

LA APLICACIÓN RECIENTE DE TIPOS DE INTERÉS OFICIALES NEGATIVOS EN LA UEM Y EN OTRAS ECONOMÍAS: MOTIVACIÓN Y EVIDENCIA PRELIMINAR SOBRE SUS EFECTOS

Este artículo ha sido elaborado por Jorge Martínez Pagés y Antonio Millaruelo, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Este trabajo analiza la aplicación reciente de tipos de interés oficiales negativos por parte de varios bancos centrales, entre los que se encuentra el BCE. La evidencia preliminar que se presenta apunta a que la explotación de ese margen adicional por parte de la política monetaria parece haber sido efectiva en la UEM, propiciando, junto con el resto de medidas expansivas, unas condiciones financieras más holgadas. En el artículo se discuten también posibles efectos adversos asociados a la aplicación de tipos de interés negativos.

Introducción

A mediados de 2014, el BCE inició una fase de profundización del tono acomodaticio de la política monetaria, en la que, entre otras medidas, situó por vez primera uno de sus tipos de interés oficiales —el de la facilidad de depósito— por debajo de cero. La adopción de esta medida se vio seguida de reducciones posteriores, de tal forma que, en la actualidad, dicho tipo de interés se sitúa en el $-0,4\%$.

Durante los últimos años, otros bancos centrales —los de Suecia, Dinamarca y Suiza, y, más recientemente, los de Japón y Hungría— han situado también sus tipos de interés oficiales en niveles negativos. En unos casos, esta medida ha obedecido a factores externos (sobre todo, en economías pequeñas y abiertas, como Dinamarca o Suiza), contribuyendo a contener los flujos de entrada de capitales y la consiguiente apreciación de sus divisas, mientras que, en otros, su justificación se basa en factores de orden interno (como en el del BCE o el Banco de Japón), relacionados con la necesidad de proporcionar un mayor grado de estímulo monetario, en un contexto de debilidad de la demanda agregada, una vez alcanzado el nivel cero de los tipos de interés oficiales.

En la segunda sección de este artículo se repasan los argumentos económicos que subyacen a la aplicación de tipos de interés negativos como herramienta de política monetaria y se analizan la experiencia reciente de los países que han aplicado esta medida, su motivación y su implementación¹. En la sección tercera se revisa la evidencia disponible hasta el momento sobre el impacto de este instrumento de política monetaria en el caso de la UEM y de España. La cuarta sección se centra en discutir algunos posibles efectos indeseados asociados a dicha medida.

Tipos de interés negativos: racionalidad económica y experiencias recientes

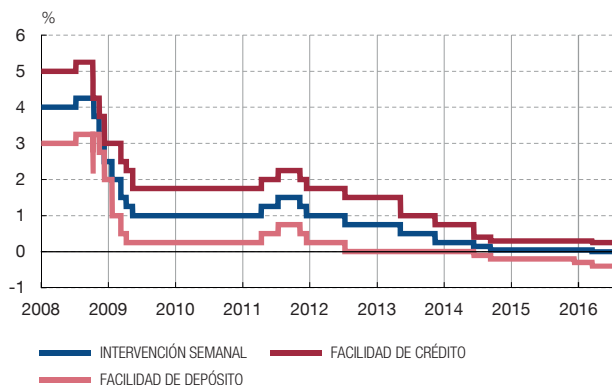
Tradicionalmente, se ha considerado el cero como el límite inferior efectivo de los tipos de interés nominales². Esta idea se basaba en que ningún inversor estaría dispuesto a adquirir un activo con rendimiento inferior a cero (es decir, uno con el que el inversor acaba teniendo un capital inferior al inicial), al contar con la alternativa de mantener sus fondos en efectivo, cuya rentabilidad nominal es cero, pero no negativa.

No obstante, la experiencia reciente que se describe a continuación ha demostrado que los tipos de interés nominales pueden situarse en valores negativos. Esto es así porque, aun considerando que el efectivo no pierde valor nominal con el tiempo, sí presenta unos

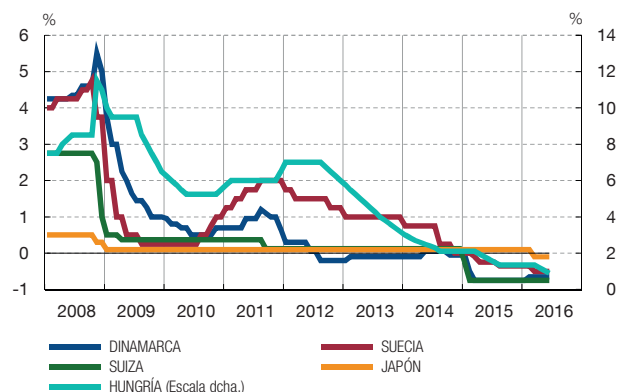
¹ Esta experiencia se revisa también en Bech y Malkhozov (2016) y en Jackson (2015).

² De hecho, existe una amplia literatura económica sobre las implicaciones del límite cero a los tipos de interés (ZLB, por sus siglas en inglés) sobre las políticas económicas óptimas.

1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN LA UEM



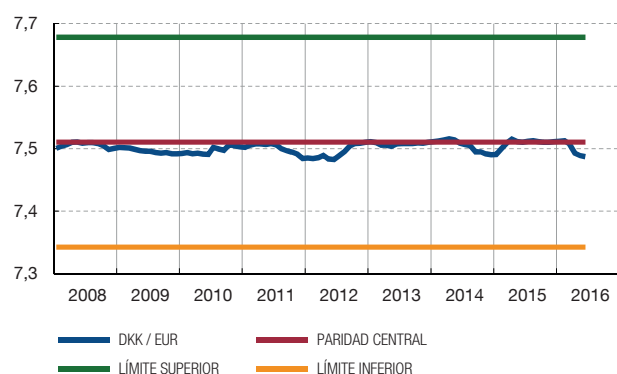
2 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



3 TIPO DE CAMBIO DEL FRANCO SUIZO FRENTE AL EURO



4 TIPO DE CAMBIO DE LA CORONA DANESA FRENTE AL EURO



FUENTES: Datastream y Banco de España.

costes no despreciables en comparación con otros activos (depósitos bancarios, valores, etc.) que permiten su gestión electrónica. Estos costes, que incluyen los de almacenamiento, aseguramiento y transacción, son, en general, pequeños para importes reducidos, pero más elevados cuando se trata de cantidades importantes. Dichos costes suelen afectar especialmente a las grandes empresas y entidades financieras, que realizan transacciones frecuentes por volúmenes elevados. Por tanto, los inversores estarían dispuestos a aceptar tipos de interés negativos en determinadas inversiones, si la cantidad que han de pagar por ellos es inferior al coste de la alternativa de mantener esos fondos en efectivo. Así, en la práctica, el límite inferior de los tipos de interés no vendrá necesariamente determinado por la cota cero, sino por los costes de mantenimiento del efectivo.

De hecho, durante los últimos años, varias economías han situado sus tipos de interés oficiales en valores negativos. En concreto, por orden cronológico, lo han hecho Suecia, Dinamarca, la UEM, Suiza y, en 2016, también Japón y Hungría (véase gráfico 1).

En el caso del BCE, a comienzos de la crisis financiera global, este desplegó un amplio abanico de medidas, con el doble objetivo de proporcionar liquidez frente al colapso del mercado interbancario y de responder a la acusada recesión económica iniciada entonces. Estas medidas incluyeron una rápida e intensa reducción de los tipos de interés, la provisión de liquidez abundante (a tipo fijo y adjudicación completa, es decir, a demanda de las entidades) y el alargamiento progresivo de los plazos en las operaciones de finan-

ciación hasta los tres años en las dos operaciones de financiación a muy largo plazo (VLTRO, por sus siglas en inglés) celebradas a finales de 2011 y a comienzos de 2012³. Asimismo, en el contexto de la crisis soberana europea, el BCE también tomó medidas para restaurar el mecanismo de transmisión de su política monetaria y desactivar el riesgo de ruptura del área (entre las que cabe destacar el programa OMT⁴). Con posterioridad, desde junio de 2014, ante la pérdida de impulso de la actividad y el creciente riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, el BCE emprendió una nueva fase de acomodación monetaria en la que situó, por vez primera, el tipo de interés de la facilidad de depósito en territorio negativo, que posteriormente redujo en varias ocasiones, hasta situarlo en marzo de este año en el -0,4 %. Además, el BCE creó instrumentos de provisión de liquidez condicionada a la expansión del crédito (TLTRO, por sus siglas en inglés⁵) y, en el último trimestre de 2014, introdujo nuevos programas de compra de activos del sector privado, que amplió notablemente a comienzos de 2015 con un programa de deuda pública y de nuevo en 2016 con otro de deuda corporativa.

El BCE no fue el primer banco central en adoptar tipos de interés negativos tras la crisis financiera global. Si se omite un antecedente lejano en los años setenta, cuando Suiza impuso tipos de penalización sobre los depósitos en francos suizos de no residentes, en años recientes fue Suecia —cuya autoridad monetaria tiene una estrategia basada en objetivos directos de inflación— el primer país en implementarlos, dentro de un conjunto de medidas para responder a la recesión provocada por la crisis financiera de 2008. Así, tras reducir su principal tipo de intervención (tipo *repo*) hasta el 0,25 %, en julio de 2009, adoptó un tipo de depósito negativo del -0,25 %, que mantuvo hasta septiembre de 2010. En julio de 2014, ante la debilidad persistente de la inflación, redujo el tipo de depósito hasta el -0,5 %. En febrero de 2015, tras el anuncio del programa ampliado de expansión cuantitativa del BCE, el banco central sueco situó por vez primera el tipo *repo* por debajo de cero, alcanzando el -0,5 % en febrero de 2016.

En Dinamarca, el segundo país en adoptar tipos negativos, se ha seguido una política de tipo de cambio fijo desde 1982, primero frente al marco alemán y después frente al euro. En general, el banco central reacciona ante una fluctuación cambiaria con intervenciones en el mercado de divisas, que refuerza en ocasiones con ajustes de sus tipos de interés. Con estos medios, el banco central hizo frente a la crisis del Sistema Monetario Europeo, a comienzos de la década iniciada en 1990, a la crisis financiera global de 2008 y a los sucesivos episodios de crisis en los mercados de deuda soberana europea. Así, en este último contexto, redujo, en julio de 2012, el tipo de los certificados de depósito (CD) hasta el -0,2 %, con el fin de desincentivar las entradas de capitales que presionaban al alza la cotización de la corona danesa. En enero de 2013, una vez que habían remitido parcialmente las tensiones, el banco central situó este tipo en el -0,1 %, nivel que se mantuvo hasta abril de 2014, cuando volvió a terreno positivo. En septiembre de 2014, para frenar

3 Estas dos operaciones se llevaron a cabo para hacer frente al riesgo de refinanciación de la deuda bancaria en un momento en el que los mercados mayoristas de deuda estaban cerrados en algunos países de la UEM, como consecuencia de la fragmentación financiera.

4 En el programa OMT (*Outright Monetary Transactions*), anunciado en el verano de 2012, el BCE se comprometió a adquirir en el mercado secundario deuda soberana de los países bajo tensión, a cambio de que aceptasen un programa de asistencia financiera del MEDE con condicionalidad. El mero anuncio del programa redujo considerablemente este riesgo de ruptura, sin que haya habido hasta la fecha necesidad de activarlo.

5 Esta variante de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML, o LTRO en inglés), llamadas OFPML con objetivo específico (*Targeted LTRO* o TLTRO en inglés), permitían a las entidades obtener liquidez a un plazo de hasta cuatro años a condición de superar ciertos valores de referencia en la evolución de sus carteras de crédito al sector privado no financiero (excluido el crédito hipotecario). En 2016, el BCE ha anunciado nuevas operaciones de este tipo (TLTRO-II), cuya primera subasta tuvo lugar a finales de junio, en las que podrían llegar a aplicarse tipos negativos si se cumplen ciertas condiciones de expansión del crédito.

la apreciación de la corona, debida en parte a la profundización de la orientación expansiva de la política monetaria del Eurosistema, el banco central redujo el tipo de interés de los CD al $-0,05\%$. Tras el anuncio del programa ampliado de compra de activos del BCE en enero de 2015, volvió a reducir sustancialmente el tipo de los CD, hasta el $-0,75\%$ en febrero de ese año⁶.

Por su parte, Suiza tiene como objetivo una tasa de inflación inferior al 2% . No obstante, como economía pequeña y abierta, y centro financiero que atrae flujos de inversión en busca de seguridad (activo refugio), la autoridad monetaria se preocupa por mantener una cierta estabilidad cambiaria. Desde finales de 2007, el franco suizo empezó a apreciarse con rapidez y, a finales de 2008, el banco central suizo situó sus tipos de interés cerca de cero, al tiempo que comenzó a utilizar instrumentos no convencionales, como las intervenciones cambiarias, que adquirieron gran magnitud en episodios de tensionamiento de los mercados financieros⁷. En septiembre de 2011 se estableció un límite superior al tipo de cambio de 1,2 francos suizos por euro, y se defendió esta paridad durante los tres años siguientes a costa de aumentar las reservas exteriores. Tras el anuncio de las OMT por parte del BCE en septiembre de 2012, estas se estabilizaron en torno a 500 mm de francos suizos. Pero, desde mediados de 2014, coincidiendo con la nueva fase de acomodación del BCE, volvieron a repuntar las entradas de capitales y, ante una asunción creciente de riesgos en euros, el banco central suizo adoptó tipos de interés negativos del $-0,25\%$ en diciembre de ese año. En enero de 2015, dada la aceleración en la acumulación de reservas, la autoridad monetaria tuvo que abandonar el objetivo cambiario y redujo adicionalmente sus tipos de interés hasta un $-0,75\%$ ⁸.

Finalmente, los ejemplos más recientes de países que han situado sus tipos de interés oficiales en valores negativos son Japón y Hungría. El Banco de Japón, como actuación preventiva frente al incremento de riesgos bajistas sobre la actividad y la inflación, decidió, en enero de 2016, situar los tipos de interés en el $-0,1\%$, aplicados a una parte de las reservas de las instituciones financieras en el banco central, contribuyendo así a reforzar las medidas de expansión cuantitativa y cualitativa emprendidas en abril de 2013 (QQE, por sus siglas en inglés)⁹. Por su parte, el Banco de Hungría situó, en abril de este año, su tipo de interés de depósitos a un día en el $-0,05\%$, debido también a consideraciones similares de riesgos a la baja sobre la inflación, y ha manifestado, como el Banco de Japón, su disposición a acometer nuevas reducciones de los tipos de interés si fueran necesarias.

Transmisión de los tipos negativos y evidencia de su impacto en la UEM y en España

En el actual contexto de creciente excedente agregado de reservas por parte de las entidades de crédito en el Eurosistema, los tipos de interés a corto plazo negociados en el mercado interbancario están principalmente determinados por el tipo de interés de la facilidad marginal de depósito. Por tanto, desde que este se hizo negativo en junio de 2014, el tipo de interés medio de las operaciones a un día en la UEM (eonia) ha tendido a acercarse a dicha referencia, siendo negativo desde los meses finales de 2014 y situándose, en media, en el $-0,33\%$ en junio del año en curso (véase gráfico 2.1). Las recientes bajadas del eonia y la expectativa de que los tipos de interés oficiales se sitúen en niveles

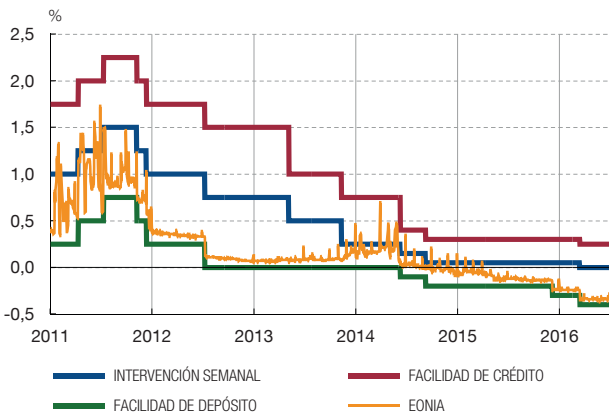
6 Un año después, a comienzos de 2016, el Banco de Dinamarca elevó el tipo de interés de los CD hasta el $-0,65\%$.

7 En los primeros meses de 2010, a mediados de 2011 y en la fase sistémica de la crisis soberana europea en 2012.

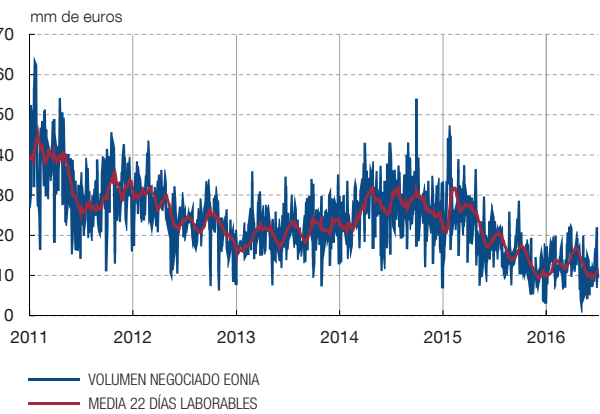
8 En ambas ocasiones, la mención a los tipos de interés hace referencia tanto al punto central de la banda-objetivo de fluctuación del líbor a tres meses del franco suizo como al tipo de los depósitos a la vista en el banco central.

9 En aquel momento, el Banco de Japón, ante las dificultades para situar la tasa de inflación cerca de su objetivo, anunció su intención de duplicar la base monetaria en un horizonte de dos años para alcanzar una inflación del 2% .

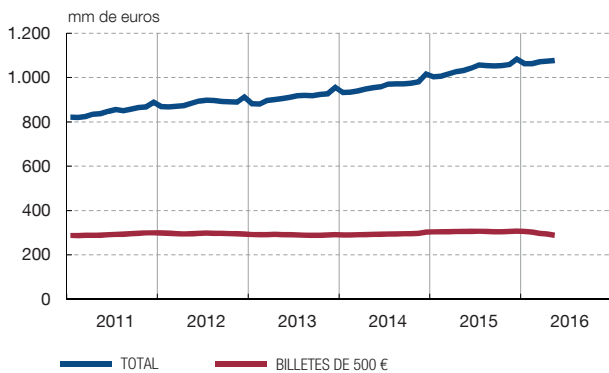
1 EONIA Y TIPOS DE INTERÉS DEL BCE



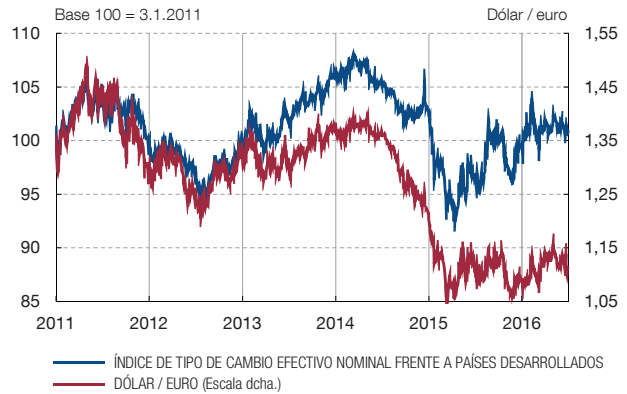
2 VOLUMEN NEGOCIADO DEL EONIA



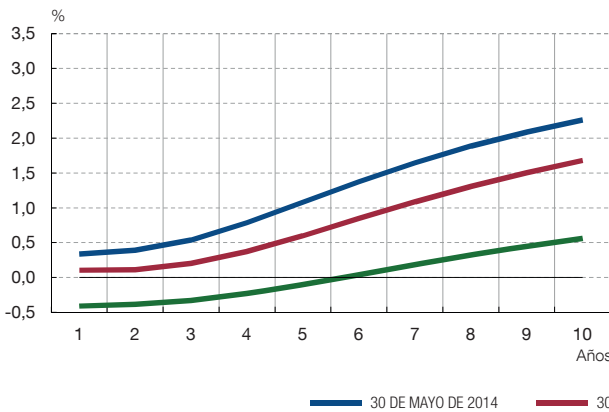
3 CIRCULACIÓN DE BILLETES EN LA UEM



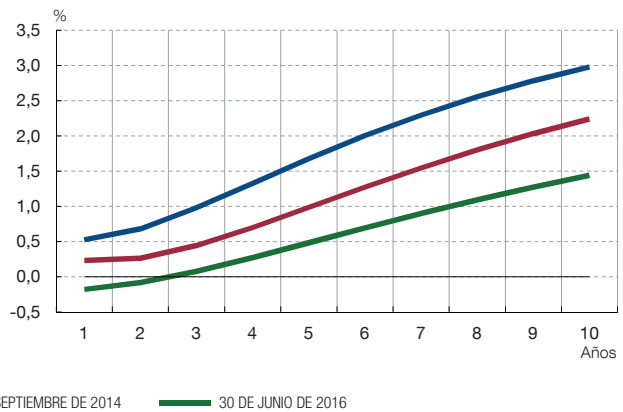
4 TIPO DE CAMBIO NOMINAL DEL EURO



5 CURVA DE TIPOS DE LA DEUDA SOBERANA DE LA UEM



6 CURVA DE TIPOS DE LA DEUDA SOBERANA EN ESPAÑA



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

negativos durante un tiempo adicional han contribuido a propiciar rentabilidades igualmente negativas en las operaciones interbancarias a plazos más largos (-0,27%, -0,16% y -0,03%, en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, en el promedio de junio del año en curso).

Las cantidades negociadas en el mercado interbancario a muy corto plazo también se han reducido apreciablemente durante el período reciente (véase gráfico 2.2). No obstante,

esta evolución parece responder sobre todo al abundante exceso de liquidez propiciado por el programa de compra de deuda y no tanto a la adopción de tipos negativos en la facilidad marginal de depósito. La operativa habitual en ese mercado obedece a la redistribución de la liquidez entre entidades, en un contexto en el que algunas tienen necesidades de fondos y otras excedentes. Cuando, como ahora, la liquidez es tan alta que pocas entidades presentan necesidades netas, dicha operativa resulta claramente menos necesaria. Resulta interesante señalar, en este sentido, que el volumen negociado no empezó a disminuir desde la introducción de los tipos de interés negativos en junio de 2014, sino más bien desde los primeros meses de 2015, que es cuando el programa de compra se amplió considerablemente, para incluir adquisiciones de valores de deuda pública.

Por otra parte, hasta este momento no se han detectado aumentos destacables en la circulación de billetes en la UEM (véase gráfico 2.3) que pudieran señalar el deseo de los agentes de evitar las remuneraciones negativas mediante la acumulación de efectivo. En 2015 hubo una pequeña aceleración del ritmo de incremento del saldo vivo, pero fue moderada y revirtió posteriormente.

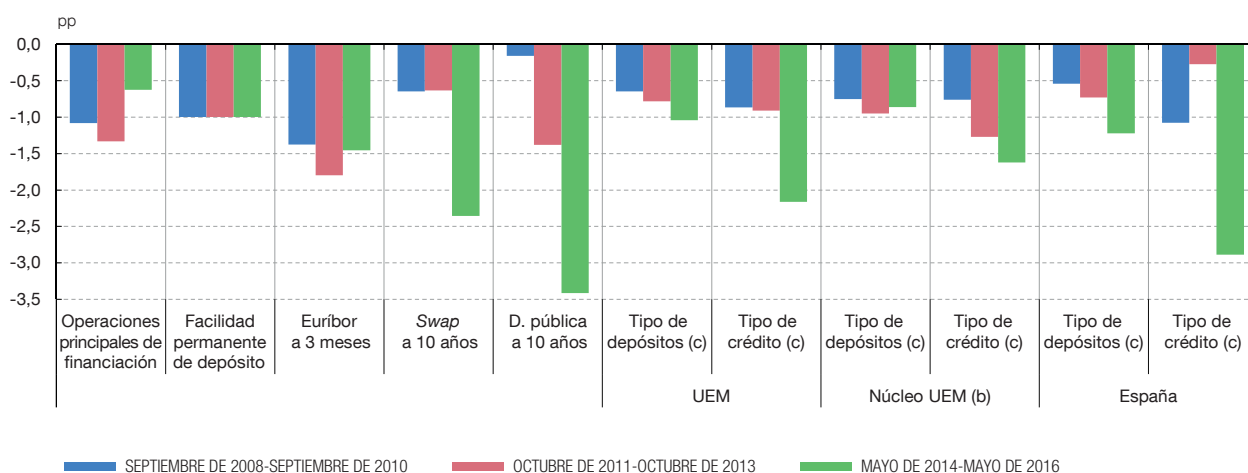
En condiciones normales, la reducción de los tipos interbancarios a corto plazo, observados y esperados, se traduce también en una cierta compresión de los tipos de interés a plazos más largos. Al mismo tiempo, las menores rentabilidades resultantes incentivan la reinversión en activos alternativos con mayor riesgo y la concesión de préstamos bancarios, efecto que puede ser incluso mayor con tipos de interés negativos. Por otro lado, la menor remuneración de los activos en euros, *ceteris paribus*, propiciaría una depreciación del euro al aumentar la preferencia de los inversores por rentabilidades en otras monedas.

La evidencia disponible desde la introducción de tipos de interés negativos en la UEM es coherente con una relajación de las condiciones financieras, si bien hay que tener en cuenta que la evolución de estas en el período reciente se ha visto también influida por otras medidas de política monetaria, como las compras de activos y las operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico¹⁰. Todo ello dificulta la valoración del impacto específico asociado a la bajada de los tipos de interés oficiales por debajo de cero. Como muestra el gráfico 2.4, el euro se depreció significativamente desde el anuncio, en junio de 2014, del nuevo paquete de medidas expansivas del BCE hasta los primeros meses de 2015. Posteriormente, ese movimiento revirtió parcialmente como consecuencia de las tensiones en los mercados globales, el cambio en las expectativas de subidas de tipos de interés en Estados Unidos y la depreciación de la libra esterlina. Las curvas de tipos de interés de la deuda pública española y de la UEM se desplazaron a la baja de forma casi paralela (véanse gráficos 2.5 y 2.6). Los movimientos en los plazos más largos están lógicamente más relacionados con el programa de compra de deuda pública del Eurosistema que con las bajadas de los tipos oficiales. No obstante, el significativo descenso en los tramos cortos de la curva, que está más directamente afectado por los cambios en los tipos de interés de política monetaria, habría contribuido también a la evolución observada de la relajación en las condiciones financieras.

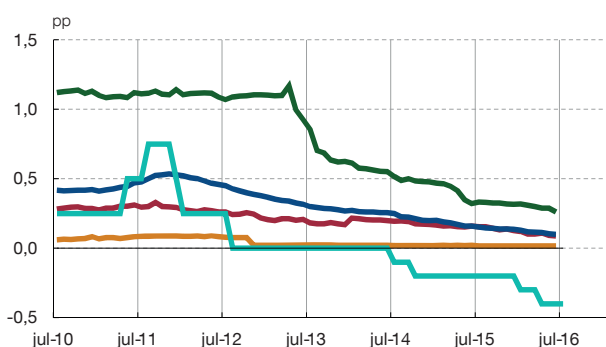
En lo que se refiere al impacto sobre las entidades de crédito, el gráfico 3.1 muestra la respuesta de algunos tipos de interés de mercado y de los relativos a las nuevas operaciones de crédito y depósito de los bancos en los tres últimos episodios de descenso de tipos de interés oficiales del Eurosistema, el último de los cuales se corresponde con el

¹⁰ Véase Banco de España (2016a).

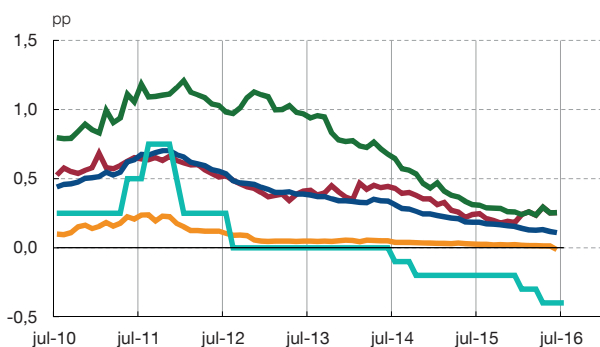
1 TIPOS DE INTERÉS. VARIACIONES REESCALADAS (a)



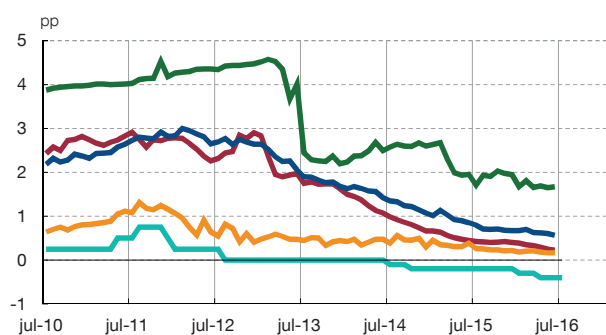
2 DEPÓSITOS A LA VISTA. HOGARES



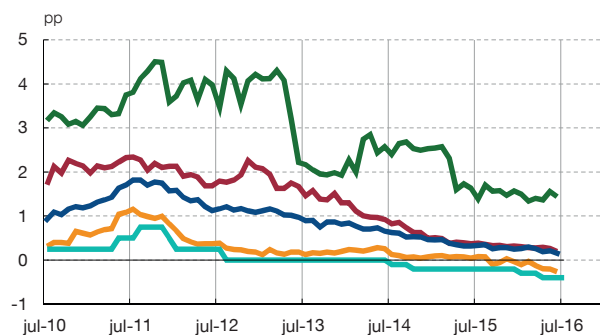
3 DEPÓSITOS A LA VISTA. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



4 DEPÓSITOS A PLAZO. HOGARES



5 DEPÓSITOS A PLAZO. SOCIEDADES NO FINANCIERAS



■ ESPAÑA ■ UEM ■ MÁXIMO (d) ■ MÍNIMO (d) ■ FPD (e)

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Todas las variaciones se reescalan, dividiéndolas por la variación del tipo de interés de la facilidad permanente de depósito del episodio correspondiente.
- b Incluye los países con calificación AAA: Alemania, Austria, Holanda y Luxemburgo.
- c Los distintos tipos medios (TEDR) de las nuevas operaciones se ponderan con saldos vivos, siempre que estos están disponibles, y con el volumen de nuevas operaciones, en caso contrario.
- d Valores máximos y mínimos por países, dentro de la UEM, en cada período.
- e Facilidad permanente de depósito.

período de tipos de interés negativos. El ejercicio se realiza para el agregado de la UEM, para su núcleo¹¹ y para España. Dado el distinto alcance de las bajadas en cada caso, las variaciones se presentan reescaladas (divididas) por el cambio en el tipo de interés de la facilidad permanente de depósito. Una primera conclusión de este ejercicio es que el impacto relativo sobre los tipos de interés bancarios no ha sido menor en el último episodio de bajadas que en los dos previos, aunque a ello habrían contribuido también, especialmente en el caso de los préstamos, las otras medidas expansivas aplicadas por el Euro-sistema (compra de activos y operaciones de financiación a largo plazo con objetivo específico)¹².

Por otro lado, se observa una asimetría en la respuesta de los tipos de interés del crédito y de los depósitos de la clientela (mayor caída de los primeros que de los segundos), que ocurre en todos los episodios y no solo cuando los tipos de interés oficiales son negativos. En el último episodio, dicha asimetría es algo mayor, lo que puede estar en parte vinculado a la existencia de un cierto efecto suelo en los tipos de interés de los depósitos cuando estos se aproximan a cero, si bien hay que tener en cuenta que a ello también habrían contribuido las restantes medidas expansivas del Eurosistema. La existencia de un suelo en los tipos de interés de los depósitos se aprecia más claramente en los gráficos 3.2 a 3.5. Si bien el tipo medio de los depósitos ha tendido a descender desde junio de 2014 (tanto en España como en la UEM), en aquellos países en los que los tipos se encontraban ya muy próximos a cero prácticamente no se han reducido adicionalmente y dicha barrera solo se ha superado (es decir, se han aplicado tipos medios negativos) en el caso de los depósitos de sociedades no financieras en algunos países.

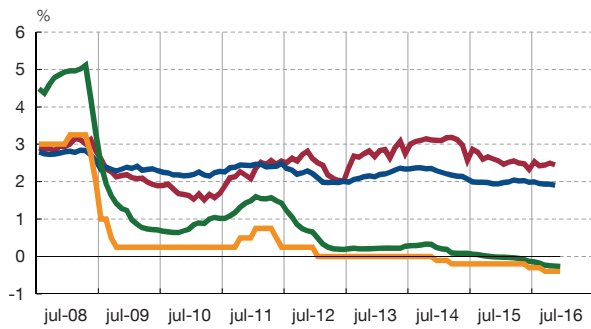
Esta evolución asimétrica de los tipos de interés bancarios se ha traducido en un descenso de los márgenes entre la rentabilidad del crédito y el coste de los depósitos de las nuevas operaciones, desde junio de 2014, tanto en la UEM como en España, siendo el efecto algo más pronunciado en nuestro país, donde se partía de niveles más elevados (véase gráfico 4.1). Sin embargo, en términos de los márgenes asociados a los saldos vivos, que son los que afectan más directamente a la cuenta de resultados de las entidades, las variaciones han sido muy moderadas en el conjunto de la UEM y prácticamente nulas en España (véase gráfico 4.2). Es interesante observar la mayor estabilidad del margen sobre saldos en España en comparación con el área del euro, especialmente si se tiene en cuenta que, en las entidades de nuestro país, el peso de los préstamos a tipo variable es más elevado que en el promedio de la UEM. Este resultado es en gran medida consecuencia de que hasta ahora las entidades españolas han podido compensar los efectos adversos sobre el margen de intermediación asociados al descenso de los tipos de interés mediante una recomposición de los pasivos desde depósitos a plazo hacia depósitos a la vista (con menor remuneración). Concretamente, entre mayo de 2014 y mayo de 2016, la proporción de depósitos a plazo dentro del total de depósitos minoristas se ha reducido desde el 52 % al 37 %.

Las contestaciones de las entidades participantes en la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de abril de este año (véanse gráficos 4.3 y 4.4) confirman que la introducción de los tipos de interés negativos en la UEM ha contribuido a reducir el coste del crédito y que ha tenido un impacto negativo sobre los márgenes de intermediación de las entidades, que, en cierta medida, estas habrían tratado de compensar con aumentos en otros gastos de los préstamos distintos de los intereses, como las comisiones.

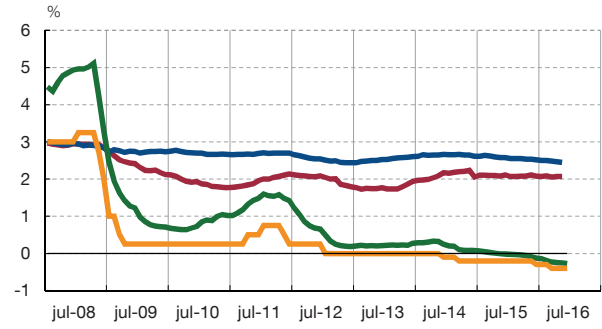
11 Incluyendo los países cuya deuda pública mantiene calificación AAA (Alemania, Austria, Holanda y Luxemburgo).

12 Un análisis con las ecuaciones de tipos de interés del crédito bancario en España, disponibles en el Banco de España, no muestra evidencia de un cambio significativo en la respuesta de estos ante reducciones en los tipos de interés de mercado desde junio de 2014.

1 MARGEN EN NUEVAS OPERACIONES (a)

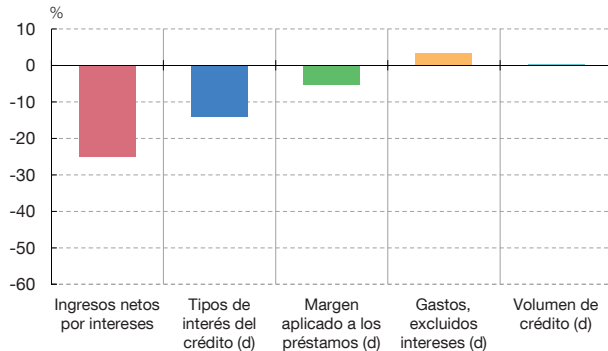


2 MARGEN EN SALDOS VIVOS (b)

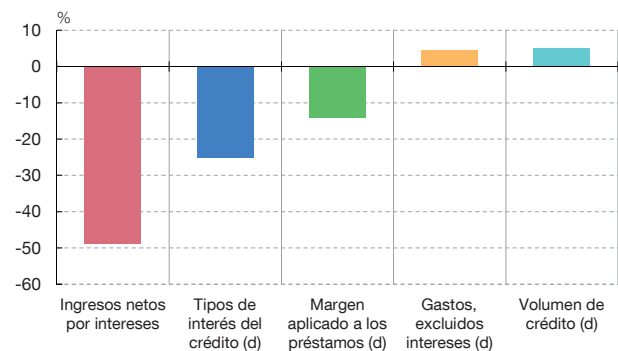


ESPAÑA UEM EURÍBOR 3M FACILIDAD PERMANENTE DEPÓSITO

3 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS, ABRIL 2016. ESPAÑA. IMPACTO NETO DECLARADO SOBRE DISTINTAS VARIABLES (c)



4 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS, ABRIL 2016. UEM. IMPACTO NETO DECLARADO SOBRE DISTINTAS VARIABLES (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Utilizando los tipos medios (TEDR) de las nuevas operaciones, ponderados por saldos vivos, siempre que estos existen, y por el volumen de nuevas operaciones, en caso contrario.
- b Utilizando los tipos medios (TEDR) de los saldos vivos, ponderados por saldos.
- c Porcentaje de entidades que señalan un aumento menos porcentaje de entidades que señalan una disminución, ponderando por 1 las variaciones considerables y por 1/2 las de menor cuantía.
- d Promedio simple de los valores relativos a préstamos a sociedades no financieras, préstamos a hogares para adquisición de vivienda y préstamos a hogares para consumo y otros fines.

Más allá de lo ocurrido en el Eurosistema, la evidencia internacional también sugiere que la aplicación de tipos de interés negativos en el período reciente parece haber sido efectiva en términos generales, propiciando unas condiciones financieras más holgadas y una estabilización de las tensiones cambiarias en los países en los que este era el objetivo¹³.

Posibles efectos adversos de los tipos de interés negativos

A raíz de la aplicación reciente de tipos de interés oficiales negativos, ha surgido un debate sobre posibles problemas y efectos no deseados de esta medida¹⁴. Un primer grupo de cuestiones hace referencia a su posible impacto sobre el funcionamiento de determinados sistemas de pago e instrumentos financieros, la interpretación sobre el tipo de interés que se ha de aplicar en algunos contratos de crédito o las dificultades en el tratamiento fiscal de los intereses negativos. Aun cuando estos problemas pueden ser puntualmente importantes, la evidencia reciente del área del euro y del resto de países que han aplicado tipos negativos muestra que dichos problemas han sido, hasta la fecha, manejables y no constituyen, en

13 En este sentido, véanse Jackson (2015), Viñals *et al.* (2016) o Demiralp *et al.* (2016).

14 Véase, por ejemplo, Banco de Pagos Internacionales (2016).

principio y dados los niveles de tipos negativos observados, un argumento determinante en contra de su introducción.

Por otro lado, se ha señalado que el efecto expansivo esperado de los tipos de interés negativos no se produciría o lo haría en menor medida como consecuencia del impacto adverso que esta medida tendría sobre los ingresos de los ahorradores y los intermediarios financieros. Los primeros, enfrentados a una muy baja remuneración de sus inversiones, deberían ahorrar más para conseguir las mismas rentas futuras, lo que contraería el consumo; mientras que los segundos, presionados en su rentabilidad por la dificultad para trasladar las rebajas de tipos a sus pasivos, podrían contraer en lugar de expandir su oferta de crédito.

A este respecto, cabe señalar, en primer lugar, que, al margen de su mayor o menor validez, estos argumentos no se ciñen exclusivamente a los tipos de interés negativos, sino que se aplican, en general, a cualquier política monetaria expansiva. Así, un descenso de los tipos de interés siempre penaliza a los agentes ahorradores y beneficia a los endeudados. La magnitud de estos efectos distributivos depende de múltiples factores, como, por ejemplo, las propensiones marginales a consumir de unos y de otros o la modalidad de préstamos (tipo fijo o variable) que predomine. En cualquier caso, la evidencia empírica muestra que una reducción de los tipos de interés tiene, en general, un efecto expansivo sobre el gasto agregado. Ello es así, en parte, porque, junto a los efectos redistributivos mencionados, existe otro que incentiva la demanda agregada —tanto de consumo como de inversión— frente al ahorro, a través del canal de sustitución intertemporal. En este sentido, no existen razones claras para pensar que este canal opere de manera distinta cuando los tipos de interés nominales son moderadamente negativos.

En relación con el impacto de los tipos de interés negativos sobre los intermediarios financieros¹⁵, hay que tener en cuenta que estos captan fondos y conceden financiación simultáneamente, de modo que, en principio, se ven afectados tanto por el lado de su activo como por el de su pasivo. Por tanto, en la medida en que la bajada de los tipos oficiales hasta cotas negativas se traslade simétricamente a las rentabilidades de ambos lados de su balance, su margen unitario de intermediación no se vería afectado. Sin embargo, en la práctica, y como se ha visto en la sección anterior, se suelen producir asimetrías en la traslación de los movimientos en los tipos de interés. Esto ocurre, en primer lugar, porque los plazos de activos y pasivos no tienen por qué ser iguales, exponiendo a las entidades al riesgo de tipo de interés. Así, por ejemplo, las entidades aseguradoras (especialmente, en los países del centro de Europa) presentan pasivos con rentabilidad asegurada a plazos muy largos, mientras que sus activos tienen vencimientos más cortos. En este contexto, la reducción de los tipos de interés dificulta la obtención de rendimientos suficientes con los que hacer frente a los compromisos de pasivo. En sentido contrario, los bancos en los que predominan las operaciones de préstamo a tipo fijo y que se financian a plazos más cortos tienden a beneficiarse de un contexto de disminución de los tipos de interés.

Pero, además, las reducciones en los tipos de interés oficiales presionan sobre el margen de pasivo de las entidades (diferencia entre la rentabilidad de mercado a corto plazo y la de los depósitos de la clientela). Esto es así por las dificultades, en la práctica, para aplicar tipos de interés inferiores a cero a los depositantes. Aunque, como se ha señalado anteriormente, existe un cierto margen para introducir remuneraciones negativas en los depósitos, este margen es limitado, especialmente en el caso de los clientes minoristas. De hecho, la evidencia disponible hasta el momento es que, en los países que vienen aplicando tipos

15 Véanse también Banco de España (2016b) y Banco Central Europeo (2016).

oficiales negativos, si bien existen algunos casos en los que las grandes empresas e intermediarios financieros se enfrentan a remuneraciones negativas en sus depósitos, esto no ha ocurrido en ningún caso con los depositantes minoristas.

Los efectos potencialmente negativos sobre la cuenta de resultados de las entidades tenderán a ser más importantes en aquellos casos en los que predomine la financiación minorista y en los que la remuneración de los activos se actualice rápidamente, bien porque el grueso de los préstamos sea a corto plazo o porque esté referenciada a los tipos de interés de mercado a corto plazo. En este sentido, cabría esperar que estos efectos fueran en España comparativamente más elevados que en el conjunto de la UEM, ya que tanto el peso de la financiación minorista como la proporción de préstamos a tipo variable son mayores en nuestro país que en el promedio del área del euro.

En escenarios extremos, caracterizados por tipos de interés muy negativos y persistentes en el tiempo, los efectos adversos sobre la cuenta de resultados de las entidades de crédito podrían eventualmente dificultar su capacidad de generación de recursos propios y dar lugar a un endurecimiento de la oferta crediticia, lo que limitaría la efectividad de la medida de política monetaria. Asimismo, ante un estrechamiento acusado de su margen de intermediación, las entidades podrían limitar el grado en el que trasladan las rebajas de tipos oficiales al coste de sus préstamos, moderando así el efecto positivo de una política monetaria expansiva sobre la oferta de financiación en la economía¹⁶.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que, desde el punto de vista de los efectos macroeconómicos, este posible impacto negativo sobre los resultados de los bancos tiene su contrapartida en una mayor renta neta del resto de sectores —hogares y empresas no financieras—, por la vía de unos menores pagos netos de estos a los intermediarios financieros (intereses de los créditos menos rendimientos de los depósitos). Al igual que el efecto asimétrico entre ahorradores y deudores mencionado previamente, este canal comporta un cierto impacto redistributivo de la renta, cuyos efectos netos agregados dependerán de la situación relativa de los agentes económicos, incluidos los bancos y el sistema financiero en general. Esa redistribución, por ejemplo, mejora la situación de los deudores al reducir sus pagos por intereses y contribuye a un descenso de la morosidad, que afecta positivamente a la cuenta de resultados de los bancos, lo que mitiga los efectos negativos sobre el margen de intereses. Por otro lado, hay también un efecto positivo sobre el resultado de los bancos derivado del mayor gasto agregado que conlleva la reducción de tipos de interés y, por tanto, un mayor volumen de operaciones financieras.

Finalmente, se ha señalado que los tipos de interés negativos podrían propiciar una asunción excesiva de riesgos con consecuencias negativas para la economía y para la estabilidad financiera a medio y largo plazo, si bien estos posibles efectos no son exclusivos de los tipos negativos, sino que se aplican, en general, a un entorno de políticas monetarias muy expansivas durante un período prolongado. Al igual que en el caso de los efectos sobre la cuenta de resultados de las entidades, la posibilidad de que se produzcan estos efectos no deseados justifica un seguimiento de estos riesgos y una evaluación de las medidas que, en su caso, podrían aplicarse para mitigarlos. En este caso, las políticas macroprudenciales parecen especialmente adecuadas en los casos en que se detecten situaciones de riesgo en determinadas partes del sistema financiero.

6.7.2016.

¹⁶ Como parece haber ocurrido en cierto modo en Suiza o Dinamarca, según recogen Bech y Malkhozov (2016).

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL EUROPEO (2016). *Financial Stability Review*, mayo.
- BANCO DE ESPAÑA (2016a). *Informe Anual, 2015*, capítulo 3.
- (2016b). *Informe de Estabilidad Financiera*, mayo.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (2016). 86.º *Informe Anual*.
- BECH, M., y A. MALKHOZOV (2016). «How have central banks implemented negative policy rates?», *BIS Quarterly Review*, marzo.
- DEMIRALP, S., J. EISENSCHMIDT y T. VLASSOPOULOS (2016). *The impact of negative interest rates on bank balance sheets: evidence from the euro area*, mimeo, Banco Central Europeo.
- JACKSON, H. (2015). *The International Experience with Negative Policy Rates*, Bank of Canada Staff Discussion Paper 2015-13, noviembre.
- VIÑALS, J., S. GRAY y K. ECKHOLD (2016). «The broader view: the positive effects of negative nominal interest rates», *IMFdirect*, abril, Fondo Monetario Internacional, <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/04/10/the-broader-view-the-positive-effects-of-negative-nominal-interest-rates/>.