

Dos factores, sin embargo, apuntan a que sería equivocado suponer que los tipos nominales de interés ajustados para la inflación en curso declinarán hasta llegar a los niveles medios que tuvieron durante las décadas del 60 y del 70. Estos dos factores son: 1.º) Los errores en los pronósticos de la inflación durante la primera etapa, la defraudación de los tenedores de activos, y las pérdidas de capital consiguientes por la mala previsión de las alzas de precios. El recuerdo de este hecho tenderá a hacer perdurables unas expectativas de inflación probablemente mayores que las tasas de inflación actualmente registradas. Y, 2.º) la posibilidad, que no puede ser olvidada, de que las nuevas técnicas de producción hayan incrementado la productividad del capital de tal forma que ésta justifique tipos reales de interés más elevados para un período extenso de tiempo.

LOS TIPOS DE INTERES REALES EN LOS PAISES DE LA OCDE

LOS tipos de interés reales a corto y largo plazo han alcanzado en los últimos años niveles sin precedentes en la década de los 70. Esta observación se verifica para la mayoría de los países de la OCDE (*), ya se midan los tipos de interés reales deflactando los intereses nominales, mediante la tasa de inflación efectiva, ya utilizando la tasa de inflación esperada.

2. De acuerdo con expertos de este organismo, aunque el *elevado nivel* de los tipos reales no ha llegado a impedir la recuperación de la actividad y la inversión, la carestía persistente del crédito en términos reales puede llegar a gravar el proceso de recuperación económica. A este temor se añaden las dificultades que los elevados tipos de interés causan a un gran número de países en desarrollo, problemas que se plasman en una reducción de las exportaciones de la OCDE y un riesgo creciente de inestabilidad del sistema bancario internacional.

3. Entre las causas de la persistencia de los tipos de interés a un nivel elevado, el *déficit federal de los Estados Unidos* es la más frecuentemente citada. El déficit público norteamericano, cuyo crecimiento es de carácter marcadamente estructural, contribuye a la carestía del crédito principalmente a través de dos vías:

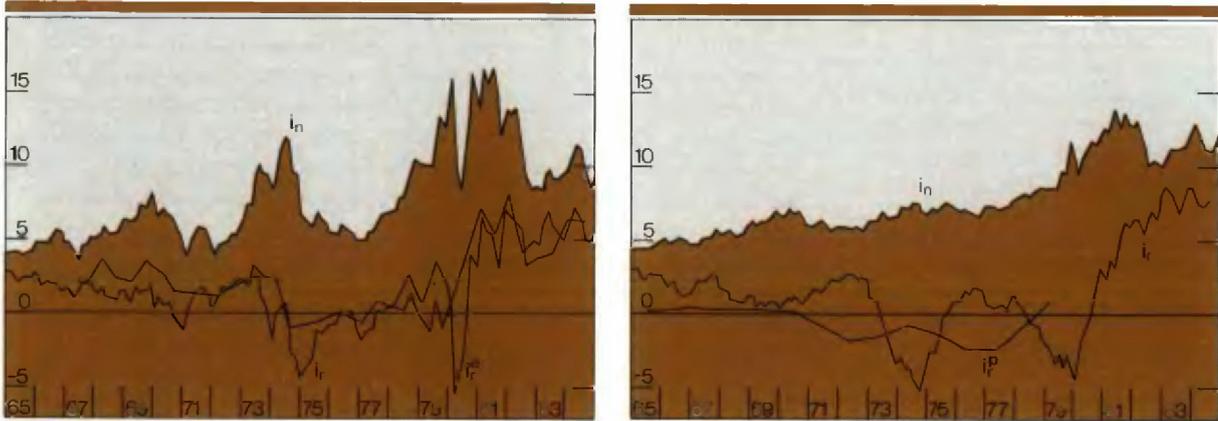
a) El aumento de la demanda de fondos en los mercados de capitales, dado el ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero, tiende a elevar la relación tipos de interés nominales/inflación efectiva.

b) La perspectiva de importantes déficit futuros, y el riesgo de que las autoridades económicas se vean forzadas a aceptar expansiones monetarias excesivas, refuerzan las expectativas inflacionistas, elevando los tipos de interés nominales en el presente. Ello, unido al empleo de un deflactor de precios referido a los meses precedentes, explica la elevación de los tipos de interés reales convencionalmente calculados.

4. El efecto de estas fuerzas sobre los tipos de interés se ha visto atenuado por el importante volumen de *entradas de capitales* extranjeros en los Estados Unidos. En la medida en que este flujo de financiación no sea juzgado como permanente, el papel de los déficit futuros y las expectativas de depreciación del dólar cobran un especial relieve.

5. Admitida la importancia del déficit federal norteamericano, el impacto global de las políticas presupuestarias sobre los tipos de interés es menos claro. En efecto, debe notarse —por una parte— que los Estados y las corporaciones locales de Estados Unidos son excedentarios, lo que viene a reducir considerablemente el déficit de las administraciones públicas de esta nación. De otro lado, los cambios en las políticas presupuestarias a *escala mundial* no se han traducido en los últimos años en un aumento de las necesidades de financiación pública, sino más bien en una redistribución entre grandes países, con aumentos en el déficit en Francia, Italia y Canadá, y reducciones en Japón, Alemania y Gran Bretaña.

GRAFICO 1
EE. UU.: TIPOS DE INTERES
(En porcentaje)



i_n : tipo de interés nominal.

i_r : tipo de interés real convencional ($= i_n -$ tasa de cambio del índice de precios al consumo en los doce meses precedentes).

i_r^e : tipo de interés real *ex ante* (calculados con la ayuda de las previsiones de inflación).

i_r^p : tipo de interés real *ex post* (vencimientos a cinco años).

Fuente: *Perspectivas Económicas de l'OCDE*, junio 1985.

La OCDE estima que, no obstante la ambigüedad de la relación déficit/tipos de interés a nivel mundial, una reducción generalizada y sensible del endeudamiento público debería tener repercusiones favorables sobre el coste del crédito.

6. La redistribución internacional de los déficit públicos no es neutral, sino que refleja las *asimetrías* de las políticas económicas. Así, la elevación del déficit en Estados Unidos —país cuya moneda es reserva internacional principal y que conduce su política básicamente en función de objetivos internos— no tiene el mismo impacto que una simultánea eliminación del desequilibrio presupuestario en otros países. La depreciación de los tipos de cambio —y la ame-

naza de resurgimiento de la inflación a ella asociada— ha forzado a muchas naciones a elevar los propios tipos de interés o a retrasar su descenso.

7. Los tipos de interés reales no sólo se han visto afectados por las políticas presupuestarias, sino que han reflejado también la nueva orientación antiinflacionista de las políticas monetarias, que contrasta con la permisividad observada en la pasada década.

8. Otro factor que contribuye a la elevación de los tipos de interés reales es la mejora de la *rentabilidad real* de la inversión privada antes de impuestos, y la consiguiente elevación de la demanda de financiación por parte del sector privado.

9. El *riesgo* de un resurgimiento de la inflación, incorporado como prima a los tipos de mercado, es un último aspecto responsable del elevado nivel de tipos de interés reales. En la medida en que los prestatarios de fondos tienen la facultad de reembolsar los préstamos recibidos antes de su vencimiento —lo que tenderá a ocurrir si las tasas de inflación caen—, existe cierta asimetría que da más peso al riesgo que soportan los prestamistas ante una aceleración de la inflación que a la posibilidad de descenso de ésta que afrontan los prestatarios.

10. Las *perspectivas* a corto plazo parecen apuntar a un ligero descenso de los tipos de interés nominales. Factores que apoyan este juicio son la previ-