Las contradicciones de la política monetaria y su impacto sobre el sistema financiero

José Mª Roldán Alegre
Presidente de la AEB

Universidad Internacional Menéndez Pelayo
APIE
Santander, 18 de junio de 2015

Permítanme que comience, como es habitual, agradeciendo a los organizadores, a los patrocinadores y a la Universidad Internacional Menéndez Pelayo, su amable invitación. Como saben ustedes, la presencia del Presidente de la AEB ha sido habitual en este foro desde hace décadas, y si bien sería exagerado calificar como placentera esta cita anual, sí que puedo decir que es una costumbre que empiezo a asumir con la mezcla de inquietud, deseo y tensión que se asocia a las convocatorias importantes.

Ya saben ustedes de mi tendencia hacia lo estructural, bien en términos de evolución en el medio plazo, o de características estructurales del presente que, con frecuencia, pasamos por alto. Y entiendo perfectamente que la noticia es coyuntura, por lo que mis palabras, a veces, no facilitan su trabajo inmediato, pero sí pueden, lo digo con toda modestia, contribuir a la comprensión de esa actualidad tan viva, compleja y huidiza. En mi defensa, sólo puedo decir que mi pasado como economista de servicio de estudios me condiciona más de lo que desearía.

Este año les quiero hablar de un tema de gran actualidad, de una situación tan excepcional que puede desaparecer en cualquier momento, incluso en el lapso de semanas que transcurrirán entre la redacción de estas líneas y su lectura en Santander. Me refiero a la situación de tipos de interés ultra bajos que estamos viviendo. Y lo de bajos es, incluso, una exageración, porque de hecho estamos viendo episodios de tipos negativos, lo que en sí mismo constituye un contradiós, porque en qué lógica económica cabe pagar por prestar y cobrar por pedir prestado. Una situación que, además, es tremendamente adictiva para los mercados y los gobiernos, y que coloca a los bancos centrales en una tesitura compleja, pues acaban siendo el soporte de toda la economía. Lo que se denomina *goldilocks economy* consiste en una combinación de políticas monetarias ultralaxas, una economía y un sistema financiero con liquidez muy abundante y unas expectativas de crecimiento positivas impulsadas precisamente por esos factores expansivos. Pero que también esconde una notable fragilidad, en la medida en que tanto una aceleración de la subida de tipos como un mantenimiento excesivamente prolongado del entorno de tipos bajos (y los consiguientes efectos negativos que ello conllevaría) darían al traste con esa Arcadia feliz que hemos creado artificialmente. Si, en general, los aterrizajes suaves son una quimera, en este caso lo pueden ser aún más, pues mucho me temo que la normalización de tipos no se va a producir sin efectos negativos. Por algo estamos pasando de hablar del *taper tantrum* a hacerlo del *supertaper tantrum* y, últimamente, del *triple taper tantrum* (subidas simultáneas de tipos en EEUU, Japón y la eurozona).

A lo largo de los próximos minutos intentaré esbozar alguna de las consecuencias previsibles de este entorno tan paradójico, no sin antes explicar, o al

menos intentarlo, por qué hemos llegado a este punto. Mi preocupación no es, desde luego, ni novedosa ni única. Personajes tan relevantes como Larry Flink, presidente de Blackrock, han manifestado que los bancos centrales, con sus actuaciones sobre los tipos de interés, están "destruyendo valor" (*we are destroying the value of pension funds… we are destroying the viability of insurance companies*).

1. El entorno de bajos tipos de interés: orígenes y problemas

La crisis internacional que hemos vivido, la llamada Gran Recesión, no sólo ha provocado una pérdida de riqueza y PIB considerable, sino que ha puesto contra las tablas a los responsables de la política económica de todo el mundo. La economía española, por ejemplo, a pesar del fuerte proceso de recuperación que está experimentando, no recuperará hasta 2017 el nivel del PIB anterior a la crisis, mientras que la deuda pública ha pasado de un 37% del PIB a más del 100%, y el paro, especialmente el juvenil, sigue situado en tasas socialmente inaceptables.

Es verdad que se ha evitado la Gran Depresión, y esto no es poco, habida cuenta de los efectos destructivos que aquella devastadora crisis tuvo sobre la población mundial. Y cuando hablamos de estos efectos nos referimos, entre otras cosas, al pernicioso ciclo de deflación que destruyó el tejido productivo del periodo de entreguerras. La deflación, entendida como riesgo potencial de descenso prolongado de los precios, puede provocar múltiples dificultades. En primer lugar, es un síntoma de debilidad de la demanda agregada, que además puede reforzar las expectativas depresivas en la economía (en la medida en que los consumidores retrasen la compra de bienes y servicios ante la expectativa de reducción de precios). En segundo lugar, en presencia de salarios nominales rígidos, puede empeorar el desempleo, y aumentar, de nuevo, las tendencias depresivas de la economía. En tercer lugar, dificulta enormemente los procesos de desapalancamiento, puesto que el mero transcurso del tiempo aumenta la deuda real. Este elemento, en el actual contexto de elevado endeudamiento público y privado de la zona del euro y de España, resulta especialmente preocupante.

No es el propósito de esta exposición repasar las medidas tomadas, bien por la Fed, bien por el BCE, para evitar los peligros de un proceso de deflación persistente. En el caso del BCE, estas medidas no sólo incluyen una reducción de los tipos de interés, sino una serie de medidas de política monetaria expansivas y no convencionales que van desde las TLTROS (*Targetted Longer-Term Refinancing Operations*), hasta la OMT (*Outright Monetary Transactions*, todavía no puesta en marcha), pasando por un agresivo Programa de Compra de Activos (LSAP, o *Large Scale Asset Purchase*). Fueron y son medidas necesarias para evitar los posibles peligros asociados a una potencial espiral deflacionista. No nos alineamos, pues, con esa visión de que los periodos de deflación, en el pasado, han sido relativamente frecuentes y no provocaron de manera consistente pérdidas de producto y riqueza. Al contrario, el mero riesgo de entrar en una espiral deflacionista justifica en sí mismo las medidas tomadas.

Ello no obsta para que reflexionemos sobre los efectos colaterales e indeseados que puede tener este periodo prolongado de tipos de interés extremadamente reducidos. Esta crisis ha sido y es compleja, amén de prolongada, y este aspecto que tratamos hoy no es sino una más de esas complejidades de la crisis vivida.

2. El impacto de los tipos de interés sobre el ahorro: las contradicciones entre el efecto a corto plazo y las necesidades en el largo plazo

El tipo de interés real (obtenido cuando descontamos la inflación esperada del tipo nominal) es el precio al que se intercambian las oportunidades de consumo actuales por las futuras, esto es, la retribución que el consumidor recibe por renunciar al consumo presente y ahorrar para consumir en el futuro (es la tasa de descuento intertemporal). Si ese tipo es cero, e incluso negativo, estamos impulsando al consumidor a que deje de ahorrar y animándole a que adopte ya decisiones de consumo que debería posponer para el futuro.

Un descenso de la inflación más rápido que el descenso de los tipos nominales lleva aparejado un potencial aumento de los tipos reales si las expectativas de inflación se desanclan y se espera que ese descenso continúe. Cuando se entra en una espiral deflacionista, esta suele acelerarse, sobre todo si encuentra rigideces en los tipos de interés nominales, pues estos, en principio, no pueden bajar de cero y en esos niveles pierden su eficacia como instrumento para impulsar la relajación de la política monetaria. Una situación similar a la descrita explica la decisión de las autoridades de recurrir a las llamadas medidas no convencionales de política monetaria.

Pero pensemos en las necesidades de ahorro a medio plazo de las economías y utilicemos, como ejemplo, una economía como la española, no sin antes reconocer que las conclusiones alcanzadas no se deben aplicar en exclusiva a esta.

Y esto es así porque España es un país que muestra dos características. Por un lado, al igual que otras economías maduras, muestra un envejecimiento de la población que aumentará los gastos futuros en materia de pensiones. Esto supondrá un mayor déficit público y aumento del stock de deuda pública, o un recorte de prestaciones públicas, con la consiguiente necesidad de aumentar el ahorro privado de manera que se puedan complementar las prestaciones públicas. Por otro lado, muestra un nivel de endeudamiento exterior (o una posición negativa de inversión internacional neta) muy elevado en relación tanto al PIB como al prevalente en otros países de nuestro entorno. Si queremos evitar riesgos en términos de fragilidad financiera (problemas de refinanciación generados por shocks internos o externos), deberemos reducir ese endeudamiento exterior, lo que exige ahorrar como nación. En definitiva, la economía española deberá consumir menos (y esperemos que no invertir menos) y reforzar bien el ahorro

privado, bien el público, o bien ambos, para poder hacer frente a los desafíos del envejecimiento de la población y reducir nuestro abultado endeudamiento exterior.

Así, la paradoja surge del incentivo al consumo (y a la inversión, es cierto) que suponen los tipos de interés ultra bajos actuales. Digamos que en el medio plazo tenemos que llegar a un destino de menos consumo y más ahorro nacional, público y privado, aunque en el corto plazo hemos tomado un desvío que nos aleja momentáneamente –o en eso confío- de ese objetivo.

Esta paradoja es más intensa en la economía española que en otras de nuestro entorno, fundamentalmente por nuestro elevado endeudamiento exterior. Pero debemos recordar que otro elemento, el asociado al envejecimiento de la población, es común a todos los países occidentales.

3. La búsqueda de la rentabilidad y la generación de burbujas

Es indudable que este entorno tan excepcional de tipos de interés no será sostenible durante mucho tiempo, pues al final cabe esperar que las políticas monetarias ultra expansivas acaben por impactar en las expectativas de inflación, esto es, muestren su efectividad. Pero también es cierto que la experiencia de aquellos países que están más avanzados en este proceso (los EEUU, en concreto) nos muestra que la normalización de la política monetaria, la subida de los tipos de intervención y su traslación a los tipos de interés de mercado a medio y largo plazo, es un proceso delicado, con impactos poco controlados, cuya materialización llevará su tiempo. Por tanto, los agentes saben que, si bien los incrementos de tipos de interés están en el horizonte, existen todavía muchas incertidumbres respecto al momento en el que se acometerán y la intensidad (o velocidad, si se quiere) de ese aumento, o respecto a su impacto sobre la curva de tipos en los distintos plazos.

Ese entorno de bajos tipos de interés genera, por otra parte, un inevitable proceso de búsqueda de rentabilidad en todos los segmentos y productos financieros, y una indudable relajación de los estándares que normalmente se aplican al análisis de inversiones. Esto es particularmente cierto en las operaciones del segmento de banca en la sombra o *shadow banking*. Así, y centrándonos en la financiación de empresas de mayor tamaño, abundan las operaciones financieras de financiación *cov-lite*, esto es, con relajación de los *covenants* o condiciones que se imponen a los prestatarios para garantizar que este, en caso de necesidad, realizará los ajustes necesarios en su estrategia de negocio para garantizar el repago del crédito. En definitiva, con los *covenants* se trata de evitar deterioros en el riesgo a lo largo de la vida del préstamo (habitualmente de medio o largo plazo), estableciendo condiciones tales como:

- Límites al reparto de dividendo,
- límites a operaciones de endeudamiento sin previa aprobación,

- límites a cambios en los gestores o fusiones sin aprobación previa, y
- límites al apalancamiento.

Otro signo de relajación de estándares es el relativo a la mayor abundancia de préstamos *bullet*, esto es, préstamos en los que el principal, e incluso los intereses, se pagan en un solo pago *lump-sum* al final del periodo de vida. Resulta evidente que la gestión del riesgo es más compleja en este tipo de préstamos, cuando se les compara con la estructura clásica de financiación, con amortización y pago de intereses regulares, que conlleva una reducción del riesgo por el mero transcurso del tiempo.

Pero, probablemente, el signo más evidente para ilustrar la relajación de estándares es el de los propios tipos de interés cargados en estas operaciones, y que, como ya he tenido ocasión de mencionar en otras intervenciones, no cubren de manera adecuada el riesgo, y por tanto difícilmente arrojarán rentabilidades positivas. Frente a estas tendencias, impulsadas por la banca en la sombra, no cabe sino extremar la prudencia y no dejarse arrastrar por los cantos de sirena de unas condiciones de mercado muy complejas: si no se puede garantizar la rentabilidad de una operación de crédito, es mejor no entrar en ella.

Como decía, no es casualidad que muchas de estas operaciones *cov-lite* y con bajos tipos provengan del segmento de banca en la sombra, o *shadow banking*. Por una parte, este tipo de actividades se encuentran con unas condiciones regulatorias mucho mejores que la de los bancos, sometidos a un nuevo régimen regulatorio y supervisor férreo. Por otra parte, la presión del *search for yield* para estas entidades puede ser muy grande (por ejemplo, algunas compañías de seguros pueden verse tentadas a entrar en el mercado de financiación empresarial para cubrir la rentabilidad ofrecida en sus productos). En cualquier caso, es otro ejemplo de los peligros para la estabilidad financiera que representan los desarrollos de este sector, no sólo en el medio, sino también en el corto plazo.

Este tipo de operativas complica, además, la futura normalización de los tipos de interés. En efecto, una súbita reversión de los tipos podría provocar efectos devastadores habida cuenta de la fragilidad financiera provocada por esta relajación de estándares. Pero, en sentido contrario, si el miedo a los efectos de contagio de una subida de tipos lleva a una normalización más lenta de la curva de plazos, la persistencia en el tiempo de los tipos bajos complicará aun más la situación (con más *search for yield* y más relajación de estándares crediticios). Como ya he comentado al principio de mi exposición, esta *goldilocks economy*, esa interdependencia entre los mercados boyantes y la política monetaria, parece abocada a un final, si no trágico, sí infeliz. Y, sin entrar en materias que no me competen, creo que las lecciones de esta excesiva dependencia de los bancos centrales de los mercados (ese temor a defraudar a los mercados) perdurarán en el tiempo, si bien con consecuencias que, hoy por hoy, no podemos atisbar.

Desde los bancos centrales se insiste en que, para evitar estos efectos perniciosos, se deben adoptar medidas tanto microprudenciales como

macroprudenciales. Pero, si bien la toma de este tipo de medidas es posible para sectores como el bancario, para el resto de sectores financieros es más compleja, si no imposible: ni disponemos de datos y herramientas analíticas necesarias para evaluar los riesgos en esos sectores, ni tampoco de instrumentos legales para actuar en el caso de que se identifiquen fragilidades. Quizás en el futuro, con nuevos desarrollos regulatorios e institucionales, sea así, pero desde luego no lo es en el momento actual. Y ello a pesar del tsunami regulatorio que ha provocado esta crisis financiera.

4. Los peligros desde la óptica del consumidor

Si la situación de tipos de interés muy bajos conlleva peligros evidentes desde el punto de vista de los operadores profesionales del mercado, no es menos cierto que los problemas pueden ser aún mayores para el consumidor. Ya me han oído en otras ocasiones, y en concreto con motivo de la presentación de las iniciativas en materia de educación financiera, mencionar la necesidad de transmitir a los consumidores la idea general de que, a más rentabilidad, más riesgo. Pues bien, en las actuales circunstancias de tipos de interés más bajos, podríamos afinar más el mensaje señalando que, hoy por hoy, cualquier rentabilidad de mercado positiva conlleva riesgo.

No nos engañemos, la combinación de la ilusión financiera, la falta de conocimientos en la materia y la búsqueda de rentabilidades como las del pasado que, hoy por hoy, no son alcanzables sin asumir mucho más riesgo, pueden llevar a una demanda espuria de productos complejos. Por tanto, desde el sector debemos extremar la diligencia debida para proteger el genuino interés de nuestros clientes.

Cuando me refiero a la ilusión financiera quiero señalar que nuestra percepción de la rentabilidad de los productos financieros está distorsionada, pues para la mayoría de nosotros un periodo de deflación como este es una auténtica novedad en nuestras vidas y experiencias. En efecto, con caídas de precios del 1%, un producto financiero con rentabilidad cero ofrece una rentabilidad real del 1%, esto es, una rentabilidad nada despreciable. Así como en los tiempos de mayor inflación, ya olvidados por fortuna, unas rentabilidades nominales altas escondían unas rentabilidades reales negativas, ahora ocurre todo lo contrario.

5. El impacto de los bajos tipos de interés sobre los intermediarios financieros

La política monetaria ultralaxa es, sin duda, un mal menor que evita el escenario de desanclaje de expectativas de inflación y crecimiento económico y previene la potencial aparición de una espiral deflacionista. Es el precio a pagar, o mejor dicho, el seguro que garantiza que la Gran Recesión no pasará a ser la Gran Depresión. Dicho lo cual, además de introducir las complejidades ya comentadas, los bajos tipos de interés afectan de manera severa a la rentabilidad de las

instituciones financieras. A efectos ilustrativos, nos vamos a centrar en los bancos, las compañías de seguro y los fondos de pensiones.

El negocio bancario es, en principio, sencillo: prestar a largo plazo al sector no financiero (la economía real), financiándose con recursos ajenos (de manera apalancada) obtenidos en plazos más cortos (y, por tanto, a menor coste). Es el bien conocido proceso de transformación de plazos de la banca, que la diferencia de otros sectores financieros y resulta de vital importancia en el ecosistema económico. A este elemento de transformación de plazos debemos sumar otro elemento definitorio, la financiación vía depósitos bancarios, no sólo a plazo sino también a la vista (que tradicionalmente se asocian a la banca transaccional y de operativa de clientes a corto plazo).

La actual situación de tipos de interés bajos (Gráfico 1 y Gráfico 2) afecta a los bancos de dos maneras no del todo independientes. En primer lugar, en la medida en que los depósitos transaccionales de los clientes -una parte nada despreciable del pasivo- suelen tener una remuneración baja, por no decir nula, cuanto más alto es el tipo de interés, mayor es el margen de intereses: la diferencia entre tipos de activo (los cobrados por los préstamos) y de pasivo (el coste de la financiación) es mayor, pues sólo una parte del pasivo ve aumentado su coste. Cuando los tipos bajan, el margen se contrae, y cuando están cerca de cero, la ventaja de tener una importante fuente de pasivos sin coste casi desaparece. En segundo lugar, los descensos de tipos, en especial de la intensidad de los vividos en el último año, aplanan la curva de tipos, esto es, la diferencia entre los tipos a largo y a corto desaparece en gran medida (Gráfico 3). Como una parte fundamental del negocio bancario, la transformación de plazos (financiar crédito con pasivos a más corto plazo), carece de valor cuando la curva se aplana, esto afecta negativamente a los beneficios. Si este proceso se prolongase en el tiempo, podría poner en peligro la financiación de la economía, pues bancos no rentables no pueden financiar a sus clientes de manera adecuada. Como ya señalaré más adelante, los bancos españoles están, afortunadamente, en mejor situación en este aspecto.

En el caso de las compañías de seguros (Gráficos 4 y 5), el efecto viene, fundamentalmente, del activo. Todas ellas tienen que obtener un rendimiento de su cartera suficiente para cubrir las contingencias aseguradas. Un descenso de tipos puede conllevar una insuficiencia de rentabilidad para hacer frente a la siniestralidad (aunque las cosas son más complejas: en el seguro de automóviles, bajadas de tipos asociadas a la desaceleración económica suelen llevar aparejadas un descenso de la siniestralidad por el menor uso del transporte). En el caso de productos de ahorro-seguros, hay que distinguir entre los de contribución definida, en los que el riesgo financiero lo corre el asegurado, y los de prestación definida, donde ocurre todo lo contrario, siendo la compañía de seguros la que asume el riesgo financiero. Para estos últimos, un descenso de los tipos de interés provocaría pérdidas en la compañía asegurada (excepto si tiene perfectamente macheados sus pasivos, sus compromisos frente al asegurado, con activos financieros al mismo plazo y, al menos, la misma rentabilidad que la ofrecida).

Con los fondos de pensiones pasa algo muy parecido. Si son de contribución definida, el riesgo financiero recae sobre el partícipe, quien, en su caso, deberá aumentar las contribuciones para garantizarse el nivel de renta deseado tras la jubilación. Pero si son de prestación definida, el riesgo lo asume el promotor, y si la cobertura de plazos no es perfecta (lo que es habitual), el descenso de tipos provocará un déficit del fondo de pensiones que, eventualmente, deberá ser cubierto por el promotor del fondo de pensiones de prestación definida.

¿Qué ocurre en España? Por una vez, estos impactos, aunque existen, son más limitados que en otros países. Empezando por los fondos de pensiones, los de prestación definida tienen una importancia muy marginal, limitándose, en el caso de los ocupacionales, a esquemas cerrados ya en el pasado y que no suelen afectar al total de la plantilla (sino más bien a una parte cada vez más marginal de las mismas). En cuanto a los productos de seguros con rentabilidad garantizada, de nuevo, en el caso español, tienen una importancia muy escasa por la tradicional prudencia de las aseguradoras españolas (véase el Gráfico 4). Respecto al impacto del descenso de tipo y al aplanamiento de la curva (véase, de nuevo, el Gráfico 3), estos efectos son menores en España y tanto el nivel de tipos (por la prima de riesgo) como la curva de plazos (que presenta una pendiente mayor que la de los países *core* de la eurozona) son más favorables, aunque no se puede decir que su evolución no impacte sobre la rentabilidad de bancos o compañías de seguros, simplemente lo hacen en menor medida.

6. Conclusiones

Las medidas de los bancos centrales destinadas a evitar los riesgos de una potencial espiral deflacionista son, probablemente, adecuadas y deben ser apoyadas. Ello no obsta para que seamos conscientes de los efectos indeseados de un periodo tan prolongado de tipos de interés reducidos sobre la estabilidad financiera y sobre la rentabilidad de los intermediarios financieros. Y también hemos de ser conscientes de que este excepcional periodo o bien terminará de forma brusca, con aumentos de tipos más rápidos de los esperados, o bien se prolongará en el tiempo, lo que no hará sino exacerbar las contradicciones entre crecimiento económico, estabilidad financiera e intermediarios financieros solventes. Es preciso, por tanto, evitar ambas situaciones y buscar entre todos la manera de reconducir esta situación hacia una senda normalizada de tipos de interés, acorde con las expectativas reales de nuestras economías.

Muchas gracias.

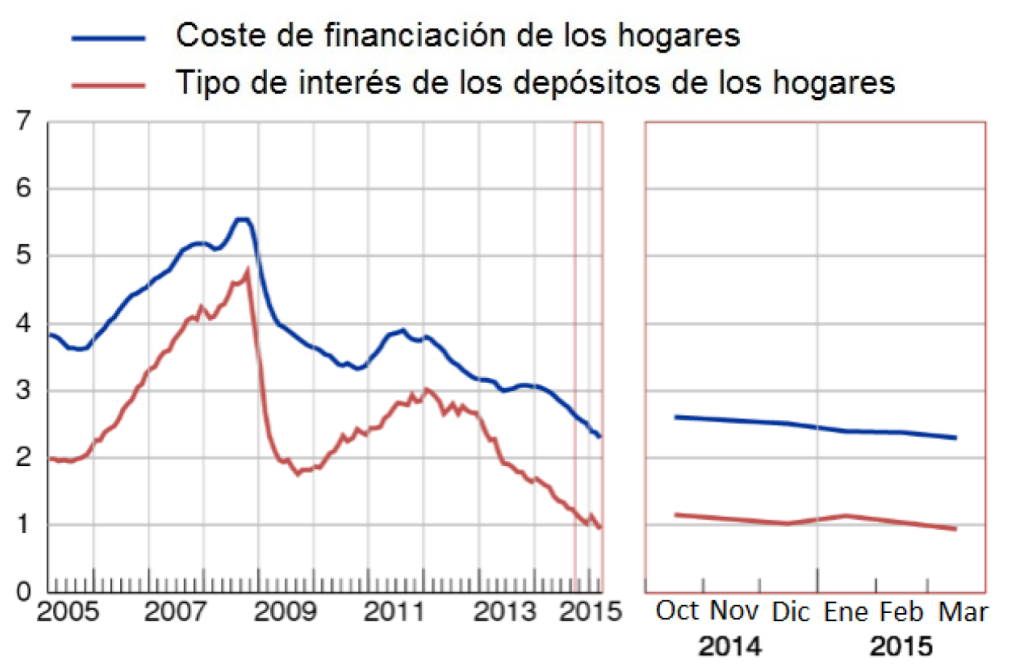
GRÁFICO 1

Estadísticas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamos y créditos acordados con las sociedades de la zona euro, y a sus depósitos: abril de 2015.

Fuente: Nota de prensa del Banco Central Europeo (5 de junio de 2015)

GRÁFICO 2

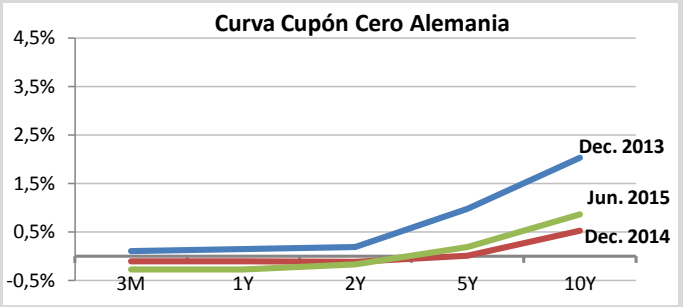
Estadísticas de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito a las nuevas operaciones de préstamos y créditos acordados con los hogares de la zona euro, y a sus depósitos: abril de 2015.

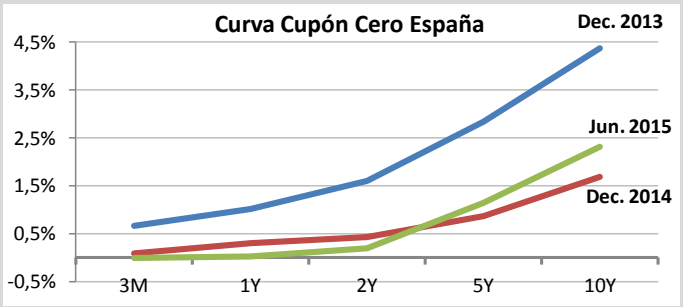


Fuente: Nota de prensa del Banco Central Europeo (5 de junio de 2015)

GRÁFICO 3

Curva plana ⇨ la transformación de plazos no es tan rentable





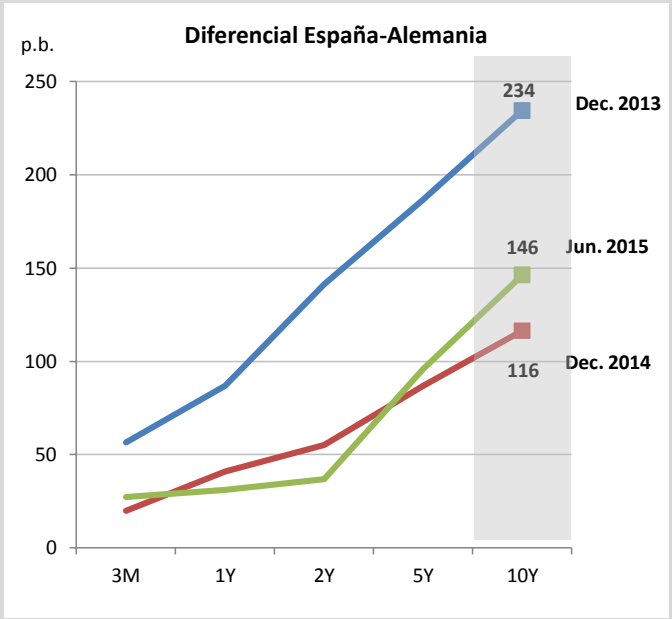
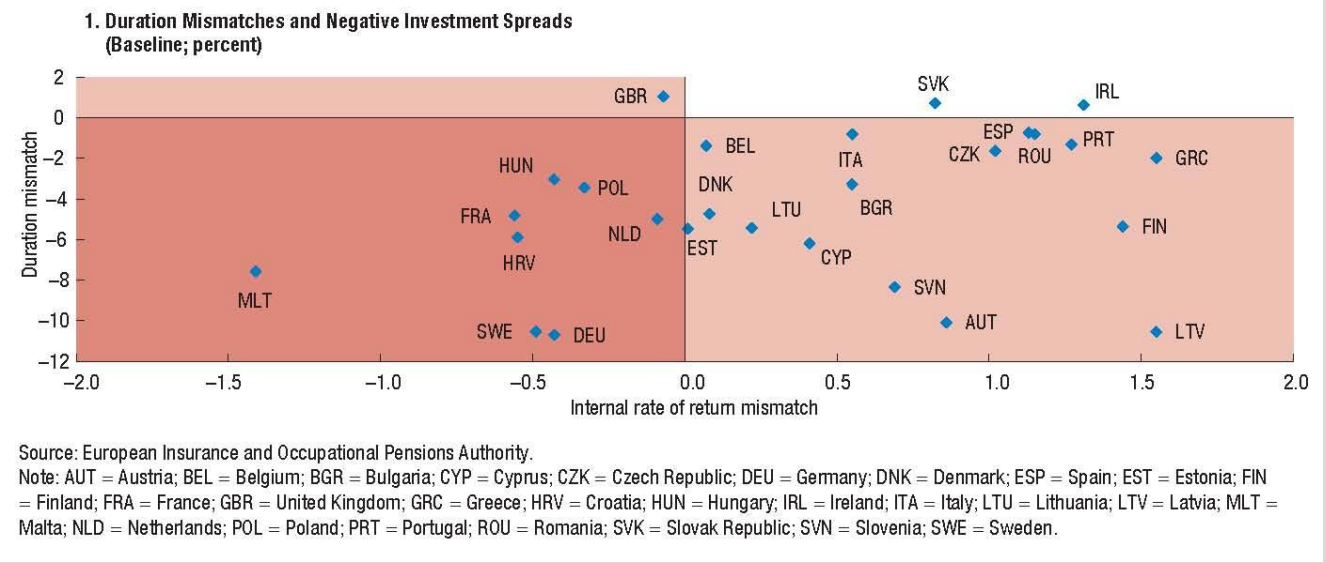


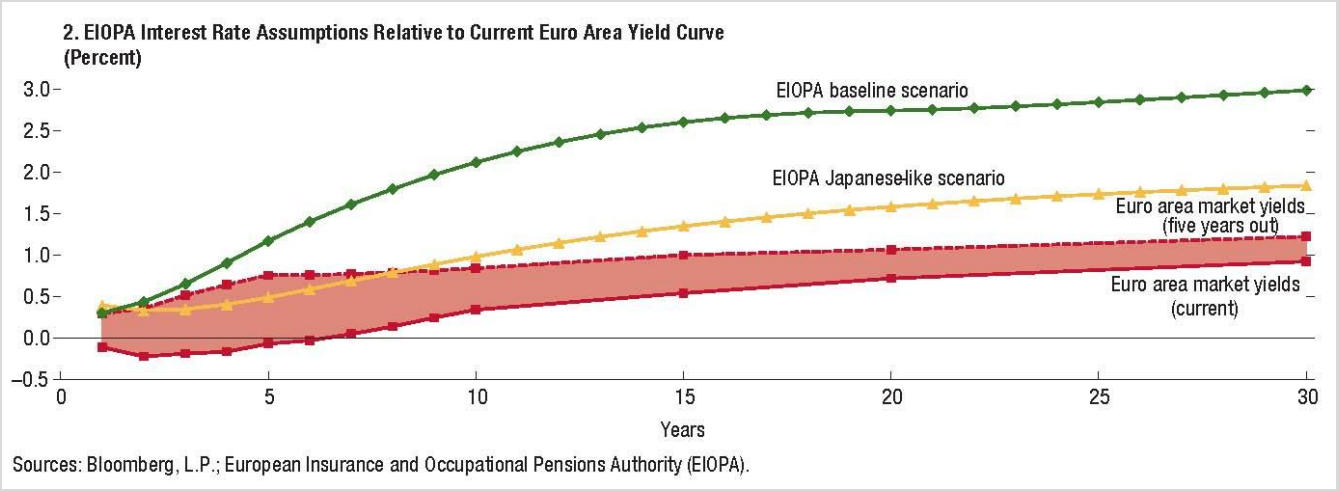
GRÁFICO 4
Life Insurance Industry Characteristics (I)



Source: European Insurance and Occupational Pensions Authority.
Note: AUT = Austria; BEL = Belgium; BGR = Bulgaria; CYP = Cyprus; CZK = Czech Republic; DEU = Germany; DNK = Denmark; ESP = Spain; EST = Estonia; FIN = Finland; FRA = France; GBR = United Kingdom; GRC = Greece; HRV = Croatia; HUN = Hungary; IRL = Ireland; ITA = Italy; LTU = Lithuania; LTV = Latvia; MLT = Malta; NLD = Netherlands; POL = Poland; PRT = Portugal; ROU = Romania; SVK = Slovak Republic; SVN = Slovenia; SWE = Sweden.

Fuente: Global Financial Stability Report del Fondo Monetario Internacional (pág. 23)

GRÁFICO 5
Life Insurance Industry Characteristics (II)



Fuente: Global Financial Stability Report del Fondo Monetario Internacional (pág. 23)