

CONSECUENCIAS FINANCIERAS DEL DEFICIT UN COMENTARIO

Victorio VALLE

1. LA NATURALEZA DEL DEFICIT PUBLICO

EL juego de los factores automáticos que determina la aparición del déficit público en situaciones de crisis resulta patente observando los saldos presupuestarios de los países de la OCDE a partir de 1974. En España el déficit presupuestario aparece después (1976) y hasta 1979 se mantiene en niveles inferiores a la media de los países de la OCDE; en 1979 la magnitud del déficit público español (1,9 por 100 del PIB) se iguala a la media de los países de la OCDE y en 1980-1981 se ha situado por encima, siguiendo una tendencia creciente, en tanto que en la OCDE se aprecia, en conjunto, una ligera disminución en 1981. Estas diferencias entre la evolución del déficit en España y en los países de la OCDE se explican por la distinta orientación general, en un principio, de la política económica a lo que hay que añadir, después, factores específicos de la crisis en nuestro país (evolución más favorable al desempleo, volumen comparativamente mayor de los sectores en crisis dentro de la estructura industrial) y la incidencia del proceso de transición política.

En los inicios de la crisis actual, el sector público desempeñó en la mayoría de los paí-

ses de la OCDE una función compensadora, incurriendo en fuertes desequilibrios con el fin de sostener el nivel de actividad. No obstante, la persistencia de dichos desequilibrios, y los efectos perturbadores de los mismos sobre los precios, forzó posteriormente a invertir el signo de la política presupuestaria hacia posiciones de tradicional ortodoxia financiera. Los resultados, de todas formas, han sido diversos, observándose, a la altura de 1980, un aumento generalizado del volumen de déficit en los países de la OCDE que se ha contenido, sin embargo, en 1981 a tenor de las estimaciones existentes.

En España, el déficit público aparece con retraso en relación con los países de la OCDE, en lógica correspondencia con el mantenimiento de un nivel de actividad más elevado en los primeros años de la crisis en comparación con las restantes economías. En gran parte, la expansión del gasto tiene lugar como consecuencia de la necesidad de hacer frente a los costes sociales de la crisis (seguro de desempleo, subvenciones de explotación y transferencias de capital a las empresas) cuya intensidad es, por otra parte, comparativamente mayor en España que en otros países. A lo anterior hay que añadir los efectos de unos niveles muy altos de inflación sobre la progresión de los gastos de remuneraciones de personal y las pensiones, así

como el aumento del número de pensionistas y la política de revalorización de pensiones aplicada desde 1977.

2. OBJETIVOS LIMITADOS, SOBRE LA REDUCCION DEL DEFICIT PUBLICO

En el momento presente, es forzoso reconocer que, mientras la situación económica no muestre síntomas de mejoría en el nivel de actividad y empleo, el esfuerzo por contener el aumento del déficit no puede plantearse sino objetivos limitados. Además, precisamente porque la situación económica es de crisis, la presión de los distintos grupos sociales en demanda de la asunción por parte del sector público de los costes ligados a dicha crisis, difícilmente puede permitir que el objetivo prioritario sea la disminución a ultranza del déficit; aparte de que el resultado de asumir la opción de disminuir a toda costa el déficit público sería dudoso por la manifiesta rigidez de muchas partidas de gasto, las tensiones surgidas por los costes sociales a que daría lugar tal opción podrían ser muy elevadas.

El crecimiento del gasto público, y sobre todo los gastos de transferencia, puede tener importantes elementos explicativos en factores de naturaleza política y social. De cara al futuro, sin embargo, la sociedad y sus representantes políticos deberían adoptar un criterio global respecto a la dimensión máxima adecuada del sector público (como, por ejemplo, la proporción máxima del producto potencial

que debería administrarse públicamente) y adquirir conciencia de que las acciones distributivas, para no tener unos acusados efectos indeseables sobre los incentivos a la inversión y a la producción, deben atemperarse al ritmo al cual se va produciendo un incremento en la producción y en la renta. Un fuerte proceso redistributivo con crecimiento económico bajo o nulo puede ser muy perturbador para el funcionamiento normal de una economía inspirada en los principios del mercado.

Paralelamente, deberían ponerse en funcionamiento otros instrumentos que colaboraran a reducir la dinámica ascendente de ciertas partidas de gastos. Así, por ejemplo, parece adecuado propiciar y estimular la generación de mecanismos como los Fondos de Pensiones con carácter complementario de la Seguridad Social.

3. LA FINANCIACION DEL DEFICIT

Uno de los temas fundamentales relativos al déficit público es el de su financiación, que suele frecuentemente protagonizar los debates más agudos sobre este amplio problema.

El trabajo de José Ramón Alvarez Rendueles, que se publica en este mismo número de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, analiza las diferentes formas alternativas de financiación del déficit, y pone claramente de manifiesto las principales cuestiones que se suscitan como consecuencia de la forma concreta en que esos diversos medios se vienen utilizando en nuestro país, desde cuatro diferentes perspectivas: el coste

para el Tesoro, la merma de financiación disponible para el sector privado, la elevación de los tipos de interés y las tensiones que puede generar en los mercados financieros la preferencia por la financiación vía sistema crediticio frente al mecanismo más ortodoxo del mercado de valores.

En mi opinión, esos aspectos son, sin duda, los más relevantes en el proceso de financiación, y sólo trataría de añadir con brevedad algunas reflexiones en este terreno.

A) *La incidencia del déficit sobre la financiación de la economía*

Creo que, con independencia de los efectos inherentes a sus distintas formas de financiación, el déficit público, en sí, tiene unos efectos financieros negativos, lo que no presupone un juicio necesariamente adverso sobre las razones que han conducido al déficit.

En mi opinión, tres aspectos fundamentales son destacables en este sentido:

1.º) El déficit presupuestario plantea a la política económica la necesidad de optar entre el control conveniente de la política monetaria y la necesidad de mantener un flujo adecuado de financiación del sector privado.

En este sentido, es obvio que el continuado aumento de las necesidades de financiación del sector público, o bien constituye un obstáculo para instrumentar una política monetaria acorde con el objetivo de luchar contra la inflación, o bien, en el caso de que se consiga mantener el control monetario, se produce un desplazamiento del sector pri-

vado (el denominado *crowding out*) que se ve imposibilitado de cubrir adecuadamente sus necesidades de financiación y/o se enfrenta a un encarecimiento del coste de los recursos. En los últimos años, el incremento del déficit público ha producido efectos en las dos direcciones que acaban de mencionarse. En términos generales, los efectos del *crowding out* fueron especialmente importantes en el período que va del último trimestre de 1977 hasta mediados de 1979. Posteriormente, en cambio, aunque el sector público ha seguido aumentando su participación en el total de las contrapartidas de las disponibilidades líquidas, el comportamiento restrictivo del sector exterior dejó margen para que la participación del sector privado se mantuviera estabilizada. En el pasado año, la debilidad mostrada por la demanda de crédito por parte del sector privado ha permitido compatibilizar un aumento considerable de la participación del sector público en el total de contrapartidas de las disponibilidades líquidas con la evolución de esta magnitud dentro de la banda fijada como objetivo, e incluso en el límite inferior de ésta. No obstante, de afianzarse los signos que últimamente denotan una mayor pulsación de la demanda de crédito por parte del sector privado, resulta claro el peligro de que puedan desbordarse los objetivos de la política monetaria o que, de nuevo, si continúa aumentando el endeudamiento del Tesoro con el banco emisor y se trata de mantener el control monetario, se haya de reducir el flujo de financiación al sector privado.

2.º) El déficit es un elemento de tensión de primera mag-

nitud que puede obstaculizar la continuidad del proceso de liberalización del sistema financiero que la economía española viene registrando desde mediados de 1977. En primer lugar, porque el encarecimiento de los recursos que el déficit comporta puede crear situaciones de dificultad a las instituciones financieras constituyendo un freno a su competitividad; en segundo lugar, porque la absorción de un déficit de magnitud cuantiosa por el sistema financiero, sin la existencia de mecanismos de colocación de activos financieros públicos —que, naturalmente, no se pueden improvisar— conducen, de uno u otro modo, a formas de financiación que dificultan el funcionamiento del mercado.

3.º) El déficit supone, en su incidencia diferencial respecto a la financiación por vía tributaria, un desplazamiento parcial de la carga desde los contribuyentes personales hacia las empresas por el camino del encarecimiento de sus costes financieros. Una incidencia diferencial poco conveniente en la actual situación económica.

En mi opinión, estos tres temas planteados están en directa relación con la dimensión del déficit y su crecimiento, pero muestran una notable independencia respecto a las diferentes alternativas de financiación.

B) Las alternativas de financiación

Tomando el déficit como un dato de partida, y con independencia de sus efectos sobre la financiación de la economía, se ha discutido con frecuencia las ventajas e inconvenientes inhe-

rentes a las diferentes formas alternativas de financiación.

No parece existir ninguna duda sobre la inferioridad relativa del procedimiento de la apelación al Banco de España, por sus efectos negativos sobre el control de la liquidez y sobre el funcionamiento del sistema crediticio.

Por lo que se refiere a la financiación del déficit público por vías distintas al recurso al sistema crediticio, lo primero que hay que señalar es que sus efectos sobre la financiación al sector privado son análogos a los que ocasiona el recurso al sistema crediticio en una situación en que se mantiene el control monetario. Tampoco hay una diferencia sustancial en cuanto al coste de financiación, ya que, aunque el Tesoro no pague interés al Banco de España por los créditos recibidos, existe un coste indirecto por la pérdida de beneficios de este último (menos ingresos por intereses al reducir la financiación al sistema bancario y pago de los intereses de los bonos del Tesoro) que revierten, a su vez, al Tesoro.

La financiación a través del mercado de valores ha registrado oscilaciones de distinto signo en cuanto a su proporción relativa dentro del total, pero mostrando un crecimiento fuerte y continuado en términos de valores absolutos. Ello está en consonancia con el propósito de racionalizar la financiación del déficit al tiempo que se va desarrollando un adecuado mercado en el que, de acuerdo con las líneas de la reforma del sistema financiero, estén ausentes mecanismos o circuitos privilegiados de creación coactiva de una demanda. En este sentido,

a partir de 1977 se han puesto las bases indispensables que aseguran las condiciones para ir afianzando progresivamente el recurso a esta vía de financiación hasta que alcance una importancia relativa similar a la que tiene en la generalidad de los países industrializados. Es de destacar la actual aparición de la deuda a corto, los pagarés del Tesoro, que permitirán en lo sucesivo reducir el recurso del Tesoro al Banco de España facilitando la instrumentación de la política monetaria, el desarrollo de los mercados de dinero y la interconexión de éstos con los mercados de capitales.

La financiación exterior constituye una posibilidad alternativa y, a veces, mejor valorada por cuanto supone una apelación al ahorro extranjero sin detrimento aparente de las fuentes de financiación interna. Recordemos, sin embargo, que, en el marco de una política monetaria rigurosa exigida por la lucha contra la inflación, el endeudamiento público externo conlleva una reducción compensatoria sobre las disponibilidades líquidas, sin olvidar los efectos sobre el tipo de cambio asociados a la entrada de capital extranjero.

En principio, parece que la línea de financiación más ortodoxa del déficit requeriría una utilización de todos los posibles caminos buscando aquella combinación con menores efectos negativos en función de la situación de la coyuntura económica interna y externa.

La reciente introducción de los Pagarés del Tesoro, o Deuda Pública a corto plazo, en los términos en que presumiblemente se hará para 1982, esto es, de forma limitada y gradual no pa-

rece vaya a originar —pese a algunas posiciones críticas— dificultades al sistema financiero. Se ha esgrimido con frecuencia la idea de que será origen de una elevación en los tipos de interés. En mi opinión, los posibles efectos del déficit sobre el tipo de interés, como ya antes indicaba, son inherentes al déficit en sí, con bastante independencia de su forma de financiación. El impacto sobre el sistema financiero de la deuda pública a corto, por su naturaleza competitiva de los pasivos bancarios, está más bien, a mi juicio, en que puede afectar negativamente a las instituciones marginales a través de su cuenta de resultados. Por ello, la aparición de este nuevo activo financiero es una razón poderosa para avanzar en el camino de la equiparación entre instituciones financieras.