

CONSECUENCIAS FINANCIERAS DEL DEFICIT

José R. ALVAREZ RENDUELES

EL déficit creciente de nuestro sector público se ha convertido en un tema central en los análisis y preocupaciones económicas recientes y es uno de los principales problemas del panorama económico actual. En los breves comentarios que siguen, en relación con el trabajo preparado por el profesor Barea Tejeiro, voy a centrarme en algunas de las consecuencias financieras que se están derivando del déficit público, aunque haré antes una breve alusión a las causas de este déficit, a modo de introducción.

1. Se ha insistido muchas veces en que la principal causa del creciente déficit del sector público —como ocurre en el caso de otros varios países— se encuentra en la crisis que viene arrastrando toda la economía mundial en los últimos años. El aumento de las transferencias a las familias (fundamentalmente por subsidios de paro) y a las empresas en crisis, y el menor crecimiento de los ingresos, por un menor incremento (o reducción) de las bases imponibles, constituyen las razones principales que explican el creciente déficit del sector público, en España y en otros países, y de las que se deriva fácilmente la dificultad de contenerlo.

Ha de apuntarse también que una concepción intervencionista y paternalista de las funciones del Estado, de larga tradi-

ción en nuestro país, ha generado gastos y pérdidas de ingresos muy sustanciales, en un esfuerzo poco coherente por subvencionar demasiadas actividades, al mismo tiempo que una organización poco eficiente del aparato administrativo del sector público ha dificultado cualquier intento de racionalización, además de constituirse en sí misma en una fuente de gastos innecesarios.

Digamos también, en estos primeros comentarios, que carece de todo sentido pronunciarse sobre el déficit público en abstracto, olvidando que constituye un elemento determinante del nivel de la demanda y de la actividad económica. El aumento o la reducción del gasto público, de los ingresos públicos o del saldo entre ambos, condiciona todas las demás variables instrumentales de la política económica. No es posible, por ello, pronunciarse sobre esos temas en el vacío, sin formular previamente cuáles son los objetivos de política económica que se persiguen y cuáles son los cambios que paralelamente se pretendería efectuar en los otros campos de la instrumentación de la política económica. Y esto es algo que se refiere tanto a las propuestas de reducción del déficit como a las propuestas relativas a su aumento, que no suelen precisar cómo se proponen financiarlo y qué consecuencias esperan del correspondiente impacto monetario y financiero y

de sus efectos sobre actividad, precios y sector exterior.

2. Vayamos ahora a considerar algunos de los problemas derivados de la financiación del déficit, que es el objeto principal de estos breves comentarios. Como es sabido, el incremento de los déficits del sector público en los últimos años ha sido considerable y, además, ha ido acompañado de un crecimiento paralelo de la financiación neta suministrada por el Banco de España a dicho sector. En efecto, las cifras nos dicen claramente que el grueso de los déficits públicos se ha venido financiando de manera principal hasta el presente mediante la apelación directa del sector público al Banco de España. Las operaciones de financiación exterior o las emisiones de deuda han recibido una atención pública muy grande y ello ha podido llevar a que se les atribuyera una importancia que, en la realidad, no han tenido. Estas fuentes han aportado ciertamente cifras sustanciales de financiación, pero su crecimiento no ha guardado la debida proporción con el déficit público, con el resultado ya apuntado para la financiación facilitada por el Banco de España, que viene significando en estos años más de un 70 por 100 de la financiación total de dicho déficit.

Este déficit, su tamaño y su rápido crecimiento, así como la forma en que se está financiando, está produciendo un conjunto de efectos en términos de coste para el Tesoro, de consecuencias adversas para la financiación del sector privado, de impulso alcista a los tipos de interés y de efectos sobre la actividad económica en general

a los que voy a referirme a continuación muy brevemente.

Un primer efecto de este crecimiento del déficit y de las características de su financiación es el elevado coste que resulta para el Tesoro. El Banco de España viene realizando desde hace años un control del crecimiento de la cantidad de dinero, control que se instrumenta a través de la regulación del ritmo de crecimiento de los activos de caja del sistema bancario. La financiación facilitada por el Banco de España al sector público contribuye, de modo directo, a la creación de esos activos de caja, con lo que, en principio, podría conducir a una aceleración del proceso de expansión monetaria. Pero, como es sabido, la actuación del Banco de España consiste precisamente en contrarrestar de forma sistemática esos y otros impulsos exógenos sobre el proceso de creación de activos de caja.

Simplificando un tanto la realidad, puede decirse que el Banco de España ha venido neutralizando de forma sistemática los impulsos expansivos derivados de su creciente financiación al sector público por dos procedimientos. Uno de ellos ha sido la reducción de sus créditos al sistema bancario; el otro, de mucha mayor envergadura en los últimos años, ha consistido en la emisión de determinados instrumentos monetarios para su suscripción por el sistema bancario.

La financiación del déficit está siendo, como ya se ha señalado, muy costosa para el Tesoro. Si bien es cierto que, al recurrir al Banco de España, el Tesoro no tiene que satisfacer ningún tipo de interés explícito,

ocurre que, en la medida en que el Tesoro recibe financiación del Banco de España y éste ha de perseguir el logro de unos determinados ritmos de crecimiento de la cantidad de dinero, el Banco de España tiene que reducir su financiación al sistema bancario o emitir los instrumentos ya mencionados para absorber liquidez. El resultado es en ambos casos el mismo: El aumento de la financiación del Banco de España al Tesoro comporta una reducción proporcional de sus beneficios. Y, puesto que éstos revierten al Tesoro, resulta que éste acaba pagando un precio por la financiación recibida del Banco de España, precio que no tiene su reflejo en unos mayores gastos presupuestarios, sino en unos menores ingresos presupuestarios.

3. Un segundo efecto claro de la evolución del déficit es que la financiación del mismo por el Banco de España va en merma de la financiación que puede obtener el sector privado del sistema bancario. Efecto que es independiente de la forma de financiación, ya que los mismos resultados se obtienen utilizando las demás formas posibles de financiación de dicho déficit. Así, cabría financiar el déficit público mediante créditos exteriores. En este caso, el Estado obtiene en el exterior unas divisas que, como cualquier otro prestatario, ha de convertir en pesetas por venta en el mercado español de divisas. En la medida en que no se desee provocar una apreciación de la peseta debida precisamente a este hecho, el Banco de España tendrá que intervenir adquiriendo el grueso de las divisas obtenidas por el sector público. Esto es, de hecho, lo

que ha ocurrido en ocasiones anteriores y lo que probablemente ocurrirá siempre en el futuro, ya que no parece razonable dejar que el tipo de cambio fluctúe arbitrariamente por razón de operaciones excepcionales de endeudamiento exterior del sector público. Ahora bien, si esto es así, los efectos monetarios y financieros acaban siendo los mismos que los de una financiación directa del Banco de España al sector público, pues, al proceder éste a gastar las pesetas obtenidas, se producirá un incremento de los activos de caja del sistema bancario que obligará a reducir la financiación del Banco de España al sistema bancario, lo que, a su vez, se traducirá en reducción de la financiación bancaria al sector privado.

La segunda alternativa a considerar sería la de emisiones de deuda pública por parte del Estado. Si éstas son adquiridas por el sistema financiero, cosa que siempre ocurrirá en alguna medida, el efecto sobre la financiación bancaria al sector privado será inmediato, pues el sistema bancario sólo podrá proceder a aquellas adquisiciones reduciendo esta financiación. Si las emisiones son adquiridas por particulares y empresas, la financiación del sector privado se verá también afectada, puesto que estas adquisiciones reducirán en proporción su capacidad de adquisición de acciones y obligaciones emitidas por el sector privado.

En resumen, sea cual fuere la forma en que se financie el déficit del sector público, y siempre que se mantenga un adecuado control monetario, se producirá necesariamente una reducción, a través de uno u otro canal, de la oferta de fon-

dos disponibles para financiar el sector privado. Se trata del fenómeno conocido en la literatura financiera bajo la denominación de *crowding-out* y que podríamos traducir por expulsión del sector privado de los mercados financieros, o incluso de los mercados de bienes y servicios, como consecuencia de la actividad del sector público.

Ahora bien, conviene señalar que esa expulsión se ha asociado de una forma muy simplista con una evolución adversa para el sector privado, y es preciso por ello añadir aquí alguna consideración. En el plano financiero, el déficit del sector público puede tener como contrapartida —y de hecho la ha tenido desde el año 1978 hasta el presente— un superávit del sector privado, fenómeno fácilmente explicable, después de todo, ya que las transacciones del sector público tienen su contrapartida fundamentalmente en el sector privado de la economía. Quiere ello decir que, junto a la reducción de la oferta de fondos disponibles para la financiación, se producirá una disminución de la demanda de esos fondos por parte del sector privado. Resulta, así, que lo relevante es el saldo neto de esos dos efectos, saldo que dista mucho de ser fácil de evaluar.

Si el exceso de demanda por parte del sector público se produce en una situación de intensa presión de la demanda del sector privado, se generarán unas presiones que conducirán, de un lado, a un crecimiento del déficit exterior y, de otro, a una sustitución de la demanda privada por la demanda pública, es decir, a un proceso de expulsión del sector privado de los mercados de bienes y servicios. Si, por el contrario,

la expansión de la demanda pública se produce en una fase de debilidad de la demanda privada y de existencia de recursos de trabajo y capital ociosos, esa expulsión no sólo puede no existir, sino que la demanda pública estará contribuyendo indirectamente a un sostenimiento de la actividad del sector privado. De nuevo, no será fácil distinguir en la práctica entre estos dos casos, pero parece bastante probable que en la experiencia reciente española estemos más próximos de esta segunda alternativa que de la primera.

4. En tercer lugar, el déficit del sector público impulsa al alza los tipos de interés. Se ha aludido muchas veces a las emisiones de deuda pública y a sus desgravaciones fiscales como factor explicativo de la tendencia al alza observada en los últimos años en los tipos de interés nominales. Sin embargo, no acaba de estar claro que esa sea la explicación de la tendencia reciente de los tipos de interés. Por lo pronto, si el alza debe imputarse al sector público, habrá de ser por la razón general de que sus déficits están creciendo y no por el hecho de que se financie en uno u otro mercado.

Por último, hemos de referirnos a las consecuencias sobre la actividad que se derivan del déficit público. Es muy posible que una menor magnitud del déficit público hubiera favorecido la actividad económica del sector privado. Es más probable, en cambio, que una estructuración distinta del gasto público, con el mismo nivel de déficit, hubiera favorecido al sector privado; piénsese en unos niveles más elevados de inversión pública y menores de gas-

tos corrientes. Y lo que es más probable aún es que una financiación del déficit del sector público por cauces distintos de los utilizados hubiera resultado menos perturbadora para el sector privado. Concretamente, hay motivos para pensar que un recurso más intenso, pero también más ortodoxo, al mercado de valores, en lugar de la financiación del Banco de España, hubiera reducido las tensiones en los mercados financieros. El motivo de esta conclusión es que el efecto de expulsión del sector público es, en el mercado de crédito bancario, muy indiscriminado, afectando a empresas de toda clase, mientras que ese mismo efecto en el mercado de valores incide exclusivamente sobre determinadas grandes empresas que, por un lado, es probable que sean las que se beneficien más directamente del déficit público y, por otro lado, estén en mejores condiciones de sustituir unas fórmulas de financiación por otras.

5. Para terminar, señalemos que estamos asistiendo a unos fenómenos nuevos en nuestro sistema financiero: nuevos por la magnitud que están alcanzando los déficits públicos y nuevos porque este proceso se plantea en unos momentos en que nuestro sistema financiero, como resultado de las reformas de los últimos años, muestra unas características muy distintas de las del pasado. Nos encontramos así ante un proceso de adaptación mutua entre esos dos hechos, que no puede desembocar más que en una aceptación creciente por el Estado, a la hora de instrumentar su financiación, de las reglas de mercado que han inspirado hasta hoy la reforma del sistema financiero; en un avance adicio-

nal de esta reforma, en los puntos en que todavía subsisten obstáculos institucionales a un funcionamiento eficiente de los mercados de capitales; y en una asimilación por parte del sistema financiero del hecho de que, a diferencia del pasado, el sector público va previsiblemente a seguir desempeñando un papel importante como demandante de fondos en los mercados financieros y como emisor de nuevos instrumentos financieros.