

sión de ritmos de crecimiento moderados de la producción y de los precios y escasas variaciones en la política monetaria de los Estados Unidos, elementos que refuerzan una modificación de las expectativas en sentido favorable. Ello no obstante, el déficit norteamericano sigue siendo importante, de forma que si el dólar prosigue su debilitamiento, las necesidades de endeudamiento del Tesoro de los Estados Unidos podrían ejercer presiones al alza sobre los tipos de interés en el curso de los próximos dieciocho meses.

LOS TIPOS REALES DE INTERES Y LAS PERSPECTIVAS DE UN CRECIMIENTO DURADERO (*)

DURANTE los últimos años los tipos reales de interés, tanto a largo como a corto plazo, han sido altos, según los niveles históricos, en muchos países de la OCDE. Esta conclusión es válida cualquiera que sean las medidas de la inflación esperada que se utilicen para ajustar los tipos de interés nominales. Sin embargo, cambios no anticipados de la inflación han producido con frecuencia rendimientos reales, a lo largo de la vida de los activos financieros, diferentes de aquellos que sugieren las medidas convencionales (deducción de los intereses nominales de la inflación de los doce meses pasados medida por la variación de los precios de consumo), especialmente en los tipos de interés a largo plazo. Todo ello ha hecho que tanto los prestamistas como los prestatarios afronten márgenes de considerable incertidumbre en la actualidad acerca de los niveles futuros de los tipos reales de interés.

Un conjunto de factores se han propuesto como causas de los elevados tipos reales de interés: políticas monetarias y/o fiscales; mejoras en la rentabilidad de las inversiones; el tratamiento fiscal de los pagos y percepciones de intereses; la incertidumbre acerca de la inflación futura, y la desreglamentación (liberalización), e innovación, de los mercados financieros. Un análisis sobre esos factores sugiere que, aunque alguno de ellos pueda, en determinados momentos, haber tenido alguna influencia preponde-

rante, a ninguno se le puede atribuir en la actualidad un papel protagonista. En especial, las siguientes observaciones parecen desprenderse de un análisis del comportamiento de los tipos reales de interés y de los factores que lo han condicionado:

1) La decisión de reducir el crecimiento monetario, con objeto de disminuir la inflación, contribuyó al alza de los tipos reales de interés a principios de la década de los ochenta. Sin embargo, y aunque la mayoría de los países hayan continuado formulando sus políticas monetarias a medio plazo con vistas a prevenir una reaceleración de la inflación, la política monetaria ha aplicado, por lo general, una menor presión a la baja sobre la demanda a lo largo de los dos últimos años. Dado que el crecimiento monetario se ha acomodado a las decrecientes tasas de inflación, resulta difícil atribuir la persistencia de los altos tipos reales de interés en la actualidad a la política monetaria.

2) Con respecto a las políticas fiscales, el déficit del presupuesto federal en los Estados Unidos puede, por sí solo, ser considerado como una fuerza que opera elevando los tipos reales de interés. Sin embargo, si bien este déficit parece muy alto cuando se compara con el ahorro privado interior de este país, desde el punto de vista de las administraciones públicas totales (Administración Federal y Haciendas subcentrales), guarda aproximadamente la misma relación con el PNB que la media

NOTA

(*) OCDE, *Perspectives Economiques de l'OCDE*, junio 1985.

en otras economías de la OCDE. Es más, el creciente déficit en Estados Unidos ha ido acompañado de sustanciales reducciones del déficit en otros países, en particular en Japón, Alemania y Gran Bretaña. Por tanto, en un contexto mundial, los cambios en el campo de las políticas fiscales, en años recientes, han contribuido en menor medida a un incremento en el endeudamiento del gobierno que a su redistribución entre países y, considerado en sí mismo, el mayor endeudamiento permite explicar mejor la situación prevaleciente de los desequilibrios de la balanza por cuenta corriente, y quizás los movimientos de los tipos de cambio, que el nivel de los tipos reales de interés.

3) En algunos países, la imposición parece tener un efecto distorsionador potencialmente significativo sobre el comportamiento financiero y, por tanto, puede ser una fuerza que opera elevando los tipos de interés del mercado. Sin embargo, esto ha ocurrido así a lo largo de muchos años. Los cambios recientes en el sistema de impuestos de sociedades en los Estados Unidos, que han sido citados con frecuencia como un factor importante, parecen capaces de producir por sí solos un efecto distorsionador comparativamente reducido. Dado que las distorsiones potenciales son mayores cuando la inflación es alta, la imposición no parece ofrecer una explicación adecuada para los crecientes tipos de interés reales, en unos momentos en los que la inflación ha alcanzado los niveles más bajos de los últimos veinte años.

4) Los restantes factores, como son las posibles mejoras en la rentabilidad esperada de una

nueva inversión, debido a un mayor «dinamismo» económico; la prima de riesgo creciente asociada a una incertidumbre acerca de la inflación futura, y los efectos de la liberalización de los mercados financieros, son difícilmente cuantificables. Su contribución a los elevados tipos reales de interés no puede ser negada ni mantenida en base a la evidencia empírica. Sin embargo, mientras influencias de carácter menos subjetivo no sean capaces de explicar con éxito el comportamiento de los tipos reales de interés, la posibilidad de que estos factores hayan jugado un papel no puede destacarse.

Puede ser poco sorprendente el hecho de que sean muchos los países que perciban la existencia de altos tipos de interés real como originados en el extranjero; especialmente en el caso de los Estados Unidos. Para Canadá y, a lo largo de los dos últimos años, para Japón (donde la política monetaria ha sido ajustada para evitar una depreciación significativa en el tipo de cambio frente al dólar, al menos en términos reales), esta opinión tiene considerable solidez. Para el caso de Europa, sin embargo, no parece posible que esa imputación pueda ofrecer una explicación completa. Es cierto que en muchos países europeos se ha expresado una preocupación creciente acerca de la fuerza del dólar y que el ritmo de aplicación, al menos, de los ajustes de la política monetaria ha sido precisamente determinado por las consideraciones acerca del tipo de cambio frente al dólar. No obstante, la mayoría de los países han aceptado sustanciales depreciaciones reales de sus monedas respecto al dólar. En Alemania y Gran

Bretaña, que han concedido una mayor importancia a los agregados monetarios, el crecimiento de los tipos de interés ha sido consistente con la consecución de objetivos monetarios considerados como adecuados desde el punto de vista interno. Aparte de breves períodos de presión más aguda, se puede decir, por tanto, que los crecimientos de los tipos reales de interés en los Estados Unidos no parecen haber producido una gran reacción en la política monetaria de esos dos países. Es más, en años recientes, el superávit de la balanza por cuenta corriente ha sido relativamente pequeño y ha disminuido sustancialmente en Gran Bretaña. Por otra parte, el flujo neto de capital al exterior y las presiones ocasionadas sobre los tipos de interés han sido limitadas.

Entre otros países europeos, Francia, Italia, Bélgica y Holanda han sido compelidos por sus compromisos con el sistema monetario europeo a perseguir objetivos en los tipos de cambio, pero la divisa dominante en este aspecto ha sido el DM y no el dólar. La influencia de los aumentos de los tipos de interés en los Estados Unidos sobre los tipos de interés en estos países habría tendido, fundamentalmente, a ser indirecta, vía su influencia sobre los acontecimientos en Alemania. En Suecia, el tipo de cambio es orientado en función de una cesta de monedas en la que el DM y otras divisas europeas tienen un gran peso, por lo que su política monetaria no ha producido ajustes tendentes a compensar la tendencia al alza del dólar. Finalmente, Suiza es obviamente un caso especial. La depreciación frente al dólar ha sido menor que en la mayoría de los países europeos, pero los

tipos reales de interés han sido bajos.

Como es difícil diagnosticar las causas de los elevados tipos reales de interés, las implicaciones para la política económica de las consideraciones anteriores deben observarse con la debida cautela. Una reducción en los tipos reales de interés sería bien acogida en la situación actual de inflación reducida y desempleo perturbadoramente alto. Ayudaría a mantener la recuperación al fomentar los gastos de inversión a corto plazo, asegurando que una mayor capacidad productiva estará disponible en los años futuros. Tendría también un impacto favorable sobre la situación de endeudamiento de los países en vías de desarrollo. Sin embargo, los esfuerzos y las políticas para conseguir estas deseadas reducciones de los tipos reales de interés deben hacerse de forma tal que aseguren que sus consecuencias a medio y largo plazo sean favorables. Recurrir a políticas monetarias expansivas puede parecer tentador, pero esta tentación debe resistirse. Una reaceleración de la inflación necesitaría de otro periodo de políticas deflacionistas, lo que aseguraría que no podría sostenerse la recuperación en curso. La firme perseverancia en la práctica de políticas monetarias no acomodantes, que fortalezcan la confianza pública de que la inflación no volverá a repetirse reduciría la prima de incertidumbre cargada en los tipos reales de interés y debería constituir el eje de las decisiones de las autoridades monetarias. La política fiscal puede contribuir asimismo directamente a reducir los tipos reales de interés. Aunque los déficit públicos no ofrezcan una explicación dominante de los ac-

tuales niveles de los tipos reales de interés, debe esperarse que sustanciales y perseverantes reducciones en el endeudamiento público tengan un impacto favorable en los costes del crédito. Finalmente, cualquier cambio en los sistemas impositivos que redujese las subvenciones al crédito, también contribuiría a reducir los tipos de interés.

NOTA

(*) Resumen y conclusiones del trabajo de PAUL ATKINSON y JEAN CLAUDE CHOURAQUI, «Real interest rates and the prospects for durable growth», OCDE, 1985.