

El papel relevante de los tipos de interés en la crisis económica española

María Teresa BLANCO HERNÁNDEZ
Universidad Carlos III de Madrid

Resumen: En este artículo se estudian las aportaciones de la teoría económica para explicar el fenómeno inflacionista y la introducción los tipos de interés, en cuanto a variable explicativa de la inflación y del crecimiento económico. En una segunda parte, se analiza la situación de crisis actual de la economía española y el efecto de los tipos de interés en la misma. Finalmente se concluye con unas lecciones para que en años venideros se actúe de forma que evite otra crisis.

Abstract: This article discusses the contribution of economic theory as explicative of the inflationary phenomenon and introduces interest rates in relation to the varying explications given for inflation and economic growth. On a second note, an analysis is rendered on the current Spanish economic crisis and the effects of interest rates therein. In concluding, measures are presented as a means of preventing a future crisis.

Palabras clave: Crecimiento económico, Crisis económica, Crisis financiera, Inflación, Tipos de interés.

Keywords: Economic growth, Financial crisis, Economic crisis, Inflation, Interest rate.

Sumario:

I. Introducción.

II. Breve repaso de la Teoría Económica respecto a la inflación.

2.1. *La Teoría Cuantitativa del dinero.*

2.2. *La inflación de demanda.*

2.2.1. La inflación de demanda. Primera formulación.

2.2.2. Inflación de demanda. Formulación convencional.

2.3. *La inflación de costes.*

2.3.1. La inflación de costes. Versión tradicional.

2.4. *La explicación monetarista de la inflación.*

III. El papel de los tipos de interés en el crecimiento económico y en la inflación. El caso de España.

3.1. *El papel de los tipos de interés en el crecimiento económico. El caso de España.*

3.2. *El papel de los tipos de interés en el control de la inflación. El caso de España.*

IV. ¿Son los tipos de interés bajos un indicador de la buena marcha de la economía?

4.1. *Los bajos tipos de interés y la necesaria inyección de confianza.*

4.2. *Los bajos tipos de interés y la respuesta de los agentes económicos.*

V. Conclusiones.

VI. Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

Ahora más que nunca se ha hecho necesario e imprescindible el conocimiento y toma en consideración de algunos términos de naturaleza económica y financiera para el día a día. Y considero que es parte de nuestro trabajo, el tratar de explicar a los no financieros, que es lo que ha pasado y sobre todo que es lo que nos va a pasar. En una época de crisis financiera y económica como la actual, nadie es ajeno en el uso de conceptos como inflación ó tipos de interés, que voy a tratar de explicar y de relacionar con el momento de crisis que estamos viviendo.

Para ello, paso a definir el concepto de inflación y las distintas teorías tradicionales que han tratado de explicar este fenómeno. Además, pongo de manifiesto la influencia y repercusión de los tipos de interés en variables como la inflación ó el crecimiento económico.

Para medir los precios, en España utilizamos el Índice de Precios al Consumo (el denominado IPC), que nos indica la evolución media de los precios de una cesta de bienes de consumo representativa de las familias españolas, y la tasa de variación de dicho índice es lo que se conoce con el término de inflación, concepto muy importante en la toma de decisiones por parte de los agentes económicos.

El concepto de inflación hace referencia al proceso de alza sostenida del nivel general de precios ¹. Existe consenso en admitir que hay inflación cuando el nivel general de los precios se eleva por encima de una tasa determinada, que durante décadas y también en la actualidad, se ha fijado en el 3 por ciento.

De dicha definición se deriva que todo crecimiento de precios por debajo de ese porcentaje explica otro concepto: el de estabilidad de precios. Cuando los precios en una economía crecen entre un 1 y un 3 por ciento anual, estamos en situación de estabilidad de precios. De acuerdo con el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, la estabilidad de precios consiste en un incremento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo para el conjunto de la zona del euro inferior al 2 por ciento.

1. FERNÁNDEZ, A, y otros, *Política Económica*, Mc Graw Hill, Madrid 2005.

Por tanto, la estabilidad de precios, como pudiera parecer a primera vista, no consiste en la constancia del nivel general de precios, sino más bien en una tasa de inflación que, por ser suficientemente reducida no distorsiona los procesos de toma de decisiones de los agentes económicos, en cuanto a sus niveles de producción, ahorro, consumo e inversión.

De lo anterior se deriva que en algunos foros se hable del *optimum steady inflation* en cuanto a la definición de determinadas tasas de inflación adecuadas ó ajustadas a situaciones concretas.

Es el momento de preguntarse a la vista de la situación actual de crisis económica y financiera, si los bancos centrales de los diferentes países han sido conscientes de la importancia del *optimum steady inflation* en cuanto a la fijación de los tipos de interés oficiales. Y en este mismo sentido, si realmente se han definido los tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, en aras de lograr una tasa de inflación que permita estabilidad económica y crecimiento de la economía.

Pero antes, hagamos un breve repaso sobre las diferentes teorías explicativas de la inflación y su control por parte de las autoridades con el fin de estudiar sus efectos sobre el crecimiento económico.

II. BREVE REPASO DE LA TEORÍA ECONÓMICA RESPECTO A LA INFLACIÓN²

2.1. La Teoría Cuantitativa del dinero

El origen de la Teoría Cuantitativa se sitúa en los últimos años del siglo XVI y explica el fenómeno inflacionista como un fenómeno monetario, lo que significa que cualquier incremento de los precios tiene su explicación y su origen en un aumento de la oferta monetaria.

Dos son las corrientes que defienden dicha explicación:

- La Teoría Cuantitativa del dinero. Formulación Clásica.
- La Teoría Cuantitativa. La ecuación de la Escuela de Cambridge.

2.1.1. Teoría Cuantitativa. Formulación clásica

Para los primeros defensores de esta teoría, no existe una preocupación por explicar la demanda de dinero, puesto que el único motivo para retener una parte del mismo es el de disponer de un medio de pago para realizar compras. El motivo para mantener dinero líquido es el poder realizar transacciones,

2. Para la exposición de esta parte teórica, véase FERNÁNDEZ DÍAZ y otros, *Política Económica*, Mc Graw Hill, Madrid 2005.

puesto que normalmente no coinciden los períodos de los ingresos con los de los pagos, así como su conveniencia para estar protegidos ante situaciones adversas.

La ecuación de cambios de *Fisher* refleja lo que acabamos de enunciar, de esta manera:

$$M.V=P.T$$

Siendo:

M: Oferta Monetaria.

V: Velocidad de circulación del dinero.

P: Nivel de precios.

T: Volumen de transacciones.

Los autores clásicos defienden tres supuestos básicos sobre los que edifican su teoría:

1. Las variaciones en las variables V y T son independientes de las variaciones en la oferta monetaria ó M.
2. A corto plazo, dichas variables, V y T, son constantes.
3. Todo aumento de la oferta monetaria (M), provoca aumentos en los precios (P) y además en esta dirección.

De esta manera se formula la Teoría Cuantitativa del Dinero, como una teoría del nivel general de precios, siendo *dicho nivel de precios determinado únicamente por la oferta monetaria en términos nominales y además proporcional a dicha oferta.*

Las principales críticas que ha recibido esta formulación se derivan del supuesto básico de constancia de la velocidad de circulación del dinero y del volumen de transacciones, lo que cuestiona el resultado posterior en cuanto a la explicación del fenómeno inflacionista.

Sin embargo, hay otras críticas, de sus propios seguidores, especialmente los llamados de la Escuela de Cambridge y estas son:

1. El olvido de la influencia de las variaciones en los tipos de interés sobre los precios, tema sobre el que volveremos para tratar de explicar la situación actual.
2. El carácter excesivamente mecanicista de su enfoque, en el que olvidó también los motivos de demanda de dinero.

2.1.2. Teoría Cuantitativa. La ecuación de la Escuela de Cambridge

Durante la Primera Guerra Mundial, aparecen las primeras diferencias sobre la forma de explicar la inflación como fenómeno monetario y en este sentido, algunos economistas liderados por *Marshall* y *Pigou* tratan de infundir importancia de los motivos para demandar dinero, que parecían haber sido olvidados por sus predecesores.

Para este grupo de economistas, el dinero no es exclusivamente un medio de cambio, sino un activo financiero que las personas desean mantener en lo que pasó a denominarse “saldo de caja”.

Enuncian al menos, tres motivos para demandar dinero por parte de los individuos, siendo:

1. Su capacidad de compra inmediata ó motivo transacción.
2. La posibilidad de utilizarlo en condiciones ventajosas en caso de surgir una oportunidad ó motivo especulación.
3. La seguridad de estar prevenidos ante una coyuntura adversa ó motivo seguridad.

Y de ahí, surge la siguiente expresión:

$$Md = k(P.Y.)$$

Siendo:

Md: Demanda monetaria.
 k: Una fracción entre 0 y 1, que expresa el porcentaje de la renta nominal que los individuos desean mantener en forma de saldos de caja.
 Y: Renta en términos reales.
 PY: Renta nominal.

En situación de equilibrio, la oferta monetaria se iguala con la demanda monetaria, por lo que la expresión anterior pasaría a ser:

$$M = k PY$$

Dado este escenario de igualdad entre oferta y demanda monetaria, si la cantidad de dinero aumenta, los agentes económicos dispondrán de más saldos monetarios que los deseados y previstos, por lo que se gastarán parte de su dinero con el fin de reducir el exceso y en este proceso los precios aumen-

tarán. Por lo que nuevamente, se alude a la explicación de la inflación como fenómeno monetario, que se explica por un incremento de la oferta monetaria.

A continuación, se recoge en un cuadro, las principales diferencias en los dos enfoques de la Teoría Cuantitativa del Dinero.

CUADRO 1.

Principales diferencias entre los dos enfoques de la Teoría Cuantitativa

La Ecuación de Fisher	Ecuación de Cambridge
De carácter macroeconómico, al ocuparse de la cantidad de dinero necesaria para financiar un volumen dado de transacciones	De carácter macroeconómico, al señalar la cantidad de dinero que cada persona demanda en función de su renta.
<ul style="list-style-type: none"> - La demanda de dinero se explica únicamente por motivo transacción. - Constancia de la velocidad de circulación del dinero. 	<ul style="list-style-type: none"> - La demanda de dinero se explica por los motivo transacción, especulación y seguridad. - Importancia a la Renta nominal, en función de la cual se determina el valor de k y define el montante de los saldos de caja. - Tímido intento de valorar la actuación de los tipos de interés.

FUENTE: elaboración propia.

2.2. La inflación de demanda

Tal y como su nombre indica, en esta ocasión se trata de explicar el fenómeno inflacionista por causas atribuidas a la demanda. Hay de nuevo dos aportaciones, que se suceden en el tiempo:

- La inflación de demanda. Primera formulación.
- La inflación de demanda. Formulación convencional.

Es en esta inflación, explicada desde el lado de la demanda, dónde los tipos de interés hacen verdaderamente su aparición y se alzan como variable explicativa del incremento de los precios.

2.2.1. La inflación de demanda. Primera formulación

La inflación de demanda, formulada por *Keynes* se considera un ataque frontal a la Teoría Cuantitativa del Dinero, en cuanto que rompe con la explicación de la inflación provocada por un incremento de la oferta monetaria. Para ello utiliza un sistema de ecuaciones que reproducimos a continuación:

- *Renta Nacional*: Comprende la remuneración normal de los factores de producción y beneficios imprevistos.

$$Y = E + B$$

- *Producción Total*: Incluye los Bienes de Consumo y Bienes de Inversión.

$$O = C + K$$

- *Ahorro*: Consiste en la remuneración de los factores de producción menos los Gastos en consumo.

$$S = E - PC'$$

- *Inversión*: Incluye el Gasto en Bienes de capital.

$$I = P''K$$

- *Índice General de Precios*: Comprende los Gastos Totales entre la Producción.

$$P = \frac{P'C + P''K}{O}$$

ó

$$P = \frac{E - S + I}{O}$$

Que agrupando de manera distinta:

$$P = \frac{E}{O} + \frac{I - S}{O}$$

En esta última expresión, se muestran los dos sumandos responsables de explicar el incremento de los precios: la inflación de costes o la inflación producida por el lado de los costes (el primero) y la inflación de demanda o la inflación producida por el lado de la demanda (el segundo), de acuerdo con la Inflación de Demanda. Y así:

1. Un incremento de la remuneración de los factores de producción superiores al crecimiento de la producción desemboca en una inflación de costes.
2. Un incremento de la tasa de inversión por encima de la tasa de ahorro provoca una inflación de demanda.

Dejemos la primera explicación para el siguiente apartado y detengámonos en este segundo aspecto, en la denominada inflación de demanda, para preguntarnos: ¿Cuál es la causa que provoca este desequilibrio entre ahorro e inversión?

Sin lugar a dudas, los tipos de interés, pues hay una caída del tipo de interés de mercado respecto al tipo de interés natural. Pero, ¿cómo se definen ambos tipos de interés?.

Se denomina tipo de interés natural aquel que iguala ahorro e inversión en una situación de pleno empleo.

Se denomina tipo de interés de mercado aquel que se forma como consecuencia del cruce de oferta y demanda de dinero en los mercados monetarios y crediticios.

El mecanismo de propagación por la existencia de estos dos tipos de interés, se inicia cuando un aumento en la cantidad de dinero, de la oferta monetaria, genera una caída del tipo de interés de mercado por debajo del tipo de interés natural, que provoca un desequilibrio entre inversión y ahorro, puesto que la demanda de inversión será mayor que la oferta de ahorro, lo que generará presiones inflacionistas. Sin duda, lo más significativo de este desarrollo es señalar que se trata de una nueva versión de la teoría cuantitativa del dinero, pero a través de un mecanismo completamente nuevo: la cantidad de dinero no opera directamente sobre los precios, sino de forma indirecta, *a través de su influencia sobre el tipo de interés de mercado*.

Pero además, puede ocurrir y esta es la principal aportación del *Teatrise of Money de Keynes*, que el tipo de interés de mercado descienda como consecuencia de los cambios en las expectativas sobre el precio de los títulos, lo que provocaría, asimismo, un proceso inflacionista. Así pues, podrían producirse alzas de precios sin el requisito previo del crecimiento de la cantidad de

dinero por el simple hecho de un cambio en las expectativas, aunque el stock monetario permaneciese constante.

2.2.2. Inflación de demanda. Formulación convencional

Sin embargo, Keynes, en su obra *Treatise of the Money*, no se encuentra satisfecho tras haber formulado una nueva versión de la teoría cuantitativa del dinero para explicar la inflación como fenómeno monetario y dirige sus estudios e investigaciones a tratar de determinar el nivel de producción y empleo, profundamente dañados a consecuencia de la importante depresión económica de los años 20 y 30. Por este motivo, Keynes centra su atención en los efectos de la oferta monetaria sobre el nivel de producción y no en los precios.

Desde este nuevo objetivo, Keynes tan sólo aceptaba la validez de la Teoría Cuantitativa para explicar una inflación pura provocada por incrementos de la cantidad de dinero cuando la renta real había alcanzado su nivel máximo, es decir, cuando estábamos en una situación de pleno empleo y con el completo uso de todos los recursos.

El proceso de inflación de demanda se explica, según Keynes, por un exceso de demanda en el mercado de bienes. El aumento de precios se produce porque la demanda en términos monetarios, por parte de inversores y consumidores, excede de la capacidad productiva real del sistema económico.

Así pues, el nivel general de precios aumenta porque la demanda de bienes y servicios excede de la oferta disponible a los precios iniciales, sin que haya aumentado la oferta monetaria necesariamente.

Lo que se pone de manifiesto es una nueva explicación del aumento de precios, como consecuencia del gasto agregado y por tanto, con independencia del aumento en la masa monetaria.

2.3. *La inflación de costes*

Nuevamente aquí los tipos de interés adoptan un papel fundamental en la explicación del fenómeno inflacionista, si bien desde el lado de los costes.

2.3.1. La inflación de costes. Versión tradicional

Se considera que el proceso inflacionista tiene su origen en los costes, en cualquiera de los componentes:

1. Incremento de los salarios monetarios.
2. Incremento del coste de las materias primas.
3. Aumento del margen de beneficios.
4. Reducción de la productividad.

Partimos de la ecuación de la Renta monetaria:

$$PY_r = WN + (\sigma + r)qK \quad (1)$$

Siendo:

P: Nivel general de precios.
 Y_r : Renta Nacional Real.
 W: Salario nominal medio.
 N: Fuerza de trabajo.
 σ : Tipo de beneficio medio.
 r: Tipo de interés de mercado.
 K: capital real.
 q: Módulo para medir el capital real.

Si en la expresión anterior (1), despejamos el Nivel general de precios:

$$P = \frac{WN + (\sigma + r)qK}{Y_r}$$

Si dividimos por el Empleo (N):

$$P = \frac{W + (\sigma + r)q\alpha}{\beta}$$

Siendo:

$\alpha = \frac{K}{N}$, es decir, relación constante entre capital y empleo.
 $\beta = \frac{Y_r}{N}$, es decir, la productividad media del trabajo.

De lo que se desprende que la inflación de costes se produce cuando la remuneración de los factores de producción es superior a la productividad de los mismos, todo ello suponiendo que es constante la relación entre capital y empleo, recogido en y sin considerar el posible efecto compensatorio de las variaciones en el tipo de interés.

2.4. La explicación monetarista de la inflación

De la mano de Milton Friedman y sin dejar de sentir la presencia de la explicación de la inflación como fenómeno monetario, resurge esta nueva corriente cuantitativista, pero con una gran diferencia, puesto que no se trata de una teoría para explicar el nivel de precios, sino una alternativa a la propuesta por Keynes para tratar de incrementar el nivel de producción y la tasa de empleo.

La primera cuestión que se formula Friedman trata sobre las razones de los individuos y las empresas para demandar dinero y concluye que la demanda de dinero es equivalente a la de cualquier otro activo.

Por una parte, los individuos demandan dinero en función de su riqueza total, de sus gustos ó preferencias sobre la posesión de esta forma de riqueza y del rendimiento relativo del mantenimiento de dinero frente a otros activos alternativos de mayor rentabilidad.

Por la otra, las empresas demandan dinero en función de la tasa de rendimiento del dinero y de otros activos, por el tamaño de las empresas y por factores tales como las expectativas, los modos de financiación habitual... que determinan las preferencias de la empresa respecto a la tenencia de dinero.

La demanda de dinero en términos reales, viene determinada por la siguiente expresión:

$$\frac{Md}{P} = f(r_a, r_b, \dot{p}/p, Y_p, h, u)$$

Que indica:

- a) Una relación inversa con los tipos de interés de activos financieros alternativos y de la tasa esperada de cambio de los precios: $r_a, r_b, \dot{p}/p$.
- b) Una relación directa con la renta permanente y de la proporción de la riqueza no humana frente a la humana: Y_p, h
- c) La variable u , engloba otros factores, como preferencias, expectativas y no es posible determinar una relación directa ó inversa.

Las conclusiones que se derivan de dicha expresión son:

1. La defensa de la estabilidad de la función de demanda de dinero, en el sentido que cambios finitos en las variables determinantes de dicha función se traducen en cambios finitos en la demanda de saldos monetarios reales.
2. La independencia de la oferta y la demanda de dinero.
3. La importancia de los tipos de interés en la determinación de la demanda de dinero. Al existir un amplio abanico de activos financieros en los que invertir, los individuos ante incrementos en la oferta monetaria se lanzan a demandar activos financieros que estén a su alcance, provocando una elevación del precio y una pérdida de rentabilidad y de atractivo de cada uno de ellos, por lo que no se esperan variaciones en la demanda monetaria.
4. La renta permanente es la variable explicativa fundamental en la determinación de la demanda de dinero.

El mecanismo explicativo de la transmisión es que ante aumentos en la oferta monetaria, se produce un desequilibrio entre la cantidad de dinero existente y los deseos del público. Al intentar reequilibrar su cartera, se demandarán otros activos, empezando por los más líquidos, lo que repercutirá en un aumento de su precio y una reducción de su rentabilidad. De esta forma, la demanda se irá extendiendo a toda la gama de activos siguiendo el orden: dinero-activos financieros-activos reales-servicios.

En este proceso se disminuyen las tasas de rendimiento de todos los activos, lo que aumenta la inversión y vía multiplicador la renta en términos nominales, y por otro lado, aumenta la renta en términos nominales directamente, pues la mayor demanda de activos reales y servicios, estimula la producción, la inversión y el consumo.

Pero los efectos de las variaciones en la cantidad de dinero se traducen a corto plazo, en cambios en renta real y en precios, sin saber exactamente en qué medida afectan a cada una de estas dos variables, lo que se conoce como la Ecuación Perdida de Friedman. Lo más destacable, es que a largo plazo, solo sobrevive el efecto sobre los precios, puesto que las magnitudes reales, que son la renta real y el paro, tienden a largo plazo a sus valores naturales y la cantidad de dinero ejerce su impacto sobre variables nominales, especialmente el nivel general de precios.

En definitiva, las tasas de inflación vienen determinadas por las respectivas tasas de crecimiento de la oferta monetaria y esta debe crecer en función del potencial de crecimiento del producto real.

III. EL PAPEL DE LOS TIPOS DE INTERÉS EN LA INFLACIÓN Y EN EL CRECIMIENTO ECONÓMICO. EL CASO DE ESPAÑA

3.1. *El papel de los tipos de interés en la inflación. El caso de España*

La parte teórica de este primer apartado nos deja sobre la mesa un tema de estudio muy interesante, a la luz de la situación actual de crisis que estamos viviendo a nivel mundial y a nivel particular. Y es que, nos interesa poner de manifiesto la influencia de los tipos de interés en dos aspectos especialmente importantes, como son el crecimiento económico, medido a través de la producción y la inflación.

Hagamos un breve repaso:

- La Escuela de Cambridge critica abiertamente que la Teoría Cuantitativa en su primera formulación, no hiciera mención de la influencia de las variaciones de los tipos de interés sobre los precios, pero no fue capaz de darle cabida en su explicación.
- La inflación de demanda en su primera formulación, determina que un incremento de la oferta monetaria produce un desequilibrio entre la demanda de inversión sobre la oferta de ahorro, al descender el tipo de interés de mercado por debajo del tipo de interés natural, lo que provoca un incremento de los precios. Por otra parte, señala que los tipos de interés no sólo pueden reducirse por aumentos en la cantidad de dinero, sino además por un cambio en las expectativas, para finalmente traducirse en un incremento de precios.
- La inflación de costes, también acusa a los tipos de interés como variable explicativa de un aumento de precios, en el sentido que un aumento en los primeros desencadena un aumento en los segundos.
- La explicación monetarista de la inflación, señala que un aumento de la oferta monetaria supone la demanda por parte de los individuos, de todo el abanico de activos financieros que haya en el sistema, desde los más líquidos hasta los menos líquidos, provocando a corto plazo, efectos en el nivel de producción y en los precios y manteniéndose a largo plazo, el efecto sólo en los precios.

Por otra parte, tal y como hemos analizado previamente, se pone de manifiesto un posible efecto compensatorio de los tipos de interés en la denominada inflación de demanda e inflación de costes y es que:

- Un aumento en el tipo de interés provoca inflación de costes, pero a la vez se reduciría la inversión sobre el ahorro y asistiríamos a una reducción de la inflación de demanda.

- Y al revés: una disminución en el tipo de interés provoca una disminución de la inflación de costes y un aumento de la inversión sobre el ahorro con la consecuente inflación de demanda.

De lo que se deriva, que el efecto final, dependerá del mayor peso del aumento ó de la reducción sobre los precios.

La experiencia española más reciente nos muestra una situación como la descrita en segundo lugar, dónde se ha creído que dicha disminución de tipos de interés iba a repercutir en mayor grado, en un aumento de la inversión sobre el ahorro, con su efecto estimulante sobre el crecimiento y la productividad, superior al incremento de los precios vía inflación de demanda. Y es una verdad a medias.

Hagamos un repaso de las tasas de inflación en la última década. ¿Se ha visto influida la inflación por la evolución de los tipos de interés? Sin duda, tipos de interés inusualmente bajos como los experimentados en los últimos tiempos, tal y como se muestra en los cuadros siguientes, ha tenido mucha influencia en la evolución de los precios, en concreto en el sector inmobiliario, dónde se han vivido incrementos de un 15% anual durante varios años.

GRÁFICO 1. Evolución del precio oficial del dinero por el BCE: 2000-2002

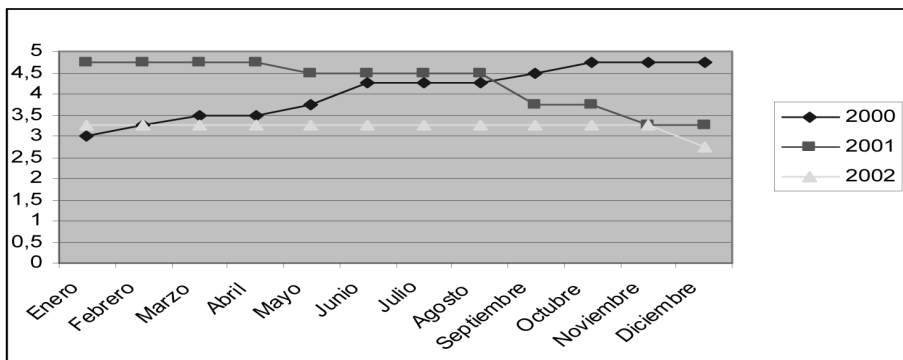


GRÁFICO 2. Evolución del precio oficial del dinero por el BCE: 2003-2005

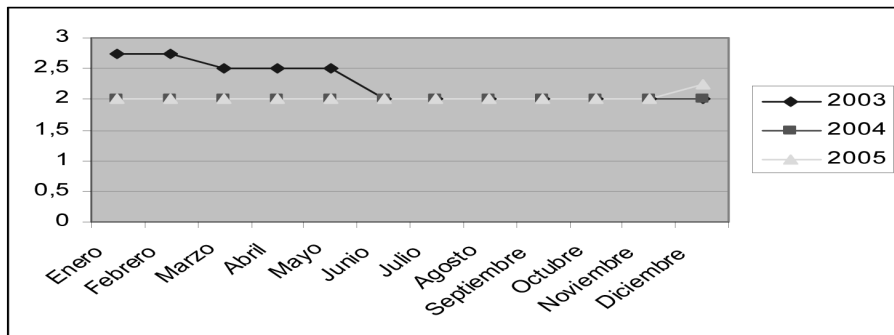
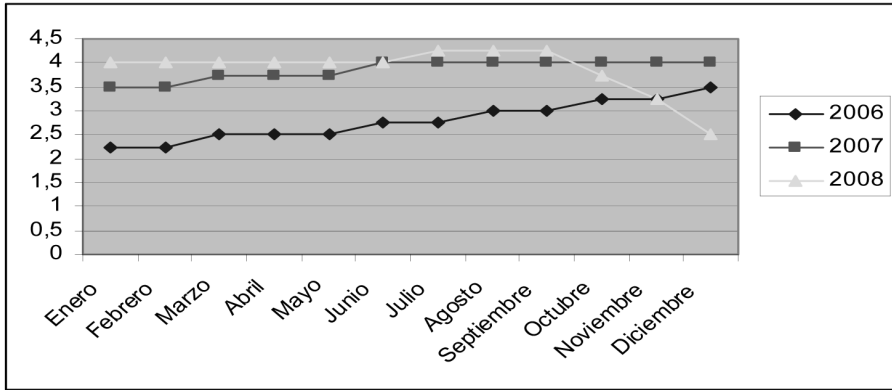


GRÁFICO 3. Evolución del precio oficial del dinero por el BCE: 2006-2008



FUENTE: Banco de España.

CUADRO 1. Evolución del IPC. 2000-2008

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (prv)
3,5%	2,8%	3,6%	3,1%	3,1%	3,4%	3,6%	2,8%	1,5%

FUENTE: Eurostat.

CUADRO 2. Tasa anual de incremento en el precio de las viviendas: 2001-2009

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (prv)	2009 (prv)
11,1%	17,3%	18,5%	17,2%	12,8%	9,1%	3%	0%	1%

FUENTE: El mundo.es y Expansión.com

Tal y como se observa en los datos de los cuadros anteriores, los períodos con precio oficial del dinero menor, corresponde con un IPC menor y con un incremento del precio de las viviendas mayor y viceversa.

3.2. *La influencia de los tipos de interés en el crecimiento económico y en la tasa de desempleo. El caso de España*

Desde la teoría, hemos puesto de manifiesto las distintas escuelas que dan respuesta a un incremento del nivel de producción, medido a partir del Producto Interior Bruto (PIB).

- La inflación de demanda, en su formulación convencional, señala que cuando hay un exceso de demanda en el mercado de bienes que no puede ser satisfecho por la capacidad productiva real de ese momento se produce un incremento de los precios. Si, por el contrario, la oferta de bienes se adapta a la creciente demanda, no hay aumento de precios, sino de la variable que experimenta un aumento es el crecimiento económico.
- La explicación monetarista también se refiere a los efectos que se derivan sobre el incremento de la producción, tras un aumento de la oferta monetaria, pero tan sólo a corto plazo, pues variables nominales tan sólo afectan a variables nominales y no a reales. Es lo que se denomina “La Ecuación Perdida de Friedman”.

A la vista de lo que cuenta la teoría y sabiendo qué es lo verdaderamente deseable para una economía, es que una disminución de los tipos de interés se tradujese en un incremento de la producción, en un aumento de la tasa de empleo y reducción del desempleo. En el cuadro siguiente se muestran los datos del Producto Interior Bruto como variable explicativa del crecimiento económico.

CUADRO 3. Evolución del PIB desde el 2001-2009. En porcentaje (los datos de 2008 y 2009 son previsiones)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
5,05	3,6	2,7	3,1	3,25	3,6	3,85	3	1,3	-0,2

FUENTE: Eurostat e INE. Media de datos cuatrimestrales.

CUADRO 4. Evolución de la tasa de paro 2000-2009. En porcentaje (los datos de 2008 y 2009 son previsiones)

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (pr)	2009 (pr)
11,2	10,3	11,1	11,1	10,6	9,2	8,5	8,3	14%	16%

FUENTE: Eurostat e INE

Con la información que se desprende de los cuadros n.º 3 y n.º 4, observamos que, a pesar de que el PIB se ha mantenido en tasas cercanas al 4 por ciento, la tasa de paro no se ha visto reducida como cabría esperar, tal y como señala, Francisco Aranda como presidente de la Asociación de Grandes Empresas de Trabajo Temporal (Agett), «es necesario que el producto interior bruto, el PIB, crezca a tasas del 2,5% para que se reduzca el desempleo».

Las razones de que a pesar de que la tasa de crecimiento de la economía ha sido elevado, no se ha experimentado un descenso en la tasa de desempleo radican, en gran medida, a la masiva llegada de inmigrantes experimentada en los últimos diez años, que han aumentado los ingresos a la Seguridad Social, conociéndose tasas no experimentadas hasta este momento de afiliados a este organismo. Los datos a este respecto apuntan a que España es el país de la Unión Europea dónde más ha aumentado la inmigración entre 2000 y 2005, dónde la cifra pasó de 1,6 millones a 4,79 millones de extranjeros lo que significa un aumento de 194,2%, según datos de la Organización Internacional para las Migraciones ³.

Sin duda, las políticas de acogida de inmigrantes y su legalización han tenido una enorme influencia, desatendiendo una de las prioridades de toda actuación de política económica por parte de las autoridades económicas, que es la de reducir la tasa de paro ⁴.

Por otra parte, la Ecuación Perdida de Friedman y según los principios de la explicación monetarista de la inflación, nos advierte que con el uso de variables nominales tan sólo se ven afectadas las variables nominales y no las reales, como el crecimiento económico, al menos en el largo plazo. Por tanto, tras un incremento de la demanda agregada, el único efecto que perdura y se mantiene es en la inflación, desapareciendo el incremento en la renta o producción nacional.

En la realidad económica española, el aumento de la demanda agregada, principalmente en el sector inmobiliario, se ha debido fundamentalmente a la presencia de unos tipos de interés inusualmente bajos, tal y como se desprende de la información de los cuadros anteriores. Podemos señalar, sin temor a equivocarnos, que esta situación de tipos de interés reducidos, en lugar de definirse como factor determinante para el crecimiento económico, se ha alzado como pieza clave de la actual crisis económica y financiera que estamos atravesando, tal y como anunciaba la Ecuación Perdida de Friedman.

Por tanto, podemos asegurar a la vista de la teoría explicativa anterior, que la respuesta de la economía española ante un escenario de bajos tipos de interés, definido por el Banco Central Europeo, ha tenido tres importantes consecuencias:

1. La reducción de tipos de interés, vía menores costes no se ha aprovechado para ser más competitivos, sino en demandar más mano de obra, y por lo tanto, sin descensos significativos en la tasa de paro.

3. En esta nueva formulación, Keynes, continúa siendo neoclásico, aunque no cuantitativista tradicional, como de hecho lo fue con anterioridad, concretamente en su obra *A Tract on Monetary Reform*, de 1923, en la que aceptaba la teoría cuantitativa.

4. Véase la información de *Mercados El Mundo*, 7 de diciembre de 2008.

2. La reducción de tipos de interés ha repercutido en un aumento de la inflación de demanda.
3. La reducción de tipos de interés y según la Ecuación Perdida de Friedman, se traduce a largo plazo en un incremento de precios.

El escenario de pérdida de competitividad, aumento del número de afiliados a la Seguridad Social, sin cambios significativos en la reducción de la tasa de paro e incremento de la inflación, describe los ingredientes de la situación de crisis económica y financiera por la que atraviesa España. Y el origen es de libro.

CUADRO 5. Ingredientes de la situación de crisis en España

I. No aprovechar los bajos niveles de tipos de interés para que nuestras empresas sean más competitivas.	II. Ante bajos niveles de tipos de interés, los empresarios contratan más mano de obra.	III. No reducción de la tasa de paro en base al mayor número de contrataciones.	IV. Inflación de demanda por reducidos tipos de interés.
--	---	---	--

FUENTE: Elaboración propia.

IV. ALGUNOS INGREDIENTES PARA ASEGURAR LA BUENA MARCHA DE LA ECONOMÍA

La primera pregunta que cabe hacerse es: ¿Son los tipos de interés bajos un indicador de la buena marcha de la economía? Se trata de una pregunta difícil de responder, principalmente a la vista de la experiencia reciente. Sin duda, es una condición necesaria pero no suficiente. De hecho, en este apartado relacionamos dos aspectos también necesarios: la confianza y la respuesta de los agentes económicos.

4.1. *Los bajos tipos de interés y la necesaria inyección de confianza*⁵

Las sucesivas bajadas de los tipos de interés están explicadas por la amenaza de una recesión mundial, que es mucho más que una posibilidad. La presencia de una crisis mundial explica que el precio del petróleo y las materias primas sigan bajando a pesar de los recortes de producción.

La bajada de tipos de interés va a suponer un alivio para los tenedores de hipotecas, pues las cuotas de las hipotecas a tipo de interés variable, que son

5. Los objetivos de política económica son cuatro: reducir la tasa de paro, controlar y reducir la inflación, lograr equilibrio en la balanza de pagos y crecimiento económico.

la mayoría, serán bastante más asequibles. El euríbor a 1 año se sitúa por debajo del 4% frente al 5% de hace unos meses, y previsión es a la baja.

Pero, puesto que se trata de una condición necesaria pero no suficiente, no podemos caer en el error de pensar que con una mejora de las condiciones financieras la economía real responda de modo inmediato a la nueva situación, ni que responda conforme a lo previsto según los manuales.

Y es que el ejemplo más claro ha sido Japón, que ha permanecido más de diez años con tipos de interés negativos y una economía estancada. La pregunta, pues, que cabe hacerse es: ¿cómo escapar de tal amenaza? ¿Cómo librarnos de una experiencia tan premonitoria?

La única enseñanza que cabe extraer de tales fracasos, como el de Japón, es que la economía sólo rejuvenece y vuelve a explotar cuando se generan los incentivos apropiados, cuando las condiciones para producir y vender son las idóneas y en consecuencia los consumidores potenciales se hacen presentes y adquieren productos y servicios.

El corolario es que el sistema necesita una inyección de confianza, pero para ello hay que mostrar cierto activismo, por ejemplo y para ganar competitividad habría que eliminar la denominada “indiciación” o que los salarios se ajusten según la inflación, porque esta nefasta relación incrementa los costes laborales ⁶ con una pérdida de competitividad, según ha repetido el gobernador del Banco Central Europeo, Jean Claude Trichet.

4.2. *Los bajos tipos de interés y la respuesta de los agentes económicos*⁷

El origen de la crisis hay que situarlo en la codicia y en la voracidad de los agentes financieros. La codicia y un afán de lucro excesivo presente tanto en épocas de bonanza como en las de crisis o inestabilidad económica. Es, además una característica que comparten tanto el financiero que concede hipotecas como el individuo que suscribe una hipoteca, que finalmente, y tras una subida de tipos de interés, no puede pagar. Y es que, entre el 25 y el 30% de las viviendas que se compraron entre 2005 y 2006, coincidiendo con los tipos de interés más bajos, fue con fines especulativos, al calor de unos precios que subían más de un 15% anual ⁸. Por tanto, ¿quién tiene la culpa?

El hecho es que ha habido una generación excesiva de deuda o de su contrapartida: el crédito del sistema financiero a las familias y empresas financieras y no financieras de la economía. Ahora bien, si el crecimiento del crédito ha sido elevado es porque las políticas monetarias de los bancos centrales lo

6. Véase *Actualidad Económica*, 31 de octubre al 6 de noviembre, p. 7.

7. Véase la inflación de costes en el apartado primero de este artículo.

8. Véase información de Mercados. *El Mundo*, 7 de diciembre de 2008.

han permitido ⁹. Los bancos centrales han prestado en exceso porque el Banco Central les ha prestado en exceso a un tipo de interés muy reducido, un tipo de interés que ha desembocado en un crecimiento descontrolado de la liquidez. Como consecuencia, se ha conseguido un grado de apalancamiento o endeudamiento del sistema financiero muy elevado.

Posteriormente, los tipos de interés experimentaron un incremento considerable que arrastró dos importantes consecuencias:

1. Frenazo en seco del aumento del precio de las viviendas e incluso caída del mismo, tal y como hemos podido comprobar en el Cuadro 3.
2. Aumento de la morosidad, debido a que un amplio porcentaje de las familias que habían contratado estas hipotecas no podían hacer frente a los pagos por el aumento de las cuotas hipotecarias.

La morosidad ¹⁰ hace referencia a la incapacidad de los deudores de hacer frente a los pagos de sus préstamos. Y es que la morosidad de los créditos concedidos por el conjunto del sistema bancario, que incluye bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito, a particulares y empresas subió en septiembre de 2008 hasta el 2,543%. Esta tasa es la más alta desde abril de 1998, cuando se situó en el 2,55%, de acuerdo con los datos del Banco de España recogidos por Europa Press.

El saldo de créditos dudosos es de 45.631 millones de euros, en septiembre, frente a los 43.694 millones de agosto de este mismo año. El volumen total de préstamos concedidos hasta septiembre alcanzó 1,79 billones de euros¹¹.

Un estudio más desagregado nos permite señalar que las cajas de ahorro contaban en septiembre con el mayor saldo dudoso, que se situó en 26.039 millones de euros, tras aumentar en 572 millones de euros respecto al mes anterior y 19.600 millones frente al registrado un año atrás. De esta forma, las cajas de ahorros situaron su tasa de mora en el 2,961%, cuatro veces por encima de la que marcaron tan sólo un año antes, en septiembre de 2007, cuando se colocó en el 0,791% del crédito. La tasa de morosidad de las cajas se sitúa en el nivel más alto desde noviembre de 1997, cuando alcanzó el 3%. Las cajas tenían concedidos 879.263 millones de euros hasta ese mes, 65.631 millones más que al cierre de septiembre de 2007.

9. Baste recordar que el tipo de interés oficial en los Estados Unidos se situó en el 1% en 2001 y en 2004 comenzó a incrementarse hasta llegar a 5,25% en 2006 para situarse nuevamente en el 1% en 2008.

10. Noticias.com de 27 de noviembre de 2008.

11. El dato, que incluye la deuda del concurso voluntario de acreedores de Martinsa-Fadesa no recoge la morosidad de los establecimientos financieros de crédito, ya que son entidades que pueden conceder créditos pero no captar depósitos y tienen una morosidad muy elevada.

Por su parte, la morosidad de los bancos, también se encuentra en máximos históricos y cerró septiembre en el 2,116%, un nivel que no registraba desde enero de 1998, cuando suponía el 2,136% del total de los créditos. En concreto, los bancos tenían concedidos 805.378 millones en créditos a sus clientes hasta septiembre, de los que 17.045 millones eran de carácter dudoso, más del triple que en el mismo mes de 2007, cuando alcanzaban 5.098 millones de euros. Además, el saldo dudoso aumentó en 1.099 millones de euros respecto a agosto.

Por último, las cooperativas de crédito situaron su morosidad en el 2,331%, un total de 0,281 puntos por encima de la tasa de agosto (2,05%), mientras que sus créditos se situaron en 95.037 millones de euros, de los que 2.216 millones eran dudosos.

V. CONCLUSIONES

La lección que tenemos a aprender de esta situación es que ante un proceso de reducción de tipos de interés por parte de las autoridades monetarias, y en concreto del que hemos sido testigos en los últimos años anteriores a la crisis actual, y con el fin de conseguir un impacto positivo en el crecimiento económico, tras el control de la inflación, las autoridades competentes deben intervenir para evitar que se alcancen situaciones no deseadas.

Pero, ¿cómo intervenir? Lo que está fuera de toda duda es que habría que haber aprovechado el escenario de bajos tipos de interés para hacer nuestras empresas más competitivas, aplicando incentivos para el desarrollo de inversiones en las empresas, fundamentalmente en las PYMES.

Pero ahora que ya estamos en plena crisis no es hora de lamentarnos y cruzarnos de brazos, sino de actuar, y es que cualquier economía, por tanto también la nuestra, sólo rejuvenece y vuelve a crecer cuando se ponen en marcha actuaciones y se dan las condiciones para producir y vender son las adecuadas y los consumidores potenciales se hacen presentes y adquieren productos y servicios.

Lo que ha sucedido no ha sido bueno, estamos viviendo una situación de crisis y el nivel bajo de los tipos de interés han propiciado que todos los agentes económicos se lanzaran a conseguir el máximo beneficio. Todos y cada uno de los agentes económicos ha actuado como instrumento acelerador de la crisis y es que:

- Las autoridades económicas que, mientras se alcanzaran tasas de crecimiento económico elevadas, no se detuvieron a pensar el posible agotamiento del sector inmobiliario como fuente de riqueza nacional. No se tomaron medidas para incentivar políticas de investigación + desarrollo + innovación en las empresas o se flexibilizara el mercado de trabajo.

Por otra parte, el número de inmigrantes para alimentar la creciente mano de obra necesaria en el sector inmobiliario aporta un problema añadido y de grandes dimensiones cuando se invierte la tendencia y comienza a no ser necesaria esa mano de obra.

- Los bancos, en su objetivo de seguir aumentando sus beneficios, prestan de manera masiva al sector inmobiliario para la construcción de viviendas, lo que provoca un incremento desmesurado de los precios y la consiguiente burbuja inmobiliaria, que explota cuando los tipos de interés, invierten su tendencia y comienzan a elevarse. Los préstamos hipotecarios, en algunas ocasiones, se extienden por más del 100% del valor de tasación de las viviendas, lo que suma como elemento alimentador de tal burbuja.
- Las empresas de construcción han experimentado una etapa extraordinariamente buena: bajos tipos de interés y una demanda creciente y sin límites en el precio fijado para sus productos.
- El resto de agentes, algunos de ellos con claros fines especulativos ¹², nos hemos dejado llevar por unos tipos de interés bajos, firma de préstamos hipotecarios de volumen muy elevado, pero a muy largo plazo y confiados en un sector al alza.

Para finalizar, tan sólo señalar que en la realidad económica española, el aumento de la demanda agregada, principalmente en el sector inmobiliario, se ha debido fundamentalmente a la presencia de unos tipos de interés inusualmente bajos, tal y como se desprende de la información facilitada en los cuadros y gráficos recogidos en este artículo, de lo que se deduce que esta situación de tipos de interés reducidos, en lugar de definirse como factor determinante para el crecimiento económico, se ha alzado como pieza clave de la actual crisis económica y financiera que estamos atravesando.

VI. BIBLIOGRAFÍA

ABC.

AGUADO, S., «La economía de Estados Unidos: el retorno de los déficits», *Revista de Economía Mundial* 19 (2008) 199-220.

ARTOLA, C., «El último ciclo inmobiliario en Europa y Estados Unidos», *Economistas* 177 (2008) 99-107.

Banco de España. Varias publicaciones.

BELLOSO, M. A., «El resentimiento», en *Actualidad Económica* 17 (23 de octubre) 266.

CARBÓ, S., *Crisis económica y crédito bancario: ¿Credit Crunch ó corrección?*, pp. 33-35.

12. Véase información de Mercados. *El Mundo*, 7 de diciembre de 2008.

- Círculo de Empresarios, *PGE-09: credibilidad escasa y austeridad insuficiente*, octubre de 2008.
- Eurostat. Estadísticas.
- El Mundo*.
- INE. Estadísticas.
- GÓNZALEZ, M. J., «Un desarrollo económico oscilante pero globalmente espectacular», en *Directivos* (extra 2004) 14-20.
- GONZALO, V., «Decisiones del BCE, el pasado reciente y el futuro cercano», en *Cuadernos de Información Económica* (julio-agosto 2008) 27-31.
- La Caixa. Informe Mensual. Octubre 2008.
- MILNE, A., «Banking crisis solutions old and new», en *Federal Reserve Bank of St. Louis. Review*, vol. 90, 5 (september-october 2008) 517-530.
- MIZEN, P. A., «Discussion of the background market reactions and policy responses», en *Federal Reserve Bank of St. Louis. Review*, vol. 90, 5 (september-october 2008) 531- 555.
- SÁNCHEZ, M. T., «Boom inmobiliario y financiero: el final del ciclo», en *Cuadernos de Información Económica* (julio-agosto 2008) 101-111.
- SCHWART, P., «Cómo entender (algo) de esta crisis», en *Actualidad Económica* (17-23 de octubre) 32.