



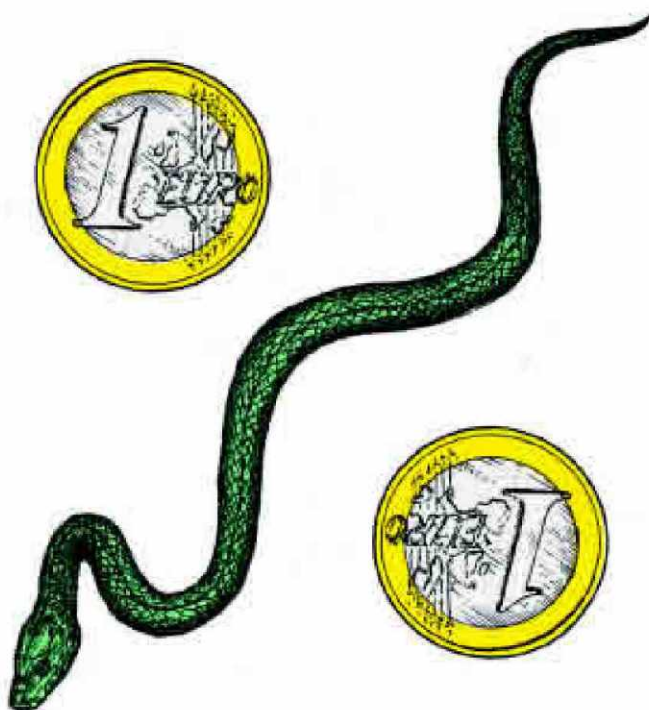
ANÁLISIS / POR JOSÉ GARCÍA MONTALVO

TIPOS NEGATIVOS: LA ÚLTIMA FRONTERA

El día 18 de septiembre de 2008 se produjo una noticia sorprendente: durante unos pocos segundos el tipo de interés de las Letras del Tesoro de Estados Unidos fue negativo. Recuerdo que bajé a clase entusiasmado para contarles a mis alumnos que había sucedido algo increíble y que vivíamos un tiempo fascinante para ser economista. «Habría sido muy interesante saber qué pasa en una economía con tipos nominales negativos», comenté. También los físicos cuando estudian algunas partículas elementales tienen un problema similar: su vida media puede ser una millonésima de segundo o menos. Pero ellos pueden repetir sus experimentos y producir más partículas mientras que los economistas, por desgracia, no podemos hacerlo. O al menos eso pensaba entonces. Aquel episodio especial y sorprendente es ahora la normalidad en muchos activos financieros.

Hacia la mitad del 2009 diversos economistas, entre ellos Greg Mankiw y Scott Sumner, argumentaban que con la regla monetaria habitual la economía de Estados Unidos requería tipos nominales negativos y proponían formas para conseguirlo. El economista alemán Gesell, en el siglo XIX, o el mismísimo Keynes habían coqueteado con la idea de imponer un impuesto sobre el efectivo o el exceso de reservas mantenidas ociosas por los bancos.

En la actualidad más de una cuarta parte de la deuda pública emitida por países de la Eurozona está en negativo. El tipo de interés de los depósitos de los bancos en el BCE y los bancos centrales de Dinamarca, Suiza o Suecia es también negativo. Esta situación es tan sorprendente que más de un banco ha tenido problemas con la informática, pues sus sistemas no permitían trabajar con tipos negativos. En los últimos días hasta hipotecas en algunos bancos de Suiza, Portugal o España podrían tener que pagar al deudor si no tienen un suelo.



RODRIGO SERNA

Hay muchas explicaciones para esta situación, que en principio no es incompatible con ningún principio económico fundamental. Y hay motivos para que los inversores se planteen la compra de activos con tipos negativos. En primer lugar, una cartera diversificada debe tener parte de su inversión en títulos a corto plazo, deuda pública y efectivo. Además, si hay deflación un tipo nominal negativo puede implicar un tipo real positivo, que es el relevante para las decisiones de inversión. En segundo lugar, si existen expectativas de caída adicional de los tipos entonces se pueden tener ganancias de capital. Por último, si se espera una apreciación de una divisa se pueden producir ganancias aunque el activo que está denominando en dicha divisa proporcione una rentabilidad negativa.

¿Hasta dónde podrían caer los tipos? El límite está relacionado con el coste de seguridad de mantener y mover grandes cantidades de

efectivo. En el caso de los bancos de la zona euro un tipo negativo en los depósitos en el BCE y pocos proyectos de inversión llevan a la comprar deuda pública, aunque también esté en tipos negativos pero mayores. Los ahorradores tienen un dilema: pueden coger su dinero y alquilar una caja de seguridad o llevárselo a casa y asumir la probabilidad de robo. Además tendrán que contar el tiempo que utilizan en pagar sus recibos en efectivo y el riesgo de ser robados en el camino. Por tanto, deberían estar dispuestos a aceptar un tipo negativo, aunque pequeño.

Pero aquí empiezan los problemas. Si los bancos no trasladan toda la bajada de tipos a los clientes, en un ambiente de creciente competencia, entonces su rentabilidad se resiente y la estabilidad financiera estaría de nuevo en peligro. Y esto por no hablar de las aseguradoras que tendrán crecientes problemas para rentabilizar sus reservas. Además, si los bancos trasladan la bajada de tipos, aunque sea parcialmente, los ahorradores más conservadores se ven forzados a buscar nuevas alternativas de inversión (normalmente acciones) que son mucho más arriesgadas. El objetivo de los bancos centrales parece ser reducir el exceso de aversión al riesgo en los mercados financieros pero si la productividad de las nuevas tecnologías está cayendo muy rápido, como asegura Robert Gordon, la falta de inversiones rentables podría ser la causa de que bancos y grandes empresas estén sentados en toneladas de efectivo, y no la aversión al riesgo. Si el diagnóstico es equivocado entonces podemos estar produciendo una nueva burbuja. En todo caso parece claro que, como ya expuse en esta misma tribuna hace tiempo, esta crisis beneficiará a muchos deudores y la acabarán pagando los ahorradores.

José García Montalvo es catedrático de Economía de la Universidad Pompeu Fabra.