

¿Cómo pueden ser negativas las tasas de interés?

Los bancos centrales están comenzando a experimentar con tasas de interés negativas para estimular las economías nacionales

Vikram Haksar y Emanuel Kopp



EL DINERO EXISTE DESDE hace mucho tiempo. Y siempre hemos pagado por usar el dinero o los ahorros de otro. Ese pago ha recibido distintos nombres, desde *prayog* en el sánscrito antiguo hasta *intereses* en el español moderno. El ejemplo más antiguo conocido de una tasa de interés institucionalizada aparece en las *Leyes de Eshnunna*, un texto babilónico que se remonta a alrededor de 2000 a.C.

Durante la mayor parte de la historia, las tasas de interés nominales —es decir, las tasas oficiales que un prestatario paga por un préstamo— han sido positivas; o sea, superiores a cero. Ahora bien, ¿qué ocurre si la tasa de inflación es más alta que el rendimiento del ahorro o de un préstamo? Si la inflación es de 3%, y la tasa de interés de un préstamo, 2%, el rendimiento que obtiene el prestamista es inferior a cero. En ese caso, decimos que la tasa de interés real —la tasa nominal menos la tasa de inflación— es negativa.

En la era moderna, los bancos centrales cobran una tasa de interés *nominal* positiva al prestar fondos a corto plazo, a fin de regular el ciclo económico. Pero

en los últimos años cada vez más bancos centrales mantienen tasas bajas como cuestión de política. Varios —como el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Dinamarca, Japón, Suecia y Suiza— han comenzado a experimentar con *tasas de interés negativas*: básicamente, les cobran a los bancos por guardar su excedente de efectivo. Lo que buscan es que los bancos comerciales opten por prestar esos fondos, contrarrestando así el débil crecimiento que persistió tras la crisis financiera mundial de 2008. Para muchos, el mundo está patas arriba: ¿ahora los ahorristas reciben una rentabilidad negativa y los prestatarios cobran por recibir préstamos? La cuestión no es tan sencilla.

Los intereses representan, esencialmente, el costo del crédito o el costo del dinero. Son lo que paga un deudor para compensar a un prestamista por el uso de su dinero y por los consecuentes riesgos. Hay diversas teorías económicas sobre las tasas de interés; algunas apuntan a interacciones entre la oferta de ahorro y la demanda de inversión, y otras, al equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero. Estas teorías sostienen que las tasas de interés deben ser positivas para estimular el ahorro y que los inversionistas exigen tasas de interés cada vez más altas cuanto más largo es el plazo de un préstamo para protegerse del riesgo de privarse de esos fondos durante más tiempo. Por ende, en circunstancias normales, las tasas de interés son positivas, y son más altas cuanto más larga es la duración del préstamo. Además, para saber lo que rinde efectivamente una inversión o lo que cuesta un préstamo, es importante tener en cuenta la inflación; es decir, el ritmo al que el dinero pierde valor. Es por esa razón que las expectativas inflacionarias son un determinante clave de las tasas de interés a más largo plazo.

Aunque puede haber muchas tasas de interés en los mercados financieros, la tasa que fija el banco central de un país es el principal parámetro del costo de endeudamiento en un país. Los bancos centrales modifican esa tasa —llamada “tasa de política monetaria” — en respuesta a las variaciones del ciclo

económico y van encauzando la economía nacional mediante la influencia que ejercen en muchas tasas de interés, principalmente las tasas a corto plazo. Una tasa de política monetaria más alta estimula el ahorro; una tasa más baja promueve el consumo y reduce el costo de la inversión empresarial. Al fijar esa tasa, los bancos centrales se guían por la idea de la *tasa de interés neutral*; o sea, la tasa de interés a largo plazo que es congruente con una inflación estable. Una tasa neutral ni estimula ni restringe el crecimiento económico. Cuando las tasas de interés son inferiores a la tasa neutral, la política monetaria es expansiva; si son superiores, es contractiva.

Hoy en día, el consenso general es que en muchos países la tasa de interés neutral sigue una clara trayectoria descendente desde hace décadas y que probablemente es más baja de lo que se suponía. Pero las razones no están del todo claras. Hay quienes destacan factores como las tendencias demográficas a largo plazo (especialmente el envejecimiento de la población en las economías avanzadas), el magro aumento de la productividad y la escasez de activos libres de riesgo. Por otra parte, la persistencia de una inflación baja en las economías avanzadas —en muchos casos significativamente por debajo de las metas o los promedios a largo plazo— parece haber rebajado las expectativas de los mercados con respecto a la inflación a largo plazo. La combinación de estos factores probablemente explica la notable situación que atraviesan hoy los mercados de bonos: las tasas de interés a largo plazo no solo han caído, sino que en muchos países son ahora negativas.

Volviendo a la política monetaria, los bancos centrales recortaron drásticamente las tasas nominales tras la crisis financiera mundial, muchas veces a cero o cerca de cero. Ese *límite inferior cero* es un nivel que, para algunos expertos, las tasas no podían atravesar. Pero la política monetaria influye en una economía mediante mecanismos parecidos, tanto por encima como por debajo de cero. De hecho, las tasas de interés negativas también incentivan a los consumidores y a las empresas a gastar o invertir el dinero, en lugar de dejarlo en una cuenta bancaria, donde se desvalorizan debido a la inflación. Es probable que en términos globales estas tasas de interés sumamente bajas hayan contribuido un poco a estimular la actividad económica, aunque los efectos colaterales y los riesgos aún no están claros.

La primera inquietud que suscitan las tasas negativas es su posible impacto en la rentabilidad de los bancos. Los bancos desempeñan una

función crítica al encauzar el ahorro hacia proyectos útiles con fuerte rentabilidad. A cambio, ganan la diferencia entre lo que les pagan a los ahorristas (depositantes) y lo que cobran por los préstamos. Esa diferencia suele disminuir cuando la tasa de política monetaria baja, ya que el volumen global de préstamos y las tasas de interés a más largo plazo tienden a caer. Cuando las tasas son negativas, los bancos a veces optan por no traspasárselas a los depositantes por temor a que estos decidan retirar los fondos. Esa situación, en principio, puede empujar a terreno negativo el diferencial que ganan los bancos al prestar, ya que el rendimiento de los préstamos no cubre el costo de mantener los depósitos. Eso, a su vez, puede erosionar la rentabilidad bancaria y la estabilidad del sistema financiero.

Otra inquietud que generan las tasas negativas es que incentivan a los ahorristas a retirar sus depósitos bancarios y mantener el dinero en efectivo. Después de todo, es imposible reducir el valor nominal del efectivo (aunque hay quienes proponen eliminar por completo el efectivo para poder aplicar, de ser necesario, tasas sumamente negativas). Existe por ende el temor de llegar a un punto en el cual las tasas negativas produzcan un éxodo masivo de ahorristas que opten por mantener el efectivo fuera del sistema bancario. No sabemos con certeza cuál es ese *límite inferior efectivo* de las tasas de interés. En algunos casos, atravesarlo podría socavar la liquidez y la estabilidad del sistema financiero.

En la práctica, los bancos pueden cobrar otros cargos para resarcirse de los costos, y las tasas no han sido suficientemente negativas como para que intenten pasárselas a los pequeños depositantes (los depositantes más grandes han aceptado algunas tasas negativas por la comodidad de mantener fondos en los bancos). Pero la incertidumbre en torno a los límites de la política de tasas negativas persistirá mientras el efectivo sea una alternativa.

En general, una tasa de interés neutra implica que las tasas de interés a corto plazo podrían llegar con más frecuencia al límite cero y permanecer en ese nivel durante largos períodos, con lo cual los bancos centrales quizá tengan que recurrir más a políticas antes consideradas no convencionales, tales como tasas de política monetaria negativas. **FD**

VIKRAM HAKSAR es Director Adjunto y **EMANUEL A. KOPP** es Economista Principal en el Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI.