

¿POR QUE SON ELEVADOS LOS TIPOS REALES DE INTERÉS?

OLIVIER J. Blanchard y Lawrence H. Summers, en su trabajo para la 38 Conferencia de la Brookings Panel in Economic Activity, trataban de responder a la pregunta clave que da su título a esta nota. Tras comprobar, por distintos métodos, los elevados tipos reales de interés actuales en Estados Unidos y en los países de la OCDE, ofrecían cuatro causas explicativas: caída en el ahorro nacional (ocasionada por los déficit públicos o cualquier otra causa); aplicación de políticas monetarias rigurosas; aumentos en la rentabilidad de las inversiones que han elevado la demanda de fondos y, con ella, los tipos de interés, y desplazamientos en la demanda de fondos a largo plazo que exige primas compensatorias de riesgo creciente (con elevaciones de los tipos de interés a largo plazo).

Cuando se intenta precisar el papel desempeñado por estos cuatro factores, con la ayuda de la información empírica disponible, los déficit públicos estructurales no parecen haber aumentado para el conjunto de los países de la OCDE. Ha tenido lugar, en cambio, un aumento de la rentabilidad de las inversiones, como lo prueba el aumento registrado en las inversiones, a pesar de los elevados tipos reales de interés vigentes, aunque resulte difícil identificar las causas de ese cambio positivo de la rentabilidad de la inversión. La política monetaria rigurosa es responsable del crecimiento espectacular de los tipos reales de interés entre 1979-82. Desde 1982, sin embargo, las po-

líticas monetarias tan sólo no explican el alza de los tipos de interés. Dos explicaciones mixtas, fiscales y monetarias, pueden darse a los elevados tipos reales de interés a partir de 1982: una política monetaria rigurosa en los países europeos para oponerse a la apreciación excesiva del dólar, producida por la divergencia de las políticas fiscales en Estados Unidos y restantes países de la OCDE, o bien una anticipación en los mercados financieros de una futura y rigurosa política monetaria en Estados Unidos ante la presencia del déficit público y la aproximación a una situación cercana al pleno empleo. Por lo que respecta a los desplazamientos de los valores a largo plazo y la prima de riesgo exigida para compensarlos, resulta difícil identificar ese cambio, por lo que, sin negar ese efecto, no puede, sin embargo, probarse.

El análisis de Blanchard y Summers llega así a las siguientes conclusiones: los altos tipos reales de interés no son consecuencia tan sólo de la política fiscal. Son debidos probablemente a una combinación de política fiscal y monetaria. Menores déficit públicos en Estados Unidos reducirán los tipos de interés. Por otra parte, los tipos reales de interés bajarán, bien si los países europeos aceptan depreciaciones mayores frente al dólar, o bien si la recuperación estadounidense se debilita, lo que reduciría las anticipaciones de una política monetaria rigurosa en el futuro. Además de estos factores, y como razón explicativa de los mayores tipos de inte-

rés y de los mercados de valores (con mejoras espectaculares en sus cotizaciones) y de la inversión (con fuertes elevaciones), aparece el desplazamiento en la rentabilidad del capital. Esta explicación conjunta subraya el hecho de que, en el caso de que los factores fiscales-monetarios que justifican la elevación de los tipos de interés desapareciesen, subsistirían los causantes de la mayor rentabilidad de las inversiones, todo lo cual hace prever que los tipos reales de interés permanecerán por encima de los valores alcanzados en la década de los setenta.