

# TIPOS DE INTERES REAL EN ESPAÑA Y EN LOS SIETE PAISES MAS INDUSTRIALIZADOS

Eduardo FERNANDEZ

Todo análisis comparativo de la evolución de los tipos de interés en diferentes países debe elaborarse con cautela, debido a que, en ocasiones, la falta de homogeneidad de la información —producto de las peculiaridades de los sistemas financieros y fiscales de cada día y de la propia elaboración técnica de los datos— dificulta el establecimiento de comparaciones coherentes.

Para la confección de los gráficos, en los que se ha sintetizado el comportamiento de los tipos de interés de los siete países más industrializados, se han utilizado los tipos nominales seleccionados como representativos del corto y el largo plazo por la publicación *The Main Economic Indicators* de la OCDE. Los tipos de interés reales ofrecidos en estos gráficos se han obtenido por diferencia entre los tipos nominales y la inflación corriente. La tasa de inflación es la del IPC, y está calculada sobre igual período del año anterior. Se trata, pues, de tipos reales *ex post*.

Si se analiza el comportamiento de los tipos reales de interés para un período de tiempo dilatado, se observa que el «bache» de los años setenta es una excepción en su comportamiento histórico y que el retorno a tipos reales positivos en la década de los ochenta se inscribe en la vuelta a la normalidad que supone la vigencia de tipos remuneradores del ahorro. El que dichos tipos reales positivos se muevan a niveles superiores a lo que ha constituido históricamente la «norma» puede estar relacionado con la reciente experiencia inflacionaria de los años setenta, con los efectos inducidos por los elevados déficit públicos vigentes en estas economías y con problemas de medición derivados de la no imputación de la incidencia de los impuestos en los datos estadísticos utilizados.

La resistencia a la baja de los tipos reales de interés, observada en los últimos años, es un fenómeno generalizado en los países industrializados derivado, en buena medida, de la mayor

sensibilidad de los ahorradores ante el fenómeno de la inflación. Las altas y variables tasas de variación del nivel general de precios sorprendieron a los agentes económicos, que tardaron en asimilar los efectos que éstas generaban sobre sus rentas y su riqueza. Al igual que el lento proceso de aprendizaje de cobertura de la inflación permitió que ésta superase ampliamente los tipos nominales negociados, la adaptación a la baja de los tipos nominales, cuando el ritmo de crecimiento de los precios se desacelera, es también más lenta, como consecuencia de las dudas que los agentes económicos mantienen respecto a la consolidación de tal tendencia. Por su parte, las elevadas necesidades de recursos requeridas para la financiación de los déficit en que han incurrido las administraciones públicas de la generalidad de las economías pulsa al alza los tipos de interés, como consecuencia de las mayores tensiones que generan en los mercados financieros, y erosionan la credibilidad en una reducción duradera de los precios, ante el temor a que una política monetaria más distendida y proclive a facilitar la reducción de las cargas financieras del Estado pueda propiciar nuevos rebrotes inflacionarios. La distorsión estadística que supone la no consideración de los efectos fiscales tiene también una significativa relevancia, cuya magnitud no es objeto de determinación en este trabajo, pero que constituye, como se ha constatado en numerosos estudios, un factor evidente de elevación de los tipos reales recogidos en las estadísticas.

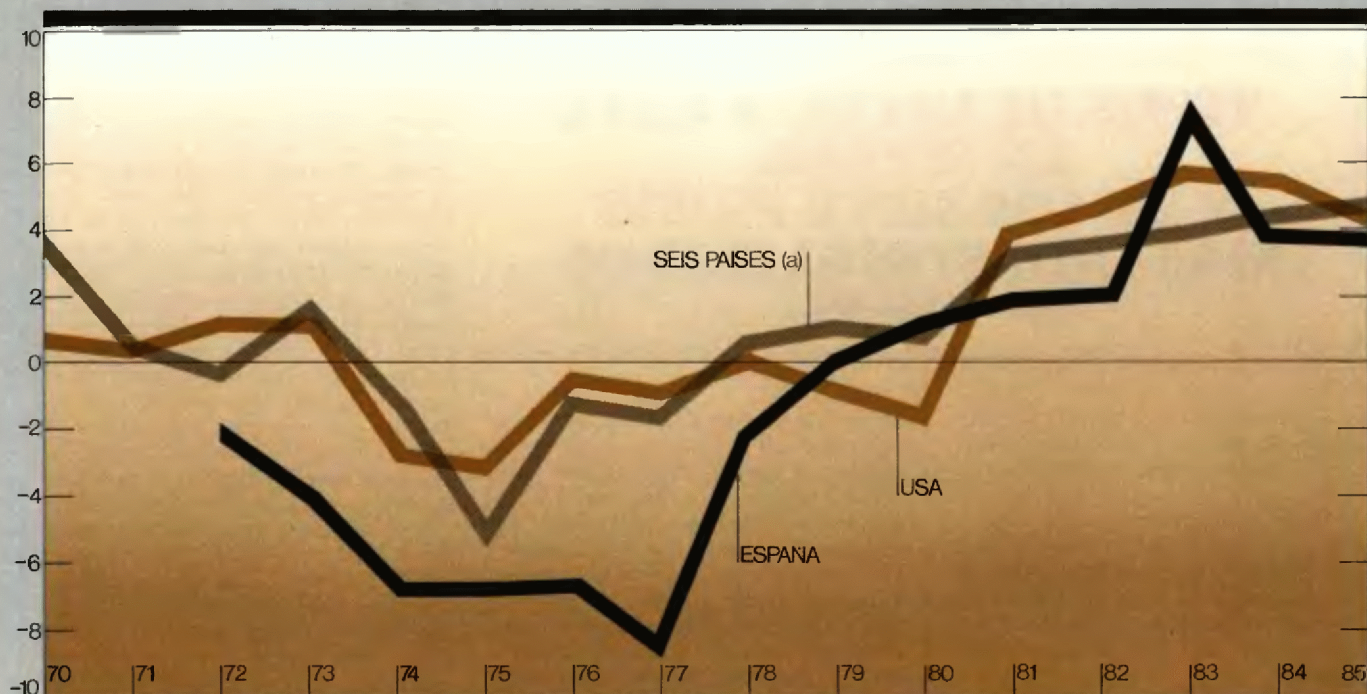
Como puede apreciarse en los gráficos, la evolución de los tipos reales a corto y largo plazo sigue pautas similares en el conjunto de las economías, debido a la estrecha interdependencia en que se mueven. Por lo que se refiere a España, su comportamiento no discrepa significativamente del observado en los países de su entorno económico, si se exceptúa el período central de los años setenta. La diferencia

en ese período puede deberse a dos causas: el más acusado proceso inflacionista soportado por la economía española y la subestimación de los tipos de interés implícita en el estimador utilizado. En efecto, si, como ya se ha indicado antes, los tipos nominales se elevan más lentamente que la inflación cuando se aceleran las tasas de crecimiento de ésta, es un hecho que el ritmo de crecimiento del nivel general de precios fue muy superior en el caso de España. Por otro lado, la estrechez del mercado financiero y el control administrativo de numerosos tipos de interés dificultan la selección de instrumentos a utilizar como testigos fiables de la evolución efectiva de éstos. En este sentido, la utilización del rendimiento de las deudas computables emitidas entre 1968 y 1972, como representativas del tipo a largo hasta 1978, puede constituir una medición que subestime para esos años el tipo de interés y explique también una parte de la divergencia respecto al tipo real del resto de los países considerados.

La evolución de los tipos de interés no es una variable manejable a capricho por la autoridad monetaria, y el posible efecto de actuaciones tendentes a reducirlo, mediante el aumento de la oferta de liquidez, se vería neutralizado tanto por la presión al alza que ejercerían las expectativas inflacionarias generadas, como consecuencia de dicha actuación, como por las limitaciones impuestas por las condiciones de competencia en los mercados exteriores de capitales.



## DIFERENCIAL, RESPECTO A LA INFLACION, DEL TIPO DE INTERES A CORTO PLAZO



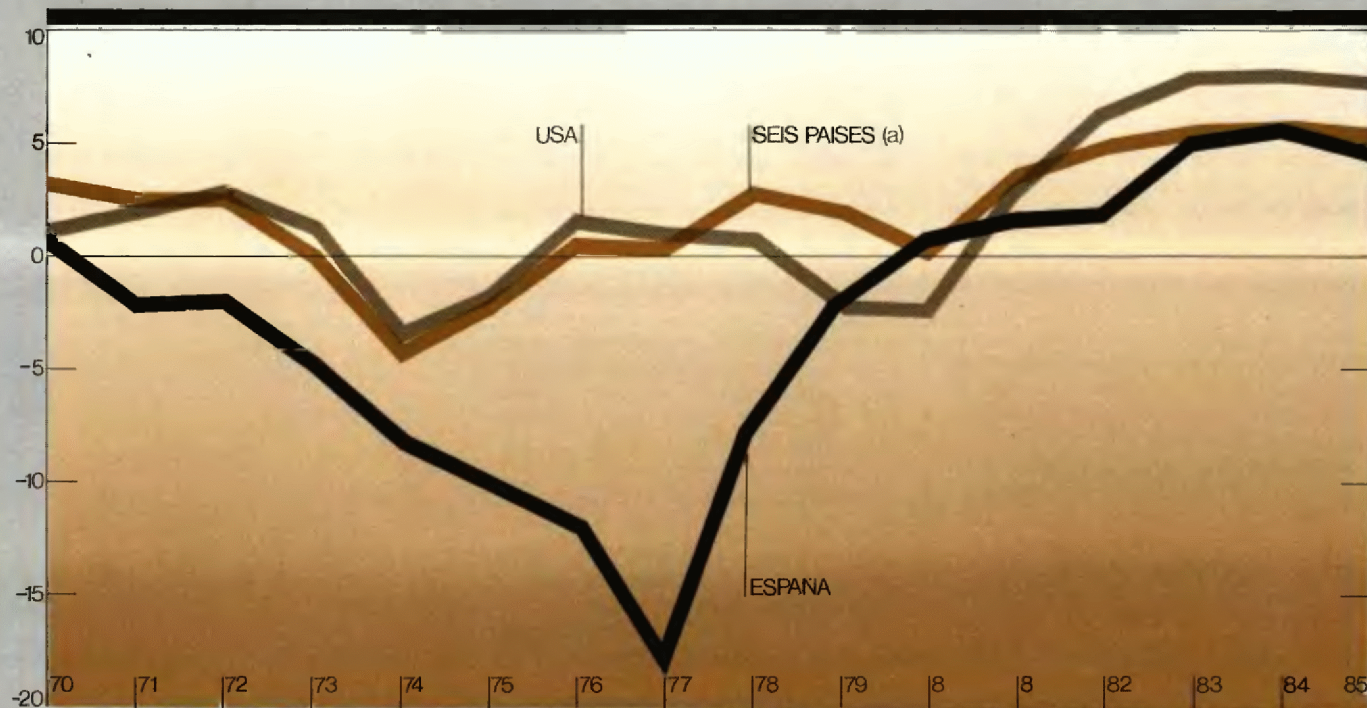
Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators».

(a) El tipo medio de los seis países (Canadá, Japón, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido) está ponderado por su respectivo PIB anual.

Tipos nominales: Letras del Tesoro a tres meses en los casos de USA, Reino Unido, Canadá e Italia; interbancario a tres meses para Francia, Alemania, Japón (desde 1977) y España.

Tasas de inflación: incremento medio anual del IPC respecto del año precedente.

## DIFERENCIAL, RESPECTO A LA INFLACION, DEL TIPO DE INTERES A LARGO PLAZO



Fuente: OCDE, «Main Economic Indicators».

(a) El tipo medio de los seis países (Canadá, Japón, Francia, Alemania, Italia y Reino Unido) está ponderado por su respectivo PIB anual.

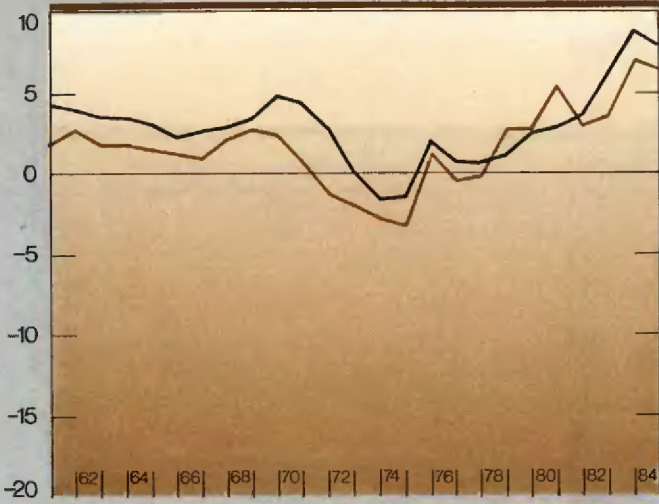
Tipos nominales: Rendimiento interno de la deuda pública a largo plazo. En el caso de España: hasta 1978, deudas computables emitidas entre 1968 y 1972; desde 1978, deuda con vida media remanente superior a dos años en condiciones de mercado.

Tasas de inflación: incremento medio anual del IPC respecto del año precedente.

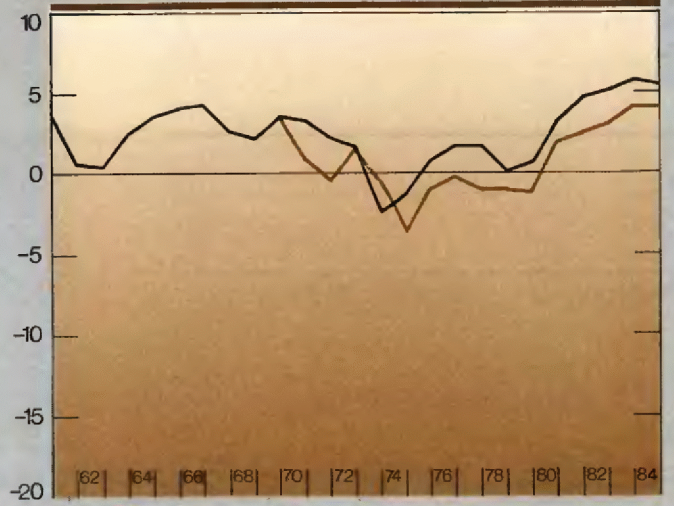


**DIFERENCIAL, RESPECTO A LA INFLACION,  
DE LOS TIPOS A CORTO Y LARGO PLAZO (medias anuales)**

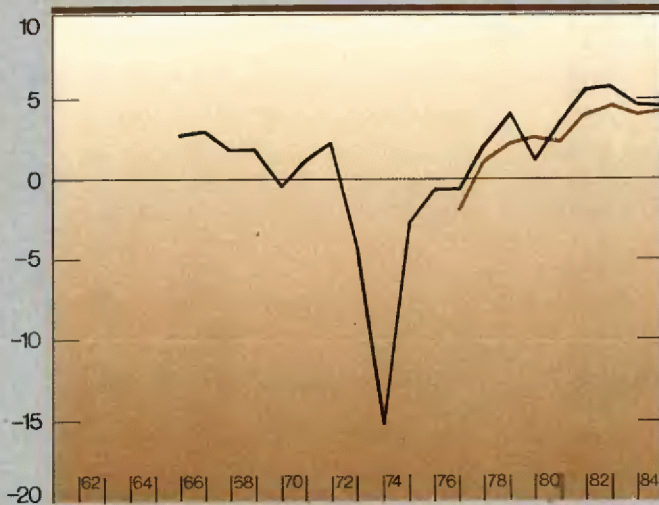
**CANADA**



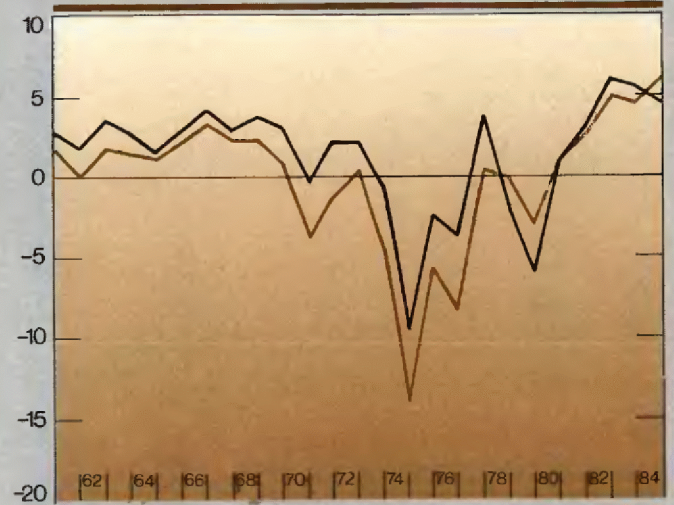
**FRANCIA**



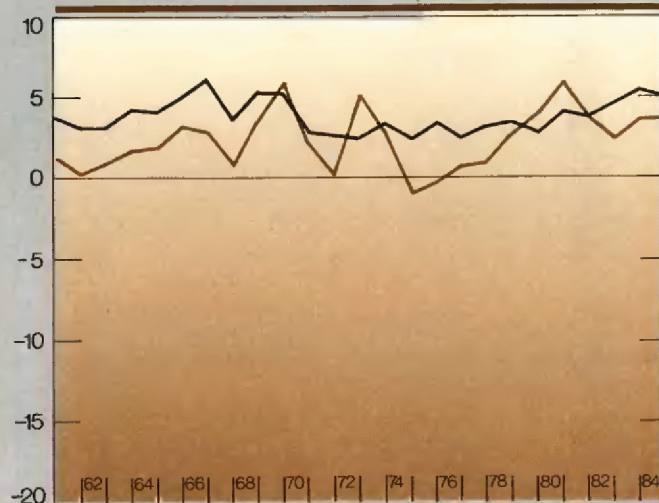
**JAPON**



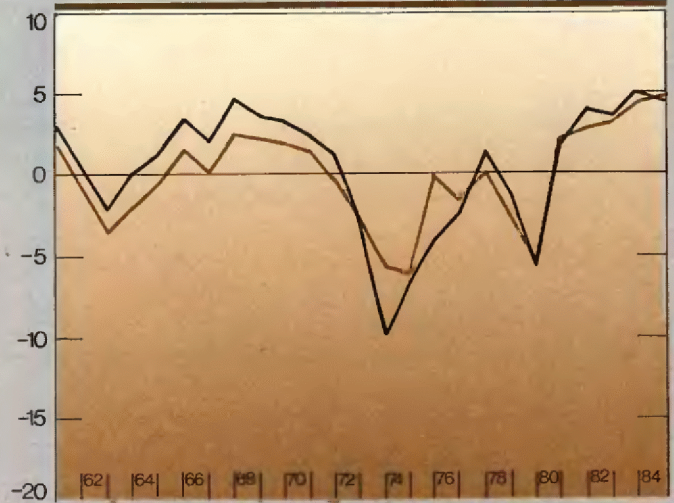
**REINO UNIDO**



**ALEMANIA**



**ITALIA**



■ Tipos a largo plazo    ■ Tipos a corto plazo.



**DIFERENCIAL, RESPECTO A LA INFLACION, DEL TIPO DE INTERES A LARGO**

NUMERO DE OBSERVACIONES Y FECHA (*)	España (trimestral)	USA (trimestral)	Otros (trimestral)	España (anual)	USA (anual)	Otros (anual)
1 7001	1,39	0,35	2,43			
2 7002	2,06	0,79	2,66			
3 7003	- 0,63	1,01	3,19			
4 7004	- 2,07	0,62	2,54	0,19	0,69	2,70
5 7101	- 2,01	0,98	2,49			
6 7102	- 4,23	1,48	2,07			
7 7103	- 1,32	1,46	1,52			
8 7104	- 2,42	2,05	1,79	- 2,50	1,49	1,97
9 7201	- 2,61	2,14	2,17			
10 7202	- 1,06	2,46	2,49			
11 7203	- 3,53	2,59	2,07			
12 7204	- 2,20	2,19	1,55	- 2,35	2,35	- 2,07
13 7301	- 1,91	2,04	0,79			
14 7302	- 4,55	0,69	- 0,38			
15 7303	- 6,35	- 0,27	- 0,66			
16 7304	- 7,67	- 2,12	- 1,75	- 5,12	0,08	- 0,50
17 7401	- 7,93	- 3,14	- 4,30			
18 7402	- 9,07	- 3,45	- 4,63			
19 7403	- 7,94	- 4,23	- 5,23			
20 7404	- 9,30	- 5,10	- 5,62	- 8,56	- 3,98	- 4,94
21 7501	- 11,74	- 4,49	- 3,91			
22 7502	- 10,04	- 2,76	- 3,60			
23 7503	- 10,92	- 1,64	- 2,52			
24 7504	- 8,98	- 0,08	- 1,13	- 10,42	- 2,24	- 2,79
25 7601	- 11,40	0,52	- 1,02			
26 7602	- 11,98	0,86	0,05			
27 7603	- 11,19	1,34	0,68			
28 7604	- 14,78	1,58	0,30	- 12,34	1,07	0,00
29 7701	- 15,93	1,16	- 0,14			
30 7702	- 17,29	0,29	- 0,44			
31 7703	- 22,70	0,27	- 0,59			
32 7704	- 18,77	0,48	0,56	- 18,67	0,55	- 0,15
33 7801	- 11,32	1,02	1,71			
34 7802	- 10,07	0,89	2,37			
35 7803	- 6,72	- 0,05	2,36			
36 7804	- 3,73	- 0,77	2,56	- 7,96	0,27	2,25
37 7901	- 3,66	- 1,34	2,19			
38 7902	- 2,49	- 2,33	2,17			
39 7903	- 2,09	- 3,19	1,02			
40 7904	- 1,21	- 3,10	0,51	- 2,36	- 2,49	1,47
41 8001	- 1,12	- 3,16	- 0,29			
42 8002	0,06	- 4,39	- 0,86			
43 8003	0,98	- 2,48	- 0,37			
44 8004	1,56	- 0,90	0,35	0,37	- 2,73	- 0,29
45 8101	1,59	0,80	1,64			
46 8102	0,84	2,85	2,96			
47 8103	0,99	2,76	4,04			
48 8104	1,59	3,66	3,39	1,25	2,52	3,01
49 8201	1,52	5,84	3,58			
50 8202	0,92	6,13	4,25			
51 8203	1,43	6,43	4,60			
52 8204	2,41	5,80	4,63	1,57	6,05	4,26
53 8301	2,44	6,80	4,83			
54 8302	4,85	7,02	5,03			
55 8303	6,37	8,59	5,41			
56 8304	5,34	8,04	5,25	4,75	7,61	5,13
57 8401	5,05	7,08	4,90			
58 8402	6,24	8,36	5,42			
59 8403	4,68	8,18	5,72			
60 8404	4,96	7,30	5,12	5,23	7,73	5,29
61 8501	3,88	7,80	5,11			
62 8502	3,91	7,19	4,74			
63 8503	6,57	-	-			
64 8504	-	-	-	4,28	7,50	4,96

(\*) En la 2.ª columna, los dos primeros números indican el año y los dos siguientes el trimestre.

Nota: El diferencial de «Otros» es la media ponderada por el PIB de los de Canadá, Japón, Alemania, Italia, Francia y Reino Unido.



**DIFERENCIAL, RESPECTO A LA INFLACION, DEL TIPO DE INTERES A CORTO**

NUMERO DE OBSERVACIONES Y FECHA (*)	España (trimestral)	USA (trimestral)	Otros (trimestral)	España (anual)	USA (anual)	Otros (anual)
1 7001	—	0,77	4,16	—	—	—
2 7002	—	0,65	3,57	—	—	—
3 7003	—	0,61	3,02	—	—	—
4 7004	—	-0,46	2,30	—	0,40	3,26
5 7101	—	-1,10	1,18	—	—	—
6 7102	—	0,02	0,01	—	—	—
7 7103	—	0,64	0,04	—	—	—
8 7104	—	0,70	-0,54	—	0,06	0,17
9 7201	—	0,04	-1,00	—	—	—
10 7202	-1,87	0,67	-0,57	—	—	—
11 7203	-3,36	1,22	-0,94	—	—	—
12 7204	-1,86	1,51	0,07	-2,37	0,86	-0,61
13 7301	-1,89	1,86	0,27	—	—	—
14 7302	-4,47	1,19	0,40	—	—	—
15 7303	-4,98	1,24	2,54	—	—	—
16 7304	-5,66	-0,99	2,42	-4,25	0,83	1,41
17 7401	-6,07	-2,02	0,40	—	—	—
18 7402	-7,07	-2,25	-1,17	—	—	—
19 7403	-6,24	-3,24	-1,68	—	—	—
20 7404	-8,64	-4,63	-3,25	-7,00	-3,04	-1,43
21 7501	-9,77	-5,65	-4,90	—	—	—
22 7502	-8,86	-4,08	-6,24	—	—	—
23 7503	-6,89	-2,25	-5,96	—	—	—
24 7504	-4,46	-1,83	-4,91	-7,00	-3,45	-5,50
25 7601	-6,66	-1,54	-3,97	—	—	—
26 7602	-7,51	-0,74	-1,51	—	—	—
27 7603	-5,38	-0,34	-0,07	—	—	—
28 7604	-8,10	-0,40	-0,04	-6,91	-0,76	-1,40
29 7701	-6,67	-1,18	-1,19	—	—	—
30 7702	-8,40	-1,98	-2,24	—	—	—
31 7703	-11,65	-1,13	-2,55	—	—	—
32 7704	-8,70	-0,52	-1,40	-8,86	-1,20	-1,84
33 7801	-12,94	-0,17	0,02	—	—	—
34 7802	-8,43	-0,32	0,47	—	—	—
35 7803	5,94	-0,54	0,35	—	—	—
36 7804	5,86	0,02	0,82	-2,39	-0,25	0,41
37 7901	-2,59	-0,35	0,61	—	—	—
38 7902	0,96	-1,49	0,77	—	—	—
39 7903	1,62	-2,07	0,75	—	—	—
40 7904	-0,65	-0,61	1,32	-0,16	-1,13	0,87
41 8001	-1,03	-0,24	0,54	—	—	—
42 8002	2,63	-5,54	0,69	—	—	—
43 8003	0,48	-2,99	0,48	—	—	—
44 8004	1,64	0,89	0,58	0,93	-1,97	0,57
45 8101	1,47	2,73	1,68	—	—	—
46 8102	1,30	5,14	3,23	—	—	—
47 8103	2,15	4,26	4,13	—	—	—
48 8104	1,54	2,54	3,18	1,62	3,67	3,06
49 8201	0,79	5,46	2,90	—	—	—
50 8202	1,20	5,60	3,74	—	—	—
51 8203	1,42	2,95	3,48	—	—	—
52 8204	3,64	3,55	3,27	1,76	4,39	3,35
53 8301	3,53	4,61	3,54	—	—	—
54 8302	8,13	5,30	3,53	—	—	—
55 8303	11,68	6,38	3,83	—	—	—
56 8304	7,99	5,47	3,96	7,83	5,44	3,71
57 8401	5,95	4,79	3,69	—	—	—
58 8402	3,96	5,44	4,08	—	—	—
59 8403	1,43	6,13	4,69	—	—	—
60 8404	2,84	4,50	4,39	3,54	5,22	4,21
61 8501	2,65	4,52	4,72	—	—	—
62 8502	3,45	3,66	4,25	—	—	—
63 8503	5,90	—	—	—	—	—
64 8504	—	—	—	3,46	4,09	4,48

(\*) En la 2.ª columna, los dos primeros números indican el año y los dos siguientes el trimestre.

Nota: El diferencial de «Otros» es la media ponderada por el PIB de los de Canadá, Japón, Alemania, Italia, Francia y Reino Unido.