

EL FUTURO DE LOS TIPOS DE INTERES EN ESTADOS UNIDOS Y EN EL MUNDO

La confirmación por otro periodo de Paul Volcker como presidente del Sistema Federal de Reserva de los Estados Unidos, que desempeña las funciones de Banco central, es una buena ocasión para preguntarse sobre el futuro de los tipos de interés en Estados Unidos y en el resto del mundo, así como sobre la evolución del valor del dólar con respecto a otras monedas.

Como ya es sabido, Paul Volcker, nombrado para dirigir el FRS por el presidente Carter en 1979, ha sido el artífice de la política anti-inflacionista en los Estados Unidos. Cuando ocupó el cargo, la inflación estaba a un 13% anual; en la actualidad la inflación está por debajo del 4%. Para conseguir esta notable mejora, Volcker redujo consistentemente la oferta monetaria, permitiendo en el proceso que los tipos de interés se situaran a un nivel en torno al 20%. La política contribuyó a generar la peor recesión económica desde la Segunda Guerra Mundial.

Aunque los tipos de interés en Estados Unidos han bajado a un nivel en torno al 10%, el tipo real de interés, es decir, la diferencia entre el tipo nominal y la tasa de inflación, es todavía elevado. En efecto, 6% de interés real es todavía excesivo en relación con las necesidades de inversión de la economía, sobre todo para los proyectos a largo plazo. Keynes propugnaba un interés a largo plazo del 2 ó 3% para superar la recesión y mantener un flujo adecuado de inversión. El nivel real de los tipos de interés está impidiendo que la recuperación de las economías de los países más industrializados avance más rápidamente y sobre todo sea más segura y permanente. Muchos se temen que la barrera de los tipos de

interés frene pronto el incremento de actividad económica que se está observando en la actualidad.

Los elevados tipos de interés en Estados Unidos son también la causa de que el dólar se mantenga sobrevalorado y perpetuando la inestabilidad del Sistema Monetario Internacional. Es evidente que una economía en franca recuperación que ofrece elevados rendimientos al capital está atrayendo fondos de todas las partes del mundo; la demanda de dólares aumenta y con ella el precio del dólar en términos de otras monedas.

La pregunta ahora es qué hará Volcker con los tipos de interés. ¿Tratará de reducirlos o los dejará igual? La respuesta no es fácil ni clara, aunque es vital para reducir la incertidumbre de los mercados financieros de todo el mundo.

La política monetaria de los Estados Unidos, puesta nuevo bajo la dirección de Paul Volcker, se concentra en la determinación y control de la masa monetaria, medida normalmente por la variable M_1 , con la que se designa la suma de numerario, o dinero en metálico, y depósitos a la vista. A diferencia de otros tiempos, la política monetaria no se ocupa de la determinación de los tipos de interés, o, lo que es igual, de la conservación del valor en mercado de la deuda pública. En la actualidad la determinación de los tipos de interés, a falta de una política activa de redescuento, se deja a un mercado más o menos libre de 'fondos prestables' en el cual también se manifiestan con gran fuerza las expectativas de inflación. El juego del mercado está así corregido para tener en cuenta el valor real esperado de los

flujos de oferta y demanda en los mercados financieros 'a la Wicksell'.

Los tipos de interés en los Estados Unidos dependen pues de dos factores: a) la oferta y demanda de 'fondos prestables' y b) las expectativas de la inflación. Un exceso de demanda de fondos encarece su valor, es decir, aumenta el tipo de interés, y, por otra parte, unas expectativas inflacionistas se incorporan en los préstamos como intereses más elevados. En consecuencia, lo que se necesita para que bajen los tipos de interés en los Estados Unidos es o bien que se cambie el enfoque de la política monetaria, para convertirla en una política de determinación de los tipos de interés —cosa poco probable bajo el monetarismo reinante— o bien que se equilibre la oferta y demanda de 'fondos prestables' a un nivel aceptablemente bajo, con expectativas no inflacionarias.

¿Qué podrá hacer Paul Volcker para conseguir estos resultados? El desequilibrio, en forma de exceso de demanda, actual y previsible, de 'fondos prestables' proviene substancialmente de la magnitud misma del gasto público norteamericano para este y los próximos años, que está fuera del control del Sistema Federal de Reserva. En efecto, la financiación de un déficit fiscal, que en los próximos tres años estará cerca de los 200.000 millones de dólares cada año, se hará en

gran parte absorbiendo hasta el 60% de todos los ahorros privados de la nación. El Gobierno Federal tendrá que competir con compañías privadas, que comienzan a despertar del letargo de la recesión, y con gobiernos extranjeros, que tratan de colocar también su deuda en los mercados norteamericanos, para obtener unos fondos que la recesión no ha permitido crecer mucho en los últimos años y que resultan francamente escasos.

Mientras los déficits fiscales sean lo que son y su financiamiento se haga absorbiendo ahorros privados, no cesará la presión sobre el mercado de 'fondos prestables', elevando su precio. Naturalmente este exceso de demanda, reflejado en un interés elevado, atrae ahorros privados del extranjero, provocando una permanente revaloración del dólar.

Este análisis es aceptado en lo substancial por el mismo presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente Reagan, Martin S. Feldstein, que escribía recientemente en el *New York Times*: "Si el gobierno continúa tomando prestado un 5 ó 6% del producto nacional bruto para financiar sus déficits fiscales, la tasa de interés real tiene que seguir elevada para reducir el número de prestatarios privados a lo que permiten los limitados fondos que quedan" (16 de junio de 1983).



Paul A. Volcker no puede hacer nada a este respecto, sino criticar, como lo ha hecho en el pasado, la falta de disciplina fiscal del Gobierno Federal, recordando que unos elevados tipos de interés pueden deshacer todo lo que la política anti-inflacionista haya podido contribuir a la reanimación de la economía.

En el terreno de las expectativas de inflación, en cambio, Volcker se encuentra fuerte. Su nombramiento ha asegurado a la comunidad financiera de que, en principio, el SFR no cambiará su firme orientación anti-inflacionista en aras de la expansión económica. Volcker es para muchos una garantía de que la inflación no va a volver en cuanto tome impulso la recuperación. Pero no para todos.

Desde el verano pasado Volcker ha estado aumentando gradualmente la oferta monetaria, en la medida justa —como se ha comprobado 'ex post'— para posibilitar la recuperación sin aumentar la inflación. El aumento de M_1 por encima de las metas preestablecidas para el período no ha afectado la tendencia a la baja de la tasa de inflación, debido en gran parte al aumento de la actividad económica y a la reducción del precio del petróleo. Sin embargo, el anuncio, el 17 de junio pasado, de que la oferta de dinero básico, la variable M_1 , había aumentado en 5,600 millones de dólares intranquilizó a muchos financieros. Aumentos de esta magnitud podrían imprimir de nuevo a los precios la tendencia a la alza que todos los mercados temen. En este estado de expectativas, la subasta de títulos por valor de 14.250 millones de dólares que efectuaba el Departamento del Tesoro —equivalente a nuestro ministerio de hacienda— se encontró con la exigencia por parte de los inversores de tipos de interés más elevados (*International Herald Tribune*, 20 de junio). Este episodio puede ser una muestra de la desconfianza básica de los medios financieros en aumentos de la oferta monetaria, necesarios por otra parte para combatir el desempleo y consolidar la recuperación, pero que podrían empujar los precios en alza.

Volcker está ante un verdadero dilema que no tiene fácil solución dentro de sus propios términos de referencia. Mientras la magnitud de los aumentos de la oferta monetaria parezcan excesivos —a una comunidad financiera muy temerosa de la inflación— no se podrá dotar al sistema de la liquidez que necesita para mantener la actual tasa de crecimiento, que este último trimestre ha sido del 6% en términos reales. En este terreno



va a ser difícil dar la batalla a los tipos de interés. Eso les deja fuera del alcance de las competencias del Sistema Federal de Reserva y de Paul Volcker.

Los tipos de interés dependen, en última instancia, de la política fiscal del Gobierno Federal, que en estos momentos tiene un doble motivo para no reducir los tipos de interés. En primer lugar, porque el flujo de fondos hacia los Estados Unidos hace posible la financiación de un gran déficit sin perjudicar excesivamente los proyectos de inversión norteamericanos, al absorber ahorros de otros países junto con los propios. Sin este flujo de capitales extranjeros, el financiamiento del déficit sería más perjudicial de lo que está resultando para la recuperación de la economía norteamericana. Además el flujo de capitales que provocan los altos tipos de interés sirve para financiar el déficit en la balanza de cuenta corriente, mientras, como fruto de nuevas inversiones en tecnología moderna, se restablece la ventaja competitiva de los Estados Unidos en los mercados mundiales. De esta forma no se fomenta mucho la recuperación de otros países y mucho menos la de los países subdesarrollados o nuevamente industrializados; pero esto, mientras las deudas se puedan mantener a raya, no preocupa por el momento a los gobernantes de los Estados Unidos.

En resumen, el futuro de los tipos de interés es incierto porque hay influencias contrarias que pesan simultáneamente sobre el mecanismo de determinación: la solución es indeterminada. Pero hay indicios para inclinarse al pesimismo. Los tipos de interés están actuando como un método más del proteccionismo norteamericano, como una forma de aislar la economía norteamericana

de las economías de otros países, menos, naturalmente, en lo que a captación de fondos se refiere. Estados Unidos ha encontrado así el medio para que otros países ayuden a financiar su política de rearme. Mientras juzgue necesario continuar esta política, no dará los pasos necesarios, directos e indirectos, para reducir los déficits y permitir así que bajen los tipos de interés; el dólar seguirá sobrevalorado, mientras continúe el flujo de fondos hacia los Estados Unidos. La sobrevaloración del dólar así conseguida ni es propicia a la expansión del comercio internacional y a la consiguiente transmisión de la recuperación norteamericana a otras economías, ni puede propiciar

la estabilidad del sistema monetario internacional, como funciona en la actualidad sin patrón alguno que limite las oscilaciones o fluctuaciones de los tipos de cambio. Podremos asistir a un futuro fortalecimiento de la economía norteamericana en medio de la mediocridad de unos y la franca pobreza de los más. El nivel de los tipos de interés se ha convertido ya en una cuestión de solidaridad internacional y está vinculada a toda una concepción del papel de la economía norteamericana en el concierto de las naciones.

L.S.

