

## ¿Cuánto puede durar el entorno de tipos de interés bajos?

Agustín García / Alejandro Neut

### Diario Expansión (España)

Los bajos tipos de interés en economías desarrolladas son el síntoma de múltiples causas, algunas estructurales y otras cíclicas, que en neto apuntan a subidas muy graduales. De hecho, podría tomar hasta una década para que los tipos de referencia converjan a niveles en torno al 3,5-4,0%, muy por debajo del 5% que como referencia imperaba antes de la crisis global.

Los factores estructurales no son nuevos y varios llevan presionando los tipos a la baja por más de un cuarto de siglo, ya sea por elevar la oferta de crédito (ahorro) o por reducir su demanda (inversión). Cabe destacar que algunos de ellos ya han cesado o están de retirada, como es el caso del mayor ahorro de los países emergentes (vinculado a políticas de desarrollo vía exportaciones) y el del mayor ahorro de los baby boomers a puertas de la jubilación. Pero hay varios factores que están cambiando las reglas de juego y retrocederán sólo si se combaten activamente, como el bajo crecimiento de la productividad, la desaceleración relativa de la población activa y la desigualdad. Por último, hay causas que presentan una gran incógnita, abriendo fuertes debates de corte más técnico, como la reducción del “term premium” en los tipos largos de referencia.

Pasando a los factores cíclicos, éstos están íntimamente ligados a la sobreacumulación de deuda privada que derivó en la crisis global de 2008. La corrección está siendo dolorosa y muy lenta, pero está avanzando y se espera que el proceso continúe de forma ordenada. Este cauto optimismo responde a que, especialmente en Europa, la normalización continuará amparada por una política monetaria expansiva y altamente reactiva, que se irá endureciendo muy gradualmente y se mantendrá alerta ante cualquier traspie en la esperada recuperación. Cabe aplaudir la preocupación de las autoridades monetarias, y agradecer que sus objetivos de inflación estén alineados con los de la recuperación económica. Pero hay que destacar que los riesgos que enfrentan no son menores: el desapalancamiento de China sigue pendiente, el paradigma de globalización sigue siendo cuestionado por posturas extremas y rupturistas que ganan respaldo popular, y la misma autoridad monetaria se encuentra sola y en terra incognita, ya que la falta de apoyo de políticas fiscales/estructurales la han forzado a usar medidas extremas que conllevan efectos secundarios y pueden generar inestabilidad financiera. Es por ello que extremar la vigilancia en diversos frentes (financiero, comportamiento de los agentes económicos, políticas) es de capital importancia.

En la Eurozona el desafío para el BCE es especialmente apremiante. El margen de la política monetaria está prácticamente agotado tras la incursión en tipos negativos y en compras no convencionales de activos. Entre los riesgos que han germinado de dichas políticas extremas se encuentran eventos catastróficos, como el desplome de la liquidez en los mercados de bonos intervenidos, la creación de burbujas asociadas a una incorrecta valoración de riesgos, el colapso repentino de depósitos que ya ofrecen cero retorno al depositante y suponen pérdidas al sector bancario, y finalmente la repentina pérdida de credibilidad de los mismos bancos centrales que dado su reducido espacio de acción terminen implementando políticas aún más arriesgadas.

Ante este escenario, en el medio plazo una clave es continuar desarrollando políticas macroprudenciales que velen por la estabilidad del sector financiero. Más a largo plazo, cabe plantearse si tipos nominales

estructuralmente más bajos ameritan reformas precautorias que eviten que los bancos centrales pierdan rápidamente su espacio de maniobra en futuros ciclos adversos. Una posibilidad es aumentar el objetivo de inflación y así sostener tipos nominales de referencia más altos que les otorguen suficiente holgura. Otra posibilidad a considerar sería la implementación de monedas digitales que eliminen de raíz el obstáculo que representa la reducción de tipos a terreno negativo.

Pero una evolución exitosa de la política monetaria no libra de responsabilidad a otras autoridades, ya que existe espacio para reformas estructurales que estén alineadas con la reactivación de la productividad, y también para medidas fiscales expansivas (como el impulso del plan Juncker) que impacten en el crecimiento con multiplicadores fiscales mayores a la unidad.

En definitiva, los tipos de interés bajos o negativos permanecerán durante un periodo de tiempo prolongado, por lo que los agentes deben ajustar su comportamiento a este nuevo marco.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.