

## EL EFECTO EXPULSION

Los efectos de un déficit público sobre la actividad económica dependen de que se produzca o no el llamado *efecto expulsión*. Un concepto que figura en el centro de la polémica del déficit público en la actualidad.

**Adrian Blundell-Wignal y Jean Claude Chouraqui**, partiendo de un estudio reciente de la OCDE, «Financement du deficit budgetaire et control monetaire», han presentado, en un artículo publicado en *L'Observateur de l'OCDE*, una presentación del concepto y las conclusiones económicas principales que se siguen de su presencia, así como su posible valoración. Ese trabajo es el que se ofrece seguidamente a nuestros lectores.

**E**l *efecto expulsión* (lo que los ingleses denominan *crowding-out*, los franceses *l'effet d'eviction*) es una expresión creada por los economistas para designar cualquier fenómeno de sustitución de la actividad económica privada por la actividad económica pública. Normal y generalmente, el efecto expulsión se refiere al caso en el que el modo de financiación de los gastos públicos *detrae* —y priva, en consecuencia— al sector privado de los medios para financiar sus propios gastos. La cuestión esencial se plantea cuando uno se pregunta si un déficit público financiado mediante emisión de títulos de la Deuda Pública (esto es, un déficit que no amplíe la base monetaria del país), sustituye o no a los gastos privados de una cuantía equivalente, compensando así cualquier efecto expansivo de la actividad económica a través del canal del presupuesto.

Si las autoridades monetarias atienden como objetivo de la política monetaria al control del crecimiento de las disponibilidades líquidas (la cantidad de

dinero), las emisiones de Deuda Pública en el mercado de capitales (para financiar los aumentos del déficit público) tenderán inevitablemente a elevar los tipos de interés nominales para que, de esta manera, pueda operarse la transferencia de fondos a favor de las Administraciones Públicas. En tal caso, los gastos privados disminuirían, a no ser que se encuentren por éstos *fuentes alternativas de financiación*. Estas fuentes alternativas de financiación pueden ser tres:

a) El sector privado puede reducir su caja disponible o demanda de dinero líquido.

b) La Deuda Pública puede tener una incidencia sobre la importancia y composición del conjunto del patrimonio financiero en el que producirá efectos independientes y propios sobre los gastos privados, la demanda de crédito, etc.

c) La demanda de medios financieros puede acudir a mercados exteriores buscando en el capital y el ahorro ajenos lo que le falta en los propios, impidiendo así el efecto expulsión de la actividad económica privada.

### *Sustitución de caja por Deuda Pública*

*Ad. a)* Las reducciones de caja son el más conocido de los mecanismos que permiten compensar el llamado «efecto expulsión».

La cartera del sector privado se compone de activos en dinero y títulos de Deuda. Un alza en los tipos de interés puede entrañar la sustitución de dinero por títulos. Si la cantidad de dinero permaneciera inalterada, este fenómeno de sustitución es compatible con un aumento de la renta y del gasto privados y la influencia de la política presupuestaria sobre la economía podría resultar eficaz. El déficit público no expulsaría a la actividad económica privada.

La importancia de este fenómeno depende de la elasticidad de la demanda de dinero en relación al tipo de interés, así como de la elasticidad de los gastos privados respecto al tipo de interés. En todo caso, está claro que el *efecto expulsión*, asociado a un incremento del déficit público financiado por la emisión de Deuda Pública, será tanto más débil cuanto mayor sea la elasticidad de la demanda de dinero en relación a los tipos de interés y más inelásticos sean, ante esas variaciones del tipo de interés, los distintos componentes del gasto privado.

Los datos empíricos disponibles a este respecto no son, en general, concluyentes. Es difícil identificar elasticidades estables de la demanda de dinero respecto del tipo de interés y también elasticidades estables de los distintos componentes del gasto privado. Además, en algunos países, el racionamiento administrativo del crédito supo-

ne que los tipos de interés son malos indicadores del coste del crédito. Es interesante destacar que en estos países los *efectos expulsión* pueden ser paradójicamente más importantes. La razón es que el sector privado no se ve estimulado a reducir su demanda de dinero en la medida en la que las restricciones crediticias se configuran como un sustitutivo a una elevación sensible en los tipos de interés.

#### *Los títulos de Deuda Pública como parte del patrimonio financiero*

*Ad. b)* El segundo medio por el cual el *efecto expulsión* puede compensarse es el de la influencia que la Deuda Pública tenga sobre el patrimonio financiero. Es ésta una materia muy controvertida. Las preguntas son muchas y las posibles y distintas respuestas configuran muy diferentes conclusiones. ¿La Deuda Pública se considera por los particulares como un aumento de los activos netos de tal naturaleza que son capaces de estimular su demanda?, o bien, ¿la carga previsible de impuestos para atender a los intereses y a la devolución del principal de la Deuda Pública reduce el patrimonio financiero?

En segundo lugar, todo descenso en la inversión privada, por el *efecto expulsión*, se contraponen a un aumento en el gasto de las Administraciones Públicas. Así que, por una parte, la autoridad privada tiende a reducir el aumento de capital, pero, por otra parte, al aumentar los gastos de las Administraciones Públicas, puede aumentarse. ¿No se compensará, de esta manera, la acción negativa con la positiva? Por otro

lado, el aumento en los tipos de interés produce una baja en las cotizaciones de los activos financieros existentes, lo que puede tener como consecuencia la reducción del patrimonio.

Todas las posibilidades que abren las distintas respuestas a esas preguntas hacen que el aumento de la Deuda Pública pueda considerarse alternativa-mente como un factor de aumento o disminución del patrimonio del sector privado. Los datos empíricos de que se dispone para contestar a esas cuestiones son menos concluyentes aún que los que se refieren a las elasticidades de la demanda de dinero en relación con los tipos de interés.

Un tema interesante, ligado a los anteriores, se plantea en el caso en el que los títulos emitidos para financiar el déficit público son de un plazo lo suficientemente breve y lo suficientemente líquidos como para convertirse en excelentes sustitutos del concepto de dinero utilizado como objetivo monetario. La emisión de estos títulos supondría una disminución de la demanda de dinero que, teniendo en cuenta la oferta, se traduciría por una impulsión neta expansionista. Este efecto, denominado en algunas ocasiones «efecto atracción», exige que la emisión de títulos se añada a la masa monetaria efectiva. Sin embargo, y si ello es así, esto tendería a indicar que la masa monetaria considerada como objetivo ha sido mal definida y que sería contrario al espíritu de la formulación de los objetivos monetarios que está en la base de la concepción actual de las políticas antiinflacionistas.

#### *Deuda Pública exterior*

*Ad. c)* La última de las posibilidades de evitar el *efecto expulsión* está en una salida a los mercados exteriores.

En una economía abierta, los demandantes privados de fondos afectados por el efecto expulsión del mercado de crédito interno, puede financiarse en el extranjero en la medida en la cual los capitales se desplacen de un país a otro. Esto ofrece al sector privado una tercera posibilidad de mantener el nivel de sus gastos frente a un aumento del déficit presupuestario financiado por las emisiones de Deuda Pública. Si el tipo de cambio es fijo, el total de la cantidad de dinero disponible del país aumentará a consecuencia de las entradas de capitales, con lo cual el problema del *efecto expulsión* no se planteará.

Pero si el Banco Central, con el fin de lograr sus objetivos monetarios, no interviene en los mercados de cambios y deja flotar su valuta, el resultado dependerá de la medida en la cual los capitales extranjeros se añadan a las fuentes internas de financiación. Si el volumen de los capitales importados es suficiente para impedir que los tipos de interés internos se eleven por el efecto del aumento de la Deuda de las Administraciones Públicas, los gastos del sector privado no serán expulsados. En tal caso, sin embargo, la política presupuestaria expansiva no tendrá necesariamente como consecuencia la elevación de la renta nacional, ya que podría producirse un *efecto expulsión* por la vía que podría denominarse el «efecto expulsión a través del tipo de cambio». De hecho, las entradas de capitales y los gastos privados

aumentarían, pero como las reservas totales del país permanecerían inalteradas, el tipo de cambio tendería a apreciarse, hasta que el deterioro de la balanza de pagos corriente compensase las entradas inducidas de capital.

#### *Eficacia de la política presupuestaria*

La eficacia de la política presupuestaria en los distintos países sólo puede discernirse con ayuda de simulaciones efectuadas con modelos econométricos nacionales —esas simulaciones se han realizado en un estudio reciente preparado por la OCDE publicado bajo el título *Financiación del déficit presupuestario y control monetario*. Los modelos aplicados son sencillos y ofrecen algunas informaciones respecto de la pregunta anterior. Los principales resultados que se han obtenido a partir de estos modelos se presentan en el cuadro adjunto.

Este cuadro ofrece las estimaciones de los efectos multiplicadores en la renta nacional que resultan de los gastos de las Administraciones Públicas en las hipótesis alternativas de una política monetaria de acompañamiento y de una política monetaria de no acompañamiento de las medidas presupuestarias. El análisis de estos resultados, cuyo orden de magnitud debe ser considerado con prudencia, revela algunos puntos interesantes:

- En el caso de una política monetaria de acompañamiento, los multiplicadores referentes a una impulsión engendrada por los gastos de las Administraciones Públicas son más débiles en régimen de tipos de cambio fi-

<b>MULTIPLICADORES DE LOS GASTOS PUBLICOS</b>		
<b>Efectos sobre el valor del PIB según la orientación de la política monetaria y el régimen del tipo de cambio</b>		
<i>PAISES</i>	<i>Política monetaria de acompañamiento</i>	<i>Política monetaria de no acompañamiento</i>
<b>Estados Unidos:</b>		
A .....	1,99	—
B .....	3,35	0,35
<b>Japón:</b>		
A .....	2,41	—
B .....	4,51	0,91
<b>Alemania:</b>		
A .....	1,17	—
B .....	3,11	0,67
<b>Francia:</b>		
A .....	1,23	—
B .....	3,14	1,15
<b>Reino Unido:</b>		
A .....	0,98	—
B .....	3,28	0,97
<b>Italia:</b>		
A .....	1,18	—
B .....	3,45	0,41
<b>Canadá:</b>		
A .....	1,33	—
B .....	3,35	0,64

A = Tipos de cambio fijos.  
B = Tipos de cambio flotantes.

jos que en régimen de tipos de cambio flexibles. La diferencia se explica por los efectos estimulantes de la baja de los tipos de cambio que se produce en la segunda situación, en tanto que en la primera las operaciones con el exterior se traducen por una incidencia negativa sobre la creación monetaria.

- En el caso de política monetaria de no acompañamiento, los multiplicadores son mucho más débiles. Los multiplicadores suponen tipos de cambio flexibles porque el aumento

de la demanda de crédito que se ejerce *ex-ante* sobre los tipos de interés supone entrada de capitales que elevan los tipos de cambio. Esta evolución agrava los déficit de la balanza por cuenta corriente, lo que produce un efecto negativo sobre la renta nacional.

#### *Dos conclusiones*

Dos conclusiones de orden general merecen especial atención de todo lo expuesto:

1.<sup>a</sup> Puede afirmarse que la

existencia de importantes déficit presupuestarios ha complicado la tarea de las autoridades monetarias en estos últimos años para alcanzar los objetivos monetarios previamente anunciados. En algunos países las dificultades técnicas pueden explicarse por la propia dificultad de previsión de la importancia de la futura demanda de crédito por parte de las Administraciones Públicas y por parte del sector privado.

Más importante es aún el hecho de que los déficit presupuestarios de gran amplitud arriesgan comprometer la credibilidad de los objetivos monetarios, si sus déficit elevan considerablemente, como suele ocurrir, los tipos de interés. La espera que puede desarrollarse por parte del público en cuanto a un futuro debilitamiento de la política monetaria, podría tener consecuencias para las anticipaciones inflacionistas y se correría así el riesgo de elevar más aún los tipos de interés. Todo ello justifica la necesidad de reducir los déficit presupuestarios en tales condiciones, y todo ello aclara y expresa las medidas anunciadas en cierto número de países a este respecto.

2.<sup>a</sup> Si la financiación del déficit por vías no monetarias arriesga la expulsión de una parte de la demanda del sector privado, una reducción de los activos de caja o la entrada de capital extranjero pueden compensar en gran parte este efecto expulsión. Sin embargo, la elevación del tipo de cambio susceptible de producirse por las entradas de capital, puede tender a limitar el efecto estimulante de la política presupuestaria sobre la producción y sobre la renta internas. Las

múltiples controversias teóricas en torno a conocer y estimar si los déficit de las Administraciones Públicas absorben o no una parte de ahorro privado, si los títulos de la Deuda Pública constituyen o no creación de activos netos, han discurrido frecuentemente en el contexto de una economía cerrada. En una economía abierta como la actual, la «expulsión por la vía del tipo de cambio» es un fenómeno más fácilmente observable en la realidad y quizás convendría poner más atención a las consecuencias que los déficit públicos elevados producen a nivel internacional.