

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 98 enero 2020**

**Prof. Dr. Richard Reichel- Erlangen-Nuremberg**

**DEFENSA DE LA POLÍTICA DEL INTERÉS NEGATIVO DEL BCE: ¿PROPAGANDA EN LUGAR DE HECHOS?**

El debate sobre la política de tipos de interés negativos del Banco Central Europeo se está abriendo a muy diversas interpretaciones. Y estas se encuentran inmersas no solamente en el ámbito de la Política Monetaria sino que afectan directamente a la propia interpretación tanto de la teoría económica como de la política económica y política fiscal. Pero en particular, incide en la articulación tanto de la propia actividad bancaria como afecta al ámbito de la Cultura económica de los ciudadanos en cuanto al papel del ahorro en las acciones económico-societarias. En esta contribución centra el Profesor Reichel este amplio debate de forma concisa y determinante de la incidencia de la política del tipo de interés negativo.

**Muchas veces se defiende la política del interés negativo del BCE. Gran equivocación, afirma el profesor Richard Reichel. En la siguiente colaboración contradice las tesis que existen, que se deben más bien encuadrar en el sector de la propaganda que pretende justificarlas.**

Resulta ampliamente indiscutible, que la Política monetaria, actualmente muy expansiva del BCE, perjudica, por un lado, a los ahorradores por los reducidos e incluso negativos intereses y de manera refleja, por el otro lado, el que descarga los presupuestos públicos. Esto último retorna de nuevo a los ciudadanos en forma de finanzas públicas sólidas, con lo que se produce una ausencia de presión sobre la elevación de los impuestos, así como también en beneficio de mayores prestaciones públicas. Así de amplio, así de plausible. No se discute, por el contrario, cómo se valoran estas relaciones.

En primer lugar, se plantean amplios argumentos para la defensa de la Política Monetaria actual –y esto de manera ampliamente apodíctica, por lo que muchos podrían creer que los riesgos para los ahorradores como también para el sector bancario, no son, en absoluto, tan dramáticos. Los argumentos, considerados generalmente como keynesianos, suenan –formulados como tesis- de la manera siguiente:

**Tesis 1:** Los bajos tipos de interés fomentan inversiones y crecimiento; cuidan, de esta forma, de puestos de trabajo seguros. Especialmente se aprovecha aquí Alemania.

**Tesis 2:** El objetivo de inflación del BCE sirve para impedir la tendencia a la deflación. La Deflación es lo peor para el crecimiento y para los puestos de trabajo.

**Tesis 3:** Los bajos intereses están condicionados por la economía real. Las causas son muy bajas inversiones y un ahorro elevado. El BCE acompaña este proceso de la economía real únicamente de forma monetaria.

**Apoyo publicista de tesis falsas.**

Representativas para estas tesis son las siguientes afirmaciones de Marcel Fratzscher, Presidente del Instituto Alemán de Investigación Económica (DIW), cuando cita: “Nos sería muy favorable si, sobre todo, las empresas ahorraran menos e invirtieran más. La cuota de

ahorro es muy alta”. Y añade: “A nosotros nos va bien también por los intereses tan bajos. El BCE ayuda con su Política Monetaria expansiva a la economía. Y si yo tengo que elegir entre perder trabajo o cobrar altos intereses, tengo claro cómo sería la decisión. Lo que aporta el BCE se valora muy poco<sup>1</sup>.”

Con lo cual se completa, por efectos demográficos, la tesis del superahorro en los presupuestos privados. Estos aumentarían el ahorro privado por razones de la previsión para la vejez. Cuánto más anciana sea una sociedad, tanto más aumenta la cuota de ahorro lo que llevaría, permaneciendo al mismo nivel las inversiones, a una caída del tipo de interés. Se recurre al Japón, como ejemplo, para llamar la atención.

En el “Spiegel online” escribe *Stefan Bach*, colaborador también del DIW, en una colaboración como invitado: “No hay ningún derecho básico de los intereses del ahorro. Si se ofrece mucho capital y se invierte muy poco los intereses caen<sup>2</sup>.”

Y en el periódico “Die Zeit” se flanquean publicitariamente estas tesis de la siguiente manera: “Y los bajos intereses han contribuido decisivamente a que en Alemania se creen tantos puestos de trabajo y los salarios hayan subido<sup>3</sup>.”

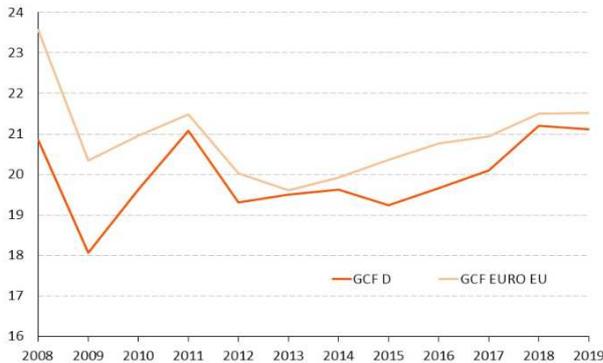
De esta manera han aumentado también las pensiones, lo que es más importante que el nivel de los ingresos por los intereses.

**Refutación de la tesis 1: Falta de relación entre intereses y crecimiento.**

Desde el comienzo de la crisis financiera en el año 2008, el BCE ha reducido drásticamente sus intereses orientativos; la subida temporal en el año 2011 no ha tenido prácticamente ningún efecto. En aquel entonces se alcanzó una caída del tipo del interés orientativo 4 puntos porcentuales. Los intereses del mercado monetario y del mercado de capitales se redujeron correspondientemente. La cuestión es cómo han evolucionado las inversiones. El gráfico muestra la evolución de las inversiones en Alemania y en la Eurozona en los años 2008 a 2019.

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 98 enero 2020**

**Cuotas de inversión en Alemania y en la Eurozona**



**Fuente: IMF, Word Economic Outlook, abril 2019, Base de Datos**

La tendencia inversora de una economía se mide normalmente por la cuota bruta de inversión (GCF=Gross Capital Formation). Se observa una evolución relativamente constante que solamente en el año 2009 presenta una caída. Entre el año 2013 y el año 2019 se observa una subida moderada de los valores, aproximadamente en torno a los 2 puntos porcentuales. El que la subida sea consecuencia de los descensos en negativo de los intereses durante ese período, es poco verosímil, pues también en los años entre 2000 y 2008 cayó la cuota de inversión en la Eurozona entre un 22% y un 24%, con intereses más elevados.

El limitado potencial de la Política Monetaria para impulsar la inversión fue, por lo demás, pronto conocido por los economistas orientados keynesianamente. Por esta razón, en el periodo posterior a la guerra, caracterizado por el keynesianismo, se prefirió la Política fiscal para promover la coyuntura<sup>4</sup>.

Estudios empíricos en los años 70 presentaron también muy pequeñas y, estadísticamente insignificantes, elasticidades de los intereses en relación con las inversiones<sup>5</sup>. Esto tampoco ha cambiado en las décadas siguientes<sup>6</sup>.

Pero ¿existe una relación entre la cuota de inversión y el crecimiento real? También esto es mucho menos real de lo que generalmente se piensa. Estudios empíricos anteriores<sup>6</sup>, muestran que hay una relación positiva, pero no muy estrecha, tanto en la media de países como también en el transcurso del tiempo. En posteriores estudios empíricos se confirmó esta relación positiva, pero, en particular, en estudios transversales con numerosas variables añadidas y con la inclusión de países con muy diferentes rentas per cápita. En economías muy desarrolladas (en la dimensión temporal) se debilita más esta relación y apenas es, en parte, perceptible. De manera que del año 2008 al año 2019 se aprecia una relación ligeramente positiva (0,22) entre la cuota de inversión y el crecimiento real pero, medido con una probabilidad de error del 5%, resulta un coeficiente de interrelación insignificante. Esto ocurre también si se consideran períodos de tiempo más largos.

Resumiendo, se puede decir: la relación afirmada entre intereses y crecimiento no se puede confirmar. Ni hay una relación significativa entre intereses e inversiones, ni existe una tal relación entre inversiones y crecimiento. La tesis 1 defendida por el BCE no es, por tanto, consistente. Esta conclusión se ha de tener en cuenta, sobre todo, porque numerosos representantes de la prensa económica están, en colaboración con algunos economistas orientados keynesianamente, defendiendo la opinión de que se puede conseguir un crecimiento económico especialmente con bajos intereses. Esta afirmación es falsa.

**Refutación de la tesis 2: Hay deflación buena y mala**

Las experiencias con la deflación a principios de los años 30 son bien conocidas por los economistas y por los historiadores de la economía. En aquel entonces existían tasas de crecimiento muy negativas y un paro extremadamente en aumento. Así cayó, por ejemplo, en Alemania la renta de la población entre el año 1929 y el momento más intenso de la recesión en el año 1932, en su conjunto, cerca del 30%. El índice de precios del consumo cayó, en conjunto, casi un 25%<sup>7</sup> y el paro aumentó de 2 a 5,6 millones<sup>8</sup>.

El segundo ejemplo es Japón desde los años 90. Aquí se afirma que la deflación –muy suave– había sido la responsable del débil crecimiento. Ante este trasfondo el BCE debía luchar, consecuentemente, contra el peligro de una todavía baja deflación, porque de lo contrario se confirmaría la tendencia a un autofortalecimiento de una espiral deflacionista. Yo he comentado ya esta tesis en un trabajo anterior<sup>9</sup>. Dados los resultados presentados en la literatura se puede confirmar esta tesis<sup>10</sup>.

Un impacto generalmente negativo de la deflación sobre el crecimiento real no existe. Esto tiene validez, sobre todo, para tasas bajas de deflación, como se puede observar, generalmente, en la realidad, es decir, tasas de inflación entre el 0% y el 2%. Solamente tasas muy negativas de inflación tienen efectos negativos sobre el crecimiento, tal y como se pudieron observar en la crisis económica mundial de los años 1930. Pero tales tasas de inflación fuertemente negativas no se observan actualmente en ninguna parte del mundo. Es indiscutible que éstas fueron causadas en los años 30, en primer término, por una errónea Política Monetaria.

En segundo lugar, se debe distinguir entre “buena” y “mala” deflación. La buena deflación es el resultado de shocks positivos macroeconómicos y nunca es perjudicial para el crecimiento, ya que por definición va unida a más crecimiento. Un ejemplo sería la dramática caída del nivel del precio del petróleo de cerca de 110 dólares USA por barril (2015) a cerca de 60 dólares USA en los años siguientes. La mala deflación resulta, por el contrario, del shock negativo de demanda macroeconómica, como consecuencia, por ejemplo, de un abrupto retroceso de la demanda estatal, o de un retroceso de la demanda privada debido a peores perspectivas del futuro. En estos casos se demanda una menor cantidad para cualquier nivel de precios. Lo cual, expresado teóricamente, corresponde a un desplazamiento hacia la izquierda de la curva de la demanda del conjunto económico. Entonces caen, en un nuevo equilibrio, precios y cantidades de producción, y la tasa de inflación y la tasa real de crecimiento son negativas. Un tal desplazamiento a la izquierda se consolida empíricamente en cuanto, se

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 98 enero 2020**

abaratán casi todos los bienes en la misma medida. Esto fue lo que ocurrió en los comienzos de los años 30. Pero en la Eurozona en los años 2010 no ocurrió esto.

Emplear al Japón como ejemplo para justificar el efecto de la deflación impidiendo el crecimiento, es un error. La causa del bajo crecimiento desde el año 1990 no es la deflación, sino la fuerte caída de la cuota de inversión. Incluso si la relación entre estas variables en el transcurso del tiempo no es muy estrecha y, frecuentemente, no es significativa estadísticamente, sin embargo, en el caso del Japón se registra el retroceso de la cuota de inversión afecta a la contabilidad. Es dramático: la cuota bajó de valores de un 33% (a comienzos de los años 90) a cerca del 28% (en la actualidad). Correspondientemente aumentó fuertemente la cuota de consumo japonesa. No se puede, por tanto, hablar de “sobreaahorro” y de la deflación resultante de ello. Así se demuestra también que el segundo argumento, que es aducido para la defensa de la Política del tipo de interés del BCE, no es sostenible.

**Refutación de la tesis 3: El descenso del tipo de interés condicionado por la economía real es más bien reducido.**

La fundamentación antes argumentada por Stefan Bach para un descenso del interés por la economía real (demasiado ahorro, demasiada poca inversión) suena, en principio, como plausible, por lo menos, a ese nivel más bien elemental –de la respuesta a la cuestión, qué es “demasiado” y qué es “muy poco”, al menos a primera vista. Pero la realidad es algo más complicada. Si se pregunta, qué es lo que determina el tipo de interés, en el sentido de la economía real, se pueden aducir dos rangos aclaratorios.

Por un lado el tipo de interés refleja, en el sentido de la economía real, la productividad del capital, en términos keynesianos, la “capacidad del rendimiento marginal” del capital. En cuanto al otro, el tipo de interés resulta de la sistemática valoración mínima del consumo futuro frente al consumo actual, o sea de la positiva preferencia temporal. Esta preferencia es el fundamento de que los demandantes de crédito estén dispuestos a pagar un interés para que el futuro consumo, vía crédito pueda preferirse al de la actualidad. Todas las aclaraciones esenciales sobre el interés se pueden reducir a estos dos factores.

La productividad del capital se puede calcular de modo relativamente simple: en principio, se puede medir por el aumento general de la productividad. Ya aquí aparece claro por qué los intereses y las tasas de crecimiento de la productividad se encuentran en semejante orden de magnitud. La medida de la preferencia temporal es, por el contrario, difícil y solamente es posible mediante rodeos. Por lo que, se puede constatar simplemente que el interés que se observa siempre relaciona el componente de la productividad con el componente de la preferencia temporal. Por eso, el interés real es siempre mayor que el crecimiento de la productividad, lo que también sorprende a los economistas<sup>12</sup>.

Los crecimientos de la productividad evolucionan así en los países de la Eurozona

1,7 % (1996-2000)  
1,0 % (2001-2005)  
0,8 % (2006-2010)  
1,0 % (2011-2015)  
0,6 % (2016-2018)

Se puede apreciar un retroceso a largo plazo de forma clara, correspondiendo al retroceso del tipo de interés real para el conjunto económico. Por lo demás, el retroceso del crecimiento de la productividad se mantiene, sin embargo, en márgenes relativamente reducidos. Frente a los dos primeros períodos –que pueden definirse como períodos de interés normales- el retroceso se reduce aproximadamente a medio punto porcentual. Esto es el orden de magnitud en el que debiera tener lugar el retroceso del tipo de interés. Si se observan los retrocesos reales del tipo de interés, aparece que éstos han caído en proporciones mayores. Se argumenta conservativamente y se orienta al retroceso de los intereses en períodos largos (valores medios) para el endeudamiento estatal alemán<sup>13</sup> en que disminuye menos que en otros Estados Miembro del Euro- cuyos valores son

4,9 % (1996-2000) [/1,1 %/]  
4,0 % (2001-2005) [/1,6 %/]  
3,5 % (2006-2010) [/1,6 %/]  
1,3 % (2011-2015) [/1,5 %/]  
0,2 % (2016-2018) [/1,3 %/]

Las tasas de inflación se reflejan en los corchetes<sup>14</sup>

Nominalmente se produce un retroceso de 4,7 puntos porcentuales, bastante más que el retroceso de la productividad de aproximadamente 0,5 puntos porcentuales. También los tipos de interés reales caen en una medida equivalente, pues la tasa de inflación no ha disminuido de un modo esencial. Si se tratara de aclarar, este retroceso del tipo de interés con la economía real, debería llegar a ser negativa la tasa preferente del tiempo, para el caso en el que no se considere el parámetro del riesgo. Para esto no hay ningún tipo de señal. Con lo que se demuestra, en base a algunas reflexiones básicas de la teoría del crecimiento, que el retroceso del interés en el mercado de capitales tiene también su fundamento en la economía real, pero esto sólo puede aclarar una pequeña parte del retroceso, que no se debe tener en cuenta. La parte fundamental en el retroceso del tipo de interés se encuentra en la Política del Banco Emisor. Por lo que, también es falsa la tesis 3 de los argumentos de defensa del BCE.

**Propaganda justificativa**

No resulta difícil hacer un resumen. Todos los argumentos aducidos para defender la Política Monetaria del BCE son, o completamente erróneos o en su mayor parte. Se han de encuadrar en el sector de la propaganda justificativa. Se debe, por lo demás, en relación al BCE y a sus apoyos académicos, prestar atención a algo más. Recientemente ha aparecido una aportación de Katrin Assenmacher-Wesche, directora del Departamento para la Estrategia de la Política Monetaria del BCE, sobre la cuestión de cómo se pueden realizar intereses negativos en el dinero circulante<sup>15</sup>. Completamente ambas se introducen como referente la teoría del Schwundgeldtheorie de Silvio Gesell.

**IDOE – Instituto de Dirección y Organización de Empresas, Universidad de Alcalá,  
Nr. 98 enero 2020**

Extraña mucho ya que Gesell no es ningún profesional economista, sino un autodidacta. En la ciencia Gesell ha sido calificado hasta ahora como “original”, y sus puntos de vista no son regularmente objeto de los libros de enseñanza. Una recepción positiva se encuentra únicamente en Irving Fisher y, en parte, en John Maynard Keynes. En tiempos recientes se han manifestado positivamente sobre Gesell los defensores de los intereses negativos<sup>16</sup>.

Por lo demás, era y está fuera de todo contexto recurrir en artículos científicos de economistas profesionales a obras de los que cultivan la ciencia como hobby y hacer de ello partes integrantes de una “teoría” propia.



**Prof. Dr. Richard Reichel FOM Hochschule, Essen y Director del Instituto de Investigación sobre Cooperativas en la Universidad Erlangen-Nuremberg.**

**Prof. Dr. Richard Reichel**

Realizó sus estudios en la Universidad de Erlangen-Nuremberg donde se doctoró en el año 1993 y se habilitó en 1999. Desde el año 2006 es Director del Forschungsinstitut für Genossenschaftswesen de la Universidad de Erlangen-Nuremberg y desde el año 2012 Catedrático de Economía en la Fom Hochschule de Essen.

1. <https://www.focus.de/finanzen/boerse/aerger-ueber-niedrige-zinsen-top-oekonom-fratzscher-die-wut-der-positik-auf-die-ebz-ist-zynismus-pur-id-10985-158.htm/>

2. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/niedrigzinsen-enteignet-mario-draghi-die-deutschen-sparerer-a-1111250.htm/>

3. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-08/europaeische-zentralbank-mario-draghi-enteignung-sparen-deutschland/komplettansich>.

3. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2018-08/europaeische-zentralbank-mario-draghi-enteignung-sparen-deutschland/komplettansich>.

4. Cfr. también Pavlina Tcherneva. The Return of Fiscal Policy: Can the New Development in the New Economic Consensus Be Reconciled with the Post-Keynesian View? Working Paper Nr.539. The Levy Economics Institute of Barth College, 2008.

5. Robert E. Hall, Investment, Interest Rates, and the Effects of Stabilization Policies, Massachusetts Institute of Technology, 1977, <https://web.stanford.edu/~rehall/investment%20Interest%20Rates%20BPA%201977.pdf>.

6. Agnieszka Gehringer und Thomas Mayer, It's the WACC stupid! Economic Policy Note 13/2/2017, [https://www.flossbachvonstorck--researchinstitute.com/fileadmin/user\\_upload/RI/Studien/files/studie-170213-it-is-the-wacc-stupid.pdf](https://www.flossbachvonstorck--researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/Studien/files/studie-170213-it-is-the-wacc-stupid.pdf)

7. Ernst Dürr, Wachstumspolitik, Bern-Stuttgart 1977

8. <http://personal.lse.ac.uk/rischi/interwargermanydata.html>

9. <http://de.statista.com/statiks/saten/studie/277373/umfrage/Historische-arbeitslosenzahl-in-der-weimarer-republik>

10. Cfr. Richard Reichel, Política contra los ahorros, en Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik 143, junio 2016.

11. <https://www.fom.de/newsroom/meinungen/das-oekonomische-statement.html#!acc=28-01-2015-richard-reichel-der-kampf-gegen-die-deflation/accid=9349>

12. Cfr. Thomas Piketty, Das Kapital in XXI Jahrhundert admiración entre los economistas. Cfr. Thomas Piketty. Das Kapital en el siglo XXI, 2014

13. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/768956/050b5d2d0b5b7b4b9b7d9240f1c97f89/mL/urwp-data-pdf-en>

14. Fuente: IMF World Economic Outlook, abril 2019 Database.

15. Karein Assenmacher/ Signe Krogstrup, Monetary Policy with Negative Interest Rates: Decoupling Cash from Electronic Money, IMF Working Paper Nr.18/191, 2018.

16. <https://www.silvio-gesell.dr/oekoenoen.html#AxelLeijPonhufvud>