TIPOS DE INTERES REAL: CAUSAS COINCIDENTES

José Antonio GARCIA-DURAN

LOS tipos de interés real en España, en el período 1981-1984, al igual que en otros muchos países, han sido realmente elevados (cuadro n.° 1). Se han situado un punto o dos por encima de sus máximos de los años 60 (3,5 por 100); pero en condiciones de una tasa de crecimiento real de la economía muy inferior en la primera mitad de los 80 que en los 60. El nivel alcanzado por los tipos de interés real debe preocupar.

Este artículo, en que se revisan algunas de las principales causas aducidas por los economistas para la explicación de esta subida de los tipos de interés real, está pensado sólo como acompañante del artículo de Blanchard y Summers, que aparece a continuación. Sus conclusiones, sin embargo, no coinciden enteramente.

Para los economistas, la elevación de los tipos de interés real ha de atribuirse a una constelación de causas coincidentes que seguramente no puede repetirse en los próximos años. Se han dado, al mismo tiempo, restricción de la oferta de dinero, incremento de su demanda, disminución de la tasa de ahorro privado, disminución notable de la tasa de ahorro público, exigencias de los prestamistas, que habían perdido durante los años anteriores posibilidad de pago por los prestatarios. Casi todos esos elementos están cediendo. La oferta de saldos reales ya puede ser suficiente, la preferencia por la liquidez cambia, el ahorro rompe su tendencia a la baja, los prestamistas han sido compensados y reconocen como inviable la situación. ¿Cabe quizás apostar por crecimientos del 4-4,5 por 100 con tipos de interés real del 3-3,5 por 100?

BAJOS TIPOS DE INTERES, CONSECUENCIA NORMAL DE LA RIQUEZA

Podemos llamar *financiar* al hecho de proporcionar dinero cuando hace falta. El dinero, en este caso, es derecho sobre una porción no especificada de un flujo de bienes. Buena parte de la población desea el dinero más ahora que en el futuro (para consumir bienes o para invertir), lo que permite que quienes están en disposición de financiar reciban más dinero en el futuro del que proporcionan ahora. Cuanto más queramos adelantar hacia el presente los bienes futuros, mayor será la retribución (tipo de interés) que reciban quienes están en disposición de financiar. También puede ocurrir que se desee más dinero ahora por desconfianza hacia otras colocaciones de riqueza, en cuyo caso se dará una elevación de tipos de interés sin que se adelanten hacia el presente bienes futuros.

La disposición de los miembros de una sociedad a financiar depende de la riqueza. Así que no ha de extrañar el resultado de las polémicas sobre los tipos de interés que se produjo en el siglo XVII. Schumpeter cuenta que «los comerciantes ingleses, que contemplaban con resentida admiración las condiciones comerciales de los Países Bajos, se adhirieron a la teoría que naturalmente nace en el práctico sin conocimientos doctrinales, a saber, que una de las causas, y tal vez la principal, del florecimiento del comercio holandés en el siglo XVII había de ser el bajo tipo de interés allí dominante; por eso insistieron en que la legislación implantara la misma ventaja en Inglaterra..., de la subsiguiente controversia surgió victoriosamente el partido contrario, o sea, la tesis de que un bajo tipo de interés es consecuencia, no causa, de la riqueza».

Keynes y Fisher en los años treinta, no diferían básicamente de esa posición: En sociedades ricas, puede resultar un freno a la inversión un tipo de interés real muy elevado, consecuencia de una deflación de los precios, caída en los precios que produciría un incremento del endeudamiento *real* de las empresas; pero se trata, en este caso, de una situación artificiosa que puede resolverse creando dinero y gastándolo.

La opulenta sociedad occidental de los últimos lustros del siglo XX se ha encontrado en la primera mitad de los años 80 con tipos de interés real a niveles históricamente elevados. Conviene analizar sus causas.

Antes de empezar el repaso de las distintas hipótesis causales, hay que recordar que para el prestamista a largo plazo, a tipo de interés fijo, existen tres tipos de riesgo:

a) El riesgo ligado a las características o a la actividad del prestatario. Se dice, en este sen-

CUADRO N.° 1

TIPOS DE INTERES REAL REPRESENTATIVOS: ESPAÑA

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Obligaciones privadas	−3,9	−3,3	−4,2	−10,8	−6,4	−1,8	1,2	1,7	3,9	6,8	—
Créditos y préstamos bancos	−7,3	−6,2	−5,9	−10,8	−6,3	−1,3	2,6	3,4	2,9	4,7	5,5

Fuente: Banco de España, *Informe Anual*, 1964. Tabla 4.2.

tido, que el Estado es un prestatario seguro, aunque esta afirmación, después de algunos acontecimientos recientes, pueda ponerse en duda.

b) El riesgo de elevación de los tipos de interés. Cuando se espera una subida de los tipos de interés a largo plazo, los prestamistas preferirán prestar a corto plazo, para evitar la pérdida de capital en caso de venta antes de la maduración del préstamo, o la pérdida de intereses en caso de su mantenimiento.

c) El riesgo de inflación, o de pérdida en el poder adquisitivo del dinero.

Cuando existen expectativas de inflación, habrá al mismo tiempo expectativa de elevación de los tipos de interés nominales a largo plazo, de modo que los dos últimos riesgos pueden ir ligados.

Esta breve introducción teórica nos permite llegar a un listado de las posibles causas de elevación de los tipos de interés real: disminución del ahorro, incremento de la inversión, restricción de la oferta de dinero, incremento de la demanda de dinero, cuestiones relacionadas con la inflación y sus expectativas.

En este artículo se recorre ese camino de análisis con referencias, sobre todo, a la economía española.

ADELANTOS DE CONSUMO

Es sabido que en España el *ratio* del consumo privado sobre la renta bruta disponible de las familias ha pasado de un 88 por 100 en 1973 a un 93 por 100 en 1984. Esos cinco puntos de incremento del consumo significan en 1984 retirar de los fondos prestables 926 mil millones de pesetas.

También se sabe que esa caída del ahorro familiar ha sido compensada en parte por un incremento del ahorro empresarial. El *ratio* de ahorro empresarial sobre el excedente bruto de explotación ha pasado de un 25 por 100 en 1973 a un 29 por 100 en 1984. Estos cuatro puntos porcentuales de incremento del ahorro empresarial significan en 1984 una aportación de fondos de 449 mil millones. Sin embargo, esta compensación parcial encierra algunas dificultades contables, como ha puesto de manifiesto la modificación de criterios establecida por la Intervención General del Estado para diversas empresas públicas.

El economista holandés J. J. van Duijn ha insistido de modo especial, estos últimos años, en la importancia de los movimientos del ahorro privado:

«Cuando llega el momento de la recuperación, los consumidores han pasado ya por el proceso de ajuste a la baja de sus perspectivas de renta. Han experimentado rentas estables o decrecientes por un cierto número de años y se han visto forzados a ajustar sus pautas de gasto. La tasa de ahorro habrá mostrado una tendencia a la baja por un cierto tiempo, pero en cuanto se establezcan pautas de gasto más modestas, la tasa de ahorro empezará a recuperarse, entre otras cosas porque los consumidores se ven forzados a tomar precauciones frente a las incertidumbres que presenta el futuro. Los inicios de la recuperación se verán acompañados por una tasa de ahorro creciente... Cuando las rentas vuelven a crecer, ese crecimiento se traslada con un retardo en pautas de gasto ajustadas... He de defender que la tasa de ahorro se recuperará en los próximos años de los bajos niveles alcanzados» (van Duijn, 1983).

El incremento señalado del *ratio* de consumo ha ido acompañado de un incremento de la

tasa de endeudamiento de las familias sobre su renta, que conocen bien los gestores bancarios de activo. También saben que las familias en esas condiciones saben frenarse.

EL DEFICIT PUBLICO

El sector Administaciones públicas ha reducido su ahorro de un 28 por 100 de su renta bruta disponible en 1974 a un —6 por 100 en 1984. Si se hubiera seguido ahorrando aquel 28 por 100, eso hubiera significado en 1984 una aportación de fondos de un billón de pesetas. La disminución del ahorro público es semejante en su cuantía a la disminución del ahorro de las familias.

Muchos observadores han señalado que en el déficit público se encuentra la explicación de la elevación de los tipos de interés nominales y reales en España.

En este sentido, una de las aportaciones más recientes y más serias es el estudio econométrico de Ignacio Mauleón y José Pérez. La demanda total de crédito se descompone en crédito al sector privado, que depende de la renta (+), los precios (+) y los tipos de interés (—), y crédito al sector público. Con datos trimestrales para el período 1974-83, la variable porcentaje de sector público sobre el crédito total resulta significativa en la explicación de la evolución (elevación) del tipo de interés nominal a largo plazo, y éste resulta significativo (—) en la evolución de la renta real. Sin embargo, el modelo no deja lugar para los efectos de disminución de la demanda de dinero que pueda tener la elevación de los tipos de interés nominal (M3 es exógena por entero), y no recoge —como reconocen los mismos autores— el efecto del gasto público sobre la renta y los precios (Mauleón y Pérez, 1984).

Josep Piqué (Piqué, 1985) ha concluido recientemente:

«El incremento espectacular del endeudamiento público no habría de suponer desplazamiento si proviniera únicamente del aumento del ahorro del sector privado. Pero ya hemos visto que no es así. Mientras las rentabilidades ofrecidas por los títulos públicos han sido bastante atractivas, tanto los particulares como las instituciones financieras han redistribuido sus carteras de activos en detrimento de los valores privados... Además, la propia necesidad de recurrir a mecanismos compulsivos de colocación no tendría sentido si el endeudamiento público viniera a cubrir el exceso de ahorro del sector privado... Sin una reducción del déficit público, no puede pensarse que la reducción de los tipos de interés en los mercados de crédito vaya más allá de movimientos de carácter efímero.»

Algunas de estas conclusiones merecen comentario:

a) La redistribución de las carteras de activos en detrimento de los valores privados —la caída de la Bolsa— fue previa a la expansión de los títulos públicos. El Estado, para financiar su déficit, ha ofrecido títulos bien retribuidos —como Keynes vio que se podía hacer— de modo que los daños patrimoniales durante el período de definición de nuevas inversiones no sean demasiado elevados y se permita así una recuperación más vigorosa, y se eviten salidas de capital al exterior.

b) No puede hablarse, claro está, como en 1929, de excesos de ahorro del sector privado. Precisamente por ello, puede pensarse que, con una recuperación del ahorro privado, pueden producirse reducciones de los tipos de interés que permitan disminuir la importancia del déficit público, que depende hoy, y cada vez más, de los intereses que deben pagarse por su deuda.

c) Se sabe muy bien que los mecanismos compulsivos de colocación de deuda tienen carácter transitorio, y que su objetivo fue precisamente evitar una elevación excesiva de los tipos de interés interiores en el momento de la reconversión de los Certificados de Regulación Monetaria.

El cuadro n.° 2 permite una comparación de la situación de España con la de Italia y con la media de la OCDE para siete indicadores presupuestarios. Puede observarse, en primer lugar, que en 1984 el saldo presupuestario estructural del conjunto de la OCDE es sólo 1/3 del déficit público global de la OCDE. Los inversores saben, por tanto, que una mejora de la inversión privada como la que se está realizando llevará a reducciones muy significativas de los déficit públicos, *más aún* si la recuperación fuera acompañada de una elevación del ahorro privado. El déficit público estructural del conjunto de países de la OCDE, descontados los pagos por intereses, se convierte en un superávit (quinto indicador). El déficit público estructural, descontadas las ganancias de capital para el Estado a consecuencia de la inflación, se convierte también en un superávit. Además, en varios países se sigue la tónica de reducción de los déficit por venta de activos públicos.

CUADRO N.° 2

INDICADORES DEL DEFICIT PUBLICO

	MEDIA DE LA OCDE		*ITALIA*		*ESPAÑA*	
	1973	*1984*	*1973*	*1984*	*1973*	*1984*
SP/PIB	0,1	– 3,6	– 8,5	– 12,4	1,1	– 5,7
SPE/PIB	– 0,4	– 1,0	– 8,3	– 9,4	0,4	– 3,2
SP/S	5,1	18,0	34,5	47,8	– 1,2	21,1
D/PIB	16,9	31,3	52,1	81,8	1,7	22,4
SPE-i/PIB	0,4	1,8	– 6,2	– 1,2	0,5	– 2,3
SPET/PIB	– 1,9	– 2,4	– 9,1	– 10,2	– 1,9	– 2,4
SPET/PIB (corregido)	– 0,7	– 1,1	– 3,8	– 2,6	– 0,7	– 1,1

SP/PIB = Saldo presupuestario sobre producto interior.
SPE = Saldo presupuestario estructural, calculado el producto potencial sobre puntas cíclicas.
SP/S = Saldo presupuestario sobre ahorro privado.
D/PIB = Valor de la deuda pública sobre producto interior.
SPE/i = Saldo presupuestario estructural una vez descontados los intereses de la deuda pública.
SPET = Saldo presupuestario estructural, calculado el producto potencial sobre tendencia (medias cíclicas).
SPET (corregido) = SPET restando, como si fuera ingreso del Estado, la ganancia de capital sobre su deuda a consecuencia de la inflación.
Fuente: Price y Muller, 1984.

En el caso de España no parece que la situación sea tan halagüeña como en el conjunto de países de la OCDE, pues no parece haberse realizado un esfuerzo tan fuerte como el emprendido por los grandes países de la OCDE para la reducción del déficit estructural, pero el porcentaje sobre el ahorro de nuestro saldo presupuestario no es muy superior al de la media de la OCDE, y el porcentaje que representa la deuda pública española sobre PIB es tan inferior al de la media de la OCDE como nuestra presión fiscal, aunque haya crecido más rápidamente en los últimos años que en el conjunto de países de dicha área. La cartera de títulos públicos en manos privadas, en 1973, era excesivamente baja en España.

En el caso de Italia, la cadena de déficit públicos es anterior a 1973, de modo que todo su déficit estructural son intereses.

Las Administraciones públicas, por tanto, han contribuido a adelantar hacia el presente bienes futuros, y han contribuido a la elevación de los tipos de interés reales y nominales, pero no debe dramatizarse ese empeoramiento por el peso negativo del sector de Administraciones públicas, ya que puede desaparecer en cuanto se afiance la recuperación de la inversión privada.

Si se supone una tasa de crecimiento nominal del 10 por 100, y se supone asimismo que el porcentaje máximo de deuda sobre PIB es del 25 por 100, el déficit público sostenible sin alteración del *ratio* de deuda es de un 2,5 por 100 (1). Un programa gradual de contención del déficit en un punto porcentual del PIB, con tipos de interés real *inferiores* a la tasa de crecimiento real de la economía, y con elevación de la inversión privada, nos situaría, sin excesivas dificultades, en esa cota sostenible.

Puede afirmarse, sin embargo, que la disminución del ahorro privado se debe precisamente a la presencia del déficit público y a los incrementos de la presión fiscal que ha exigido el incremento del gasto público. En el primer caso, se trataría de que el incremento de las transferencias (pensiones mínimas, por ejemplo) dirigidas hacia los sectores de renta más baja (o con mayor restricción de liquidez) ha tendido a elevar el *ratio* de consumo global, al proporcionar renta a sectores de la población con elevada propensión al consumo. En el segundo caso, se afirma que el incremento de los tipos impositivos marginales para los sectores de renta más elevada puede haber tendido a perjudicar el ahorro de éstos.

En relación a la primera argumentación, el saldo de presta-

ciones sociales menos cotizaciones en la renta bruta familiar disponible fue en 1984 de 600 mil millones, a los que se puede adjudicar una propensión marginal al consumo elevada. En 1974 ese saldo era negativo. Si los perceptores de estas rentas tienen una propensión media al consumo tres puntos por encima de la del conjunto de los asalariados, queda explicada por esta razón una elevación del consumo de unos 18 mil millones.

La segunda argumentación, en la medida en que fuera significativa, se ha corregido en parte con el nuevo tratamiento fiscal de la familia en el impuesto sobre la renta (que habrá de dar lugar a incrementos de ahorro); pero su incidencia no podía ser notable cuando un 85 por 100 de los rendimientos del IRPF proviene de rentas del trabajo, y el conjunto de los impuestos sobre la propiedad (desde urbana a sucesiones) representa un 16 por 100 del total recaudado por todos los conceptos impositivos. Algunos de los cálculos efectuados apuntan, sin embargo, a un incremento de la propensión al consumo sobre rentas de la propiedad y de la empresa.

No cabe atribuir al déficit público la reducción del ahorro privado. Tampoco cabe afirmar que el déficit público, internalizado (esto es, interpretado por los agentes de la economía) como anuncio seguro de mayores impuestos en el futuro, haya producido un incremento del ahorro privado. La argumentación de Barro no parece haber sido muy efectiva en España, aunque pueda serlo en los próximos años.

CUADRO N.° 3

RECUPERACION DE LA RENTABILIDAD: ESPAÑA

AÑOS	*Tasa anual media de variación del excedente bruto en la industria*	*Inflación media*	*Tasa de rentabilidad en la industria*	*Productividad marginal del capital*
1970-74	23,0	10,4	29,8	24,7
1975-80	13,9	17,8	15,5	7,7
1981-82	17,8	12,6	15,6 (1)	8,1

(1) 1983 = 19 %.

Fuente: Fernández y Rodríguez (1983); Malo y Ortega (1984); Marco (1985).

DEMANDAS DE FONDOS PARA INVERSION

La formación bruta de capital en términos reales ha tenido tasas de crecimiento negativas —con alguna excepción— en todo el período 1974-1984. Su participación en el producto nacional ha perdido diez puntos (de un 28 por 100 a un 18 por 100), o sea, el equivalente, en 1984, a 2,6 billones de pesetas. No ha de extrañar que, con caídas de nuestra demanda de fondos de esta cuantía (un billón por encima de la constatada disminución del ahorro), haya aumentado nuestro préstamo neto al exterior en forma de recuperación de divisas. Pero se hace más difícil explicar la elevación de nuestros tipos de interés real.

Podría ocurrir que una elevación de la rentabilidad de las empresas indujera una elevación de los tipos de interés real tal que la tasa de inversión resultara frenada. La elevación que se observa, en los 80, de la tasa de rentabilidad en la industria y en el conjunto de la economía (cuadro n.° 3) permite pensar que una parte no desdeñable de la explicación radica aquí, en especial si se tienen en cuenta los razonamientos referidos a las distorsiones fiscales y a los comportamientos inducidos por las expectativas inflacionistas.

DISTORSIONES FISCALES

Para algunos autores, la importancia de la elevación mundial de los tipos de interés real para la buena marcha de la economía no debe exagerarse. El tipo de interés real tras impuestos puede resultar bajo para prestamistas y para el prestatario que los descuenta de su base imponible (para reducir la factura impositiva hay que endeudarse).

Eduardo Fernández, del Servicio de Estudios del Banco de España, ha señalado que «en los últimos años la divergencia entre los tipos de interés antes y después de impuestos se ha agrandado, de forma que una parte significativa del incremento experimentado por los tipos de interés nominales no se ha

traducido siempre en un mayor rendimiento real para los prestamistas, sino que, en gran medida, ha sido absorbida por la nueva fiscalidad. En otros casos, ésta ha influido de modo notable en el mantenimiento e incluso en la reducción, de costes para los prestatarios, a pesar del incremento registrado por los tipos nominales».

«En el caso de los créditos (de uno a menos de tres años) utilizados por una empresa, el diferencial entre los tipos pagados y su coste efectivo, una vez ajustado por la reducción en el impuesto de sociedades de los gastos financieros que representan, alcanza los 5,3 puntos. De este modo, la fiscalidad ha ido conteniendo, en los últimos años, la elevación de las tasas de coste efectivo real de los créditos.»

En 1984, un tipo nominal (bruto) del 18 por 100 implica un tipo de interés real (bruto) del 10 por 100 y un tipo real (neto) del 5 por 100.

El autor concluye que «los tipos de interés reales actuales no superan de modo significativo los niveles más elevados alcanzados en épocas anteriores» (Fernández, 1984).

Sin embargo, en 1984 los productos financieros de bancos y cajas de ahorros se elevaron a 3,7 billones, con rentabilidades medias del 12,7 por 100 sobre activos. Una reducción de cinco puntos de los tipos de interés significaría deducciones fiscales de 1,5 billones de pesetas, cuando la recaudación por intereses del IRPF era, en 1984, de 81.000 millones y la recaudación total del impuesto de sociedades de 356.000 millones. Difícilmente puede pensarse que los gastos fiscales unidos a esas cifras sean de la cuantía anterior. Los fenómenos señalados por Eduardo Fernández son reales, pero su magnitud en la práctica no puede ser la señalada, y no sólo por cuestiones de fraude fiscal.

Una argumentación diferente indica que, en períodos de inflación y tipos de interés nominales elevados, la prima fiscal de inflación, los descuentos de impuestos por pagos de intereses, puede no compensar la imposición sobre beneficios ficticios por amortizaciones insuficientes. La eliminación de este segundo componente (al liberalizar fiscalmente la amortización) puede haber «reforzado las perspectivas de incremento de la rentabilidad en términos reales, incitando a las empresas a endeudarse más y acentuando así la presión al alza sobre los tipos de interés de mercado» (Atkinson y Chouraqui, 1985). Atkinson y Chouraqui señalan que, en el caso de Estados Unidos, podría haberse dado por este motivo, en 1981—82, un incremento del tipo de interés máximo admisible por las empresas de un punto porcentual nominal.

EXPECTATIVAS INFLACIONISTAS

Se ha argumentado que buena parte de la elevación de los tipos de interés real tiene que ver con la relación entre las expectativas de inflación y la inflación fáctica. En la segunda mitad de los años 70, la aceleración de la inflación debida a los *shocks* de oferta acomodados (precios del petróleo, salarios), cogió desprevenidos a prestamistas y prestatarios, que mantenían expectativas de inflación más bajas. Los prestamistas estaban dispuestos a aceptar tipos nominales bajos, y los prestatarios no estaban dispuestos a pagar según la inflación efectiva, sino según la esperada. Los prestatarios, de todos modos, no podían pagar más si subían los costes de las materias primas y los salarios al mismo tiempo.

En los años 80 se daría precisamente la situación contraria. Por un lado, salarios y costes de las materias primas dejan de elevarse o se reducen. Por otro, la inflación fáctica resulta menor que la esperada, y los prestatarios se guían por la inflación esperada en el momento de decidir los tipos de interés. Los prestamistas, escamados por las pérdidas reales incurridas en el período anterior mantienen asimismo exigencias de tipos de interés nominales superiores a la inflación fáctica.

Los tres elementos que se acaban de señalar (recuperación de rentabilidades, desaparición de algunas distorsiones fiscales, diferencias entre inflaciones esperadas y fácticas) pueden, en su coincidencia, provocar una elevación transitoria de los tipos de interés reales.

Francisco Alcalá (1985) ha señalado hace poco cómo una experiencia de contención salarial que conduzca sólo a elevaciones del coste del capital puede llevar a mayores rigideces salariales, al observarse que la contención sólo tiene efectos redistributivos y no inversores.

RESTRICCION MONETARIA

La tasa de crecimiento de la cantidad real de dinero se situaba en el período 1967-73 por encima del 11 por 100. Desde en-

CUADRO N.° 4

RESTRICCION MONETARIA Y VELOCIDAD: ESPAÑA

AÑOS	*Tasa de variación de las disponibilidades líquidas en pesetas constantes (M3)*	*Tasa de crecimiento de la renta real*	*Velocidad renta del dinero (ALP)*
1967	—	—	1,654
1968	11,0	—	1,591
1969	13,8	—	1,521
1970	8,4	4,1	1,458
1971	11,3	4,9	1,362
1972	14,4	8,1	1,291
1973	11,7	7,8	1,297
1974	3,3	5,7	1,260
1975	1,5	1,1	1,249
1976	1,5	3,0	1,264
1977	— 2,7	3,3	1,342
1978	— 0,3	1,8	1,378
1979	2,7	0,2	1,346
1980	3,1	1,5	1,325
1981	1,6	0,4	1,301
1982	2,7	0,9	1,261
1983	0,6	2,5	1,242
1984	1,5	2,3	1,236

Fuente: Banco de España, *Informe Anual*, 1984, tablas 4.4 y 1.2.

tonces ha venido creciendo a un promedio cercano al 1,5 por 100, habiendo disminuido en 1977 y 1978. De 1973 a 1984 el crecimiento real del producto interior bruto a precios de mercado ha sido del 25 por 100, mientras que la tasa de crecimiento de los activos líquidos reales ha sido sólo de un 16 por 100, debido en especial al impacto de los dos años citados de crecimiento negativo (cuadro n.° 4).

En 1984 un punto de crecimiento nominal de la cantidad de dinero equivale a unos 200 mil millones. La restricción monetaria puede tener, por tanto, un impacto sobre los tipos de interés real de cuantía «equivalente» (se trata de una comparación arriesgada) a la reducción del ahorro privado o del ahorro público.

Sin embargo, algunos estudios econométricos norteamericanos sobre la evolución de los tipos de interés señalan que la restricción monetaria no basta para explicar los tipos de interés «elevados» (por encima de las estimaciones de los modelos econométricos) de la primera mitad de los ochenta.

Sólo Clarida y B. Friedman (1983 y 1984), a partir del análisis de los errores de su modelo, sostienen que el alza se debe al lento crecimiento de los saldos reales, debido a su vez al lento crecimiento de la oferta monetaria y a la lenta desaceleración de la inflación.

Para Hendershott (1984), no debe exagerarse el problema cuando parte de la subida de los tipos de interés se debe a distorsiones fiscales. El alza se explica en su análisis por la presencia de variaciones no esperadas de la producción y variaciones no esperadas de la inflación. En cambio, las variaciones no esperadas de la cantidad de dinero y la incertidumbre con respecto a la inflación no habrían sido importantes.

Para Rapping y Pulley (1985), aunque la restricción monetaria ha tenido un efecto en la elevación de los tipos de interés, la causa principal ha debido ser la desregulación monetaria y el cambio de orientación de la Reserva Federal en 1979, cuando se abandona el control de los tipos de interés. Muchos especuladores estabilizadores, acostumbrados al comportamiento de la Reserva Federal, habrían abandonado el mercado; otros habrían interpretado el cambio de política como una señal de recesión y de elevación de los tipos de interés y se habrían convertido en *bears* desestabilizadores.

Par Huizinga y Mishkin (1984), ha ocurrido que los pagarés del Tesoro se convierten en mejor defensa frente a la inflación que otros activos financieros, gracias a su elevación de tipos de interés.

Tesis más habituales, como la evolución de las expectativas de inflación o los déficit públicos, parecen desdeñarse, no sólo por los resultados econométricos sino además por la consideración de que la apreciación del dólar ha de haber reducido las expectativas de inflación y porque la subida de los tipos de interés se dio antes de los cambios fiscales de Reagan de 1981. En 1979 se produce el cambio de orientación de la Reserva Federal, en 1980 la desregulación bancaria y en 1981 la expansión del déficit público.

Los estudios econométricos, sorprendidos por el hecho de que las ecuaciones econométricas confirmadas predicen —en los Estados Unidos— tipos de interés real inferiores a los observados, han de acabar de aclarar lo ocurrido.

UNA HIPOTETICA HISTORIA COMPLEMENTARIA

Tras la rápida lectura esbozada de algunos trabajos econométricos, parece que las causas antes apuntadas pueden complementarse —si es que hace falta— con una historia de oferta y demanda de títulos que quizás puede rezar así:

Una primera fase inflacionista hace que las decisiones de cartera de los agentes económicos se orienten hacia los activos reales. En la segunda fase inflacionista, sin embargo, las acciones no parecen constituir una buena colocación. Los motivos son variados: incremento de presión fiscal por la diferencia entre depreciación real y fiscal (Feldstein, 1978), descuento de los dividendos por el tipo de interés nominal sin consideración a la disminución del valor de la deuda de las empresas (Modigliani y Cohn, 1979), bajada de rendimientos por la incorrecta orientación de algunas inversiones hechas al socaire de tipos de interés reales bajos, situación de endeudamiento, expectativas de recesión. El primer tipo de interés que se eleva es la relación dividendo-precio, que sirve para frenar el abandono de las acciones en las carteras particulares.

¿Qué tipo de activos gana peso en esas carteras? En períodos en que la inflación puede dar sorpresas, lo mejor son activos financieros a corto plazo con tipos de interés elevados. Se van abandonando las obligaciones a largo plazo y se desregulan los tipos de interés a corto. Los bancos, fragilizados por la situación económica y el endeudamiento de las empresas, precisan de coberturas extraordinarias por morosos y fallidos, de modo que el margen financiero debe elevarse al tiempo que lo hacen los tipos pasivos. Parte de las innovaciones en los pasivos bancarios son expedientes para remunerar adecuadamente los fondos tomados a préstamo a muy corto plazo. En efecto, para que los movimientos descritos de las carteras hayan dado las pautas de tipos de interés que conocemos, la oferta de títulos tiene que haber sabido seguir esos movimientos.

¿Qué ocurre cuando se vence la inflación, desaparecen los motivos para la caída del mercado de capitales y se abandona, por tanto, el comportamiento bajista desestabilizador? Se asiste a una recuperación del mercado de capitales —incluso sin políticas monetarias expansivas—, se reduce la relación dividendo/precio, vuelve la preferencia por títulos a más largo plazo y se producen reducciones del tipo de interés real.

Esta historia complementaria aparece recogida, con matizaciones, en los apartados sobre los tipos de interés de los informes anuales del Banco de España.

El correspondiente a 1979 sitúa la principal causa de la subida de los tipos de interés nominales en la exigencia de una mayor remuneración por los poseedores de activos financieros, acompañada por restricciones monetarias inducidas por la elevación de los tipos de interés mundiales.

En 1981 se insiste en que, además, debe haber aumentado la prima de riesgo en el mercado de créditos bancarios, y en que la única forma de reducir los tipos de interés es a través de un alza transitoria de los mismos que sirva para acabar con la inflación.

El informe de 1982 resalta nuevamente la tensión monetaria inducida por la elevación de los tipos de interés mundiales y los efectos de la liberalización del sistema financiero, señalando que una mayor liberalización se traduciría en intentos de recuperación de los márgenes de intermediación.

En el informe de 1983 se amplía el diagnóstico: hay que sumar ahora la elevación del ritmo de apelación de las Administraciones públicas a los mercados crediticios, las expectativas de depreciación del tipo de cambio y la expectativa de monetización del déficit público, relanzadora de la inflación.

El informe de 1984, ante los descensos significativos de todos los tipos nominales, reconoce con alegría la ruptura de las expectativas inflacionistas de los inversores, reconoce una tendencia a la consolidación de los tipos de interés real, e introduce la consideración de que, habida cuenta del tratamiento fiscal, los tipos de interés para el prestatario son menores de lo que a primera vista puede parecer.

DEMANDA DE DINERO

Keynes señaló, hace medio siglo, cómo en los momentos en

que predominan las posiciones bajistas se produce un desplazamiento de cartera hacia el dinero, hacia la liquidez, buscando la seguridad y abandonando posiciones en obligaciones a largo y acciones. Estos movimientos de cartera tienden a elevar los tipos de interés a largo.

¿Ha habido también preferencia por la liquidez, exigente además de tipos de interés reales elevados?

La velocidad de circulación del dinero estaba cercana a 1,6 a finales de los 60, y se sitúa durante los 70 y 80 en 1,3, si se tiene en cuenta M3, o en 1,2 si se consideran los activos líquidos (ALP o M4, según se quiera denominar) (cuadro número 4). Han aumentado, por tanto, las tenencias de dinero en manos del público como porcentaje de su renta (de un 60 por 100 del PIB a precios de mercado en 1967 a un 74 por 100 —M3— u 81 por 100 —M4— (2). Diez puntos de diferencia equivalen, sobre la renta nominal de 1984, a unos 2 billones y medio de pesetas. Sin embargo, como señala la orientación bursátil, parece que estamos asistiendo a un abandono de esa preferencia por la liquidez retribuida debido a la inflación.

Una parte importante de esta orientación puede provenir de lo que Modigliani ha llamado ilusión inflacionista (Modigliani y Cohn, 1979). El inversor aprecia el tipo de interés nominal que puede obtener en obligaciones (aunque buena parte de él sea simplemente devolución del capital, erosionado por la inflación), y no reconoce, en cambio, que el rendimiento de las acciones es mejor que el aparente, precisamente porque el valor real del endeudamiento de la empresa disminuye.

Modigliani analiza memoranda dirigidos a sus clientes por grandes gestores bursátiles, asesores de inversores institucionales, y constata, que los analistas no incluían en las ganancias la pérdida de valor de las deudas y que, en parte, capitalizaban las ganancias al tipo de interés nominal.

Manuel Antonio Espitia (1985), que ha observado la Bolsa española desde la perspectiva de Modigliani, señala:

«Nuestra primera evidencia empírica es que la infravaloración del valor de mercado de la empresa española en relación a su rentabilidad real tiene su origen en que el mercado inversor ha utilizado una tasa de capitalización que se ajusta en función del tipo de interés nominal, en lugar de hacerlo en función del real, como es lo teóricamente correcto... La diferencia, en los años 1979, 1980 y 1981, es realmente espectacular, infiriéndose que el mercado de capitales valoró las acciones sensiblemente por debajo de la mitad de su valor teórico.»

Modigliani ha señalado también cómo se endereza el entuerto:

«Una circunstancia posible, cuyo resultado sea la eliminación de la subvaloración, consiste en que una porción sustancial de inversores sea consciente, directamente o a través de sus asesores, de los errores de valoración anteriores.»

Además, si la inflación es constante o decreciente, «los inversores tenderán a percibir un rendimiento igual al tipo de interés nominal, más una ganancia de capital igual a la tasa de inflación... Este exceso de rendimiento hará que los inversores reconsideren la atracción relativa de las acciones.»

Estas consideraciones pueden parecer poco relevantes en España, donde la financiación bancaria tiene más importancia que la financiación a través del mercado de capitales, y donde las carteras de riqueza cuentan con más participaciones directas en negocios no cotizados en Bolsa que valores; pero los tipos de interés no son indiferentes a que los patrimonios tengan un 20 por 100 en dinero y un 9 por 100 en títulos, o una proporción 16-13. Con menores relaciones dividendo-precio y menores rendimientos de las obligaciones, también han de ser menores los tipos de interés pasivos y activos bancarios.

LOS TIPOS DE INTERES MUNDIALES

La subida de los tipos de interés en España no es un fenómeno distinto al de los demás países occidentales. Todos ellos han pasado por la experiencia de tipos de interés real bajos en los años 70 y elevados en los 80.

Una ojeada casual a cualquier tabla de tipos de interés en el mundo occidental señala claramente una convergencia de los tipos de interés real y una correspondencia casi exacta entre tipos de interés nominales y tasa de inflación. Las diferencias entre tipos de interés reales corresponden a las depreciaciones reales esperadas de las monedas, que pueden estar sometidas a incertidumbre si la política económica interior no se adapta a la situación financiera exterior.

PERSPECTIVAS

La tasa de ahorro tiende a recuperarse; la preferencia por la liquidez tiende a reducirse, al corregirse los errores de apreciación sobre los rendimientos de las acciones; la oferta monetaria en términos reales tiende a ampliarse, al moderarse las expectativas inflacionistas en un marco de disciplina monetaria; las expectativas inflacionistas de los prestamistas y prestatarios tienden a acercarse a las tasas fácticas de inflación; sin incurrir en políticas fiscales restrictivas, los déficit públicos pueden reducirse, como resultado de la mejora coyuntural, y los déficit estructurales se han reducido ya en muchos países. Todos estos elementos apuntan a una perspectiva de reducción de los tipos de interés reales que seguramente no puede contrarrestar una elevación de la tasa de inversión y de la demanda de crédito.

NOTAS

(1) Para que la deuda pública se mantenga como proporción constante sobre el producto nacional, las tasas de crecimiento de ambas magnitudes deben ser iguales, de modo que:

$$\frac{\text{Déficit}}{\text{Deuda}} = \text{Tasa crecimiento PIB}$$

$$\frac{\text{Déficit}}{\text{PIB}} = \text{Tasa crecimiento PIB} \times \frac{\text{Deuda}}{\text{PIB}}$$

$$0{,}025 = 0{,}10 \times 0{,}25.$$

(2) La velocidad de circulación del dinero con respecto a la renta es igual a la renta real dividida por la cantidad real de dinero demandada, que es función negativa del tipo de interés nominal y positiva de la renta real. La elasticidad-renta real de la demanda de dinero a largo plazo es igual a la unidad en España (Dolado, 1985), y en momentos de inflación el tipo de interés nominal se eleva, de modo que lo normal sería apreciar una elevación de la velocidad. Su disrninución indica seguramente una elevación de la demanda de dinero, es decir, mayor preferencia por la liquidez.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ALCALA, F. (1985), «Existencia y racionalidad microeconómica de equilibrios con inflación y desempleo», Tesis Doctoral, Valencia.

ATKINSON, P., y CHOURAQUI, J.-C. (1985), «Les origines du niveau élevé des taux d'intérêt réels», *Revue Economique de l'OCDE*, otoño.

BLANCHARD, P., y SUMMERS, L. H. (1984), «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2. La traducción al castellano se publica en este mismo número de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

CLARIDA, R. H., y FRIEDMAN, B. M. (1983), «Why have short-term interest rates been so high?», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.

— (1984), «The behavior of U.S. short term interest rates since october 1979», *Journal of Finance*, julio.

DOLADO, J. J. (1984), «La estabilidad de la demanda de dinero en España (1974-1984)», *Boletín Económico*, Banco de España, septiembre.

DUIJN, J. J. VAN (1983), «Long waves and saving behavior», en Groupement International pour l'Etude des Problèmes de l'Epargne: «L'Epargne en periode de stagnation économique».

ESPITIA, M. A. (1985), «Aplicaciones microeconómicas de la *q* de Tobin: la empresa española 1962-1981», Tesis doctoral, Zaragoza.

FELDSTEIN, M. (1978), «Inflation and the stock market», NBER, agosto.

FERNANDEZ, E. (1984), «Tipos de interés, algunos problemas de medición», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.

FERNANDEZ, E., y RODRIGUEZ DE PABLO, J. (1986), «Resultados y financiación de las empresas privadas (1982-84)», *Boletín Económico*, Banco de España, febrero.

HENDERSHOTT, P. H. (1984), «Expectations, surprises and treasury bill rates: 1960-1982», *Journal of Finance*, julio.

HUIZINGA, J., y MISHKIN, F. S. (1984), «Inflation and real interest rates on assets with different risk characteristics», *Journal of Finance*, julio.

MALO, J. L., y ORTEGA, E. (1984), «El excedente bruto de explotación en la industria española y la aproximación a la evolución de la tasa de rentabilidad», *Boletín Económico*, Banco de España, diciembre.

MARCO, L. (1985), «Cómo mejorar la inversión, variable estratégica clave», *Círculo de Empresarios*, diciembre.

MAULEÓN, I., y PEREZ, J. (1984), «Interest rate determinants and consequences for macroeconomic performance in Spain», Banco de España.

MODIGLIANI, F., y COHN, R. A. (1979), «Inflation, rational valuation and the market», *Financial Analysts Journal*, marzo-abril.

PIQUE, J. (1985), «La financiación de la actividad económica: sector público, sector privado», Caixa de Pensions.

PRICE, R. W. R., y MULLER, P. (1984), «Indacateurs budgétaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE», *Revue Economique de l'OCDE*, otoño.

PHELPS, E. S. (1985), «The real interest rate quiz», *Atlantic Journal*. (Debo esta referencia a J. Greiner.)

RAPPING, L. A., y PULLEY, L. B. (1985), «Speculation, Deregulation and the Interest Rate», *American Economic Review*, mayo.