

Los riesgos de las tasas de interés ultrabajas

El colapso del precio del petróleo, la revaluación del dólar, tasas de interés ultra bajas, una inflación en caída y mercados bursátiles en alza en Europa y Asia definen el escenario económico mundial.

Las condiciones reinantes están profundamente afectadas por las políticas monetarias laxas que las principales potencias económicas instrumentaron durante los últimos años como respuesta a la profunda recesión de los años 2008/2009 y a la anémica recuperación económica posterior.

Los bancos centrales enfrentaron el desempleo y el estancamiento con políticas monetarias heterodoxas. Se privilegió la política monetaria por descarte: en economías altamente endeudadas las políticas fiscales tienen poco margen de maniobra y las reformas estructurales chocan con poderosos intereses creados.

Se promovió tasas de interés reales negativas, relajación cuantitativa (recompras masivas de títulos públicos por los bancos centrales), alivio crediticio para ciertos deudores y devaluaciones competitivas para mejorar los niveles de actividad y empleo.

El objetivo fue reducir las tasas de interés de corto plazo para restablecer la liquidez y la solvencia de las entidades bancarias debilitadas por la acumulación de préstamos incobrables. También se consideró que las bajas tasas contribuirían a promover el consumo popular y la inversión empresarial, lo que reactivaría la economía y reduciría el alto desempleo.

Asimismo, se estimó que la marea de liquidez contribuiría a elevar los precios de los activos reales (inmobiliarios y productivos) así como los activos financieros (acciones y bonos) lo que mejoraría los balances de los deudores (consumidores, empresas y gobiernos) reduciendo en términos relativos sus coeficientes de endeudamiento.

Ahora, las anomalías se profundizaron. Como consecuencia de las políticas de relajamiento cuantitativo instrumentadas por los bancos de Europa Central y Japón surgieron tasas de interés nominales negativas (los inversores en vez de cobrar deben pagar un interés por prestar sus fondos).

En Alemania, Austria, Dinamarca, Japón, Suecia y Suiza, los ahorristas que quieren invertir sus excedentes financieros en activos líquidos y seguros están obligados a aceptar retornos nominales negativos. El banco internacional J. P. Morgan estimó que en Europa ya hay más de dos billones de dólares en bonos gubernamentales que rinden tasas nominales negativas.

Si las tasas de interés negativas perduran en el tiempo, distorsionaran el funcionamiento de los mercados financieros y la asignación de la inversión productiva con consecuencias

negativas para la economía. Las tasas de interés ultra bajas incentivan la especulación y generan burbujas en los precios de numerosos activos alrededor del mundo. El cálculo de riesgo se distorsiona y muchos inversores se endeudan en exceso para financiar actividades de alto riesgo.

Las tasas bajas incentivan la creación de nuevos y complejos instrumentos financieros que concentran y amplifican los riesgos con consecuencias difíciles de evaluar para una estabilidad financiera futura. Simultáneamente se crean incentivos malsanos para inversores que deberían tomar poco riesgo (depositantes bancarios, jubilados, fondos de pensión y compañías de seguro) que asumen riesgos excesivos para mejorar los rendimientos de sus carteras. La crisis bursátil de las empresas de internet en el año 2000 y la burbuja inmobiliaria que eclosionó en el 2008 son ejemplos paradigmáticos de dichas ocurrencias.

En el largo plazo, los intereses ultra bajos penalizan el crecimiento pues distorsionan el crédito y la inversión. Los prestamistas tienen poco incentivo a otorgar nuevos créditos y prefieren especular o depositar sus fondos en el banco central. Esto reduce la demanda agregada e incrementa el desempleo: una consecuencia indeseada de una política que se proponía aumentar la actividad económica.

Se incentivan proyectos que utilizan mucho capital y poca mano de obra, lo que reduce la demanda de nuevos empleos y agrava el desempleo estructural. Los bancos renuevan indefinidamente los créditos de deudores con problemas. Esto crea compañías “zombis” que sobreviven pero no pueden crecer, como sucedió en Japón durante los últimos años.

La salida de la situación actual puede ser complicada y habrá que ser precavidos para que el estímulo monetario de los últimos años no se convierta en una alta inflación. Por ahora, la inflación no toma vuelo porque el desempleo se mantiene alto y la capacidad instalada no utilizada es significativa. Pero cuando la recuperación se consolide y comiencen a subir las tasas, el sector financiero, que tienen cuantiosas reservas líquidas, podrían alimentar una expansión crediticia desordenada.

Para impedirlo, los bancos centrales tendrán que vender los activos financieros que acumularon durante los últimos años. Si lo hacen lentamente, existe el riesgo que el sector financiero expanda el crédito en demasía y la inflación tome vuelo. Si lo hacen demasiado rápido, los precios de los bonos podrían desplomarse, la tasa subiría abruptamente y la economía caería en recesión.

Finalmente, las tasas ultra bajas generan inestabilidad y volatilidad en los tipos de cambio. La excesiva liquidez en Europa y Japón (regiones con superávits en la cuenta corriente) favorece la salida de capitales y acelera la devaluación de sus monedas en beneficio del dólar. El peligro de que las devaluaciones competitivas se transformen en una guerra de monedas ya existe.

Las políticas monetarias heterodoxas de los últimos años generan fragilidad financiera, fuertes subas y caídas en los precios de los commodities y crean dificultades para las economías emergentes que podrían sufrir en el futuro espasmos de inestabilidad.

Las bajas tasas de interés han contribuido a salir de la crisis, pero no son suficientes para sacar la economía de su atolladero. Para dejar atrás el bajo crecimiento y la inestabilidad cambiaria, será necesario introducir reformas estructurales, estimular la inversión pública en infraestructura, educación y ciencia y tecnología y asegurar un mínimo de coordinación macroeconómica entre las grandes potencias mundiales.