



El enigma de los tipos de interés reales

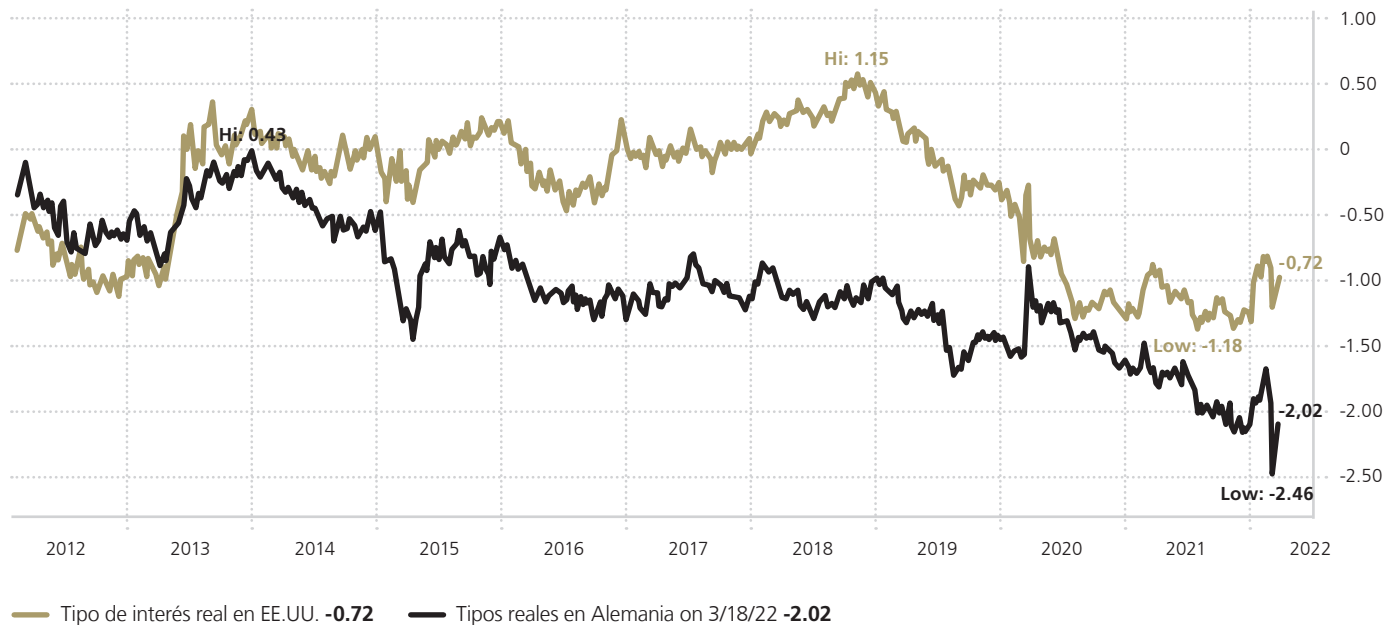
El tipo de interés determina, por un lado, el importe que tenemos que pagar, cuando el banco nos concede un préstamo, y por otro lado el que recibiremos como retribución a nuestros ahorros, dicho de otra forma, es el precio del dinero. En un primer estadio, se encuentran los **tipos de intervención** que es el que fijan los bancos centrales (bancos responsables de la política monetaria de una región o de un país) y cuya finalidad es remunerar los depósitos que los bancos comerciales depositan en ellos y cobrar el interés de los préstamos cuando éstos, escasos de liquidez, lo piden. En los últimos años, los bancos centrales han situado los tipos de interés en niveles muy reducidos cuando no negativos. El Banco Central Europeo (BCE), responsable de la política monetaria de la Eurozona, lleva tiempo, quizás demasiado, con un tipo de intervención por debajo de cero. La consecuencia es que los bancos con exceso de liquidez (la cantidad que no prestan a sus clientes), no solo no reciben nada por depositarla en el BCE, sino que tienen que pagar por hacerlo.

El tipo de intervención no solo fija el precio de la liquidez, también influye, en gran medida, en los niveles de la remuneración que ofrecen los bonos y obligaciones de diferentes plazos. Aunque la curva de tipos de interés (curva que gráficamente es la representación del plazo o vencimiento del activo en el eje de la X y el precio del dinero en el de la Y) está sometida a la ley de la oferta y la demanda, el banco central puede intervenirla comprando o vendiendo esos bonos u obligaciones en el mercado. En este caso también, el BCE lleva años comprando deuda de los estados y empresas alterando el normal desarrollo de este mercado y empujando a los tipos de interés a situarse en terreno negativo, que conduce a una perversión monetaria: pagar por tener activos y cobrar por pedir dinero prestado.

Con estas medidas, los bancos centrales persiguen que no haya dinero ocioso y que los agentes que intervienen en el mercado financiero, bancos, corporaciones e individuos, inviertan para fomentar el crecimiento económico. Al final lo que se consigue es favorecer a los que toman dinero prestado y perjudicar a los ahorradores, hecho que se conoce como "represión financiera" y el principal beneficiario son los gobiernos que pueden incrementar el gasto público, sin tener que pagar por la deuda que emiten.

Hasta aquí, hemos descrito los tipos de interés nominales, pero lo que nos interesa son los tipos de interés reales, es decir, el nivel de los tipos de interés nominales descontada la inflación prevista en los próximos años, porque son los reales los que van a determinar la pérdida o la ganancia del poder adquisitivo de nuestro dinero. Si los tipos de interés nominales han estado, en muchos casos, por debajo de cero, si le añadimos la inflación prevista, la situación empeora aún más. En el siguiente gráfico mostramos los tipos de interés reales en EE. UU. y en Alemania en los últimos diez años.

Tipos de interés reales bonos de gobierno de plazo 10 años



Fuente: Bloomberg y elaboración propia. Marzo 2022
.US10YBE U Index (Tipo de interés real en EE.UU.) RF-Tipos interés reales Weekly 09MAR2012-21MAR2022. Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

En EE. UU., los tipos reales se han mantenido en positivo salvo después de la Gran Crisis Financiera (GCF) de 2008 y tras el estallido de la pandemia. En Europa, en cambio, tras un breve repunte en 2013, los tipos reales negativos han sido la norma y ya en 2022, con la invasión de Ucrania, han alcanzado su mayor nivel en una década.

¿Y por qué decimos que es un enigma?

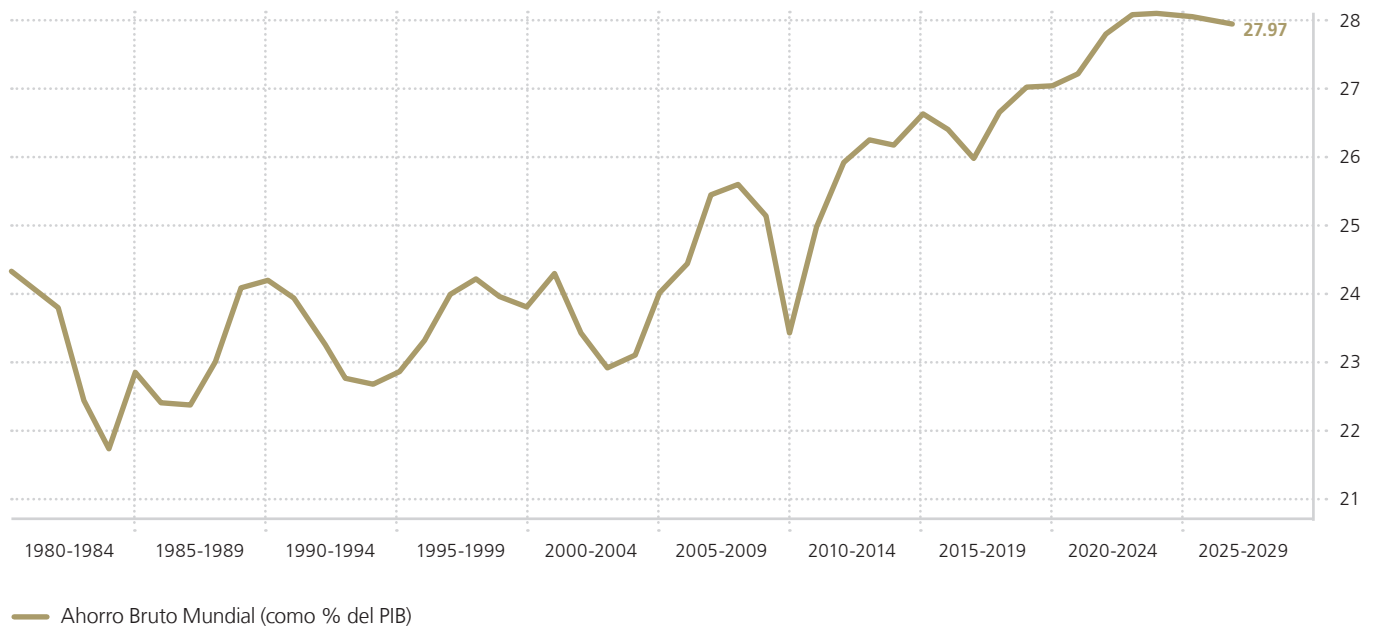
Porque en 2013 cuando Ben Bernanke, el entonces presidente de la Reserva Federal (Fed), el banco central americano, insinuó que comenzaría a disminuir sus compras de activos, el paso previo a subir sus tipos de intervención, los rendimientos reales de los bonos del Tesoro estadounidense de 10 años saltaron rápidamente, subiendo de alrededor del -1 % a terreno positivo. En 2022, tras las compras masivas inducidas por la COVID-19 tanto la Fed como el BCE, han anunciado una reducción gradual de las compras y subidas de tipos de intervención y los tipos reales no han llegado, en ningún momento, a terreno positivo y la invasión de Ucrania les ha devuelto a niveles que, en el caso europeo, nunca se habían visto.

Los niveles de inflación que, inicialmente, se consideraron transitorios por el repunte de las materias primas y de los cuellos de botella en los suministros, consecuencia de la paralización de la actividad económica por la pandemia, corren el riesgo de transformarse, con el devenir de los acontecimientos en persistentes y, finalmente, en estructurales, tras la irrupción de la guerra a las puertas de Europa. En EE. UU., el repunte en el precio de las materias primas, una vigorosa creación de empleo, la escasez de mano de obra y de componentes necesarios en la fabricación de muchos productos, ha provocado efectos de segunda ronda liderados por significativas subidas de salarios. En la Eurozona, la principal causa de la inflación ha sido el repunte del precio de las materias primas y pensábamos que con el paso del tiempo, se iba a reconducir. No ha sido así, porque la guerra, aparte del sufrimiento, de las pérdidas materiales y humanas y del drama de los refugiados que genera, ha trastocado el precio de numerosos componentes de la cesta del índice de precios al consumo: petróleo, gas, carbón, metales, trigo, maíz, etc. y está provocando un movimiento contrario a la globalización, que ha sido la base de la estabilidad de precios en lo que llevamos del siglo XXI. Es, además, un tipo de inflación que el BCE tiene difícil contrarrestar porque acabaría afectando al crecimiento económico y tendría escaso impacto sobre el precio de los bienes que la están provocando.

La consecuencia es, como se conoce en finanzas, que los bancos centrales van por detrás de la curva. Empiezan a tomar decisiones cuando su objetivo de controlar la inflación se les escapa por causas exógenas y si deciden subir tipos para enfriar la economía y no aciertan con las causas o el momento pueden acabar con inflación y estancamiento económico, coyuntura económica de triste recuerdo conocida como estanflación.

Luego, una de las primeras causas de estos tipos reales tan negativos es que los bancos centrales van a seguir detrás de la curva. Pero hay más motivos. La represión financiera vista como cualquier política gubernamental que alienta al capital privado a ayudar a financiar la deuda pública, incluye la regulación del sector bancario y, entre otras medidas, les puede imponer disponer de activos de alta calidad para cumplir con sus ratios y esto no es otra cosa que invertir en bonos del gobierno lo que conduce a deprimir el rendimiento de estos activos. Finalmente, con el exceso de ahorro a nivel mundial y la próxima jubilación de los "baby boom", generación nacida en los años 60, no sería descartable que cambiaran su estructura de cartera de activos de riesgo a activos sin riesgo, y esto nos lleva, de nuevo, a comprar más bonos de gobiernos.

Nivel de ahorro mundial como porcentaje del PIB



Fuente: FMI y Bloomberg. Marzo 2022

INS%WRGLD Index (IMF World Gross National Savings as a Percent of GDP) Ahorro mundial Yearly 31DEC1980-31DEC2026. Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

La conclusión es que **los tipos reales van a continuar siendo negativos más tiempo del esperado**, afectando a las decisiones de consumo e inversión de los ahorradores y de los acreedores. Resumiendo las causas serían: **bancos centrales por detrás de las curvas, regulación bancaria y exceso de ahorro a nivel mundial**. La única forma de escapar a este sombrío destino, represión financiera, pérdida de poder adquisitivo es asumiendo, cuando la ocasión lo permita, más nivel de riesgo bien sea en acciones, bonos corporativos de alta, media o baja calificación crediticia y activos alternativos como fondos de inversión de cobertura (*hedge funds*), fondos de capital privado o de inmuebles.



Este documento tiene carácter meramente informativo y no constituye ninguna oferta, solicitud o recomendación de inversión del/los productos/ financiero/s del/los cual/es se informa, en su caso. Ninguna información contenida en el mismo debe interpretarse como asesoramiento o consejo, financiero, fiscal, legal o de otro tipo. Este documento y la distribución del mismo no están destinados a personas, entidades, jurisdicciones o países en los que su publicación, disponibilidad, distribución o utilización sea contraria a la legislación o normativa local. Si usted sabe que su acceso a este informe contravendría la legislación aplicable local, nacional o internacional, deberá ignorar su contenido. Cualquier uso que haga de este documento será por su cuenta y riesgo. Aunque la información incluida en este documento procede de fuentes consideradas fiables, no manifestamos ni garantizamos su exactitud, y dicha información podría ser incompleta o estar resumida. Todas las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. Este documento no puede ser reproducido (en parte o en su totalidad) sin consentimiento previo por escrito de CaixaBank Asset Management SGIIC, S.A.U.

CaixaBank Asset Management, SGIIC, S.A.U., es una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscrita en el Reg. Mercantil de Madrid, tomo 36.997, folio 1, Hoja M-661.074. NIF A-08818965. Inscrita con el nº 15 en el Registro de Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.