

»laboratorio de ideas.

Tipos casi a cero: quién gana y quién pierde

GUILLERMO
DE LA DEHESA

Los tipos de interés del BCE en sus operaciones con los bancos del área euro (AE) son hoy los siguientes: el de su facilidad de depósito, en la que los bancos aparcan sus excedentes de liquidez, es negativo (-0,20%) para que no los aparquen y presten más; el de sus operaciones principales de refinanciación, en las que los bancos toman prestado del BCE, es casi cero (0,05%) para que tomen mayores cantidades y puedan prestar más; el de su facilidad de préstamo marginal, por la que los bancos se refinancian durante el cierre del mercado con el BCE, es algo más elevado pero todavía bajo (0,30%) para animarlos asimismo a prestar.

Esta bajada de tipos del BCE ha llevado el tipo interbancario (Eonia) a ser ligeramente negativo (-0,037%). El BCE ha actuado así porque la tasa de inflación media del AE ha sido menor del 1% desde principios del año pasado y negativa en diciembre de 2014 (-0,2%) y en enero de 2015 (-0,6%), cuando su objetivo está ligeramente por debajo del 2%.

El BCE trata de evitar así que el AE pueda llegar a caer en una situación de "estancamiento secular", en la que el ahorro y la inversión sólo llegan a igualarse a tipos de interés negativos, pasando de una desinflación a una deflación. Esta última suele producir una larga recesión de la que es muy difícil salir, salvo que logre aumentarse rápidamente la inflación, que es lo que el BCE intenta con estas medidas.

Japón fue el caso más claro de "estancamiento secular". En 1989, al intentar pinchar su enorme burbuja inmobiliaria, el Banco de Japón subió del 2% al 6% los tipos de interés, la Bolsa se desplomó, muchos bancos y aseguradoras quebraron y su sistema bancario estuvo inoperativo y se alcanzó una deflación o inflación cero durante 15 años, con tipos de interés entre 0% y 0,5%. Además, Japón envejece muy rápidamente. El PMI estima que, entre 1991 y 2013, su crecimiento anual promedio ha sido sólo del 1,14%.

Asimismo, el BCE reduce los tipos de interés y además crea más inflación a través de sus compras masivas de ABS y de activos financieros públicos y privados en el mercado (OMT) pagando al contado para intentar que los bancos presten, las empresas inviertan y los hogares consuman. Aumenta así su balance y evita que el AE sufra un largo periodo de estancamiento como el de Japón. Según el PMI, desde la creación de la unión monetaria, del BCE y del euro, en 1999 hasta 2014, el crecimiento anual promedio del AE ha sido del 1,17%, ligeramente mayor que Japón, mientras EE UU y Reino Unido han crecido al 1,7%, 0,53 puntos anuales más rápido que el AE.

Esta fuerte bajada de tipos del BCE intenta animar a los hogares y las empresas a consumir y a invertir más, lo que tiende a beneficiar a los consumidores y perjudicar a los ahorradores e inversores financieros. Además, hace que los bancos que toman su liquidez reduzcan el interés que pagan a los depósitos de ahorro y de pla-

zo. Pero el BCE ha advertido este año que, en una economía de mercado, el retorno sobre el ahorro está determinado exclusivamente por su oferta y demanda y que los bajos tipos de interés a largo plazo son sólo el resultado de un bajo crecimiento y de un bajo retorno del capital. Su decisión de bajar los tipos de interés llegaría a beneficiar también a los ahorradores, ya que aumenta la inflación para que los tipos vuelvan a niveles más normales.

La gran ventaja de las compras OMT, que son el relajamiento cuantitativo (QE) del BCE, reside en que, a diferencia del QE de la Reserva Federal, los rendimientos de los bonos a 10 años en el AE son ya muy bajos. Los de los bonos a 10 años

Sin embargo, los rendimientos a largo plazo de los bonos indican la dirección futura de los rendimientos a corto plazo. Los bonos soberanos a un año de Alemania y Francia tienen ya rendimientos negativos hoy y algunas cédulas hipotecarias cotizan por debajo de los soberanos. Algunos inversores aún aguardan una deflación a corto plazo mientras que otros esperan que el BCE consiga que aumente la inflación hasta cerca del 2%.

¿Quiénes ganan en un entorno de tipos de interés muy bajos?

Primero, los hogares y las empresas que estén hoy pagando hipotecas, cuyo número total suele estar inversamente correlacionado con los tipos de interés. Aunque

de ahora se sentirán más ricos y gastarán e invertirán más.

Quinto, los bancos comerciales, que reciben caja al desprenderse de aquellos activos que compra el BCE a través de sus OMT, que la emplean para terminar de reparar sus balances, tras la crisis sufrida, y aumentar sus créditos, que es de lo que viven, para poder mejorar sus cuentas de resultados. Sexto, las empresas mineras y los propietarios de oro y otros metales que suelen tender a subir de precio cuando los inversores perciben inestabilidad y cuando los tipos de interés se acercan a cero.

¿Quiénes pierden en un entorno de tipos de interés muy bajos?

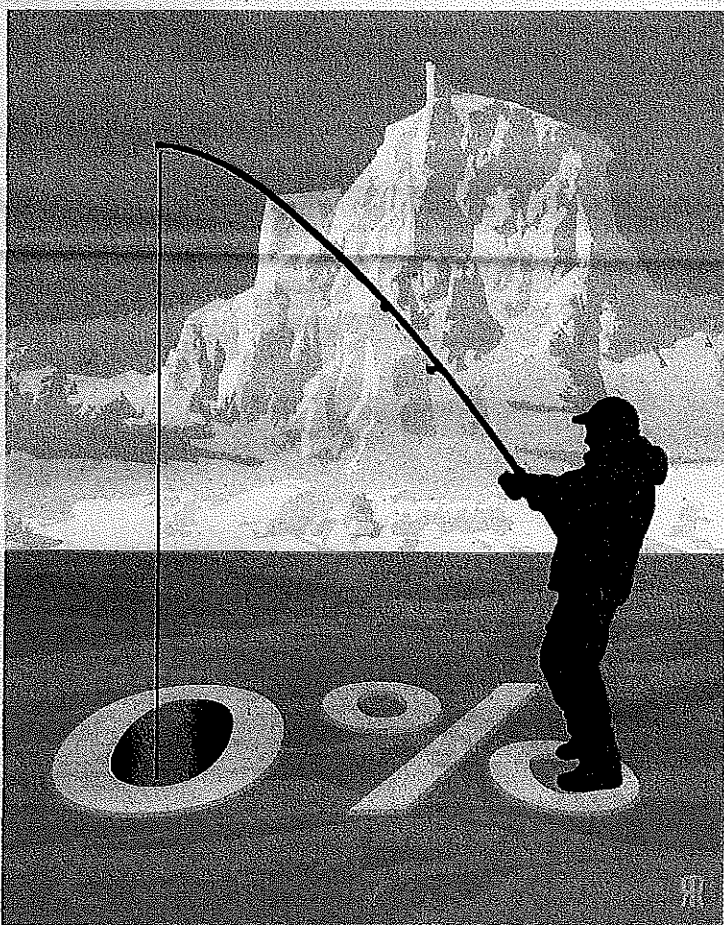
Primero, los ahorradores privados y especialmente los pensionistas, que dependen de los intereses que producen sus inversiones acumuladas a lo largo de su vida. Las rentas de los pensionistas están correlacionadas con los tipos de interés oficiales, ya que son invertidos en activos alternativos con bajo riesgo. Los fondos europeos del mercado de dinero cerraron la admisión de nuevos inversores ante la decisión del BCE, en julio de 2012, de bajar a cero su tipo de depósito, que hoy es negativo. Algunos pensionistas, ante tipos tan bajos y menor valor de sus ahorros, intentan aumentar su dotación para evitar seguir trabajando tras su edad de retiro y otros no pueden. Sin embargo, la reacción del ahorro a largo plazo a cambios en los tipos suele ser pequeña.

Segundo, los fondos de pensiones y las aseguradoras, ya que el QE puede producir déficits en ambos al estar muy invertidos en bonos soberanos y cédulas. Tercero, los consumidores, ya que tipos de interés tan bajos producen una devaluación del tipo de cambio y una mayor inflación reduciendo su poder adquisitivo. Cuarto, los países emergentes, que, al reducir el QE el valor de las divisas de EE UU y del AE, tienden a apreciar sus divisas, viendo reducidas sus exportaciones de materias primas y, por tanto, también su crecimiento.

El BCE intenta crear más inflación depreciando el euro frente al dólar y a otras muchas monedas ligadas a este último. Cálculos más recientes muestran que, a primera vista, el euro se ha depreciado frente al dólar un 17% pero, en términos ponderados por su comercio bilateral (TWD), sólo lo ha hecho un 2% y un 4% teniendo en cuenta la revaluación del franco suizo. La razón es que el comercio del AE con EE UU es sólo un 13%. Asimismo, hay que sumar las importaciones de petróleo de Rusia (9%) y de Noruega (3%), que han depreciado sus monedas frente al euro ante la caída del dólar.

Finalmente, los intentos del BCE para crear inflación en el AE pueden verse frenados si el precio del barril de crudo sigue cayendo. El Brent ha pasado de valer 110 dólares el barril a 50, lo que añadido a la caída del euro frente al dólar tiene efectos deflacionistas sobre el AE, haciendo que, a pesar del intento del BCE para crear inflación y llegar a cerca del 2% lo antes posible, los precios al consumo del AE (HICP) seguirán cayendo durante parte de 2015. Cayeron ya en diciembre de 2014 (-0,2%) y en enero de este año (-0,6%).

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).



RAFAEL RICÓY

En resumen, la inflación beneficia a los deudores y perjudica a los ahorradores

soberanos de Alemania son de 37 puntos básicos, los de Francia 59 y los de Italia y España 153. ¿Cómo es posible que España e Italia puedan financiarse a un coste inferior al de EE UU, que hoy es de 193 puntos básicos? La Reserva Federal sólo logró bajar dichos rendimientos en EE UU, tras varios años haciendo QE, mientras que el BCE, tan sólo con su anuncio de las OMT, los ha situado por debajo de los de EE UU.

los bancos no repercutan la totalidad de la caída de tipos a sus créditos hipotecarios, esta caída ayudará a mejorar el consumo de los hogares y reducir los desahucios.

Segundo, los Gobiernos, que se benefician de unos pagos de intereses de su deuda más bajos e incluso de rendimientos negativos de su deuda. Tercero, los exportadores, que cuentan ahora con un euro más débil frente al dólar y otras muchas monedas ligadas a su cotización. El valor del euro frente al dólar ha caído un máximo de 1,393 en mayo de 2014 a 1,141 en febrero de 2015, es decir, un 22% en menos de un año.

Cuarto, aquellos inversores que han comprado activos alternativos a la renta fija, tales como acciones, inmuebles y materias primas, que han cambiado caja por activos con mayor retorno y que a partir