

LOS FACTORES DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE INTERÉS

En una situación como la actual, en que las principales economías, y entre ellas la nuestra, se enfrentan a serias dificultades, con descenso de la actividad y hasta con un claro peligro de deflación, cobra especial importancia el comportamiento de los tipos de interés por lo que pudieran tener de elemento coadyuvante en el esfuerzo por superar el bache. En este sentido se ha considerado que podría resultar interesante hacer una revisión de los factores de los cuales depende el nivel general de tipos, no solo desde el punto de vista de la teoría, sino también a la luz de la investigación empírica sobre el particular.

Por lo que se refiere a la teoría, nos encontramos fundamentalmente con tres enfoques, el del mercado de dinero, el del mercado de crédito y el del mercado de ahorro. Podríamos también hablar de un cuarto enfoque, que es el exterior. Vamos a revisar brevemente cada uno de ellos.

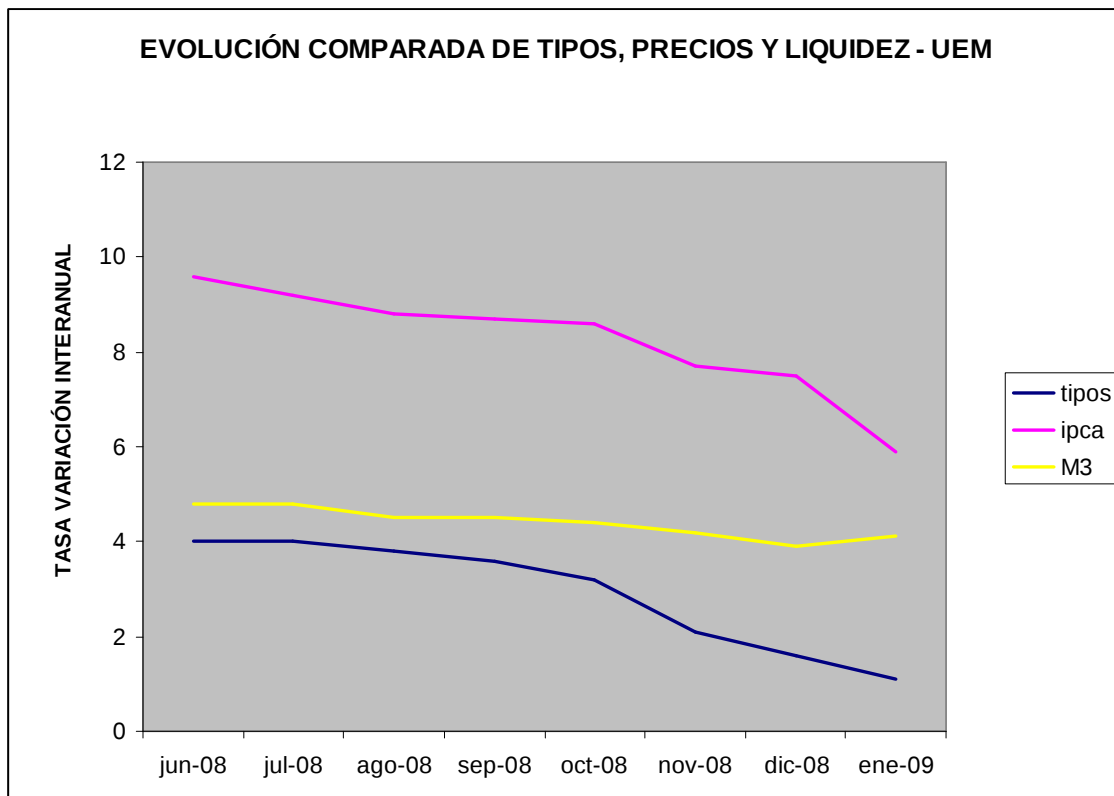
El enfoque del mercado de dinero parte de la idea de que el tipo de interés es el coste de oportunidad de mantener dinero ocioso y viene determinado por la oferta y la demanda de dinero. En la demanda de dinero influyen, según este enfoque, además del tipo de interés, otros dos factores fundamentales, como son el nivel de actividad económica y el nivel de precios. Un incremento de cualquiera de estas magnitudes provocará, como es obvio, un incremento de la demanda de dinero. En cuanto a la oferta, como bien sabemos, depende de las decisiones de la autoridad monetaria, por lo que el nivel de liquidez del sistema será, otro de los factores determinantes del nivel de tipos.

El enfoque del mercado de crédito parte de la idea de que el tipo de interés es el precio de los fondos que se prestan para financiar inversiones y vendrá determinado por la oferta y la demanda de crédito. En la demanda, además del tipo de interés, influyen factores como el déficit público - o la deuda pública - , puesto que para financiarlo el Estado ha de recurrir al mercado de crédito ofreciendo tipos que puedan resultar atractivos para los inversores, lo que provoca el llamado "efecto expulsión"; influyen también los tipos de interés exteriores, que si son más atractivos que los interiores provocarían una desviación de la demanda de crédito al exterior, e influyen también otros factores, como el volumen de actividad económica, las variaciones del nivel de precios o la productividad del capital. En cuanto a la oferta de crédito, cabe esperar que si los tipos suben la respuesta de la oferta sea positiva, por cuanto el sector bancario siempre puede generar medios de financiar inversiones atractivas.

Tenemos, en tercer lugar el enfoque del mercado de ahorro, también llamado enfoque real, frente a lo que se ha denominado enfoque financiero, que es el que engloba los ya vistos, mercado de dinero y mercado de crédito. Según éste, el tipo de interés es la remuneración que percibirán los ahorradores por poner sus fondos a disposición de posibles inversiones. Una diferencia fundamental con los enfoques anteriores es que ahora oferta y demanda de ahorro dependen del tipo de interés real y no del tipo nominal, como ocurría con aquellos. La oferta de ahorro estará constituida, por tanto, por el volumen de fondos que los ahorradores pongan a disposición de posibles inversores y la demanda, por la demanda de fondos para invertir. Entre los factores que afectan a la oferta de ahorro, además de los tipos reales, tenemos la preferencia temporal por el consumo – si se valora más el consumo futuro que el presente la oferta de ahorro aumentará –, la incertidumbre – al aumentar ésta aumenta el nivel de ahorro – y los impuestos sobre los rendimientos del ahorro. Por otra parte, la demanda de ahorro dependerá de la rentabilidad de las inversiones y del coste del endeudamiento en el exterior fundamentalmente.

Por último, hay que hacer mención del enfoque exterior que, de alguna forma, ya recogen tanto el enfoque del mercado de crédito como el del mercado de ahorro, al hacer depender los tipos nacionales de los exteriores, como hemos visto. En el enfoque exterior se contemplan además dos factores importantes como son la depreciación de la moneda nacional frente a la extranjera, de gran peso a la hora de determinar el coste de financiarse en el exterior y la prima de riesgo – país.

Llegados a este punto podríamos preguntarnos cuál de estas cuatro teorías es la buena. En otras palabras, cuáles de todos los factores mencionados son los que más peso tienen en la determinación de los tipos de interés. Para contestar a esta pregunta hemos hecho una revisión de la investigación empírica sobre determinantes del nivel general de tipos. Los trabajos revisados, tanto para España como para otros países, revelan que hay tres factores fundamentales, que son la deuda pública –o el déficit público, según el modelo empleado– la inflación – tomada, normalmente, como inflación esperada– y el nivel de liquidez del sistema – medido, en general, mediante alguna de las variables de oferta monetaria–. Otros factores a tener en cuenta, pero que parecen tener menor peso que los anteriores, son los tipos a corto plazo y el nivel de actividad de la economía. Por último tenemos otros factores incluidos solo en algunos modelos y que podemos considerar casi anecdóticos, como los tipos exteriores, el tipo de cambio, la presión fiscal o la rentabilidad del capital productivo.



Fuente: BDE y elaboración propia

En el gráfico se representa la evolución comparada, para la UEM, del nivel general de tipos, medido con el rendimiento del bono alemán a 10 años, el nivel de precios, medido con el IPCA y el nivel de liquidez del sistema medido con la M3. Como podemos observar, las cifras confirman, en líneas generales, para el período tomado como referencia, las conclusiones obtenidas de la revisión de los trabajos empíricos.

Ponferrada, 15 de marzo de 2009

Fdo. Manuel Rey Álvarez

