIB respecto a los objetivos.

¿Cuáles son las cartas que pueden jugar los bancos centrales? Se han planteado dos grandes vías de acción. Una opción es mantener el tipo de interés como herramienta principal y redefinir el objetivo del banco central. La alternativa es mantener el objetivo (típicamente, inflación alrededor del 2% a medio plazo) e incorporar nuevos instrumentos de política monetaria, que ha sido la senda que se ha seguido tras la crisis financiera de 2008.

De mantener el tipo de interés de referencia como herramienta principal, el banco central puede ganar margen si aumenta sus objetivos de inflación. Así, el aumento de la inflación permitiría alcanzar tipos de interés reales negativos y situaría el tipo de interés nominal por encima de cero. En esta línea, destacan tres opciones: fijar un objetivo de inflación mayor, fijar el objetivo en términos del nivel de precios o fijar el objetivo en términos del nivel del PIB nominal. Cada una de estas tres opciones presenta distintas ventajas,³ pero ninguna de ellas es plenamente convincente en la capacidad de conseguir el objetivo fijado, con la consiguiente posible pérdida de credibilidad del banco central. Un buen ejemplo de ello es el caso de Japón, en el que su banco central hace años que intenta alejar sin éxito su economía del riesgo de deflación, pero no lo logra debido a que las expectativas de inflación se ajustan de forma lenta e incompleta a los nuevos objetivos fijados.

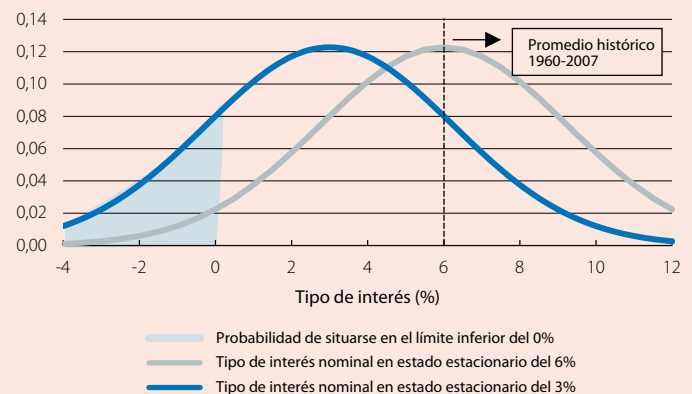
1. Este límite inferior lo impone la existencia de la alternativa de retirar los depósitos y almacenar los recursos en dinero en efectivo, obteniendo un tipo de interés igual a 0% (o ligeramente negativo, si se tienen en cuenta los costes de almacenamiento).

2. Véase Kiley, M., y Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

3. Para un análisis más detallado, véase el Focus «La lucha por la política monetaria del futuro», en el IM10/2017.

EE. UU.: distribución de probabilidad del tipo de interés nominal a largo plazo

Densidad

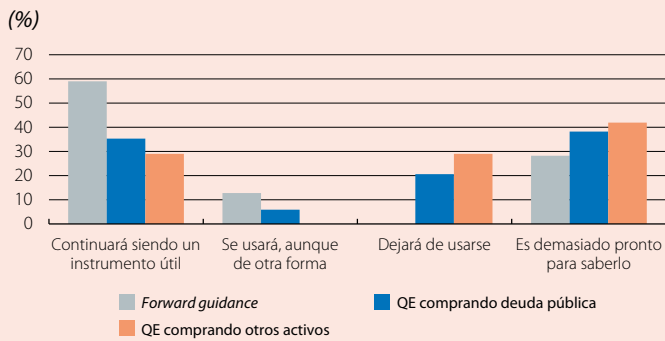


Nota: Un tipo del 3% es coherente con un objetivo de inflación a medio plazo del 2% y con un tipo natural alrededor del 1%. Utilizamos una distribución normal con desviación estándar de 3,25% para ambas distribuciones (promedio histórico entre 1960 y 2007).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Kiley, M. y Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

Un marco alternativo consistiría en mantener los objetivos actuales e incorporar las medidas no convencionales (especialmente comunicación y políticas de balance, como las compras de activos) al conjunto de herramientas habituales de los bancos centrales para complementar la política monetaria tradicional. Estas medidas pueden estar justificadas en entornos con tipos muy bajos en los que se ha dañado el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Una ventaja de esta opción es que las medidas se pueden calibrar con mayor precisión a las necesidades del momento.

Encuesta a los bancos centrales: ¿se continuarán usando las herramientas no convencionales en el futuro?



Nota: Encuesta realizada en 2016 entre los gobernadores de los principales 95 bancos centrales del mundo, con una tasa de respuestas del 58% que incluyen a 16 gobernadores de bancos centrales de economías avanzadas.
Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central de los Países Bajos.

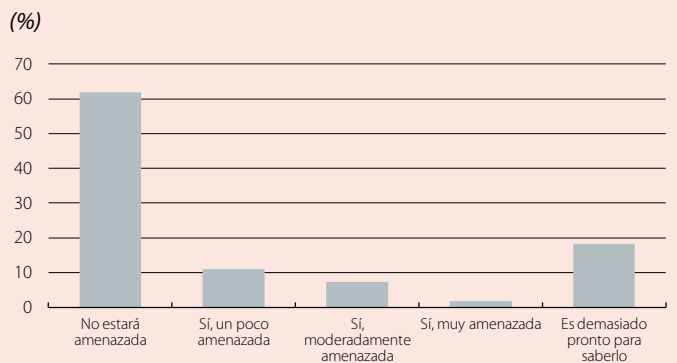
nismo directo y creíble de que los tipos se mantendrán bajos durante un tiempo prolongado (es creíble ya que, si los subieran, el banco central incurriría en importantes pérdidas de capital en los activos adquiridos), lo que permite rebajar los tipos de interés a largo plazo, elevar los precios de los activos y mejorar las condiciones financieras de los agentes. En última instancia, con ello se pretende dar apoyo a la demanda agregada. Esta política también tiene sus límites. Por un lado, es esencial que esté bien sincronizada con la política tradicional de fijación de tipos y que haya una comunicación minuciosa de su cadencia para que sea creíble (en caso contrario, pueden darse episodios de turbulencias financieras como el *taper tantrum* en 2013). Por el otro, existen límites a la cantidad y tipo de deuda que los bancos centrales pueden comprar.

Es interesante observar que ya disponemos de algunos indicios de que las herramientas no convencionales han venido para quedarse. En concreto, un equipo de economistas realizó en 2016⁴ una encuesta a los presidentes de 95 bancos centrales (la tasa de participación fue del 58%) en la que se les preguntaba si creían que las herramientas no convencionales de la política monetaria continuarían siendo utilizadas en el futuro. Pues bien, el 72% de los que respondieron a la encuesta consideraba que la *forward guidance* continuará siendo un instrumento relevante para la política monetaria del futuro. En cuanto a los programas de compra de activos de expansión cuantitativa (QE), el entusiasmo era menor: un 41,2% de los encuestados consideraba que las compras de deuda pública por parte de los bancos centrales continuarán usándose en el instrumental de la política monetaria en el futuro, y un 29% creía que los programas de compra de otros activos continuarán siendo válidos en el futuro.

Empezando por la comunicación, en entornos con poco margen para bajar tipos, las autoridades monetarias pueden dar orientaciones futuras sobre el futuro de la política monetaria para intentar convencer a los agentes de que mantendrán los tipos bajos en el futuro (la llamada *forward guidance*). Si este anuncio resulta creíble, permite seguir reduciendo los tipos de interés en vencimientos de más largo plazo y aumentar los precios de los activos hoy estimulando la economía. Esta política tiene sus límites: no siempre es fácil conseguir que los anuncios sean creíbles, y ello es especialmente complicado en situaciones proclives a generar dilemas de inconsistencia temporal, es decir, situaciones en las que lo óptimo sería desviarse del compromiso cuando llegue el momento de ejecutarlo.

Los programas de compras de activos, también llamados *quantitative easing* (QE), constituyen una expansión del balance de los bancos centrales mediante la adquisición de grandes volúmenes de bonos públicos y privados. Se trata de un meca-

Encuesta a los bancos centrales: ¿estará amenazada la independencia del banco central en un futuro cercano?



Nota: Encuesta realizada en 2016 entre los gobernadores de los principales 95 bancos centrales del mundo, con una tasa de respuestas del 58% que incluyen a 16 gobernadores de bancos centrales de economías avanzadas.
Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central de los Países Bajos.

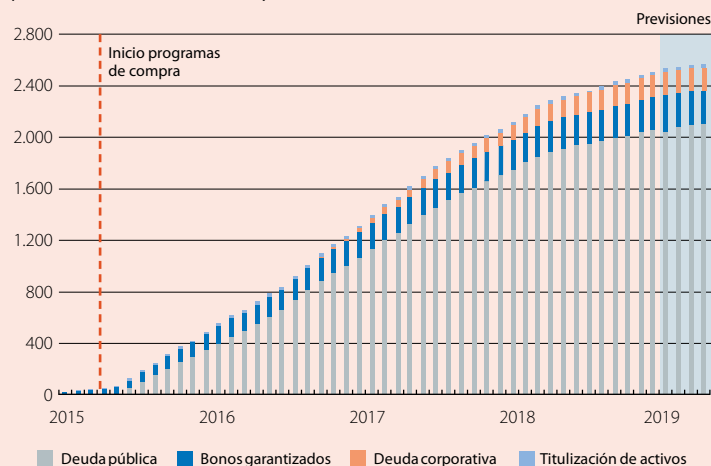
4. Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. y Jansen, D. (2016), «Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis», Banco Central de los Países Bajos.

Finalmente, hay que subrayar brevemente tres grandes retos de la política monetaria del futuro si se opta por utilizar herramientas no convencionales. Primero, los bancos centrales deberán apuntalar su independencia ante las crecientes presiones políticas para condicionar la política monetaria que se genera cuando el banco central acumula deuda pública en su balance. Hay que recordar que el desempeño de la política monetaria es un trabajo arduo que requiere de un juicio técnico y no debería ceder a la tentación de subordinarla a los designios políticos.

Segundo, la política monetaria deberá reflexionar sobre si se replantea sus objetivos e incluye la estabilidad financiera entre estos. Este debate cobrará peso, ya que un mayor uso de las políticas monetarias no convencionales puede aumentar el riesgo de inestabilidad financiera. Por un lado, porque el uso de estas herramientas para alcanzar los objetivos a largo plazo del banco central puede llevar aparejado un aumento de las fluctuaciones financieras a corto plazo, como ha sido el caso con alguno de los anuncios sobre compras de activos realizados por la Fed.⁵ No olvidemos que las autoridades monetarias están menos habituadas a usar estas herramientas, lo que complica que se modulen de forma óptima. Por el otro, porque, tal y como explica la economista Lucrezia Reichlin, el aplanamiento de la curva de tipos que generan las herramientas no convencionales al reducir los tipos a largo plazo puede poner en aprietos a instituciones financieras que tienen poca flexibilidad en sus balances.⁶ Un ejemplo de ello son las instituciones que poseen pasivos con beneficios predeterminados, como las aseguradoras de vida y los planes de pensiones de prestación definida.

Compras netas de activos acumuladas del BCE

(Miles de millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Y, tercero, los bancos centrales y las principales entidades financieras de supervisión nacional y supranacional deberán trabajar codo con codo para mejorar sus mecanismos de coordinación internacional en un mundo más globalizado, así como delinear su grado de imbricación con las herramientas macroprudenciales. Ello no debería sorprendernos: los programas de compras de activos amplifican los efectos externos de política monetaria tal como ya hemos visto en la coyuntura actual. En efecto, estos programas han generado una abundante liquidez en las economías avanzadas que, ante un entorno de tipos bajos, se han dirigido a las economías vecinas. Ello deja en una situación incómoda a los bancos centrales de las economías receptoras, ya que las entradas de capitales resultantes presionan al alza el valor de sus divisas y generan presiones deflacionistas. Ello es especialmente pronunciado en economías abiertas pequeñas: Dinamarca, Suecia y Suiza son ejemplos claros de países afectados

por el QE del BCE. Si quieren evitar apreciaciones bruscas de sus monedas y controlar las entradas de capital, las economías receptoras se ven obligadas a adoptar políticas monetarias más acomodaticias de lo que aconsejan sus condiciones económicas internas, lo que también puede alimentar la inestabilidad financiera.⁷

En definitiva, la política monetaria debe decidir qué quiere ser de mayor y ello exigirá un replanteamiento en profundidad de los objetivos y de los instrumentos.

El impacto de los tipos bajos sobre el sector bancario

Las consecuencias de un entorno de tipos bajos como el que esperamos para los años venideros serán importantes para el sector bancario. Y es que hay que tener presente que dicho entorno presiona a la baja la rentabilidad del sector.⁸ La razón es que los tipos bajos erosionan el margen de intereses, es decir, la diferencia entre lo que gana el banco por los créditos, préstamos e hipo-

5. Véase Berganza, J. C., Hernando, I. y Vallés, J. (2014), «Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión», Documentos Ocasionales n.º 1404, Banco de España.

6. Véase Pill, H. y Reichlin, L. (2016), «Non-Standard Monetary Policy and Financial Stability», Working Paper London Business School.

7. Véase el artículo «Política monetaria: de la independencia a la interdependencia» en el Dossier del IM09/16.

8. Véase Hernández de Cos, P. (2018), «¿Reinventar la banca o mejorar su gestión?», Apertura del 14 Encuentro del Sector Bancario IESE, Banco de España.

tecas y lo que paga por los depósitos, ya que, para estos últimos, las entidades bancarias difícilmente pueden reducir los tipos de interés por debajo del 0%. Así, cuando los tipos están muy bajos, una disminución de los mismos se traslada en mayor medida a lo que el banco cobra por sus activos que a lo que debe pagar por sus pasivos (que incluyen los depósitos). Esta intuición ha sido ampliamente respaldada por la literatura económica, que ha documentado empíricamente que, en entornos con tipos bajos, los bancos obtienen en promedio un menor margen de intereses que en entornos con tipos altos.⁹

En este sentido, un artículo publicado por el BCE¹⁰ nos ayuda a poner cifras al efecto de un entorno prolongado de tipos bajos sobre la rentabilidad bancaria en Europa: el impacto es negativo y significativo estadísticamente. En concreto, si los tipos de interés se mantienen en cotas similares a las actuales durante tres años más, un escenario que no es para nada desdeñable, ello presionaría a la baja la rentabilidad medida con el ROA¹¹ –*return on assets*– en aproximadamente 0,06 p. p. (el ROA para el conjunto de la UE se situaba en 2018 en un promedio del 0,5%). Además, si el entorno de tipos bajos se prolonga hasta 2022, el impacto neto sobre la rentabilidad (es decir, teniendo en cuenta el efecto positivo de los tipos bajos sobre la actividad económica) desde 2012 hasta 2022 ascendería a –0,1 p. p.

En este entorno es de esperar que el sector siga poniendo el acento en aquellas actividades con una mayor rentabilidad, como son el crédito a empresas o al consumo, por el lado del activo, o en la gestión de activos como los fondos de inversión, los planes de pensiones y los seguros de ahorro, que reportan ingresos por comisiones. Asimismo, es de prever que este entorno de tipos bajos continúe actuando como acicate para promover una mayor concentración del sector. Este proceso podría tener un alcance de mayor envergadura que trascendiese el ámbito estrictamente nacional con una regulación europea más flexible e integrada que diera facilidades para la creación de verdaderos bancos paneuropeos. En este sentido, completar la unión bancaria supondría un paso de gigante.

Deuda pública y tipos bajos: ¡cuidado con la miopía!

Finalmente, es momento de analizar cuál es el impacto que tienen unos tipos de interés bajos durante un periodo prolongado de tiempo sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Se trata de un tema capital en la coyuntura actual dados los elevados niveles de deuda pública de la mayoría de los países desarrollados.

La evolución de la deuda pública depende de tres variables clave: el tipo de interés al que se financia el Tesoro de cada país, el déficit público primario y, naturalmente, la velocidad a la que crece la economía en términos nominales.

La manera en la que cada una de estas variables incide sobre la deuda pública es intuitiva: cuanto menor es el tipo de interés al que se financia el Tesoro y menor es el déficit primario, más se reduce la deuda pública (o menos aumenta); y cuanto mayor es el crecimiento de la economía, más disminuye la ratio de deuda pública sobre el PIB. Intuitivamente, si el déficit primario es igual a cero, la deuda pública (en porcentaje del PIB) aumentará cuando el coste de la deuda sea superior al crecimiento nominal de la economía y viceversa.¹²

Actualmente, el coste de la deuda se ha reducido de forma muy notable gracias, en gran medida, a la política monetaria expansiva que han llevado a cabo los principales bancos centrales. Ello ha permitido que muchos países desarrollados hayan podido estabilizar su deuda pública a pesar de seguir registrando déficits públicos primarios.

Con todo, hay diversos factores que en un horizonte de medio plazo podrían volver a elevar el coste de la deuda. Por un lado, las economías avanzadas ya se encuentran en una fase más madura del ciclo económico, por lo que cabe esperar una moderación del ritmo de crecimiento en los próximos años. Por el otro, aunque esperamos que el tipo de interés natural continúe en cotas bajas, el tipo de interés al que se financia el Tesoro Público podría repuntar, no por razones fundamentales, pero sí por primas de riesgo. En este sentido, los inversores ya han mostrado una elevada sensibilidad ante aumentos de la deuda pública, de modo

9. Véase Claessens, S. et al. (2017), «Low-For-Long Interest Rates and Banks», CEPR Discussion Paper 11842.

10. Véase Altavilla, C., Bouchinha, M. y Peydró, J.L. (2017), «Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment», Documento de Trabajo BCE 2105.

11. El ROA es un indicador que mide la rentabilidad del total de activos de la empresa. Se calcula como el cociente entre el beneficio y el activo total. Expresa la rentabilidad económica de la empresa, independientemente de la forma en que se financie el activo (con recursos propios o recursos de terceros).

12. Formalmente, $\Delta B = (r - g) * B + d$, donde B es la deuda pública en porcentaje del PIB, d es el déficit primario (es decir, excluyendo el pago por intereses también en porcentaje del PIB), r es el tipo de interés del Tesoro y g es el crecimiento de la economía (ambos en términos reales o en términos nominales).

que las primas de riesgo podrían aumentar de nuevo si empeora la percepción del riesgo de los inversores. Ello es más probable que se produzca en contextos como el actual, caracterizados por elevadas necesidades de financiación.

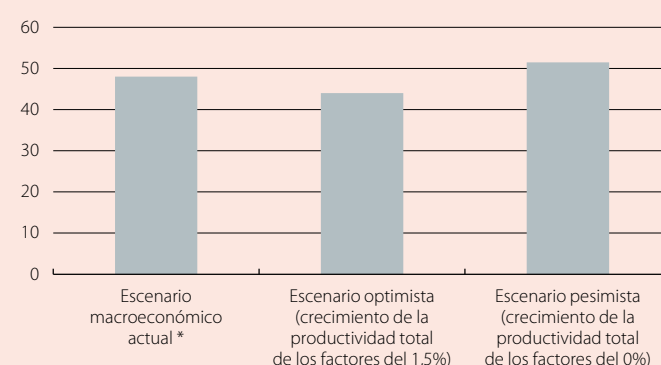
En última instancia, no se ha aprovechado el espacio que han generado los tipos bajos para lograr superávits primarios (al contrario, se han mantenido déficits primarios relativamente elevados) postergando, así, el necesario ajuste de la deuda pública. De este modo, una cosa está clara: cuando llegue la próxima recesión, el espacio para llevar a cabo políticas fiscales contracíclicas será mucho menor.

De hecho, un detallado estudio cuantitativo de la Reserva Federal de Minneapolis¹³ estima que en un plazo de cinco años la probabilidad de que en EE. UU. el tipo de interés al que se financia el Tesoro norteamericano se vuelva a situar por encima de la tasa de crecimiento de la economía es de casi el 50% (y para 17 economías avanzadas que incluyen los principales países de la eurozona del 30% en 5 años y del 38% en 10 años), una magnitud mayor de lo que muchos podían pensar. Es importante recalcar que en caso de que esta situación se materializase, ello no implicaría necesariamente que la deuda pública entrase en una dinámica explosiva. Para evitarlo, se deberían mantener superávits primarios de forma sostenida a lo largo del tiempo.

Estas consideraciones cobran todavía más sentido si nos fijamos en la factura a pagar. Y es que se estima, por ejemplo, que en caso de que se vuelva a un escenario con tipos de interés superiores al crecimiento, la factura por intereses en porcentaje del PIB para el Gobierno de los EE. UU. aumentaría entre 1,8 y 3,5 p. p. dados los actuales niveles de deuda. Así, queda claro que la complacencia es un riesgo. Y ello es algo que debemos tener muy presente a la hora de analizar las perspectivas de la deuda pública a medio plazo.

Javier Garcia-Arenas
CaixaBank Research

Probabilidad de $r > g$ en EE. UU. dentro de 5 años (%)



Nota: * El escenario actual contempla un crecimiento del PIB para los próximos 5 años del 1,4% que se obtiene a partir de un crecimiento de la población del 0,7% y un crecimiento de la productividad total de los factores del 0,7%. Las probabilidades se computan a partir de un modelo probit que predice el valor en EE. UU. de $t-g$ (r es el tipo de interés real a largo plazo y g el crecimiento real de la economía) en $t+1$ a partir del valor en t de $t-g$, la deuda pública y el crecimiento del PIB real per cápita y de la población con una muestra que arranca en 1870.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de Mehrotra, N. (2018), «Debt sustainability in a low interest rate world», Documento de Trabajo n.º 32, Hutchins Center.

13. Véase Mehrotra, N. R. (2017), «Debt Sustainability in a Low Interest Rate World», Documento de Trabajo n.º 32, Hutchins Center.