



No todo vale

Jordi Gual

Profesor del IESE

Los tipos de interés del futuro



En la columna previa discutí las perspectivas para la inflación a medio y largo plazo. Argumenté que hay razones de peso

para pensar que la inflación se va a situar durante años claramente por encima del objetivo oficial del 2%. Decía que podíamos estar entrando en una nueva normalidad.

¿Y respecto de los tipos de interés? ¿Volveremos a los tipos muy bajos de la última década? O, por el contrario, ¿también hemos entrado en una nueva era de tipos más altos? Al igual que con la inflación, no sé lo que va a suceder. Solo puedo ofrecer conjeturas y hacerlo de una manera que, al menos, sea coherente con mis especulaciones sobre la inflación.

Mi conjetura es que los tipos de interés no volverán a los niveles bajísimos de hace unos años. Si la inflación, como argüí, se sitúa entre el 3% y el 4%, unos tipos de interés muy reducidos –por ejemplo, entre el 0% y el 1%– serían demasiado expansivos, ya que el tipo real, es decir, el tipo nominal descontando la inflación, estaría en niveles absurdamente bajos, del -3%. Con estos tipos reales la inflación se desbocaría mucho más allá de lo tolerable.

Es verdad que las autoridades tienen un incentivo a mantener un tipo real muy bajo, prácticamente nulo o moderadamente negativo. Les interesa, puesto que así se facilitan la financiación del déficit público y la refinanciación de la deuda cuando llega a vencimiento. Pero estos objetivos se pueden conseguir con tipos situados entre el 2% y el 3%. Es decir, claramente más altos que en el pasado, pero algo inferiores a las tasas de inflación, de manera que los tipos reales sean solo ligeramente negativos.

Conjeturas
El escenario es que los bancos centrales continuarán con la subida de tipos, pero no la llevarán hasta las últimas consecuencias

¿Cuáles son las políticas que permitirán a los bancos centrales conducir las economías hacia este tipo de escenario? Esta pregunta no se puede responder sin tener en cuenta lo que ocurre con la política fiscal. Por tanto, voy a asumir que las políticas presupuestarias son razonablemente neutras y no se cometen barbaridades

como las de la señora Truss en el Reino Unido. En este contexto, el escenario comporta que los bancos centrales continúan con una política de subida de tipos para luchar contra la inflación, pero que no se lleva hasta las últimas consecuencias. Es decir, se bajan los tipos rápidamente al menor síntoma de recesión, aunque la inflación no esté doblegada del todo.

Pero, ¡cuidado! En ese escenario de tolerancia con la inflación, los inversores exigirán un mayor retorno de sus inversiones en títulos públicos a largo plazo, para protegerse del riesgo inflacionario. Ello presionará al alza los tipos de los bonos y obligará a los bancos centrales a reaccionar. Tanto el BCE como la Fed han anunciado la reducción gradual de sus carteras de deuda pública. Sin embargo, está por ver si podrán mantener esta política o si, por el contrario, sucumbirán a la presión del entorno y continuarán siendo por muchos años grandes tenedores de deuda. Si es así, los tipos de los bonos serán altos, pero algo menos que la inflación. |