



FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS

GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD

Política monetaria: la política de tasas de interés negativas.

Trabajo Fin de Grado presentado por Daniel Molina Capilla, siendo el tutor del mismo el profesor Federico Basáñez Agarrado.

Vº. Bº. del Tutor/:

Alumno/a:

D.

D.

Sevilla. Junio de 2016



**GRADO EN FINANZAS Y CONTABILIDAD
FACULTAD DE TURISMO Y FINANZAS**

**TRABAJO FIN DE GRADO
CURSO ACADÉMICO [2015-2016]**

TÍTULO:

POLÍTICA MONETARIA: LA POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS NEGATIVA

AUTOR:

DANIEL MOLINA CAPILLA

TUTOR:

DR. D. FEDERICO BASÁÑEZ AGARRADO

DEPARTAMENTO:

ECONOMÍA E HISTORIA ECONÓMICA

ÁREA DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA APLICADA

RESUMEN:

Los bancos centrales de las principales economías mundiales están llevando a cabo una política monetaria expansiva sin precedentes, utilizando medidas expansivas muy agresivas como es la política de tasas de interés negativas o NIRP. Este trabajo consiste en un análisis teórico sobre política monetaria, en concreto sobre la aplicación de las políticas de tasas de interés negativas, y donde se exponen los objetivos y consecuencias de la misma, siendo este un tema de máxima actualidad. En este contexto, hace un repaso por las distintas escuelas de economía que conviven actualmente, las tasas de interés y la política monetaria.

PALABRAS CLAVE:

Política monetaria; Tipos de interés; Política de tasas de interés negativas; Escuelas de pensamiento económico; Bancos centrales.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO.....	1
1.2. OBJETIVOS Y ESTRUCTURA DEL TRABAJO.....	1
1.3. METODOLOGÍA EMPLEADA.....	1
2. ESCUELAS DE PENSAMIENTO ECONÓMICO Y TASAS DE INTERÉS.....	3
2.1. ESCUELAS DE PENSAMIENTO ECONÓMICO.....	3
2.1.1. Escuela de economía neoclásica.....	3
2.1.2. Escuela de economía keynesiana.....	4
2.1.3. Escuela de economía austríaca.....	5
2.1.4. Principales diferencias y críticas.....	6
2.2. TASAS DE INTERÉS.....	8
2.2.1. Tasa de interés real y tasa de interés nominal.....	9
2.2.2. Tasa de interés natural.....	9
2.2.3. Tasa de interés negativa.....	13
3. TASA DE INTERÉS NEGATIVA COMO POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES.....	15
3.1. LA TASA DE INTERÉS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA.....	15
3.2. POLÍTICA DE TASA DE INTERÉS NEGATIVA.....	17
3.3. OBJETIVO: PROVOCAR INFLACIÓN Y ESTIMULAR LA DEMANDA AGREGADA (DA).....	20
3.3.1. Modelo IS-LM y la demanda agregada.....	20
3.3.2. Curva de Phillips.....	22
3.3.3. Regla de Taylor.....	23
3.4. CONSECUENCIAS DE LAS POLÍTICAS DE TASAS DE INTERÉS NEGATIVA.....	25
3.4.1. Deflación del precio de activos reales y burbuja de activos financieros.....	25
3.4.2. Ahogamiento del sistema bancario y Euribor negativo.....	26
3.4.3. Burbuja en el mercado de deuda pública.....	28
4. EL FUTURO DE LAS TASAS DE INTERÉS NEGATIVAS. CONCLUSIONES Y ESPECULACIONES.....	31
4.1. ¿ESTÁ JUSTIFICADA REALMENTE ESTA POLÍTICA MONETARIA?.....	31
4.2. ¿CASTIGARÁ EL SECTOR FINANCIERO A LOS AHORRADORES?.....	33
4.3. ¿PASARÁN LOS TIPOS DE INTERÉS NEGATIVOS A LA ECONOMÍA REAL?.....	34
4.4. PARADOJA DE LA DEUDA QUE SE AUTOLIQUIDA. EL CASO DE JAPÓN.....	36

4.5. ¿SEGUIRÁN DISMINUYENDO LOS TIPOS DE INTERÉS?.....	38
5. BIBLIOGRAFÍA.....	41

CAPÍTULO 1

INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TEMA ELEGIDO

Atravesamos por un momento histórico en política monetaria. Los bancos centrales de varios países aplican sobre las economías una serie de medidas «no convencionales» jamás antes utilizadas, al menos no en este tamaño y con estos objetivos.

Estas medidas se empezaron a aplicar a raíz de la crisis financiera que se inició en 2007-2008 y hoy en día se están llevando al extremo.

Este experimento de política monetaria, liderado por la expansión monetaria y la política de tasas de interés negativas, es un tema de máxima actualidad y un hito en la historia de la economía moderna, lo que a nuestro parecer justifica el desarrollo de un trabajo fin de grado que aborde el tema y permita aplicar los conocimientos adquiridos durante la carrera.

Este trabajo me ha permitido estudiar e investigar conceptos no solo relacionados con la macroeconomía, si no con la historia y teoría económicas. También he podido desarrollar y profundizar en conceptos que no se tratan durante la carrera, como son la escuela de pensamiento económico austríaca o la tasa de interés natural.

1.2. OBJETIVOS Y ESTRUCTURA DEL TRABAJO

El principal objetivo del trabajo es abordar el tema de la política de tasas de interés negativas dentro de la política monetaria que aplican determinados bancos centrales, analizando los objetivos de estas, algunas de sus posibles consecuencias y formas alternativas de hacer política monetaria. El objetivo es realizar un ejercicio teórico y, no obstante las limitaciones de abordar un tema tan complejo y amplio en un TFG, en el que he escogido un camino entre muchos, sacar algunas conclusiones importantes sobre un tema de máxima actualidad.

Para ello sigue la siguiente estructura:

1. El Capítulo 2 hace un breve recorrido por las distintas escuelas de economía relevantes que respaldan las diferentes decisiones sobre política monetaria. También introduce las tasas de interés y sus tipos.
2. El Capítulo 3 desarrolla la política de tasas de interés negativas. Presenta la introducción de las tasas de interés en política monetaria, hace un repaso de la política de tasas de interés negativas y su uso actual por varios bancos centrales. Luego profundiza en los objetivos de los bancos centrales al aplicar esta política y en las consecuencias que conlleva.
3. El Capítulo 4 termina contestando a una serie de preguntas a modo de conclusiones y realizando algunas especulaciones sobre el futuro de las tasas negativas, y la política monetaria, en un tono más subjetivo.

1.3. METODOLOGÍA EMPLEADA

La metodología ha consistido en el uso de diversos tipos de recursos, tanto físicos como electrónicos, para la investigación del tema a tratar. Puesto que se trata de un desarrollo teórico y de un tema muy actual, he consultado gran cantidad de textos,

tanto en inglés como en español, que han servido para desarrollar el trabajo. Todas las fuentes que me han servido para extraer datos o conceptos son citadas durante el trabajo. La estructura de las citas es la siguiente:

- Los textos entrecorillados «...» seguidos de una cita (Molina, 2016) corresponden a citas textuales y no han sido modificadas ni corregidas por mí.
- Los párrafos que, sin estar entrecorillados, son seguidos de una cita, corresponde a la fuente de la cual he extraído los datos o el concepto tratado, pero el texto ha sido reescrito y/o modificado por mí. Así mismo, esto es válido cuando se cita una fuente seguida de dos puntos y aparte.

Todas las fuentes citadas durante el trabajo aparecen en la bibliografía.

CAPÍTULO 2

ESCUELAS DE PENSAMIENTO ECONÓMICO Y TASAS DE INTERÉS

2.1. ESCUELAS DE PENSAMIENTO ECONÓMICO

Las principales corrientes de pensamiento económico actuales que influyen en la formulación de los marcos generales de las políticas económicas y monetarias son la Escuela de Pensamiento Económico Neoclásica, la Escuela de Pensamiento Económico Keynesiana y la Escuela de Pensamiento Económico Austríaca. Dado el objetivo de este trabajo, este apartado solo se centrará en conocer las principales diferencias entre estas escuelas de pensamiento respecto a las políticas monetarias. Para ello se comenzará con un breve acercamiento general a cada una de ellas y posteriormente se verán las principales características diferenciadoras.

2.1.1. Escuela de economía neoclásica

La economía neoclásica se formó entre 1870 y 1920. El término «economía» fue popularizado por los economistas neoclásicos, como Alfred Marshall, para referirse concretamente a la «ciencia económica» y sustituir a la anterior denominación «economía política» que era un término más amplio. Esto se correspondió con la influencia en la economía de los métodos matemáticos utilizados en las ciencias. (Enciclopedia Financiera, 2016)

La economía neoclásica, también conocidos como «nuevos clásicos», deriva precisamente de esta, la economía clásica. La economía clásica se desarrolló partiendo del principio de escasez como lo muestra la Ley de rendimientos decrecientes y la teoría malthusiana. A partir de la década de 1870, economistas neoclásicos como William Stanley Jevons en Gran Bretaña y Léon Walras en Suiza, y austríacos como Karl Menger en Austria, dieron un giro a la economía rechazando las premisas anteriores, abandonaron las limitaciones de la oferta y se centraron en el análisis de las preferencias de los consumidores. Basándose en la utilidad marginal, es decir, la satisfacción que produce la última unidad consumida, los neoclásicos explicaban la formación de los precios en función de la satisfacción que les produciría a los consumidores consumir una unidad adicional, y no en función de la cantidad de trabajo necesaria para producir los bienes como en la teoría clásica.

«El economista británico Alfred Marshall, en su obra maestra, Principios de Economía (1890), explicaba la demanda a partir del principio de utilidad marginal, y la oferta a partir del coste marginal (coste de producir la última unidad). En los mercados competitivos, las preferencias de los consumidores hacia los bienes más baratos y la de los productores hacia los más caros, se ajustarían para alcanzar un nivel de equilibrio. Ese precio de equilibrio sería aquel que hiciera coincidir la cantidad que los compradores quieren comprar con la que los productores desean vender.

Este equilibrio también se alcanzaría en los mercados de dinero y de trabajo. En los mercados financieros, los tipos de interés equilibrarían la cantidad de dinero que desean prestar los ahorradores y la cantidad de dinero que desean pedir prestado los inversores. Los prestatarios quieren utilizar los préstamos que reciben para invertir en actividades que les permitan obtener beneficios superiores a los tipos de interés que tienen que pagar por los préstamos. Por su parte, los ahorradores cobran un precio a cambio de ceder su dinero y posponer la percepción de la

utilidad que obtendrán al gastarlo. En el mercado de trabajo se alcanza asimismo un equilibrio. En los mercados de trabajo competitivos, los salarios pagados representan, por lo menos, el valor que el empresario otorga a la producción obtenida durante las horas trabajadas, que tiene que ser igual a la compensación que desea recibir el trabajador a cambio del cansancio y el tedio laboral.

A los neoclásicos no les preocupa la causa de la riqueza, explican que la desigual distribución de ésta y de los ingresos se debe en gran medida a los distintos grados de inteligencia, talento, energía y ambición de las personas. Por lo tanto, el éxito de cada individuo depende de sus características individuales, y no de que se beneficien de ventajas excepcionales en el sentido que hablaba Marx. En las sociedades capitalistas, la economía neoclásica es la doctrina predominante a la hora de explicar la formación de los precios y el origen de los ingresos. De hecho la mayor parte de la Microeconomía que se estudia hoy en las universidades (a nivel de grado) se la debemos principalmente a ellos.» (Laza, 2006)

A la teoría económica neoclásica se le denomina en ocasiones economía ortodoxa ya sea por sus críticos o simpatizantes. La economía convencional moderna se basa en la economía neoclásica, pero con muchos refinamientos que son complementarios, tales como la econometría, la teoría de juegos, análisis de fallos de mercado y la competencia imperfecta, así como el modelo neoclásico de crecimiento económico para el análisis del largo plazo de las variables que afectan el ingreso nacional.

2.1.2. Escuela de economía keynesiana

El keynesianismo es una teoría económica inspirada en las ideas de John Maynard Keynes, las cuales plasmó en su obra *Teoría general del empleo, el interés y el dinero*, publicada en 1936, y desarrollada y modificada posteriormente por diversos economistas. Surgió como respuesta a la Gran Depresión de 1929 y está basada en el estímulo de la economía en épocas de crisis.

La economía keynesiana se centró en el análisis de las causas y consecuencias de las variaciones de la demanda agregada y sus relaciones con el nivel de empleo y de ingresos. Sostenía que una política fiscal (gasto presupuestario del estado) y monetaria expansivas pueden crear puestos de trabajo, lo cual aumentará la renta del país y, en último término, reducirá el déficit. La justificación económica para actuar de esta manera parte, sobre todo, del efecto multiplicador que, según Keynes, se produce ante un incremento en la demanda agregada.

A pesar de los intentos de las escuelas monetaristas y austríaca por refutar el keynesianismo, éste se sigue aplicando e impartiendo en la mayoría de economías y universidades del mundo, y cierta parte de los economistas más influyentes del mundo, como Paul Krugman y Joseph Stiglitz, son reconocidos keynesianos.

Una de las ideas principales de Keynes es que la baja de los salarios hace bajar la demanda y por lo tanto la economía se estanca. Para contrarrestar este efecto, el estado debe aumentar el gasto público en tiempos de crisis o recesión. Dicho de otra manera se debe utilizar la política monetaria o el endeudamiento para generar mayor liquidez y sostener la demanda. (Economia.ws, 2016)

La teoría keynesiana se opone frontalmente a la teoría clásica y lo que sería su proyección contemporánea: la teoría neoclásica, la cual está fuertemente influenciada por la teoría clásica, vista anteriormente. Aunque se abordará la comparación entre las distintas escuelas después de las definiciones generales de estas, se puede adelantar que mientras la escuela neoclásica mantiene que los mercados se autorregulan solos mediante la oferta y la demanda, el keynesianismo defiende una fuerte intervención de los estados en la economía.

2.1.3. Escuela de economía austríaca

Aunque es menos conocida que las anteriores, esta escuela de pensamiento económico no es nueva, ya que su fundación se puede datar en el año 1871 con la publicación de los *Principios de Economía Política* de Karl Menger. Citando a J.C. Cachanosky: «Tanto los profesores como la bibliografía “austríaca” están, en nuestros días, casi ausentes en las carreras de economía. Si los estudiantes no entran en contacto por voluntad propia con esta tradición, terminan sus carreras con una visión amputada de la ciencia económica». Es por esto que se le dedicará una especial atención.

La Escuela austríaca de economía, también denominada Escuela de Viena, es una escuela de pensamiento económico que defiende un enfoque individualista metodológico para la economía denominado praxeología (ciencia que estudia la acción humana), y en concreto dentro de ésta, la cataláctica, que es la parte de la praxeología que estudia los intercambios entre humanos definidos en términos monetarios. (austroanarquistas.com, 2016)

La posición de esta escuela es considerada heterodoxa en la teoría económica actual. Por lo general, los economistas de esta escuela son defensores de las políticas de *laissez faire*, *laissez passer* (dejen hacer, dejen pasar), refiriéndose a una completa libertad en la economía.

Hay que señalar que muchas de las propuestas de esta escuela se han forjado durante debates más o menos intensos con otras escuelas y en el ámbito internacional, y es común encontrar diferentes corrientes de pensamiento y críticas a diferentes matices dentro de la propia escuela. Algunas de las principales teorías desarrolladas por economistas austríacos son (Eumed, 2016):

- Teoría subjetiva del valor: en oposición a los autores clásicos y neoclásicos, esta teoría defiende que cada individuo, o agente económico, asigna una valoración diferente a los bienes, por lo que los precios de éstos no dependen de los costes de producción, sino de su valoración subjetiva. Por ejemplo, la teoría del coste de oportunidad, hoy en día aceptada e integrada en el lenguaje de los economistas, fue desarrollada por Friedrich von Wieser en base a los conceptos austríacos.
- Metodología apriorística: como la matemática o la lógica, la economía tiene carácter apriorístico, y no hipotético-deductivo como las ciencias naturales. Consideran que en los acontecimientos sociales no existen parámetros ni constantes, todo son «variables», por lo que es prácticamente imposible extraer leyes históricas o realizar predicciones.
- Teoría de la acción del ser humano: dado que los seres humanos generan continuamente nueva información y modifican las variables el sistema nunca estará en equilibrio.
- Teoría dinámica del capital y el interés: el interés es la diferencia entre la valoración subjetiva presente y futura, subjetivismo de las preferencias temporales. El capital, u ahorro, implica retrasar el consumo presente para obtener bienes futuros con mayor valoración.
- Teoría austríaca del ciclo económico: la expansión crediticia artificial, ocasionada por los encargados de la política monetaria al imprimir dinero sin respaldo y permitir la banca de reserva fraccionaria, distorsiona las informaciones de los agentes económicos provocando malas inversiones (*malinvestment*) y burbujas económicas, entre otros.

Muchas teorías desarrolladas por los primeros economistas de la escuela austríaca han sido absorbidas por la economía «dominante». Desde mediados del siglo XX en adelante, la escuela austríaca ha sido considerada fuera de la corriente principal del pensamiento económico. Su reputación aumentó a mediados de los años 1970, después de que el economista austriaco Friedrich Hayek recibiera el Premio Nobel de Economía en 1974.

«La crisis económica de la década de 1970, imposible de explicar por el modelo keynesiano, supuso la quiebra del paradigma económico dominante desde los años treinta. La caída del muro de Berlín, es decir, el imprevisto derrumbamiento del sistema económico comunista, implicó la desaparición de la escuela económica marxista oficial, sin que haya ninguna escuela socialista o socialdemócrata de teoría económica que pueda ser considerada una alternativa sólida. Los modelos teóricos neoclásicos y monetaristas han recibido durante decenios críticas profundas sobre su falta de conexión con la realidad y no pueden aportar un instrumental aceptable para analizar, interpretar o comprender los problemas actuales. Entre la multitud de propuestas y nuevas pequeñas escuelas (post-keynesianos, nuevos clásicos, etc.) que han surgido en los últimos decenios no hay ninguna que parezca estar consolidándose o que pueda ofrecer una alternativa omnicomprendensiva de la ciencia económica. Quizá como consecuencia de todo esto ha resurgido el interés por la Escuela Austríaca, una vieja escuela que durante más de ciento cuarenta años ha sobrevivido a las críticas, el menosprecio, la ignorancia o la indiferencia y cuyas sólidas propuestas están atrayendo una renovada atención en estos tiempos.» (Eumed, 2016)

Puede que las teorías que expone la escuela austríaca no sean la solución, ni mucho menos, a todos los problemas económicos actuales, pero su discurso es lo suficientemente sólido como para ser tenido en cuenta a la hora de discutir y teorizar que modelo económico, o combinación de ellos, debería de dirigir las decisiones en política económica, así como para analizar por qué los modelos actuales no funcionan correctamente y provocan situaciones no deseadas, aunque conocidas y dañinas, como son los ciclos económicos y las burbujas financieras.

2.1.4. Principales diferencias y críticas

Por las definiciones aportadas de las tres escuelas se constata que tienen diferencias notables entre ellas. Aquí se resumirán los puntos diferenciadores más importantes y las principales críticas que lanzan las unas a las otras, principalmente en política monetaria. Para ello primero se expondrán las principales diferencias entre la Escuela keynesiana y la Escuela austríaca, y después se hará lo mismo para la Escuela neoclásica y la austríaca. Hay que señalar —y que sirva para todo el trabajo— que cuando hablamos de «dinero» nos referimos al dinero físico o fiduciario, dinero que no está respaldado por nada más que la confianza que sus usuarios depositan en él, bien distinto del dinero real como podría ser el oro o bienes productivos, con productividad real de bienes o servicios con demanda, y que produzcan rendimiento físico, no financiero.

Las premisas de las que partieron la Escuela keynesiana y la austríaca no fueron muy diferentes en sus comienzos, ambas parten de la tradición Milliana¹, pero son completamente antagonistas a la hora de exponer cómo los gobiernos y agentes económicos deben desarrollar y aplicar las políticas macroeconómicas, y sobre todo, a la hora de gestionar los ciclos económicos de booms y recesiones. La primera y mayor diferencia entre estas dos escuelas es el carácter intervencionista y controlador de los

¹ La cual basaba la validación de la teoría en la validez de los primeros argumentos (premisas) de los que deducían la teoría. John Stuart Mill publicó en 1848 los *Principios de Economía Política* que se convirtió en el libro de economía de obligada lectura durante cuarenta años.

keynesianos, frente a la postura no intervencionista de los austríacos que sostienen que los mercados se autorregulan y tienden al equilibrio.

Según la Escuela keynesiana, el estado tiene el poder de, mediante políticas monetarias y fiscales expansivas, reducir el desempleo y aumentar los niveles de producción. Por lo que en época de recesión o depresión económica el estado debe aumentar el gasto público y la cantidad de dinero en circulación, por ejemplo bajando los tipos de interés.

La Escuela austríaca por el contrario, sostiene que el estado y las políticas intervencionistas son las principales responsables de provocar burbujas financieras y económicas durante los periodos de crecimiento económico, así como de transformar una recesión económica en una gran depresión. Los austríacos critican que durante las épocas de boom, debido a la excesiva creación de dinero, exagera el crecimiento y distorsiona los precios relativos, los tipos de interés, y los incentivos de las inversiones, provocando mala inversión o *malinvestment*. Por otro lado, para los austríacos, los periodos de recesión son normales y necesarios y se deben a ajustes de las economías para llegar al equilibrio, durante estos periodos se elimina la mala inversión, pero si, en vez de dejar que los mercados se ajusten, se aplican políticas expansivas inyectando más dinero y reduciendo los tipos de interés, solo se conseguirá prolongar y agravar las recesiones hasta convertirlas en una gran depresión económica.

La Gran Depresión de los años treinta, que vino tras un periodo de gran bonanza económica, los felices años veinte, fue un momento en el que esta discusión se hizo efectiva, puesto que Keynes defendía su postura de que el estado debía intervenir mientras que Hayek sostenía que el estado no debía intervenir y dejar que la economía se ajustara eliminando la mala inversión de los años veinte. Los estados decidieron aplicar la receta Keynesiana teniendo como resultado una de las peores depresiones económicas de la historia que duró hasta finales de los años treinta. Al igual que entonces, hoy se vuelve a repetir y se vuelven a aplicar el mismo tipo de política económica.

En cuanto a la Escuela Neoclásica y la Escuela Austríaca, aunque a priori pueda parecer que tienen varias cosas en común, por ejemplo la autorregulación de los mercados y la no intervención, el enfoque de cada una es totalmente diferente e irreconciliable.

Mientras los austríacos abordan esta ciencia desde una perspectiva subjetivista del valor y el coste, humilde, pues son conscientes de la limitación de la ciencia y la posibilidad de cometer errores, así como realista en cuanto a las pretensiones, pues estas no son más que observar y estudiar la economía para realizar patrones predictivos siempre de carácter cualitativo y teóricos. Los neoclásicos por su parte la abordan desde un punto de vista objetivista, a través de la teoría de las expectativas y su concepto de racionalidad, con un enfoque puramente empírico y cuantitativo, mediante más o menos complejos modelos matemáticos, así como asunciones y simplificaciones de la realidad para que funcionen dichos modelos en el papel, con el objetivo pretencioso de conocer y ejercer un control centralizado de la economía.

Si se vuelve a echar mano de la historia, durante el siglo XX se impuso, como ya se ha dicho, la teoría keynesiana, y aunque la escuela austríaca fue ganando más adeptos nunca llegó a ver realmente la luz. A finales del siglo XX ambas escuelas se apartaron a un lado para dejar paso a los neoclásicos y su teoría de las expectativas, que ha prevalecido durante los últimos treinta años. A pesar de los complejos modelos econométricos y la gran cantidad de información a tiempo real para predecir posibles desviaciones de la economía, el mundo volvió a vivir un colapso económico mundial en 2007-2008 que llevó a una recesión durante los siguientes siete años y de la que hoy en día aún se intenta salir.

«El colapso económico mundial de 2007-2008 desacreditó la economía de las “expectativas racionales” (a pesar de que sus sumos sacerdotes aún no lo reconocen) y trajo a Keynes y Hayek nuevamente a una contienda póstuma. Los problemas no han cambiado mucho desde que iniciaran su discusión en la Gran Depresión de la década de 1930. ¿Qué causa el colapso de las economías de mercado? ¿Cuál es la respuesta correcta a un colapso? ¿Cuál es la mejor manera de evitar colapsos futuros?» (Skidelsky, 2011)

Desde el punto de vista Austríaco, «el problema real es la forma en que se enseña política monetaria es casi todos los programas de grado y posgrado en el mundo. Si tomamos cualquier libro de texto de macroeconomía, este explicará cómo los tipos de interés se determinan por la demanda y la oferta de liquidez. La economía se trata como un coche y los tipos de interés se ven como el acelerador. Cuando la realidad no se ajusta al modelo, el economista actual, en lugar de cuestionar el modelo y teoría, supone que más de lo mismo acabará obligando a la realidad a ser como el modelo. El problema aparece por una incompreensión fundamental del papel de los tipos de interés. [...] En realidad, los tipos de interés reflejan la relación de valor asignada al consumo actual con respecto al valor asignado al consumo futuro. Es decir, el dinero no es solo un producto que pueda resolver nuestros problemas si simplemente creamos más. El dinero sirve para una función clave de coordinar la producción con la demanda a lo largo del tiempo. Así que cuanto más se interfiera con los tipos de interés, más se crea un desalineamiento entre demanda y oferta a lo largo del tiempo y mayor será el ajuste para realinear la producción con la demanda para devolver la economía a un crecimiento económico sustentable con niveles crecientes de vida. Los tipos negativos solo asegurarán y desalineamiento todavía mayor entre producción y demanda.» (Hollenbeck, 2016)

2.2. TASAS DE INTERÉS

La tasa de interés es un concepto muy amplio por lo que se va a partir de una definición general a partir de la cual se puedan ir desarrollando diferentes subconceptos que derivan de este. Se puede encontrar dicha definición general en la Wikipedia:

«La tasa de interés (o tipo de interés) es el precio del dinero o pago estipulado, por encima del valor depositado, que un inversor debe recibir, por unidad de tiempo determinado, del deudor, a raíz de haber usado su dinero durante ese tiempo. Con frecuencia se le llama "el precio del dinero" en el mercado financiero, ya que refleja cuánto paga un deudor a un acreedor por usar su dinero durante un periodo.

En términos generales, a nivel individual, la tasa de interés (expresada en porcentajes) representa un balance entre el riesgo y la posible ganancia (oportunidad) de la utilización de una suma de dinero en una situación y tiempo determinado. En este sentido, la tasa de interés es el precio del dinero, el cual se debe pagar/cobrar por tomarlo prestado/cederlo en préstamo en una situación determinada.»

De esta definición general se pueden extraer tres conceptos importantes: primero, que la tasa de interés es positiva, segundo, que es el «precio» del dinero, y tercero, la relación directa entre riesgo y tipo de interés. Durante el desarrollo de este trabajo se verá que la primera y segunda afirmación no son del todo correctas² y la tercera, hoy en día, se puede distorsionar mediante la política monetaria³.

De la tasa de interés se desglosan multitud de subconceptos y distintos tipos de tasas que varían y se han adecuado a las necesidades actuales de la economía.

² Concretamente en el apartado 2.3.3. Tasa de Interés Negativa.

³ Se profundiza en el capítulo 3.

Algunos ejemplos de dónde se pueden encontrar distintos tipos de tasas de interés son: sector bancario, mercados financieros, política monetaria, etc. También se puede encontrar en la teoría económica y en los estudios económicos, así la macroeconomía, por ejemplo, estudia la interacción entre los tipos de interés y otras variables económicas como la producción, el desempleo o la inflación. Para el objeto de este trabajo nos interesan dos: la tasa de interés real y la tasa de interés natural.

2.2.1. Tasa de interés real y tasa de interés nominal

La tasa de interés real es un concepto que deriva de la tasa de interés nominal, al realizarle algunos ajustes. Es importante diferenciar estas dos tasas.

Mientras que la tasa de interés nominal, expresada en porcentaje normalmente, es el coste total del dinero en una operación de financiación, o la rentabilidad total en una operación de ahorro o inversión, el tipo de interés real es el tipo de interés esperado teniendo en cuenta la pérdida de valor del dinero a causa de la inflación. El tipo de interés real se obtiene restándole la inflación a la tasa de interés nominal es una operación determinada.

«El tipo de interés real para un inversor coincide con la rentabilidad que un inversor espera extraer de su inversión, aunque conviene recordar que diferentes tipos de inversiones tendrán diferentes intereses nominales y diferentes tasas de inflación esperada, por lo que para una economía no existe un único tipo de interés real, sino uno diferente para cada inversión. Así si en un caso concreto el banco ofrece un interés nominal del 5% por un depósito bancario, y la tasa esperada de inflación es del 2%, el tipo de interés real esperado es de 3% (=5% - 2%)» (Wikipedia, 2016)

Como se puede deducir, el tipo de interés real puede ser negativo si la inflación supera al interés nominal. Por el contrario si la inflación es negativa, conocido como deflación, ésta incrementará el tipo de interés nominal dando una tasa de interés real mayor que la nominal. Lo que hay que recalcar como importante de la tasa de interés real, y que nos servirá para entender futuras deducciones, es el hecho de que está afectada directamente por la inflación.

2.2.2. Tasa de Interés Natural

Esta tasa de interés no es tan conocida como otras. La literatura económica sobre ella es un poco ambigua y principalmente en inglés, pero es un concepto interesante y que se nombrará varias veces durante este trabajo. Es ampliamente conocido y defendido dentro de la Escuela Austríaca de pensamiento económico. En este apartado se profundiza un poco en ella recurriendo a diferentes lecturas.

La mayor contribución a la definición de la Tasa de Interés Natural, Tasa de Interés Original o NIR por sus siglas en inglés de *Natural Interest Rate*, y su aplicación a la política monetaria fue dada por el economista sueco Knut Wicksell, quien declaró:

«Hay una cierta tasa de interés en los préstamos que es neutral con respecto a los precios de las materias primas, y no tiende ni a subirlas ni a bajarlas.» (Knut Wicksell, 1898)

«Mientras que los precios permanezcan inalterados, la tasa de interés de los bancos [centrales] permanecerá inalterada. Si los precios suben, la tasa de interés subirá; y si los precios caen, la tasa de interés bajará; y la tasa de interés se mantendrá de ahora en adelante en su nuevo nivel hasta que un futuro movimiento de los precios que exija un cambio en una dirección u otra.» (Knut Wicksell, 1898)

«No hay una alta o baja tasa de interés, en sentido absoluto, que deba ser considerada como la influencia de la demanda de materias primas, mano de obra, y la tierra u otros recursos productivos, y así indirectamente determinar el movimiento

de los precios. El factor causal es la actual tasa de interés de los préstamos en comparación con lo que voy a llamar la Tasa de Interés Natural del capital. Esta tasa natural es más o menos lo mismo que el interés real de los negocios actuales.» (Knut Wicksell, 1898)

Básicamente lo que Wicksell viene a decir es que la tasa natural de interés es la tasa que refleja los factores reales subyacentes. En términos macroeconómicos, aplicado a una economía totalmente privada, es la tasa que rige la asignación de recursos entre el consumo actual y la inversión para el futuro. Al mantener el ahorro y la inversión en equilibrio, la tasa natural guía a la economía a lo largo de la senda del crecimiento sostenible. Es decir, regido por la tasa natural, el exceso de ahorro no consumido (ahorro real) es usado para aumentar la capacidad productiva de la economía de forma que sea consistente con la disposición de las personas a posponer el consumo. (Garrison, 2007)

Otros pensadores económicos como Thornton, 1802; Meade, 1933; Keynes, 1936; así como reconocidos miembros de la Escuela de Economía Austriaca como Mises, o Hayek, 1931, han contribuido a desarrollar este concepto, aunque no siempre en el mismo sentido que Wicksell:

«Siguiendo la tradición de la escuela austriaca de economía, la definición de una tasa natural de interés, surge aún antes de que existiera el dinero como medio de intercambio indirecto. El concepto nace de las preferencias temporales de la gente al actuar, al intercambiar bienes presentes por bienes futuros. La necesidad de satisfacción de algunas personas en el presente los lleva a valorar en más el consumo en el inmediato presente que en el futuro. Por lo tanto, el mismo bien hoy se valora en más si se puede disponer de él que si se posterga su consumo o utilización. Pero no es necesariamente constante esa valoración a lo largo del tiempo, dado que las necesidades van modificándose, los gustos cambian y los seres humanos tienen a lo largo del tiempo otras prioridades.

Entonces, se define la tasa de interés natural u originario al precio de mercado de los bienes presentes en función de los bienes futuros. En otras palabras responde al precio promedio de los bienes reales presentes en función del valor de los bienes futuros, o para ser más exactos, constituye el valor del tiempo de espera. A los oferentes de bienes presentes los denominamos ahorradores que renuncian al consumo presente a cambio de obtener un mayor valor de bienes futuros, compensándolos por la espera. Los demandantes de bienes presentes que no desean esperar, que desean consumir ahora serán los tomadores dispuestos a compensar por la satisfacción inmediata de su necesidad, bien sea para consumir o utilizarlo.» (Marsimian, 2014)

En 1931 Hayek publicó *Precios y producción*, donde expuso la teoría austriaca del ciclo económico, y en el que dice que los ciclos económicos vienen dados por la manipulación de los tipos de interés desviándolos del tipo de interés natural. Para definir el tipo de interés natural Hayek modifica el concepto acuñado por Wicksell para adaptarlo a las necesidades austriacas: «Si no fuera por las perturbaciones monetarias, el tipo de interés se determinaría por la igualación de la demanda y la oferta de ahorros. Este es el tipo de interés de equilibrio. En una economía monetaria, el tipo de interés de mercado (Geldzins) puede diferir del tipo de interés natural o de equilibrio porque la demanda y la oferta de capital no se produzca en su forma natural, sino en la forma de dinero, cuyo cantidad puede ser libremente manipulada por los bancos.» (Rallo, 2013) Esta definición de Hayek podría interpretarse como el tipo de interés que se daría en una economía estática basada en el trueque, y este es el argumento en el que se basó Sraffa en 1932 para tratar de desmontar a Hayek, argumentando que en esa situación, y debido a las desviaciones en la oferta y la demanda de cada bien, aparecerían múltiples tasa de equilibrio imposibilitando tener

una única tasa natural de referencia. Sin embargo, desde otro punto de vista, algunos autores defienden que la definición que hace Hayek sería la del tipo de interés que se daría en una economía monetaria donde los bancos no aplicarían reservas fraccionarias y mantuviesen el 100% de reservas, o como defiende Rallo, 2013, «el tipo de interés que se daría si los bancos y otros agentes económicos no descalzaran plazos».

Profundizando un poco más, se podría diferenciar entre una tasa natural de interés para el largo plazo y otra para el medio plazo, propuestas por Archibald y Hunter (2001)⁴, en el primer caso se ve el concepto desde el punto de vista de la teoría del crecimiento, en el segundo desde la perspectiva de los ciclos económicos y la política monetaria. A continuación se resumen el análisis recogido en el estudio del Oesterreichische Nationalbank, (2006) *Monetary Policy & the Economy Q4/05*.

La tasa natural de interés a largo plazo es comúnmente definida como la tasa de interés real donde todos los mercados están en equilibrio y por lo tanto no hay presión para redistribuir ningún recurso o para modificar alguna variable de la tasa de crecimiento (Archibald y Hunter, 2001). En este —hipotético— estado estacionario, la tasa natural de interés a largo plazo depende de las características estructurales que influyen en el crecimiento potencial de una economía a largo plazo, que a su vez depende de la tasa de progreso técnico, crecimiento de la población y las preferencias temporales de consumir hoy sobre ahorrar para mañana de los hogares.

Usando esta definición de tasa natural de interés, la dependencia de este concepto a los tres componentes antes mencionados puede ser demostrada gráficamente. Siguiendo a Archibald y Hunter (pág. 21, 2001), el siguiente gráfico ilustra de una forma estilizada y simplificada como la NIR a largo plazo puede ser formada por la intersección del ahorro y la inversión determinados.

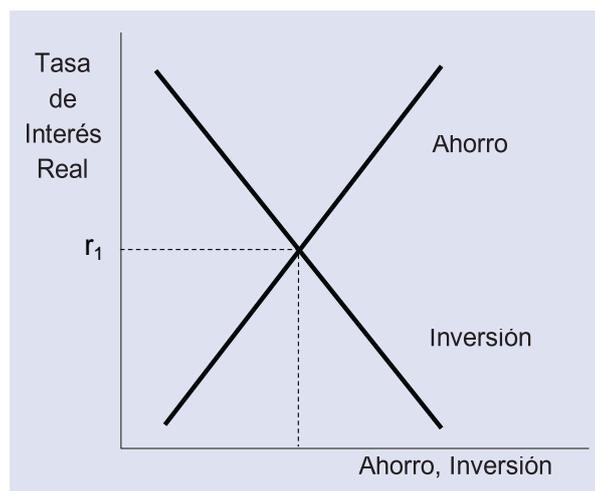


Figura 2.1. La tasa natural de interés se determina por el cruce del ahorro y la inversión

Fuente: Oesterreichische Nationalbank, 2006

La curva de inversión con pendiente negativa muestra que la demanda de fondos prestables disminuye a medida que aumenta el costo de endeudamiento, ya que un menor número de proyectos de inversión producen suficiente retorno para cubrir los

⁴ No se incluye el corto plazo ya que una tasa natural a corto plazo definida de este modo sería comparable en términos de horizonte temporal con la tasa política derivada de la política monetaria como la Regla de Taylor o las Reglas de Objetivo de Inflación (Inflation targeting rules) (Oesterreichische Nationalbank, 2006)

costes financieros. La curva de ahorro determinada con pendiente positiva ilustra que la oferta de fondos prestables aumenta con la tasa de interés real, ya que el público va a ahorrar más cuanto mayor sea el retorno (esperado) para sus ahorros. El punto de equilibrio se alcanza donde la oferta y demanda de fondos prestables se igualan, es decir, donde se cortan la curva de ahorro e inversión, en el punto r_1

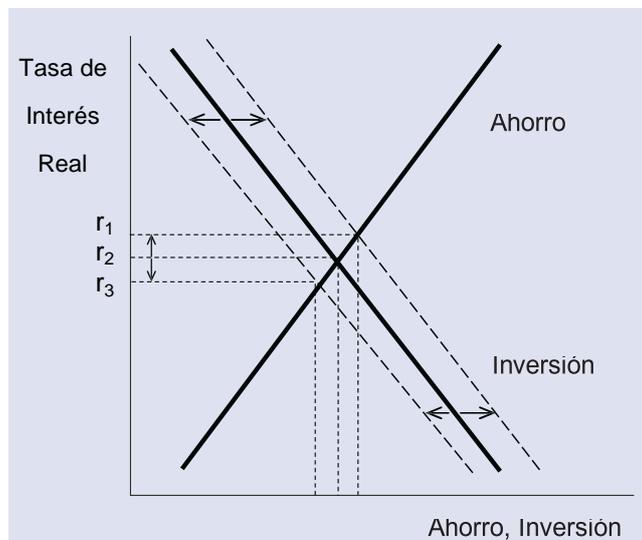


Figura 2.2. Una disminución (aumento) de la rentabilidad del capital desplaza la curva de inversión hacia la izquierda (derecha), reduciendo (aumentando) la tasa natural de interés

Fuente: Oesterreichische Nationalbank, 2006

En la figura 2 se puede observar como la posición de la curva de inversión depende de cómo de rentable sea la inversión, en otras palabras: de la productividad del capital, que está influenciada por cómo de eficiente es y qué combinación de otros factores productivos de capital se usa. Por ejemplo, el progreso técnico aumenta la productividad total de los factores y hace el stock existente de capital más rentable, desplazando la curva de inversión hacia la derecha y el punto de equilibrio de la tasa de interés real a r_2 . Por el contrario, si, por ejemplo debido a una disminución de la tasa de nacimiento o envejecimiento, hay menos mano de obra disponible para un nivel dado de capital, ese capital será menos productivo. La curva de inversión se desplazaría hacia la izquierda, y el punto de equilibrio de la tasa real de interés caerá hasta r_3 .

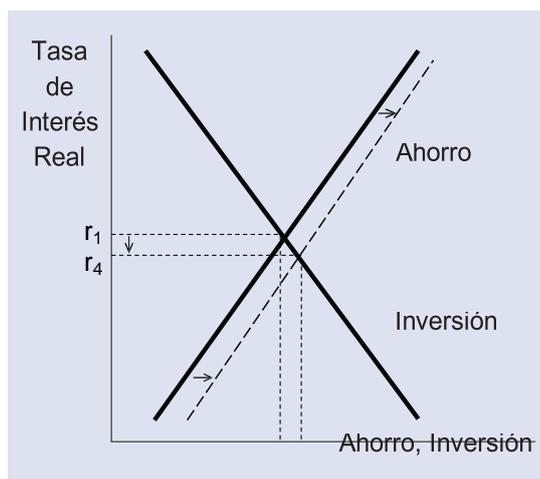


Figura 2.3. Un aumento de la preferencia por el ahorro de desplazar la curva de ahorro a la derecha, reduciendo la tasa natural de interés

Fuente: Oesterreichische Nationalbank, 2006

Como se puede ver en la figura 3, la posición de la curva de ahorro depende, en igualdad de condiciones, de la voluntad de los consumidores para retrasar el consumo en cualquier tipo de interés dado. Cualquier cambio en las preferencias temporales entre consumir hoy o ahorrar para el futuro desplaza la curva de ahorro. Por ejemplo, si la población cree que se reducirán las pensiones o que pasarán más años como jubilados debido al crecimiento de la esperanza de vida, podrían reaccionar ahorrando más, independientemente del nivel actual de la tasa de interés real. En ese caso la curva de ahorro se desplazaría permanentemente hacia la derecha, y el punto de equilibrio a largo plazo del interés real pasaría a estar en r_4 .

La tasa natural de interés a medio plazo puede ser definida como la tasa de interés real a corto plazo consistente con el PIB real en su nivel potencial, en ausencia de sobresaltos transitorios de la demanda. El PIB potencial, a su vez, se define como el nivel de producción con una tasa de inflación estable, y en ausencia de perturbaciones transitorias de la oferta. Por lo tanto, la tasa natural de interés es el nivel en el que los tipos de interés reales son consistentes con una tasa de inflación estable y en ausencia de perturbaciones temporales de la oferta y la demanda (véase Williams, 2003, p.1). El medio plazo no requiere todas las variables económicas que requiere el largo plazo para considerarse estable. Por ejemplo, la deuda pública, la balanza por cuenta corriente o el nivel de la tasa de cambio real podrían estar en un nivel no sostenible en el largo plazo.

La tasa natural de interés a medio plazo se corresponde en líneas generales a las variaciones de los ciclos económicos. Por lo tanto, también es comparable en términos de horizonte temporal a las tasas de interés real de equilibrio en las reglas de política monetaria de Taylor, según la cual la tasa de interés fijada por los órganos encargados de la política monetaria fluctuará dependiendo de las desviaciones de la inflación y la producción de su objetivo y potencialidad.

2.2.3. Tasa de Interés Negativa

Lo expuesto hasta ahora en este capítulo permite entender por qué no es común referirse a una tasa de interés negativa: esta no podría existir en un mercado libre de obstáculos. Las tasas de interés negativas son el resultado, totalmente artificial, de la intervención de los bancos centrales. De hecho, la ya vista tasa de interés natural es un fenómeno de carácter no monetario: simplemente refleja preferencias temporales, y

las preferencias temporales son una categoría inviolable de la acción humana y son siempre positivas. (Tenebrarum, 2016)

Teóricamente las tasas de interés de mercado deberían consistir en la tasa natural de interés más dos componentes adicionales: un precio (llámese inflación) que refleje la disminución esperada en el poder adquisitivo del dinero, y una prima de riesgo o prima de beneficio empresarial que refleje las percepciones de los prestamistas sobre la solvencia del prestatario y genere una ganancia empresarial para quienes se dedican al préstamo. En la actualidad no es el caso —ni de lejos—, estribando la razón en la intervención de los bancos centrales, cuya política monetaria distorsiona completamente las tasas de interés de los mercados.

A menudo se dice que el interés es el «precio» del dinero, pero en realidad esto no es del todo correcto. Es realmente una relación de precio: la diferencia entre la valoración actual de los bienes presentes frente a la valoración actual de los bienes futuros. Una manzana que se puede obtener ahora siempre tendrá un valor mayor que una manzana similar que se pueda obtener en algún momento en el futuro. Si las preferencias de tiempo fueran disminuyendo hasta cero, el público dejaría de consumir por completo. Todos los esfuerzos se dirigirían hacia la provisión para el futuro, pero nunca verían ese futuro, porque se morirían de hambre antes de que llegase.

En teoría, las preferencias de tiempo se elevan casi hasta el infinito: por ejemplo, si un asteroide fuera a chocar con la Tierra dentro de dos semanas y se sabe con certeza que destruirá el planeta, ya no tendría sentido proveer el futuro. El ahorro, la inversión y la producción se detendrían, y todo el mundo se limitaría a consumir. Pero lo contrario no puede ocurrir nunca, ya que no se puede simplemente dejar de consumir. Mientras pase el tiempo y haya un «antes» y un «después», el interés simplemente no puede ser cero o negativo. (Tenebrarum, 2016)

«En el mundo que vivimos eso no ocurre. Tenemos comités de “notables” en los bancos centrales que, en los hechos, deciden de acuerdo con su criterio —que se supone informado— el “mejor” nivel para el tipo de interés. El problema es que su actuar no es inocuo, sino que genera distorsiones y una serie de consecuencias insospechadas muy destructivas. Siempre que se fije un precio por arriba o por debajo de lo que el mercado en libertad establecería, los resultados son muy negativos.

Los banqueros centrales basan sus decisiones en información, estadísticas, gráficas y análisis macroeconómicos (*escuela neoclásica*) que desdeñan el papel del individuo actuante (*escuela austríaca*). Esta visión mecanicista de la economía es peligrosa, porque sus practicantes se creen capaces de comprender y abarcar de manera agregada los millones de grados de preferencias temporales que tienen cada una de las personas. Así, terminan decidiendo qué es lo más “conveniente”, según su juicio de valor particular.» (Barba, Tasas de interés: La economía va hacia el colapso, 2015)

CAPÍTULO 3

TASA DE INTERÉS NEGATIVA COMO POLÍTICA MONETARIA DE LOS BANCOS CENTRALES

3.1. LA TASA DE INTERÉS COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETARIA

Antes de abordar la política de tasa de interés negativa se presentará una introducción a la política monetaria y, en concreto, al papel que juega la tasa de interés en esta.

La política monetaria se puede definir como la rama de la política económica que utiliza la cantidad de dinero en circulación y los tipos de interés como variables para controlar y mantener la estabilidad económica. Cuando se aplica para aumentar la cantidad de dinero se le denomina política monetaria expansiva, y cuando se aplica para reducirla, política monetaria restrictiva. De esta definición destaca que las dos herramientas con las que cuenta la política monetaria para intervenir en la economía es, por un lado, el control de la masa monetaria disponible, y por otro, en el que se centrará este capítulo, el control de los tipos de interés.

La política monetaria tiene por norma general los objetivos macroeconómicos que se enumeran, tomando los del Banco Central Europeo como referencia:

- Estabilidad de precios: tanto del precio del dinero y su cotización respecto a otras divisas, como del precio de los bienes (inflación).
- Plena ocupación: conseguir la menor tasa de desempleo posible.
- Crecimiento económico: es el objetivo final, y para ello establece que la inflación objetivo debe ser cercana al 2%.

Los mecanismos de los que dispone las autoridades monetarias para influir sobre la cantidad de dinero y la tasa de interés son:

- Operaciones de mercado abierto: esta es sin duda la principal herramienta que permite controlar los tipos de interés, gestionar la situación de liquidez del mercado y orientar la política monetaria. Consiste en la compra y/o venta de activos, normalmente títulos de deuda, sobre todo pública, pero también pueden comprar otro tipo de valores de renta fija.
- Facilidades permanentes: el objeto es proporcionar y absorber liquidez y controlar los tipos de interés del mercado a un día. Hay dos tipos de facilidades: facilidad marginal de crédito, que es el tipo de interés a la que el BC presta dinero a los bancos comerciales (actualmente al 0%⁵), y facilidad de depósito, que es el tipo de interés que le da el BC a los bancos comerciales por los depósitos que recibe de estos a un día (actualmente al -0,40%).
- Variación del coeficiente de caja: el coeficiente de caja indica el porcentaje mínimo de los depósitos bancarios que los bancos tienen que mantener en dinero líquido. Por lo que la variación de este coeficiente determinará la cantidad de dinero de la que disponen los bancos para operar en la economía, dar préstamos, etc.

⁵ A día 21 de abril de 2016, durante la última reunión del BCE
(http://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/Notas_y_decision/Decisiones_de_po/)

A continuación se verá de manera gráfica como la política monetaria interactúa con la economía real:

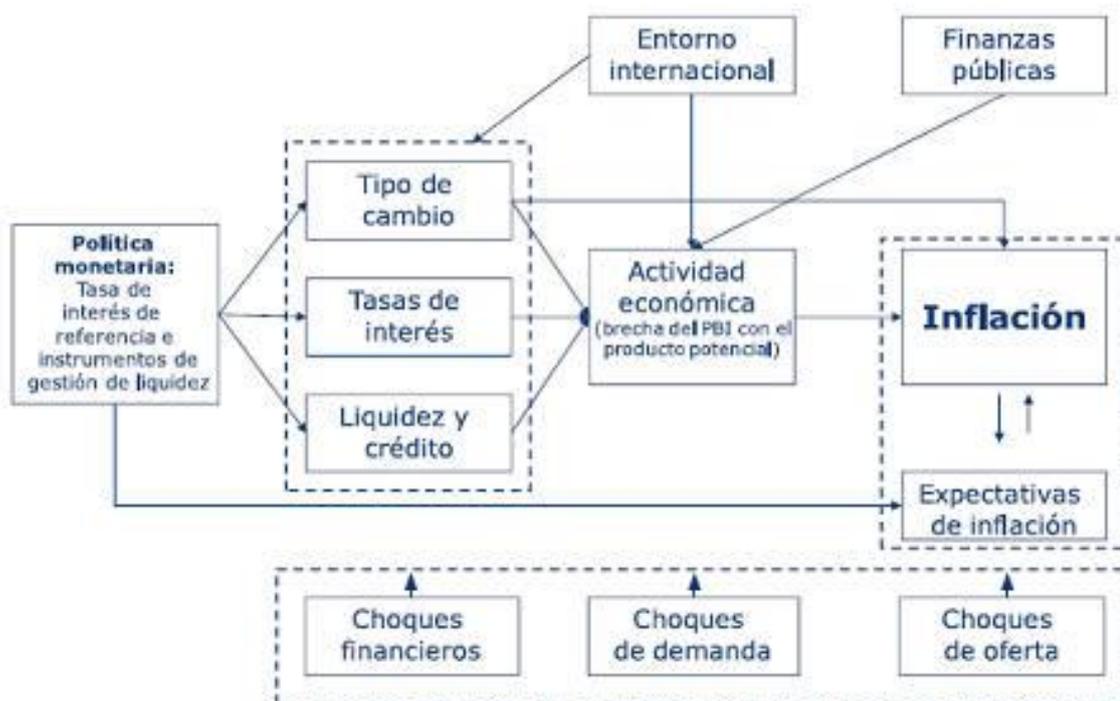


Figura 3.1. Política monetaria y economía real

Fuente: enciclopediafinanciera.com/teoriaeconomica/macroeconomia/politicamonetaria.htm

Dependiendo de la situación económica, y los objetivos que se quieran alcanzar, se diferencia entre dos tipos de políticas:

- Políticas expansivas: consisten en aumentar la masa monetaria disponible en una economía prestando más dinero a los bancos, bajando el tipo de interés o reduciendo el coeficiente de caja de los bancos. Según la teoría, al haber gran cantidad de dinero en circulación, y barato, el sistema bancario aumenta el crédito y reduce los tipos de interés de estos, aumentando la renta disponible de las familias para consumir y de las empresas para invertir. El objetivo es aumentar la inflación, aumentando la demanda agregada, y con esta la producción y el empleo. El siguiente gráfico muestra la relación entre la masa monetaria disponible y el tipo de interés:

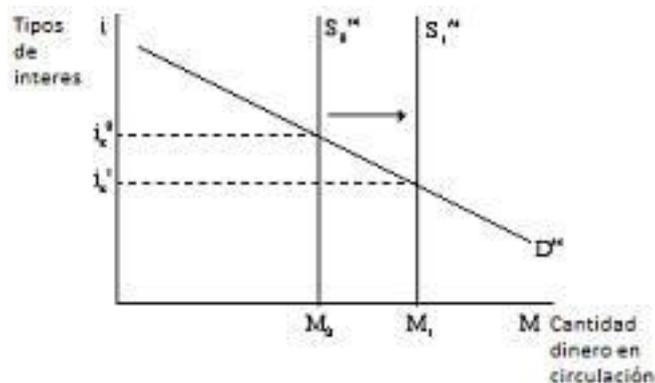


Figura 3.2. Política monetaria expansiva. Relación de los tipos de interés con la masa monetaria.

Fuente: enciclopediafinanciera.com/teoriaeconomica/macroeconomia/politica-monetaria-expansiva.htm

Como se aprecia en el gráfico, si aumenta la oferta (S) de masa monetaria (de M_0 a M_1) para una demanda dada (D), el tipo de interés disminuirá de i_k^0 a i_k^1 .

- Políticas restrictivas: por el contrario, estas políticas se instrumentan reduciendo las facilidades de créditos a los bancos, aumentando los tipos de interés de estos y aumentando el coeficiente de caja obligatorio. Al igual que antes, según la teoría, y de forma inversa, estas políticas disminuyen la renta disponible de las familias y desincentivan la inversión, lo que reduce la demanda agregada, y por tanto, la producción y el empleo. Los precios tienden a disminuir por lo que se reducirá la inflación o incluso puede provocar estanflación o deflación. A continuación se ve de manera gráfica como la demanda agregada afecta a la producción y los precios:

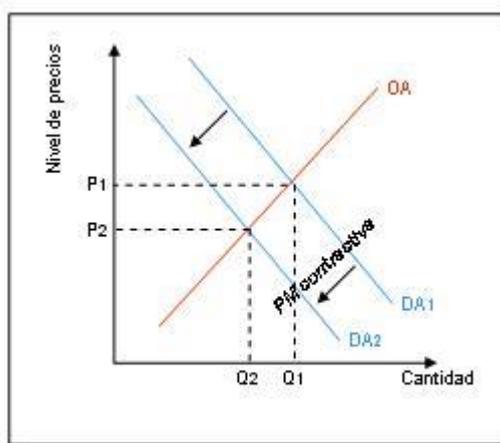


Figura 3.3. Política monetaria restrictiva. Relación de la DA con la producción y los precios.

Fuente: enciclopediafinanciera.com/teoriaeconomica/macroeconomia/politica-monetaria-restrictiva.htm

Este gráfico muestra cómo, con una oferta agregada (OA) determinada, al reducirse la demanda agregada (DA), pasando de DA_1 a DA_2 , a causa de una política monetaria restrictiva, disminuirá el nivel de precios y la producción, pasando de P_1 a P_2 y de Q_1 a Q_2 respectivamente.

Cabe señalar que esta política monetaria viene desarrollada y apoyada por las escuelas keynesianas y neoclásicas, impuestas y predominantes en la mayoría de los agentes económicos actualmente. Como se vio en el capítulo 2 (apartado 2.1. Escuelas de pensamiento económico), si bien la escuela de economía keynesiana, neoclásica y austríaca aceptan que la política monetaria afecta a las variables monetarias, difieren notablemente a la hora de cuantificar los efectos, la eficacia y la eficiencia de la política monetaria sobre la economía real.

3.2. POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS NEGATIVAS

La política de tasas de interés negativas, también conocida como NIRP por sus siglas en inglés de *Negative Interest Rate Policy*, no es en sí misma un concepto nuevo: se podría decir más bien que se trata de una herramienta poco corriente de política monetaria.

Según se expuso en el punto anterior, una de las herramientas de política monetaria de los bancos centrales es la fijación de la tasa de interés de referencia para el resto de mercados del mundo. Una tasa de interés negativa significa que los depositantes, los bancos comerciales principalmente en este caso, tienen que pagar por prestar

(depositar) su dinero en el banco. Actualmente los bancos centrales de muchas economías avanzadas como la Unión Europea, Suecia, Suiza, Japón, Dinamarca, etcétera, están llevando esos tipos de interés a terreno negativo, aun sabiendo que generalmente las tasas de interés —realistas— de mercado no pueden ser negativas. Estados Unidos por su parte aún no se ha unido a esta política pero no la descarta. En la siguiente imagen se puede apreciar la evolución de las tasas de interés de estos países desde 2008.

Key Negative Interest Rates

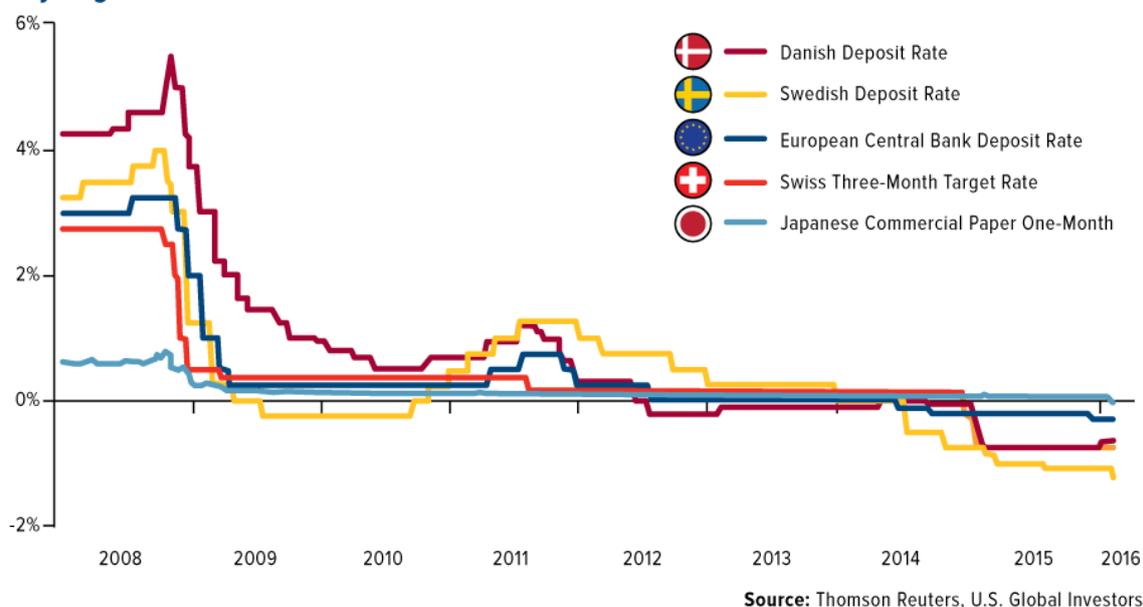


Figura 3.4. Las tasas de interés negativa claves.

Fuente: <http://davidstockmanscontracorner.com/negative-interest-rates-and-the-path-to-the-final-crisis/>

De forma cronológica esta ha sido la adhesión de estos países a la política de interés negativo:

- En 1970 Suiza estableció un régimen de tipos de interés negativos para contrarrestar la apreciación de su divisa.
- En 2009, 2010 y 2012, Suecia y Dinamarca entraron en una política de tipos de interés negativos.
- En 2014 el BCE instituyó una política de tipo de interés negativo aplicada al dinero que los bancos depositan en su balance.
- En 2014 el Banco Central de Japón se unió al club de países que aplican tipos de interés negativos.

La política monetaria convencional tiene límites. Las formas alternativas de política monetaria, particularmente cuando las tasas de interés están en 0% o cerca, o cuando hay preocupaciones sobre deflación, se denominan de manera general «políticas monetarias no convencionales.» Estas incluyen, entre otros, la flexibilización del crédito, la expansión cuantitativa, la orientación hacia a dónde irán las tasas (forward guidance) y las tasas de interés negativas. (Dinero.com, 2016)

Las políticas NIRP no son un fenómeno nuevo ya que en la década de 1970 el Swiss National Bank (SNB), Banco Central de Suiza, la utilizó para contrarrestar la apreciación de su divisa debido a que los inversores, por aquel entonces, estaban huyendo de la inflación y utilizaban como valor refugio el franco suizo. (Fortuño, 2016) Pero sí que es bastante nuevo el hecho de que lo están empezando a utilizar de

manera generalizada grandes economías mundiales, por unos motivos bien distintos a los que llevó al banco central suizo a utilizarlas, y con unos efectos sobre la economía mundial desconocidos. Es un momento histórico de la política monetaria mundial.

La teoría que subyace las políticas NIRP es luchar contra un escenario de riesgo deflacionista. En tiempos económicos difíciles, el público y las empresas tienden a aferrarse a su dinero, mientras esperan que la economía mejore. Sin embargo, este comportamiento puede servir para debilitar aún más la economía porque la falta de gasto provoca nuevas pérdidas de empleo y beneficios menores, lo que refuerza los temores del público y existe un incentivo a no «mover el dinero». Otro objetivo sería la devaluación de la divisa para favorecer las exportaciones. (Fortuño, 2016)

En teoría una política monetaria de tipos de interés negativos reduce los costes de los créditos para empresas y hogares, incentiva la inversión y el gasto, por lo que aumenta la demanda agregada. Cuando los tipos llegan a cero y la economía sigue estancada la única solución que han encontrado los bancos centrales es seguir bajándolos a tipos negativos.

Pero también tiene una serie de limitaciones y problemas, estos son algunos:

- Atacan directamente a los balances de los bancos comerciales, reduciendo sus márgenes de intermediación y desestabilizando el sistema bancario, que acaba repercutiendo sobre los ahorradores.
- El dinero en efectivo. Si los tipos negativos alcanzan la economía real, el público simplemente sacaría el dinero de los bancos y lo guardaría en una caja fuerte, por lo que esta política monetaria perdería efectividad, a no ser que se eliminase el dinero en efectivo.
- Las expectativas hacen gran parte del trabajo de la política monetaria. Entrar en terreno negativo y prolongar este estado en el tiempo socava la confianza en la eficacia de las medidas adoptadas por los bancos centrales para recuperar la economía.
- Tanta facilidad de dinero y a bajos intereses puede distorsionar las inversiones reduciendo los rendimientos mientras se incurre en más riesgo del que se soportaría en condiciones normales.

Además existe el riesgo de la pérdida de eficacia de las políticas monetarias, que cada vez son de mayor tamaño pero obtienen menos resultados, un fenómeno conocido como «La ley de los retornos menguantes» (Parrilla, 2016). Un ejemplo de esto es el caso de Estados Unidos: tras la crisis de 2008 la Reserva Federal (la «Fed»), el banco central de EE.UU., decidió lanzar a finales de ese mismo año un programa de expansión cuantitativa, conocido como QE1 (por sus siglas en inglés de *Quantitative Easing*), inyectando 600.000 millones de dólares en la economía americana durante 17 meses lo que hace una media de 35.000 mil millones al mes, tuvo un éxito rotundo no sólo a nivel doméstico si no que devaluó su moneda hasta alcanzar 1,60 dólares por euro; en 2010 lanzó el QE2 que a pesar de ser más agresivo, pues inyectó 85.000 millones al mes durante 7 meses, su impacto fue mucho más moderado; pero no termina aquí, en el 2012 lanza un tercer programa conocido como QE «hasta el infinito» puesto que se comprometió a inyectar 40.000 millones al mes, que tres meses más tarde subió a 85.000 millones, durante el tiempo que hiciera falta, algo que tampoco tuvo gran impacto en comparación con el primer QE. (Huky, 2016)

Las políticas de los bancos centrales también han llevado los rendimientos de los bonos públicos a territorio negativo. Más de 10 billones de dólares en bonos públicos alrededor del mundo, entorno al 40% de todos los bonos soberanos emitidos, cotizan ahora con tipos negativos. (Eisen, 2016)

Este tipo de política monetaria tiene consecuencias, aunque por ahora no las deseadas y que, por tanto, justifiquen su uso por parte de los bancos centrales. Durante este capítulo se analizarán los objetivos y justificación de esta política (apartado 3.3) y se expondrán algunas de las consecuencias actuales y futuras que está provocando (apartado 3.4).

3.3. OBJETIVO: PROVOCAR INFLACIÓN Y ESTIMULAR LA DEMANDA AGREGADA (DA)

En teoría durante periodos deflacionarios (caídas de precios), como el que vivimos actualmente, el público y las empresas se guardan el dinero en lugar de gastarlo ya que entienden que en un futuro próximo los bienes y servicios que quieren comprar serán más baratos. El resultado es una caída de la demanda agregada que acelera la caída de precios aún más y acaba provocando un parón en la producción aumentando así el desempleo. (Huky, 2016)

Las autoridades económicas que dirigen la política macroeconómica, compuesta por la política fiscal y la política monetaria, toman sus decisiones en base al siguiente razonamiento: primero se pregunta cuáles deberían ser los niveles de producción y precios, o dicho de otra formas, los niveles de inflación y desempleo, «deseados»; después se preguntan cuánto necesitan desplazar las curvas de oferta agregada (OA) y demanda agregada (DA); por último se preguntan qué magnitudes de la política macroeconómica tiene que modificar y en qué cuantía para que las curvas se desplacen la distancia deseada. (Dornbusch, et al., 2004)

Para conseguir los objetivos mencionados de estabilidad de precios, pleno empleo y crecimiento económico, los bancos centrales están centrando sus esfuerzos en provocar inflación en el precio de los bienes de consumo y estimular la demanda agregada. Aunque la interacción y los modelos (keynesianos y neoclásicos principalmente) en los que se basan los bancos centrales para tomar sus decisiones sobre política monetaria son más extensos y más o menos complejos, se puede destacar el modelo IS-LM y la Curva de Phillips como principales «justificantes» de la política monetaria expansiva y por lo tanto de la política de tasas de interés negativa.

3.3.1. Modelo IS-LM y la demanda agregada

Sin la pretensión de entrar en el desarrollo teórico del modelo IS-LM, pues existen multitud de manuales⁶ que realizan este trabajo de forma extensa y en profundidad, en este apartado se resume la relación entre las tasas de interés y la producción en los mercados de bienes y de dinero, y de esta forma cómo afecta la política monetaria en las variables económicas, que viene explicado, en parte, por este modelo.

El modelo IS-LM señala, para un nivel de precios (P) dado, el nivel de renta o PIB (Y) e interés (i) de equilibrio en una economía a corto plazo, cuando el mercado de bienes (curva IS) y el mercado de dinero (LM) están en equilibrio. Gráficamente:

⁶ Para profundizar en el tema se recomienda la lectura de: *Macroeconomía* de Dornbusch, et al. (2004) y *Macroeconomía*, de N. Gregory Mankiw (2000)

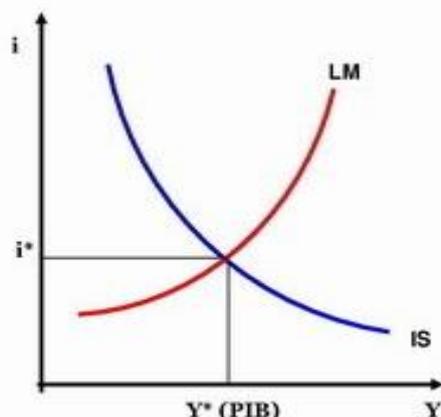


Figura 3.5. Modelo IS-LM en equilibrio.

Fuente: elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-modelo-is-lm-y-las-politicas-macroeconomicas

Los tipos de interés (i) y la renta, PIB o producción (Y), son determinados conjuntamente por el equilibrio de los mercados de bienes (IS) y de dinero (LM). O dicho de otra forma, el modelo IS-LM marca los valores del PIB, y del tipo de interés que equilibran simultáneamente el mercado de bienes y el de dinero a corto plazo. (Dornbusch, et al., 2004)

La curva IS (*Investment-Saving*, Inversión-Ahorro) representa las diferentes combinaciones de tipos de interés (i) y niveles de producción (Y) que hacen que la demanda agregada (DA) y la producción estén en equilibrio ($Y=DA$) en el mercado de bienes, es decir, es la curva de equilibrio en el mercado de bienes y servicios. La curva IS tiene pendiente negativa porque una subida del tipo de interés reduce la demanda de inversión, lo que reduce la DA, y por tanto, el nivel de renta de equilibrio. La inclinación dependerá del multiplicador y de lo sensible que sea el gasto en inversión a las variaciones del tipo de interés, cuanto menor sea el multiplicador y la sensibilidad más inclinada será la curva IS.

La curva LM (*Liquidity preference-Money supply*, Demanda de dinero, Oferta de dinero) representa las diferentes combinaciones de tipos de interés (i) y niveles de producción (Y) en los que la demanda de dinero es igual a la oferta de dinero ($M/P=L$), es decir, es la curva de equilibrio del mercado del dinero. Por un lado, la demanda de dinero depende de los tipos de interés y de la renta real, la demanda de dinero aumenta si sube la renta real o si bajan los tipos de interés. Por el otro, la oferta de dinero viene determinada por la cantidad nominal de dinero, fijada por el banco central, a un nivel de precios constante. La curva se desplazará a la derecha si aumenta la oferta monetaria y a la izquierda si esta se reduce. La curva LM tiene pendiente positiva debido a que, como la oferta monetaria es fija, un aumento del nivel de renta, que eleva la demanda de dinero, tiene que ir acompañado de una subida del tipo de interés, que reduce la demanda de dinero, y mantiene el mercado de dinero en equilibrio. La inclinación dependerá de si la demanda de dinero responde mucho a la renta y poco a los tipos de interés, más inclinada, o al contrario. (Dornbusch, et al., 2004)

Siguiendo este modelo, una política monetaria expansiva desplazará la curva LM hacia la derecha, elevando el PIB y reduciendo los tipos de interés. Una política monetaria restrictiva desplazará la curva LM hacia la izquierda, reduciendo la producción y elevando los tipos de interés. Una política fiscal expansiva desplaza la curva IS hacia la derecha, aumentando tanto el PIB como los tipos de interés. Una política fiscal restrictiva desplazará la curva IS hacia la izquierda, reduciendo tanto la renta como los tipos de interés. (Dornbusch, et al., 2004)

El modelo IS-LM es el modelo básico de demanda agregada en el que influye tanto el mercado de bienes como el mercado de dinero, y en el que se deja constancia de cómo la política monetaria y fiscal afectan a la economía.

Este modelo tiene varias carencias. Por ejemplo: no tiene en cuenta la especulación, la imposibilidad de aumentar el gasto público (que aumentará la producción y el empleo) por tener demasiado déficit, y no dice nada del mercado de trabajo (como la mayoría de modelos neoclásicos, presupone el pleno empleo). Pero en relación con la influencia que ejerce la política monetaria en la economía, y a colación con el argumento de este trabajo y la situación actual en la política monetaria, cabe destacar un caso extremo, el de La trampa de la liquidez.

La trampa de la liquidez surge cuando los tipos de interés nominales están en cotas mínimas, próximos a cero —ahora mismo el BCE ha fijado el tipo de interés al 0% en la facilidad de crédito y el -0,40% en la facilidad de depósito—, en el que la preferencia por la liquidez se hace absoluta a ese tipo de interés, el público está dispuesto a mantener cualquier cantidad de dinero que se le ofrezca. Esto implica que la curva LM se hace horizontal y las variaciones en la cantidad de dinero no la desplazan. La política monetaria «convencional» deja de tener efecto para estimular la economía. Gráficamente:

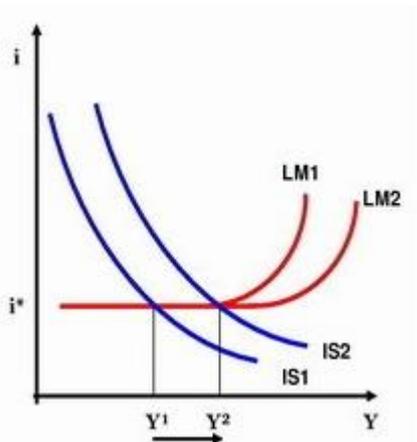


Figura 3.6. Trampa de la liquidez en el modelo IS-LM.

Fuente: elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/el-modelo-is-lm-y-las-politicas-macroeconomicas

En esta situación una política fiscal expansiva (aumento del gasto público, disminución del tipo impositivo o aumento de las transferencias), sin embargo, tendrá todo su efecto multiplicador desplazando la curva IS hacia la derecha y aumentando la renta. La trampa de la liquidez se da en situaciones económicas adversas como periodos deflacionarios, reducciones de la demanda agregada y el PIB o aumento de la tasa de desempleo.

3.3.2. Curva de Phillips

Dado que el modelo anterior no hablaba sobre la tasa de desempleo, en este apartado se verá, brevemente, una relación entre la tasa de inflación y la tasa de desempleo, ambos objeto de la política monetaria.

En macroeconomía la curva de Phillips representa la relación inversa que existe entre la tasa de desempleo y la inflación de los salarios. Es el resultado de un estudio empírico que realizó A. W. Phillips en 1958 sobre la relación de los salarios y el desempleo en el Reino Unido entre 1861 y 1957, y al que Lipsey, y otros, en 1960 aportaron el respaldo teórico. Aunque la curva de Phillips original relaciona la tasa de desempleo con la tasa de subida de los salarios, se acabó utilizando gradualmente

como la curva que relaciona la tasa de inflación y la tasa de desempleo. La curva de Phillips gráficamente:

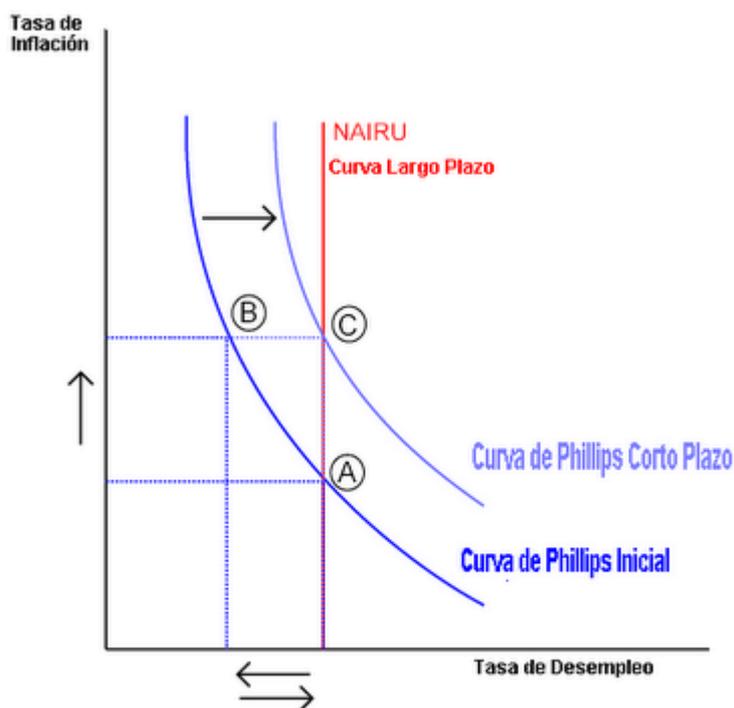


Figura 3.7. Curva de Phillips a largo y corto plazo.

Fuente: <https://octavopasajero.wordpress.com/2012/09/03/curva-de-phillips/>

Esto significaba que los responsables de política económica podía elegir entre diferentes combinaciones de desempleo e inflación, lo cual implica una disputa entre dos objetivos de la política monetaria: estabilidad de precios y pleno empleo. Samuelson y Solow (1960) interpretaron la curva de Phillips como una frontera de posibilidades de política económica en el que esta disputa puede ser «explotada» por las autoridades, y esto justificaba el intervencionismo de los gobiernos en la economía y su política económica de demanda. (Arroyo Fernández, 2016)

La relación que establecía la curva de Phillips se vino abajo a partir de los años 60. A corto plazo la curva de Phillips (y por tanto, la curva de oferta agregada) es bastante plana, pero a largo plazo la curva de Phillips (y la de oferta agregada) es vertical, por lo que carecía de sentido, y así se demostró. A la curva de Phillips le faltaba una variable, ésta era las expectativas sobre los precios. En la versión moderna de la curva de Phillips, la curva de Phillips con expectativas sobre la inflación, el desempleo no depende del nivel de inflación, sino del exceso de inflación sobre la que se esperaba. (Dornbusch, et al., 2004)

El principal problema es que la inflación esperada, a diferencia de la inflación y el desempleo, no se puede medir de manera fiable. Aun así se suelen obtener buenos resultados partiendo del supuesto de que el público espera que la inflación de este año sea la misma que la del año pasado. (Dornbusch, et al., 2004)

3.3.3. Regla de Taylor

Esta regla fue diseñada por Jhon B. Taylor, destacado economista de la Escuela de Chicago y asesor de gobiernos americanos como los de Ronald Reagan y George

Bush padre. En 1993 Taylor publicó un trabajo⁷ en el que mostraba como había un patrón en el comportamiento de la Reserva Federal de los EE.UU. (Fed) entre los años 1987 y 1992, el cual tradujo en una fórmula matemática conocida como regla de Taylor. Por lo que esta regla no surgió como receta para aplicar a la política monetaria, si no como lo que *de facto* estaba aplicando la Fed en su política monetaria, y luego se volvió un elemento para el análisis de la política monetaria.

La Regla de Taylor determina cual debe ser el tipo de interés nominal a corto plazo fijado por las autoridades de la política monetaria en función de tres parámetros: inflación, *output gap* o brecha de la producción (exceso de capacidad productiva), y la meta de inflación o inflación objetivo (2% para el BCE).

La regla clásica⁸ de Taylor tiene la siguiente ecuación (Uxó González, 2016):

$$i_t^T = \bar{r} + \dot{P}^{\text{OBJ}} + \beta_1 (\dot{P}_t - \dot{P}^{\text{OBJ}}) + \beta_2 \text{OG}_t$$

Que traducida es palabras sería:

Interés nominal = interés real + inflación + a₁ (inflación – inflación objetivo) + a₂ (Output Gap o desviación porcentual del PIB respecto de su valor potencial)

Sabiendo que los parámetros a_1 y a_2 son dos constantes positivas. El parámetro a_1 indica cuánto debe ajustarse la tasa de interés nominal —fijada por el banco central— ante una diferencia entre la tasa de inflación y la tasa de inflación objetivo. El parámetro a_2 señala cuánto debe ajustarse el interés nominal ante una desviación del PIB «real» respecto del PIB «potencial». También requiere de una estimación del interés real «neutral», pues si calculamos el interés real introduciéndole el interés nominal, ese interés real estará afectado por la misma política monetaria que usa esa estimación para definir la tasa nominal.

A efectos prácticos, la regla de Taylor funcionaría de la siguiente forma:

- Si la economía se encuentra en equilibrio desde el punto de vista de la producción (el *output gap* es cero) y de la inflación (la tasa de inflación es igual al objetivo de inflación del banco central), el tipo de interés fijado será igual al interés real más la inflación (esperada), para mantener la situación en equilibrio.
- Si la producción se encuentra por debajo de a la producción potencial (*output gap* negativo), y la tasa de inflación es menor a la inflación objetivo, el banco central disminuirá el tipo de interés nominal por debajo del interés real neutral para estimular la demanda agregada y el crecimiento económico.
- Por el contrario, si el *output gap* es positivo y la inflación se encuentra por encima del objetivo, el banco central elevará el tipo por encima del interés real neutral, para restringir la economía.
- Por último, los valores de los parámetros a_1 y a_2 dependerá de las preferencia relativas de los bancos centrales por cada objetivo, y de la sensibilidad, o fortaleza, del mecanismo de transmisión de la política monetaria sobre la economía.

Es un hecho que la política monetaria actúa con ciertos retardos, por un lado, lo que tardan los bancos centrales en detectar la existencia de un problema, y por otro, el

⁷ «Discretion versus policy rules in practice» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39 (1993) 195-214

⁸ No hay una única regla de Taylor, sino una familia de reglas de Taylor. La regla clásica de Taylor es la más difundida y conocida.

tiempo que tarda la modificación de los tipos de interés en tener efecto sobre la economía. Una de las modificaciones que se le pueden hacer a esta regla clásica de Taylor es la introducción de los valores esperados o «estimados» de inflación y *output gap* para n periodos, en vez de los valores observados, con el objetivo de eliminar o suavizar estos retardos.

El principal problema de la regla de Taylor es que los valores utilizados para su estimación —interés real neutral, PIB, PIB potencial, inflación— tienen un claro significado en la teoría pero son difíciles de observar empíricamente. Los componentes escogidos para su cálculo se basan en ciertos datos escogidos por ellos —las autoridades de la política económica— con diferentes ponderaciones escogidas por ellos y de datos calculados por ellos también. Con la presunción de que disponen de la información completa generada por cada uno de los agentes económicos que interaccionan en una economía, y con obviando que pueden ser claramente (o sutilmente) manipulados según intereses de políticos o autoridades de política monetaria. En consecuencia, si el banco central estima «mal» estos valores está dirigiendo la política económica por un camino que no se adecúa a la realidad económica. Como se expuso en capítulo 2 (apartados 2.1.3 y 2.1.4) esto es precisamente lo que critica la escuela austríaca, la falta de «humildad» y pérdida de conexión con la realidad a la hora de ejercer la política económica.

3.4. CONSECUENCIAS DE LAS POLÍTICAS DE TASAS DE INTERÉS NEGATIVA

Las razones, y modelos económicos, que han llevado a los bancos centrales a usar esta política monetaria pueden estar más o menos justificadas, pero lo que sí es cierto es que tienen consecuencias. En este apartado se analizará algunas de estas consecuencias como son: la deflación del precio de los activos reales y la burbuja de activos financieros, el ahogamiento del sistema bancario y el Euribor negativo, y la burbuja en el mercado de deuda pública.

3.4.1. Deflación del precio de activos reales y burbuja de activos financieros

Como se ha mencionado durante este capítulo (apartado 3.2), la creación desenfrenada de dinero y la política de tasas de interés negativas persiguen, equivocadamente, el objetivo de crear inflación en los precios de los bienes de consumo. En este apartado se mostrará como en el intento de los bancos centrales por alcanzar su objetivo de inflación, paralelamente provocan deflación en el precio de los activos reales y nuevas burbujas en activos financieros.

Los activos reales son los que forman parte de la inversión productiva, por ejemplo la maquinaria en una empresa. Los activos financieros, por su parte, son instrumentos que canalizan el «ahorro» hacia la inversión de capital, por ejemplo las acciones de una empresa, los bonos y las obligaciones, etc.

Antes de entrar en materia es necesario conocer el concepto de *malinvestment*⁹, que literalmente significa «mala inversión», pues está muy relacionado con el tema. Este concepto proviene de la Teoría austríaca del ciclo económico (ABCT¹⁰), y en resumen dice que los bajos tipos de interés y la abundancia de crédito inducen a los empresarios a alargar el proceso de producción, debido a que el valor neto presente de los proyectos a largo plazo aumenta en relación con la de los proyectos a corto plazo. Por tanto aumenta la demanda empresarial de bienes de capital, y el precio de

⁹ Para conocer este concepto en profundidad se recomienda la lectura de Sechrest, Larry J. «Explaining Malinvestment and Overinvestment.» *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 9, No. 4 (Winter 2006) 27-38

¹⁰ ABCT son las siglas en inglés de Austrian Business Cycle Theory que significa Teoría austríaca del ciclo económico.

los bienes de producción aumenta (inflación de activos reales) en relación a los precios de los bienes de consumo (objetivo opuesto al deseado por los bancos centrales). El resultado es una estructura de producción insostenible. A largo plazo los consumidores reafirman sus preferencias temporales mediante la fuerte demanda de bienes de consumo, y el precio de los bienes de consumo comienza a incrementarse en relación a los bienes de capital. Los recursos necesarios, entonces, para completar los proyectos iniciados no se conseguirán, muchos proyectos no se podrán completar o se terminarán con pérdidas. La economía está siendo empujada en dos direcciones. Los empresarios quieren más bienes de capital, al mismo tiempo que los consumidores quieren más bienes de consumo. La corrección necesaria viene en forma de recesión, durante la cual muchos proyectos se liquidan y aumenta el desempleo. El equilibrio macroeconómico puede restablecerse solo y cuando los bancos centrales cesen la expansión de crédito, permitiendo así a las tasas de interés de mercado volver a ser consistentes con las preferencias temporales. (Sechrest, 2006)

Los empresarios e inversores tienen la falsa creencia de que «hay mucho ahorro» por lo que se embarcan en proyectos que, debido a las bajas tasas de interés, parecen rentables cuando en realidad no lo son. Además, por culpa del *malinvestment*, la mayoría de proyectos e inversiones se canalizan hacia activos financieros, los inversores invierten en bolsa, en bonos y en mercados emergentes, donde gracias a los bajos intereses y la abundancia de capital generada por los bancos centrales obtienen mayores rentabilidades. De esta forma se fomenta la producción de más bienes de capital y se estrangula la inversión y producción de bienes de consumo, que son la base de la economía, lo que provoca una deflación en el precio de los activos reales. En los mercados financieros mientras tanto, y debido al exceso de riesgo adquirido por los inversores debido a las condiciones de mercado y distorsión provocada por los bajos tipos de interés, se crean burbujas que se inflan y explotan provocando sucesivas crisis, miedo y desconfianza, para las cuales los bancos centrales seguirán aplicando políticas monetarias expansivas que agravan aún más el problema.

3.4.2. Ahogamiento del sistema bancario y Euribor negativo.

Está claro que los primeros afectados, y de forma directa, por la política de tasas de interés negativas son los bancos comerciales. Esta política ataca a la base del modelo de negocio bancario tradicional: la diferencia entre el precio al que prestan el dinero a sus clientes y el precio al que lo toman prestado de ellos. Al principio del capítulo (apartado 3.1) se señaló que, mediante la facilidad de depósito, los bancos comerciales guardan sus excedentes de tesorería en los bancos centrales. Los tipos negativos son un coste extra que el banco central les impone para forzarlos a que concedan crédito a familias y empresas, y con ello reactivar la demanda agregada y generar inflación.

Estos son los tipos que están aplicando actualmente algunos bancos centrales¹¹:

¹¹ A mayo de 2016.

Suiza	-0,75%
Dinamarca	-0,65%
Suecia	-0,50%
Banco Central Europeo (BCE)	-0,40%
Banco Central de Japón (BoJ)	-0,10%

Tabla 3.1. Tipos negativos de bancos centrales.

Fuente: Elaboración propia a partir de tradingeconomics.com

El problema es que no hay suficientes prestatarios solventes para absorber toda la sobreoferta monetaria creada por los bancos centrales. Y resulta un tanto hipócrita por parte de los bancos centrales «obligar» a los bancos comerciales a dar crédito sin una base de demanda de crédito solvente que capte este crédito y no nos lleve a otra crisis económica como la del 2008, que en gran medida se originó por dar créditos hipotecarios sobre inmuebles sobrevalorados a personas y empresas insolventes.

Los responsables de la política monetaria simplemente han decidido que los perjuicios para la banca serían menores que los beneficios para la demanda agregada. Los bancos comerciales por su parte ya han comenzado a trasladar este coste a las grandes empresas e instituciones que mantienen sumas líquidas por encima de los cinco millones de euros, cobrándoles en torno al 0,30% por mantener sus depósitos. Este límite de cinco millones podría ir reduciéndose progresivamente si continúan disminuyendo los tipos de interés o se mantiene esta política por mucho tiempo.

A pesar de esto, algunos alegan que este coste directo sobre los bancos es relativamente pequeño en comparación con el volumen total de negocio, pero hay mucha incertidumbre en cuanto a las acciones que tomarán particulares e instituciones si siguen disminuyendo las tasas negativas o se prolongan durante mucho tiempo.

El problema de las tasas de interés negativas para los bancos comerciales tiene un doble efecto. Otro problema con el que se han encontrado es el Euribor, el índice que sirve de referencia para el pago de los intereses correspondiente a las hipotecas, y que suele consistir en el Euribor a un año más un porcentaje fijo. El Euribor se forma como el interés al que se prestan los bancos europeos entre ellos en el mercado interbancario. La política de tasas de interés negativas ha hecho que el Euribor sea negativo por primera vez en la historia, pues los bancos prefieren prestarse entre ellos a tasas negativas menores que la tasa de -0,40% que les aplica el BCE. El Euribor lleva cuatro meses seguido en negativo, febrero, marzo, abril y mayo del 2016 en el que cierra en -0,013%.

Mientras el porcentaje negativo del Euribor no supere el diferencial fijo que tienen la mayoría de hipotecas no hay demasiado problema, pues los hipotecados pagarían el diferencial menos el Euribor. El problema surge cuando el Euribor supere el diferencial, pues teóricamente los bancos tendrían que pagarle intereses a los hipotecados los cuales les reducirían el principal.

La inmensa mayoría de contratos hipotecarios no contemplan esta posibilidad, pues hasta ahora parecía algo imposible. La banca se ha posicionado en que 0% de intereses es el límite que están dispuestos a soportar. Esto puede sonar a algo parecido a una «cláusula suelo», las cuales ya han sido declaradas ilegales por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Algunos agentes del sector están ya reclamando una solución jurídica a un problema que cada vez lo ven más real. Otros ya han tomado medidas modificando los contratos hipotecarios en los que introducen cláusulas específicas contra este problema como: «es el prestatario el que paga intereses al prestamista, y en ningún caso al revés».

El efecto combinado de la tasa de interés negativa en la facilidad de depósito y el Euribor negativo ha hecho que las principales entidades financieras españolas — Santander, BBVA, CaixaBank, Bankia, Sabadell y Popular— ganaran durante el primer trimestre de 2016 un 22,7% menos que en el mismo periodo del año anterior. (Moreno Mendieta, 2016)

Aunque por ahora descartan que las tasas de interés negativas se apliquen a las cuentas de ahorro de los pequeños ahorradores, sí que ya comienzan a sufrir en forma de pequeñas comisiones o para encontrar productos bancarios, como los plazos fijos, con los que rentabilizar mínimamente sus ahorros. Los bancos ya no tienen ninguna necesidad de captar los ahorros del público cuando se financian gratis, al 0%, del BCE y además tienen exceso de liquidez.

3.4.3. Burbuja en el mercado de deuda pública.

Ya se ha advertido sobre varios efectos muy negativos que puede acarrear la actual política monetaria de algunos bancos centrales, la burbuja del mercado de bonos soberanos es uno muy peligroso.

Mediante la política monetaria de tasas de interés cero y negativa, y los ya nombrados QE destinados a la compra masiva de deuda pública, que no es más que una monetización indirecta de la deuda¹² estatal, han conseguido llevar los intereses de la deuda de más de una decena de países a terreno negativo. A continuación una imagen tomada a día 18 de mayo de 2016 de cómo están cotizando los bonos a 2, 3, 5, 15, y 30 años de estos países:

¹² La monetización de deuda consiste en que el banco central preste dinero al estado, ya sea de forma directa acudiendo al mercado primario en su emisión, prohibido en Europa, o de forma indirecta acudiendo al mercado secundario. (Rallo, 2011)

Desarrollado		97) Paráms		Mercados de bonos mundiales												
91) Bonos		92) Spreads		93) Curvas												
País		2añ	3añ	5añ	7añ	10añ	15añ	30añ								
1) Suiza		-1.001	-0.1	-0.975	-0.8	-0.815	-0.4	-0.632	-0.5	-0.352	-0.112	+0.6	0.170	+0.5		
2) Suecia		-0.627	-0.5			-0.215	-0.3	0.105	+0.1	0.488	+0.4					
3) Alemania		-0.517	-0.3	-0.528		-0.377	+0.3	-0.231	+0.8	0.143	+1.2	0.294	+1.1	0.849	+1.5	
4) Holanda		-0.513	+0.2	-0.467	+0.2	-0.395	+0.2	-0.045	+0.8	0.363	+1.2	0.695	+1.2	0.986	+1.3	
5) Bélgica		-0.489	+0.1	-0.464	+0.2	-0.323	+0.3	-0.088	+0.9	0.531	+1.4	1.002	+1.5	1.593	+1.5	
6) Austria		-0.479	-0.2	-0.413	+0.1	-0.351	+0.3	-0.114	+0.7	0.338	+1.4	0.438	+0.9	1.345	+1.6	
7) Dinamarca		-0.469	-0.3			-0.130	+0.9			0.381	+3.0			0.899	+1.6	
8) Finlandia		-0.466	+0.4	-0.433	+0.8	-0.240	+0.4	-0.016	+1.0	0.415	+1.7	0.809	+1.5	1.018	+1.4	
9) Francia		-0.436	-0.2	-0.389		-0.180	+0.3	0.017	+0.7	0.486	+1.2	0.956	+1.5	1.454	+1.4	
10) Irlanda		-0.382	-0.4	-0.322	-0.1	-0.044	+0.6	0.322	+0.1	0.808	+2.2	1.214	+2.0	1.784	+1.8	
11) Japón		-0.250	+2.0	-0.235	+1.0	-0.225	+0.6	-0.212	+1.7	-0.103	+1.4	0.035	+0.8	0.364	+1.4	
12) España		-0.084	+0.1	0.009	+0.3	0.517	+1.5	0.843	+0.5	1.564	+0.5	2.003	+0.4	2.777	-0.2	
13) Italia		-0.066	+0.2	0.007	+0.4	0.347	+0.4	0.897	+0.8	1.452	+0.3	1.882	-0.7	2.613	-1.5	
14) Israel		0.119	+0.1			0.600	+1.0			1.695	+0.5			2.818	+0.2	
15) Reino Unido		0.386	+1.5	0.555	+1.8	0.814	+2.0	1.152	+2.1	1.385	+1.7	1.941	+2.1	2.264	+2.1	
16) Hong Kong		0.527	+0.6	0.724	+1.9	0.888	+1.8	0.996	+0.9	1.206	+0.2					
17) Portugal		0.575	+0.2	1.082	+0.8	1.834	+0.7	2.322	+0.9	3.049	+1.3	3.485		4.034	-0.2	
18) Canadá		0.579		0.556		0.713		0.995		1.312				1.977		
19) EEUU		0.839	+0.8	0.995	+0.8	1.311	+1.1	1.587	+0.7	1.781	+0.9			2.602	+0.2	
20) Singapur		0.971	+1.7			1.535	+3.0			1.992	+5.9	2.316	+5.1	2.489	+4.0	
21) Australia		1.613	-1.0	1.596	-1.1	1.810	-0.9	2.044	-1.4	2.285	-1.0	2.521	-1.2			
22) Nueva Zelanda		2.074	+3.3	2.096	+3.4	2.149	+3.0	2.245	+1.7	2.620	+0.5					
23) Islandia										5.920	+1.0					

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P.
SN 979947 CEST GMT+2:00 HI78-5805-1 18-May-2016 11:09:10

Figura 3.8. Mercado de bonos mundiales.

Fuente: Bloomberg a través de twitter personal.

Se aprecia que en 13 países objeto de esta política monetaria cotizan sus bonos de deuda a 2 años a interés negativo. En algunos casos países, como España, con tasas de paro alrededor del 20%¹³, con una economía desestructurada y un porcentaje de endeudamiento que supera el 100% del PIB. También es alarmante que un país como Suiza se permita el lujo de financiarse a 15 años a tipos negativos y a 30 años prácticamente gratis. Esto va contra toda lógica y demuestra como la manipulación de la política monetaria fusila el factor riesgo inherente a la tasa de interés de un activo de deuda.

Esta anomalía histórica viene explicada por varios factores: (Sánchez-Quñones, 2016)

- Principalmente por la intervención de los bancos centrales. Compran ingentes cantidades de bonos con los QE, a un precio que saben que perderán dinero en su vencimiento, monetizando deuda.
- La expectativa de los inversores de que los tipos de interés seguirán bajando. Los principales inversores que acuden a las subastas de deuda pública son los bancos comerciales, a los cuales ya se comentó como los bancos centrales les están castigando sus excesos de liquidez con la política de tasas de interés negativas, por lo que en muchas ocasiones prefieren invertir esta liquidez de deuda pública a tipos negativos. Además saben que luego el banco central se la compra a tipos más negativos aún,

¹³ Exactamente del 20,1% en abril de 2016, fuente: <http://www.datosmacro.com/paro/espana>

ya que por ley el BCE no puede acudir a la compra en el mercado primario de emisión de deuda, pero sí la puede comprar en el mercado secundario.

- Por la obligación legal de mucho inversores institucionales de tener invertida parte de su cartera en bonos con una determinada calificación crediticia, que en ocasiones los «obliga» a adquirir bonos a tipos negativos.

El resultado es que la convivencia de ambas políticas, QE y tipos negativos, están provocando una colosal burbuja en el mercado de bonos soberanos. La monetización de deuda es un arma que está demostrado que conlleva riesgos muy peligrosos, está aplicando un efecto calmante en los mercados pero su efectividad no va más allá y además va perdiendo su efectividad por la Ley de retornos menguantes, y por el contrario la burbuja que está creando puede ser devastadora.

El problema va más allá, pues no solo hay una burbuja de bonos soberanos, sino una burbuja de deuda en general. El nivel medio de endeudamiento general a nivel mundial ha superado recientemente el 300% del PIB. (Derblauemond, ¿Qué implican a medio-largo plazo los tipos negativos?, 2016)

Según señala la agencia de calificación crediticia Fitch en un informe, el total de deuda con rentabilidades negativas ha superado los 9 billones de euros en mayo de 2016, alcanzando un nuevo record mundial. (bolsamania.com, 2016)

Miembros del BCE como Vitas Vasiliauskas, gobernador del banco central de Lituania y miembro del consejo del BCE, por su parte, lejos de frenar esta burbuja, ha declarado a título personal que está dispuesto a comprar nuevas clases de activos, como acciones y activos inmobiliarios, si fuese necesario, para alcanzar el dichoso objetivo de inflación, y que el BCE no debería poner límites a sus políticas. (eleconomista.es, 2016) Esto se ha visto recientemente (junio de 2016) cuando Mario Draghi, presidente del BCE, ha anunciado que comenzará a comprar bonos de deuda de las principales empresas de la Unión Europea con los únicos requisitos de que tengan una buena calificación por las empresas de *rating* y un plazo de vencimiento entre 6 meses y 30 años. (EIPais.com, 2016)

CAPÍTULO 4

EL FUTURO DE LAS TASAS DE INTERÉS NEGATIVAS. CONCLUSIONES Y ESPECULACIONES

4.1. ¿ESTÁ JUSTIFICADA REALMENTE ESTA POLÍTICA MONETARIA?

El miedo de las economías modernas a entrar en una espiral deflacionaria de precios ha llevado a los bancos centrales a perseguir el objetivo de inflación a, literalmente, cualquier precio.

Contrariamente a la creencia generalizada, infundida principalmente por los bancos centrales, de que estamos en «recesión» y vamos a caer en una espiral deflacionaria que nos abocará a la destrucción, los datos de las economías que están aplicando políticas monetarias súper-expansivas, como EE.UU., Europa y Japón, no indican que esté ocurriendo o vaya a ocurrir ninguna calamidad a consecuencia de que no hayan alcanzado sus objetivos de déficit. Todo lo contrario, el crecimiento en estos países se está consolidando y el empleo va en aumento, EE.UU y Japón vuelven a tener pleno empleo.

Según Daniel Gros (2016), director del *European Policy Studies*, hay dos errores fundamentales en la forma que los bancos centrales están abordando el problema:

1. En primer lugar, se centran en los precios al consumidor, y dichos precios son el objetivo equivocado. Están cayendo por una razón muy simple: los precios de la energía y de otras materias primas han disminuido, en más de la mitad, durante los últimos dos años. El descenso de dichos precios es, por lo tanto, temporal, y los bancos centrales deberían mirar más allá de dicha disminución, de manera similar a cuando ellos miraron más allá del aumento de los precios al consumidor durante la época en la que los precios del petróleo estaban en alza. Por el contrario, los bancos centrales deberían centrarse en la tasa de aumento de los ingresos, que se mide como el crecimiento del PIB nominal; al fin de cuentas, esto es lo importante para las empresas y los gobiernos que se encuentran altamente endeudados. Según lo que muestra esta medida, no hay deflación: el índice de precios del PIB (llamado deflactor del PIB) en los países desarrollados está aumentando en un 1 a 1,5%, en promedio. En la eurozona está aumentando en un 1,2%. Puede decirse que este crecimiento no alcanza a cumplir con el objetivo del Banco Central Europeo, que es situarse por debajo, pero cerca del 2%; sin embargo, el margen de diferencia no es lo suficientemente sustancial como para justificar que el BCE haga un uso cada vez más agresivo de instrumentos monetarios para estimular la economía.
2. Por otra parte, el crecimiento del PIB nominal es superior a la tasa de interés a largo plazo. Como suele ser el caso, cuando la tasa de interés a largo plazo es más alta que la tasa de crecimiento del PIB, los ricos pueden acumular riqueza más rápidamente que el resto de los participantes en la economía —esta es una observación hecha por el economista Thomas Piketty—. Pero hoy en día, el crecimiento nominal del PIB es muy superior a las tasas de interés a largo plazo promedio (que, en algunos países, incluyen primas de riesgo de hasta 100 puntos básicos) —inclusive en la eurozona, donde se espera que el crecimiento del PIB nominal llegue a alrededor del 3 por ciento este año—. Esto significa que las condiciones de financiación son tan favorables como lo fueron en el pico del auge de crédito

en el año 2007, y mucho mejores de lo que han sido en cualquier otro momento durante los últimos veinte años.

A la pregunta: ¿Cuál es la mejor manera de que una economía escape de una recesión? Los bancos centrales y su teoría keynesiana responden: las recesiones son el resultado de una demanda insuficiente de bienes y servicios y, por lo tanto, el banco central puede remediar esta deficiencia recortando las tasas de interés. Menores tasas de interés estimulan a los hogares y a las empresas a endeudarse y gastar. Mayor gasto significa mayor demanda de bienes y servicios, lo que conduce a un mayor empleo para satisfacer esa demanda. Pero la realidad es que no es un problema de demanda insuficiente, sino un problema de falta de ahorro y de inversiones realmente rentables en activos reales, y para ver esto hay que salir de los modelos económicos actuales en los que se encuentran encasillados los bancos centrales.

Como se expuso en el capítulo 2 (apartados 2.2.2 y 2.2.3), gracias a las diferentes preferencias temporales de los individuos se origina un mercado de intercambio de bienes presentes por bienes futuros y con ellos las tasas de interés (natural). A los que renuncian a su consumo hoy se les llama ahorradores o capitalistas.

«Desde la óptica de la teoría económica un capitalista es cada uno de los millones de personas que por renunciar a parte de su consumo presente hacen aportaciones a la acumulación de ahorro y por tanto, a la formación del capital. El ahorro es por ello la piedra angular del crecimiento y desarrollo económico sostenidos. [...] Como podrá entenderse, al ser un precio fruto del intercambio en el mercado, éste debe estar libre de intervenciones para no mandar señales tergiversadas a los agentes económicos. A mayor oferta de ahorro el interés ofertado será menor y, ante su escasez, para atraer ahorradores, la tasa de interés tendrá que elevarse». (Barba, Tasas de interés: La economía va hacia el colapso, 2015)

Hoy en día esto no ocurre así. Los bancos centrales deciden, en base a sus modelos económicos neoclásicos y keynesianos, y de su información sesgada, cual es el «mejor» nivel para el tipo de interés. Se debería de entender que no es lo mismo una señal de abundancia de ahorro, que provocaría una bajada de la tasa de interés, que una decisión de recortar esos tipos de manera oficial.

Además, para conseguir dicho objetivo de déficit, los bancos centrales se han comprometido a inyectar cantidades sin precedentes de liquidez mediante la compra de activos, principalmente deuda pública, que elevan sus precios tanto que están dando rendimientos negativos, a estimular el crédito a los bancos comerciales y a la expansión de la deuda bajo la creencia errónea de que «hace falta demanda» y no ahorro.

«La única vía para tener más consumo mañana, es manteniendo siempre un nivel de sacrificio hoy, manifestado por el ahorro [...]. Habrá más consumo si primero hay ahorro [...] Pero en el mundo en que vivimos la abundancia de ahorro es inexistente. Pese a ello, los mercados están reaccionando como si lo hubiera. No hay ahorro suficiente para reponer el capital desgastado y acumular más, sino creación desenfrenada de dinero –como consecuencia del abandono del patrón oro– y crédito, magnificados además por el sistema bancario de reserva fraccionaria.» (Barba, Tasas de interés: La economía va hacia el colapso, 2015)

Además, debido al abaratamiento del capital y la facilidad de crédito, muchas empresas toman este dinero barato para invertir en procesos tecnológicos que a medio y largo plazo reducen la necesidad de mano de obra, por lo que aumentará el desempleo. Manipular la economía mediante esta flexibilización monetaria es potencialmente contraproducente.

4.2. ¿CASTIGARÁ EL SECTOR FINANCIERO A LOS AHORRADORES?

De hecho, como se comentó en el capítulo 3 (apartado 3.4.2), ya cobran en torno al 0,30% de interés por depósitos superiores a los 5 millones. Aún no ha llegado a las cuentas corrientes de los pequeños ahorradores, pero si las tasas negativas siguiesen aumentando y prolongando en el tiempo, y la banca decidiera aplicar una tasa negativa a todos los depósitos, se encontrarían con un problema: el público podría sacar el dinero y llevárselo a su casa.

Esta situación anularía el efecto que tiene la política de tasas negativas, los tipos de interés efectivos no se acercarían a los fijados por el banco central y por lo tanto limitaría el efecto de la política monetaria.

Los bancos centrales podrían estar tentados de eliminar el dinero físico, pues de esta forma tendrían mayor control sobre la economía y la eficacia de la política monetaria. Por ejemplo el público no podría escapar a una devaluación progresiva (tasas negativas) de su dinero, incentivándolos a gastarlo. Mientras exista el dinero físico, el público tenderá a guardarlo en épocas de crisis, que es la opción más sensata cuando las demás alternativas son improductivas o irracionales.

Vivir en un mundo sin dinero físico podría tener algunas ventajas, como por ejemplo la eliminación de los mercados negros, pero por otro lado, para las personas honestas, supondría una eliminación total de la privacidad pues toda y cada una de las transacciones que se realizan quedan grabadas y esta información susceptible de ser robada. Si es cierto que podría llegar a ser hasta «cómodo» para las personas de clase media-alta, supondría un gran problema para personas en situación de pobreza. Por otro lado también podría dar lugar a la aparición de monedas alternativas a la de curso legal.

Siendo, o no, esta la intención de los bancos centrales, la tendencia actual se dirige hacia una sociedad sin efectivo. En 2012 solo el 40% de los pagos se realizaron con dinero efectivo y el porcentaje sigue disminuyendo. España y Francia han limitado las transacciones en efectivo a un máximo de 2.500 y 1.000 euros, respectivamente, a partir de dichas cantidades están obligados a realizarse mediante entidades financieras. Un claro ejemplo de sociedad que puede vivir sin efectivo es Suecia, donde en su capital, Estocolmo, puedes desde hacer un donativo en la iglesia con tarjeta de crédito a darle dinero a un amigo con una aplicación de móvil, el 59% de los pagos realizados por los consumidores suecos se realizan sin dinero físico y muchos bancos no aceptan ni proporcionan dinero físico en sus sucursales.

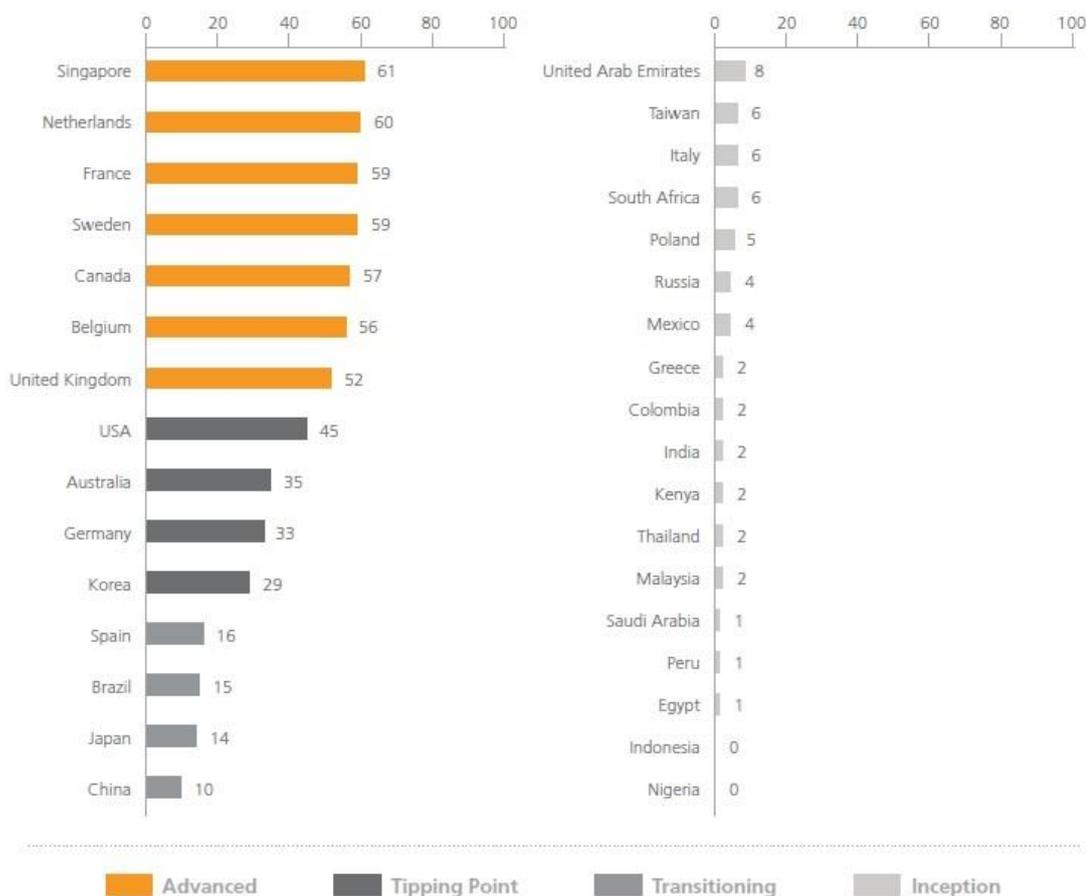


Figura 4.1. Porcentaje estimado de compras sin dinero físico

Fuente: *Measuring progress toward a cashless society*, p.2, Thomas Hugh (MasterCard)

En este gráfico muestra el porcentaje estimado de compras que se realizan sin dinero físico en diferentes países. Los primeros, en naranja, tienen un estado avanzado de sociedad sin efectivo, los negros están en un punto de inflexión para empezar a convertirse en estados sin efectivo, los gris oscuros se encuentran en estado de transición donde se comienza a fomentar los pagos sin efectivo, y por último los gris claros están una etapa muy temprana de iniciación.

Puesto que los bancos y gobiernos parecen tener bastante claro que prefieren una sociedad sin dinero en efectivo, los expertos, debido al riesgo moral de los otros, deberían analizar todas las posibles consecuencias socioeconómicas que conllevaría, por ejemplo la pérdida de libertad y privacidad serían las primeras.

4.3. ¿PASARÁN LOS TIPOS NEGATIVOS A LA ECONOMÍA REAL?

Como se vio en el capítulo 3 (apartado 3.3), el objetivo de los bancos centrales al aplicar esta política monetaria es el de promover el crédito, estimular la demanda agregada y alejarse de la temida situación deflacionaria para dirigirse hacia su objetivo de inflación. Analizados los pros y contras queda preguntarse: ¿está siendo efectivo? ¿está llegando a la economía real? ¿es la única fórmula o la más efectiva?

A corto y medio plazo esta política puede estar suponiendo una ligera mejoría con efecto calmante sobre la economía, pero a largo plazo esta expansión monetaria sin parangón puede traer más perjuicios que beneficios. Han incrementado la impresión

de dinero de forma espectacular y están fomentando el sobreendeudamiento de estados y empresas que se mantienen «zombificadas» gracias a las medidas excepcionales de expansión monetaria. Empresas las cuales fomentan la sobrecapacidad y otras mantienen la sobreproducción, reduciendo las posibilidades de crecimiento futuro junto con la formación de una burbuja de activos financieros, todo en un círculo vicioso alimentado por la impresión monetaria que sin el crecimiento deseado desembocará en una crisis de deuda, explosión de una burbuja financiera y devaluación de la moneda que nos traerá una crisis aún mayor de la que se intenta salir. La quiebra en cadena de estados, empresas e instituciones financieras provocará una escasez generalizada junto con una hiperinflación debido a la suma de escasez y excesiva masa monetaria por la política llevada a cabo durante los años previos.

Uno de los motivos por lo que esta política monetaria no está siendo efectiva es porque debe ser acompañada por una política fiscal adecuada y un gasto público eficiente. De esta forma, una bajada de impuestos ayudaría a impulsar el consumo, y por lo tanto a incrementar la demanda agregada y la inflación. El problema es que ya es tarde para llevar a cabo estas medidas debido al sobreendeudamiento de los estados, los cuales no podrían soportar una bajada de impuestos sin entrar en quiebra por la imposibilidad de hacer frente a los pagos de intereses de la deuda ya contraída. En España por ejemplo, que recientemente ha superado el 100% de su PIB en deuda, destina anualmente la misma cantidad de dinero a pagar intereses de deuda pública que el dinero que destina a los ministerios de educación, sanidad y ciencia juntos.

Debido a que los bancos centrales se están quedando sin margen de maniobra para influir sobre la economía, y lo de inyectar dinero en los bancos para que a su vez lo inyecten en las empresas y particulares no está funcionando, otra medida de la que se ha estado hablando últimamente es el llamado «*Helicopter money*» o «Helicóptero de dinero». Este término hace referencia a la imagen gráfica de que los bancos centrales cargaran helicópteros con dinero para lanzarlo sobre las ciudades, y de esta forma hacer llegar el dinero a la población y a la economía real. Lejos de que se utilicen helicópteros para instrumentalizar esta opción de estímulo monetario, sí que es una opción que han estado barajando los bancos centrales de todo el mundo, pues su objetivo es el mismo que el de la política monetaria que están llevando a cabo: hacer llegar el dinero a quienes están dispuestos a gastarlo y de esta forma estimular la economía.

Un «*Helicopter money*» puede llevarse a cabo, hablando teóricamente, de varias formas: (Derblauemond, No es tan fácil tirar dinero desde un helicóptero: alternativas de los bancos centrales para repartir dinero a los ciudadanos, 2016)

1. Entregando directamente a cada ciudadano de un país una cierta cantidad de dinero que dependerá del objetivo de inflación y circunstancias particulares de la economía. El principal problema de esta implementación es que el dinero seguiría sin llegar a la economía real si el público decide ahorrarlo en vez de gastarlo.
2. Una bajada de impuestos, como ventaja tiene que se puede hacer de forma selectiva, según nivel de renta por ejemplo, y que es fácilmente reversible. Como contra tiene el mismo problema que forma anterior, aunque aumenta el poder adquisitivo de los individuos no se asegura que llegue a la economía real.
3. Extender un cheque a cada ciudadano por un importe determinado pero que solamente pueda ser utilizado para realizar compras en los comercios del país y posteriormente los comercios podrían canjear estos cheques por papel moneda. Esta parece la implementación menos dañina, solo habría que cuidar que la emisión de los cheques fuera de forma escalonada para

evitar problemas de sobre-demanda, desabastecimiento y «abusos» en los precios de determinados bienes.

El principal problema del «*Helicopter money*» es que nunca ha sido probado sobre una economía en la historia del capitalismo. Hay que tener en cuenta las posibles consecuencias de esta medida en sistemas económicos tan complejos como los actuales, y el riesgo moral asociado, aunque esto es algo que ya es bastante cuestionable en la política monetaria de ciertos bancos centrales. Algunas consecuencias negativas de esta medida podrían ser una sobre-demanda, desabastecimiento, y la consiguiente hiperinflación a causa del incremento de la masa monetaria, así como una posible pérdida de confianza en la moneda por «regalarla» y consiguiente colapso de la economía.

4.4. PARADOJA DE LA DEUDA QUE SE AUTOLIQUIDA. EL CASO DE JAPÓN.

Un caso más particular es el de Japón, donde tras más de dos décadas de estancamiento económico y un fuerte proceso deflacionario, el Gobierno y el BoJ (Banco Central de Japón) vienen llevando a cabo, desde 2012, una serie de medidas extraordinarias de carácter expansivo, como las ya comentadas en este trabajo, tanto en política fiscal como en política monetaria que están siendo un fracaso. Los efectos cortoplacistas se dejaron notar al comienzo, aunque de manera leve y no en el sentido que los manuales keynesianos predicen, sin embargo han conseguido crear una burbuja en los precios de los activos, aumentar su deuda a ritmos exponenciales y sostener un déficit público por encima del 7% del PIB. (Santacruz, 2016)

El nivel de endeudamiento de Japón es alarmante, su deuda supera el 240% de su PIB siendo el país más endeudado de la OCDE¹⁴, las medidas excepcionales de política monetaria llevadas a cabo por el BoJ de flexibilización monetaria y tipos de interés cero y negativos han llevado la cotización de los bonos japoneses de hasta 10 años a terreno negativo y el de 15 años prácticamente 0% lo cual es una incongruencia atendiendo a los datos macroeconómicos del país y solo se entiende por la intervención del banco central de Japón en la economía.

En la siguiente tabla se muestra la cotización actual¹⁵ de los distintos bonos japoneses:

¹⁴ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico, fundada en 1961 y que agrupa a 34 países con la misión de promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas alrededor del mundo. Fuente: <http://www.oecd.org/centrodemexico/laocde/>

¹⁵ Actualizado a fecha 13 de junio de 2016.

Tipo de Bono	Rendimiento
3 meses	-0,190
6 meses	-0,355
12 meses	-0,267
2 años	-0,274
3 años	-0,268
4 años	-0,268
5 años	-0,267
6 años	-0,264
7 años	-0,269
8 años	-0,240
9 años	-0,199
10 años	-0,160
15 años	0,002
20 años	0,174
30 años	0,247
40 años	0,282

Tabla 4.1. Rendimiento de los bonos japoneses

Fuente: *Elaboración propia a partir de <http://es.investing.com/>*

Lo curioso del caso de Japón es que la mayor parte de la deuda está en manos locales, y más de la mitad de la deuda soberana la posee el BoJ, su banco central, lo cual es una monetización de deuda de manual, sólo el 8,7% de la deuda está en manos de inversores internacionales. Japón ha estado financiando el déficit fiscal a base de monetizar deuda soberana a través del BoJ. La emisión y compra de deuda japonesa se mantendrá en este círculo vicioso mientras todas las partes implicadas mantengan esta situación hasta el infinito. Por este motivo, a pesar del estado de su deuda pública, sigue siendo una de las principales potencias mundiales y su deuda mantiene una calificación «buena». Los principales peligros que puede acarrear esta dinámica es unos inevitables niveles peligrosos de inflación y el contagio al resto de mercados financieros. (Giménez, 2015)

Para añadir aún más magia a la deuda japonesa, con la llegada de los rendimientos negativos a los bonos soberanos, dado que la mayor parte de estos son comprados por el BoJ e instituciones internas, principales tenedores del total de su deuda, lo que está haciendo Japón en realidad es autoliquidar su deuda pública.

La deuda japonesa es virtualmente impagable, según el FMI¹⁶ para devolver la deuda neta en 2030 Japón tendría que transformar su déficit primario, de entorno el 7% que está actualmente, a un superávit alrededor del 6% para 2020 y mantenerlo en esa cifra la década siguiente, un país que lleva acumulando déficit cada año desde

¹⁶ Fondo Monetario Internacional, organismo para promover la estabilidad financiera y la cooperación monetaria internacional. También busca facilitar el comercio internacional, promover un empleo elevado y un crecimiento económico sostenible y reducir la pobreza mundial. Es administrado por los 189 países que lo componen y a los cuales rinde cuentas. Fuente: <http://www.imf.org/>

hace más de 20 años a una media de 6,04%¹⁷ anual. La deuda de Japón es un engaño, un mito, un cuento de hadas. (Turner, 2015)

4.5. ¿SEGUIRÁN DISMINUYENDO LOS TIPOS DE INTERÉS?

Es difícil contestar a esta pregunta, pero atendiendo a las últimas intervenciones del BCE y las acciones llevadas a cabo por este, han demostrado que la política monetaria de tasas de interés negativas no tiene límites en cuantía ni en tiempo. Esto vuelve a traer sobre la mesa el debate sobre el riesgo moral, ¿quién vigila a los que nos vigilan?

El riesgo moral es una situación en la que las consecuencias de las decisiones tomadas por alguien o algo (banco central) no son soportadas por el decisor, sino que recaen sobre otras personas. De esta forma cabría preguntarse si el BCE es consciente de las consecuencias de la política monetaria que está llevando a cabo, y de ser así, si las alternativas son ¿mejores o peores? y ¿para quiénes?

Como se adelantó en el capítulo 3 (apartado 3.3.3), otro problema es que las decisiones económicas se basan en modelos cuyas variables ya están más que alteradas y que además dependen unas de otras, modelos alejados de la realidad. En vez de cuestionarse el modelo se intenta obligar a la realidad a seguir el modelo.

«Un sistema que no corrige los desequilibrios internos crece como un cáncer parasitario [...] Si se permite que las asignaciones de capital sigan sin control, en algún momento se agotará el ahorro real. En ese punto golpeará una recesión debido a que la estructura de la producción es demasiado intensiva en capital en relación con el nivel de ahorros reales disponibles.» (Von Böhm-Bawerk, 2016)

A continuación se muestra una gráfica que relaciona la inversión neta (barras azules) y la tasa de ahorro de los hogares (línea roja) como porcentajes del PIB en EE.UU.:

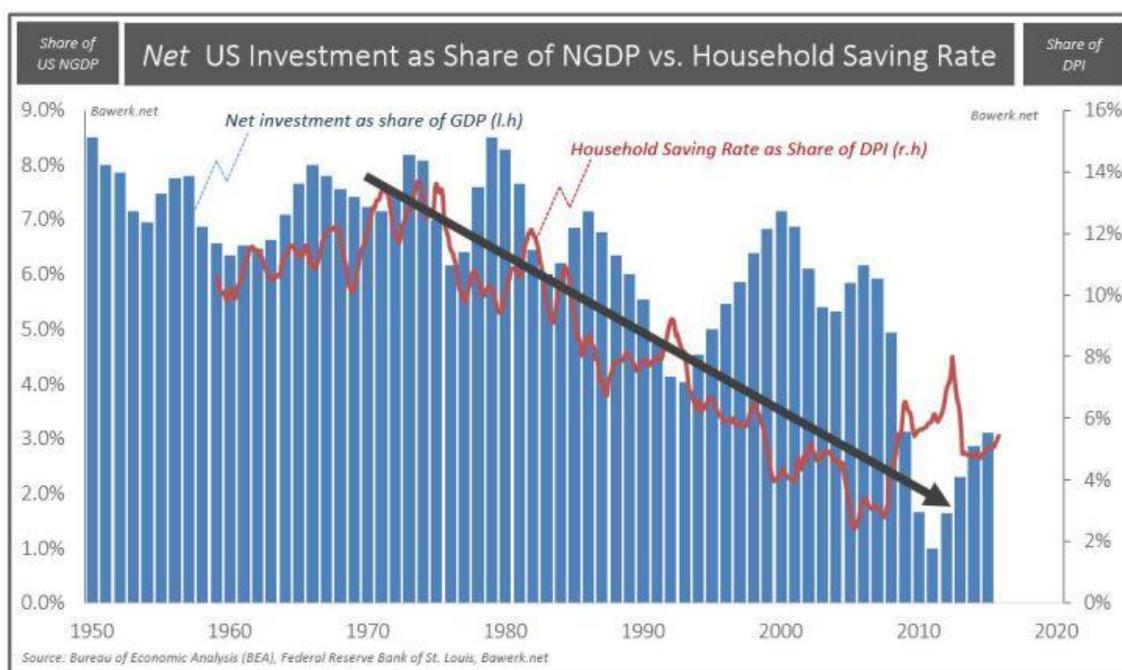


Figura 4.2. Inversión neta vs tasa de ahorro de los hogares

Fuente: <http://bawerk.net/2016/06/18/you-are-currently-living-through-the-dumbest-monetary-experimental-end-game-in-history-including-havenstein-and-gonos/>

¹⁷ Cifra calculada manualmente a partir de los datos de <http://www.datosmacro.com/deficit/japon>

Las barras azules muestran la inversión neta como porcentaje del PIB, la línea roja muestra la tasa de ahorro de los hogares como porcentaje del PIB. De esta forma se puede ver como la tendencia se rompe hacia abajo después de que Nixon dejara el patrón oro como referencia para el dólar en 1971, esto no es una coincidencia, el ahorro y la inversión no son consistentes con el crecimiento del PIB. La financiación con ahorros reales de la actividad productiva poco a poco fue sustituida por ahorros procedentes de la expansión de dinero fiduciario sin respaldo. Junto con una expansión de deuda que continúa hasta el día de hoy, y sin crear una estructura de capital productivo que pueda hacer frente a toda esta deuda en el futuro. (Von Böhm-Bawerk, 2016)

Esto mismo que sucede en EE.UU., ocurre en Europa y Japón. Los bancos centrales por su parte contribuyen a empeorar la situación. Al abandono del patrón oro se le suma la banca de reserva fraccionaria, la expansión de la deuda, las expansiones cuantitativas (QE) y ahora la política de tasas de interés negativas. Los bancos centrales han ocupado el lugar históricamente reservado a los mercados: la determinación de los precios. La compra masiva de deuda pública —y ahora también privada en el caso del BCE— ha distorsionado las tasas de descuento, el riesgo de las operaciones, etc.

El problema es que ahora tienen tantos bonos en cartera y los estados están tan endeudados, que una «normalización» de los tipos de interés supondría la quiebra de estados e instituciones.

Bibliografía

- Archibald, J.; Hunter, L. (2001): *What is the neutral real interest rate, and how can we use it?* Reserve Bank of New Zealand. Bulletin.
- Arroyo Fernández, M. J. (2016). "Curva de Phillips", *expansion.com*, mayo, <http://www.expansion.com/diccionario-economico/curva-de-phillipshtml>
- austroanarquistas.com. (2016). "Qué es escuela austriaca", *austroanarquistas.com*, mayo, <http://austroanarquistas.com/?p=306>
- Barba, G. (2015). "Tasas de interés: La economía va hacia el colapso", *inteligenciafinancieraglobal.blogspot.com.es*, 20 de abril, <http://inteligenciafinancieraglobal.blogspot.com.es/2015/04/tasas-de-interes-la-economia-va-hacia.html>
- bolsamania.com. (2016). "El mercado global de deuda con intereses negativos llega a los 9 billones de euros", *bolsamania.com*, 3 de junio, <http://www.bolsamania.com/noticias/economia/el-mercado-global-de-la-deuda-con-intereses-negativos-llega-a-los-9-billones-de-euros--1193419.html>
- Derblauemond. (2016). "¿Qué implican a medio-largo plazo los tipos negativos?", *elblogsalmon.com*, 8 de abril, <http://www.elblogsalmon.com/mercados-financieros/que-implican-a-medio-largo-plazo-los-tipos-negativos>
- Derblauemond. (2016). "No es tan fácil tirar dinero desde un helicóptero: alternativas de los bancos centrales para repartir dinero a los ciudadanos", *elblogsalmon.com*, 1 de junio, <http://www.elblogsalmon.com/economia/no-es-tan-facil-tirar-dinero-desde-un-helicoptero-alternativas-de-los-bancos-centrales-para-repartir-dinero-a-los-ciudadanos>
- Dinero.com. (2016). "Editorial: Bajo Cero", *dinero.com*, 18 de febrero, <http://www.dinero.com/edicion-impresas/editorial/articulo/la-estrategia-de-tasas-de-interes-negativas-como-herramienta-de-politica-monetaria/219404>
- Economia.ws. (2016). "Escuela keynesiana". *economia.ws*, marzo, <http://www.economia.ws/escuela-keynesiana.php>
- Eisen, B. (2016). "Negative-Yielding Debt Tops \$10 Trillion". *wsj.com*, 2 de junio, <http://www.wsj.com/articles/negative-yielding-debt-tops-10-trillion-1464915656>
- eleconomista.es. (2016). "El BCE podría comprar "nuevas clases de activos" como acciones, si fuese necesario", *eleconomista.es*, 18 de mayo, <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7573046/05/16/EI-BCE-podria-comprar-nuevas-clases-de-activos-como-acciones-si-es-necesario.html>
- EIPais.com. (2016). "El BCE comienza a comprar bonos de empresas y Telefónica está en la lista", *elpais.com*, 8 de junio, http://economia.elpais.com/economia/2016/06/08/actualidad/1465378813_896660.html

- Enciclopedia Financiera. (2016). "Economía Neoclásica", *enciclopediafinanciera.com*, mayo, <http://www.enciclopediafinanciera.com/teoriaeconomica/economia-neoclasica.htm>
- Eumed. (2016). "Introducción a la Escuela Austríaca de Economía", *eumed.net*, mayo, <http://www.eumed.net/cursecon/economistas/escuelas/austrica/intro.htm>
- Fortuño, M. (2016). "¿Qué Bancos Centrales han adoptado tipos de intereses negativos?", *elblogsalmon.com*, 19 de abril, <http://www.elblogsalmon.com/economia/que-bancos-centrales-han-adoptado-tipos-de-intereses-negativos>
- Garrison, R. W. (2007). "Natural and Neutral Rates of Interest in Theory and Policy Formulation", *mises.org*, 21 de abril, <https://mises.org/library/natural-and-neutral-rates-interest-theory-and-policy-formulation>
- Giménez, Ó. (2015). "La deuda japonesa es la que menos rentabilidad ofrece... pero Japón es el país más endeudado del mundo", *bolsamania.com*, 18 de junio, <http://www.bolsamania.com/noticias/economia/la-deuda-japonesa-es-la-que-menos-rentabilidad-ofrece-pero-japon-es-el-pais-mas-endeudado-del-mundo--804167.html>
- Hollenbeck, F. (2016). "Por qué fracasarán los tipos negativos de interés", *miseshispano.org*, 18 de febrero, <http://www.miseshispano.org/2016/02/por-que-fracasaran-los-tipos-negativos-de-interes/>
- Huky, G. (2016), "NIRP", *gurusblog.com*, 15 de febrero, <http://www.gurusblog.com/archives/nirp/15/02/2016/>
- Wicksell, K. (1865): *Interest and Prices*. A.M. Kelley. New York.
- Laza, S. (2006). "Escuela Neoclásica", *zonaeconomica.com*, abril, <http://www.zonaeconomica.com/escuelaneoclasica>
- Marsimian, M. A. (2014). "La teoría monetaria de Knut Wicksell", *miseshispano.org*, 17 de marzo, <http://www.miseshispano.org/2014/03/la-teoria-monetaria-de-knut-wicksell/>
- Moreno Mendieta, M. (2016). "Los tipos cero congelan las cuentas de la gran banca", *cincodias.com*, 19 de abril, http://cincodias.com/cincodias/2016/04/29/mercados/1461940551_879189.html?utm_source=dlvr.it&utm_medium=twitter#?ref=rss&format=simple&link=link
- Oesterreichische Nationalbank. (2006): *Monetary Policy & the Economy*. Oesterreichische Nationalbank. Viena.
- Parrilla, D. (2016). "Crónica de una crisis global anunciada", *elmundo.es*, 8 de febrero, <http://www.elmundo.es/economia/2016/02/08/56b7799c22601de94b8b465b.html>

- Rallo, J. R. (2011). "¿En que consiste la monetización de deuda pública?", *libremercado.com*, 9 de diciembre, <http://www.libremercado.com/2011-12-09/juan-ramon-rallo-en-que-consiste-la-monetizacion-de-deuda-publica-62329/>
- Rallo, J. R. (2013). "A vueltas con el tipo de interés natural", *juanramonrallo.com*, 9 de agosto, <http://juanramonrallo.com/2013/08/a-vueltas-con-el-tipo-de-interes-natural/>
- Sánchez-Quiñones, J. (2016). "Los aberrantes tipos de interés negativos", *expansion.com*, 15 de enero, <http://www.expansion.com/blogs/blog-jsq/2016/01/15/los-aberrantes-tipos-de-interes.html>
- Santacruz, J. (2016). "Japón se hunde en la 'tormenta perfecta': estancamiento, burbuja y deuda", *libremercado.com*, 8 de febrero, <http://www.libremercado.com/2016-02-08/japon-se-hunde-en-la-tormenta-perfecta-estancamiento-burbuja-y-deuda-1276566903/>
- Sechrest, L. J. (2006): "Explaining Malinvestment and Overinvestment", *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 9 (4). 27-38
- Skidelsky, R. (2011). "Una nueva contienda entre Keynes y Hayek", *project-syndicate.org*, 19 de agosto, <https://www.project-syndicate.org/commentary/the-keynes-hayek-rematch/Spanish>
- Taylor, J. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39. 195-214.
- Tenebrarum, P. (2016). "Negative Interest Rates And The Path to the Final Crisis", *davidstockmanscontracorner.com*, 3 de abril, <http://davidstockmanscontracorner.com/negative-interest-rates-and-the-path-to-the-final-crisis/>
- Turner, A. (2015). "El problema contable de Japón", *eleconomista.es*, 3 de abril, <http://www.eleconomista.es/firmas/noticias/6603970/04/15/El-problema-contable-en-Japon.html>
- Uxó, J. (2016). "Regla de Taylor", *expansión.com*, <http://www.expansion.com/diccionario-economico/regla-de-taylor.html>
- Von Böhm-Bawerk, E. (2016). "You are currently living through the dumbest monetary experimental end game in history (including Havenstein and Gono's)", <http://bawerk.net/>, 18 de junio, <http://bawerk.net/2016/06/18/you-are-currently-living-through-the-dumbest-monetary-experimental-end-game-in-history-including-havenstein-and-gonos/>
- Wikipedia. (2016). "Tasa de interés", *es.wikipedia.org*, marzo, https://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_inter%C3%A9s
- Wikipedia. (2016). "Tipo de interés real", *es.wikipedia.org*, marzo, https://es.wikipedia.org/wiki/Tipo_de_inter%C3%A9s_real

