

DEFICIT PUBLICO Y DEFICIT EXTERIOR

En este artículo, **José Luis Feito** intenta ir más allá de la consabida relación entre nuestro déficit de balanza de pagos por cuenta corriente y los aumentos de los precios del petróleo en las dos últimas crisis energéticas. Para ello, escoge el déficit del sector público como otro factor que ha tenido también una clara influencia en el déficit de nuestra balanza de pagos por cuenta corriente en los últimos años.

Su estudio se limita al análisis de los desequilibrios monetarios que generan los déficit del sector público, y al sistema financiero que actúa como correa transmisora de dichos desequilibrios hasta que se transforman en déficit externos. Asimismo desarrolla un modelo de gran sencillez y efectividad para analizar la interrelación entre los sectores real y monetario en la economía española. El autor aporta argumentos y datos que permiten sugerir la posibilidad de que una parte del déficit por cuenta corriente de nuestra balanza de pagos, en los últimos años, ha sido generado por el tamaño del déficit de nuestro sector público y la estructura de su financiación.

INTRODUCCION

LOS estudios y comentarios sobre la evolución reciente de nuestras cuentas exteriores suelen concentrar su atención en la relación entre la subida de los precios del petróleo y el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente. Sin duda alguna, la evolución del precio de los productos energéticos explica una buena parte de las oscilaciones experimentadas por este saldo de la balanza de pagos en el transcurso de los últimos años. En este período, sin embargo, se han producido algunos desarrollos en la política económica española que también podrían haber influido significativamente en la configuración de nuestra balanza de pagos por cuenta corrien-

te y determinar, en alguna medida, la evolución futura de dicha balanza. El sector público ha sido, quizá, el agente más fértil en estos desarrollos. El comportamiento financiero del sector público, en particular, ha sugerido este artículo en el que se llevan a cabo algunas indagaciones sobre las relaciones entre el déficit de dicho sector y el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente en la economía española. La finalidad principal que se persigue es presentar una descripción simple del mecanismo de transmisión que comunica el comportamiento financiero del sector público con los resultados de la balanza de pagos a corto plazo, particularmente con el saldo de la cuenta corriente. Para ello se ha considerado necesario describir

aquellos aspectos de la maquinaria del sistema financiero que regulan dicho mecanismo. Se trata, pues, de efectuar un ejercicio de economía aplicada en el cual se aíslan los principales canales que comunican el grado de desequilibrio presupuestario con las cuentas exteriores, y no se pretende ofrecer una cuantificación precisa de la relación entre estas dos variables.

En la primera sección se efectúan una serie de definiciones y otras consideraciones introductorias. En la segunda sección se tratan las interrelaciones entre la demanda de dinero, el sistema financiero y el sector exterior, prestando especial atención a la función desempeñada por el sistema financiero como regulador de la relación entre el déficit del sector público y el de la balanza de pagos. En la tercera sección se analiza el impacto del déficit del sector público sobre la balanza de pagos por cuenta corriente. La lectura de estas secciones se puede complementar o sustituir por la del apéndice I, que recoge los rasgos esenciales de la relación entre las cuentas del sector público y del sector exterior. El apéndice II presenta algunas consideraciones sobre las interrelaciones entre la política fiscal y la política de balanza de pagos, con las que se intenta apoyar algunas conclusiones de la tercera sección. En la última sección se examina la posibilidad de que la correlación entre los déficit del sector público y los de la balanza por cuenta corriente encubra una dosis considerable de causalidad actuando desde el sector exterior hacia el sector público. Finalmente, se resumen algunas de las observaciones realizadas a lo largo del artículo.

I. CONSIDERACIONES PRELIMINARES

La posibilidad de una correlación entre el estado de la balanza de pagos del sector público y el de la balanza de pagos exteriores es intuitivamente obvia. Si bien lo que es intuitivamente obvio no es necesariamente falso, puede dejar de ser evidente a medida que la relación considerada sufre sucesivas exigencias de especificación. Si se sugiere la posible existencia, no sólo de correlación, sino de causalidad e incluso culpabilidad entre una variable y otra, es generalmente conveniente someter las explicaciones intuitivas a la disciplina de algún esquema lógico o modelo que se concentre en los aspectos más relevantes de la relación estudiada. Para ello es necesario, ante todo, delimitar con cierta precisión el tipo de relación que se desea estudiar entre el desequilibrio del sector público y el estado de las cuentas exteriores. Esto implica: 1) acotar el ámbito temporal dentro del cual se pretende establecer una relación entre estos dos flujos, así como 2) definir la variable que se utiliza para representar el déficit del sector público y 3) el de la balanza de pagos.

1) El horizonte temporal de referencia es, esencialmente, el corto plazo. En términos más precisos, se pretende analizar las interacciones entre el déficit público y la balanza de pagos en el curso aproximado de un ejercicio presupuestario. Las relaciones entre el sector público y la balanza de pagos a más largo plazo deben analizarse con otros esquemas distintos de los aquí utilizados.

2) El sector público es un término lo suficientemente ambiguo como para ser susceptible de varias definiciones, según el concepto utilizado para identificar las actividades públicas. Para cualquiera de las acepciones utilizadas, sin embargo, el comportamiento financiero del sector público se puede caracterizar por la restricción presupuestaria asociada con su actividad; esto es,

$$DSP_i \equiv (G - T)_i \equiv \Delta DI_i + \Delta DE_i + \Delta CP_i$$

Así, la *i*-ésima concepción del sector público se puede representar por un déficit (DSP_i), o resultado de sus ingresos y pagos a lo largo de un cierto período, que se financia con una combinación lineal de emisión de deuda interior no monetizada (ΔDI_i) (1), variación en el grado de endeudamiento del sector público con el exterior (ΔDE_i) y financiación monetaria o crédito del sistema crediticio interno al sector público (ΔCP_i).

Una variable representativa del desequilibrio financiero de una cierta concepción del sector público puede venir referida a la magnitud global de este desequilibrio (DSP_i) o —si se postula una relación constante entre esta magnitud y alguno o varios de los componentes de la identidad anterior— a cualquier combinación de los elementos restantes que aparecen en esa expresión. La elección de una variable tiene que ceñirse a los estreñimientos impuestos por la información disponible y otras características institucionales de la economía considerada, así como a los objetivos que se persiguen en el análisis. Atendiendo a estas consideraciones, la variable utilizada en este artículo como indicador del déficit del sector público en cada período

es la variación del endeudamiento neto del sector público con el sistema crediticio interno en ese período; esto es, ΔCP_i en la expresión anterior. Esta variable viene recogida en las diversas series que forman las estadísticas financieras internacionales publicadas por el Fondo Monetario Internacional.

Dada la estructura de financiación del déficit del sector público en España, el recurso a la emisión de deuda pública no monetizada y al crédito exterior es relativamente despreciable en comparación con el recurso al sistema crediticio interno, por lo que la variable elegida recoge razonablemente bien el impacto de las variaciones del déficit público sobre el mercado monetario y las necesidades adicionales de ahorro que dicho déficit genera para mantener unos flujos dados de inversión privada. Podría ocurrir que, en ciertos períodos de tiempo, la participación relativa de la deuda interior o del crédito exterior en la financiación del déficit aumentara de tal forma que la variación del crédito interno al sector público no reflejara adecuadamente la variación en la magnitud del déficit público. Esta posibilidad se excluye en este artículo, lo que significa que se están analizando las relaciones entre la balanza de pagos y el déficit del sector público para una estructura de financiación de dicho déficit que se supone relativamente constante. En la sección correspondiente se arguye que las expansiones del déficit presupuestario en la economía española están condenadas a efectuarse a costa de variaciones aproximadamente proporcionales de sus fuentes actuales de financiación mientras la estructura del sis-

tema financiero no se modifique significativamente.

El concepto utilizado de sector público abarca, aproximadamente, las actividades de las Administraciones Públicas según se definen éstas en el informe del Banco de España. Se observará, no obstante, que las cifras correspondientes a la financiación crediticia del déficit de la Administración Pública son sistemáticamente inferiores a las del flujo del crédito interno al sector público que aquí aparecen. Ello se debe a que estas últimas, tal como se obtienen de las variaciones en el balance consolidado del sistema crediticio, comprenden tanto la adquisición adicional de valores públicos como la financiación otorgada al sector público en forma de crédito. Además, las cifras de crédito interno al sector público recogen la financiación concedida a otras parcelas de dicho sector no incluidas en el concepto de Administraciones Públicas (2). Estas diferencias en valores absolutos, sin embargo, no conllevan diferencias en los ritmos de variación, de forma que el perfil temporal de ambas series es notablemente similar. Esto se puede interpretar como una confirmación de que la relación que aquí se sugiere entre el sector público y balanza de pagos no se modifica sensiblemente al reducir la cobertura del concepto de sector público. En todo caso, la variable elegida para representar el déficit del sector público es preferible a concepciones más restringidas, al menos en lo que se refiere a los análisis que pretenden explicar la evolución de la balanza de pagos, pues en estos casos, como se pondrá de manifiesto a lo largo de este artículo, es con-

veniente delimitar con la mayor precisión posible el excedente o déficit del sector privado.

3) El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente es, como se decía en la introducción, la variable que se utiliza para representar la situación de las cuentas exteriores. Se podría aducir que el desequilibrio monetario causado por el déficit público se derrama, no sólo sobre los mercados interiores y exteriores de bienes y servicios, sino también sobre los mercados interiores y exteriores de capital, en cuyo caso la cuenta corriente de la balanza de pagos no recogería totalmente el impacto de las variaciones del estado de las finanzas públicas sobre el sector exterior y podría ser más adecuado elegir algún otro indicador de las cuentas exteriores que tuviera en cuenta estos efectos. Esta aseveración pertenece a esa familia de proposiciones que son irrefutables en términos genéricos pero no necesariamente convincentes cuando se las enfrenta con un caso concreto. En la economía española, especialmente, la eficacia notable del control de cambios para prevenir la exportación de ahorro nacional y la ineficacia, no menos notable, del sistema financiero interno para ofrecer la suficiente cantidad y calidad de activos financieros no monetarios como para prevenir la canalización de las variaciones en la riqueza de los residentes hacia los activos reales o hacia el consumo, justifica eliminar de la obra el papel del mercado de capitales.

Esta eliminación —y, como consecuencia de ello, la concentración en las interacciones entre mercados de bienes y servicios y mercado monetario— es compatible con que las uni-

dades de gasto obtengan una parte de sus flujos de financiación monetaria en el exterior, pero excluye que estas unidades puedan depositar una parte significativa de su renta o de su riqueza en activos financieros exteriores (3). En la próxima sección se analiza con más detalle esta interrelación entre sistema financiero, control de cambios y balanza de pagos.

Finalmente, se debe advertir que a lo largo del artículo se incurre repetidamente en abusos terminológicos con los conceptos balanza de pagos por cuenta corriente, balanza de bienes y servicios y balanza comercial, utilizándose estos términos indistintamente en ocasiones en las cuales hubiera sido deseable delimitarlos con mayor nitidez. Si bien, como ocurre con todos los otros abusos, éste tampoco es conveniente, se ha procurado que la ambigüedad afecte lo menos posible a las conclusiones del análisis. Se considera, por otra parte, que los beneficios analíticos que se obtendrían de una descomposición adecuada de la balanza de pagos por cuenta corriente, no compensan los costes de dicho proceso.

II. DEMANDA DE DINERO, SISTEMA FINANCIERO Y SECTOR EXTERIOR

Al estudiar las consecuencias que puedan tener las variaciones en el desequilibrio presupuestario sobre el sector exterior, es conveniente suponer que estas variaciones no conllevan cambios significativos en el impacto del sector público sobre las asignaciones de recursos no

financieros de la economía o que, si dichos cambios se producen, no surten efectos significativos a corto plazo. En el período de referencia aquí considerado, parece verosímil conjeturar que no se pierde información significativa prescindiendo de las variaciones en la composición del presupuesto.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, el análisis del impacto de una variación en el tamaño del déficit del sector público sobre el sector exterior se puede efectuar indistintamente desde la perspectiva del mercado de bienes o del mercado monetario. Los resultados obtenidos en uno u otro caso deberán ser análogos, ya que los movimientos en un mercado tienen una contrapartida exacta en el otro. La elección final se inclinará generalmente hacia aquel mercado cuyas condiciones de equilibrio se puedan explicar en base a relaciones más estables. En el caso que nos ocupa, la elección depende de la estabilidad de los multiplicadores de alguna fracción o de la totalidad del gasto agregado por un lado, y de la estabilidad de la función de demanda de dinero por otro. Uno de los datos institucionales importantes sobre la economía española, que todo análisis macroeconómico debe tener en cuenta, es la existencia de una contrapartida empírica adecuada del instrumento conceptual conocido como demanda de dinero. Todos los estudios efectuados al respecto (4) muestran la existencia de una relación notablemente estable entre la demanda de dinero en términos reales y un número muy reducido de variables. La evidencia sobre multiplicadores del gasto, sin embargo, no es tan concluyente, lo que acon-

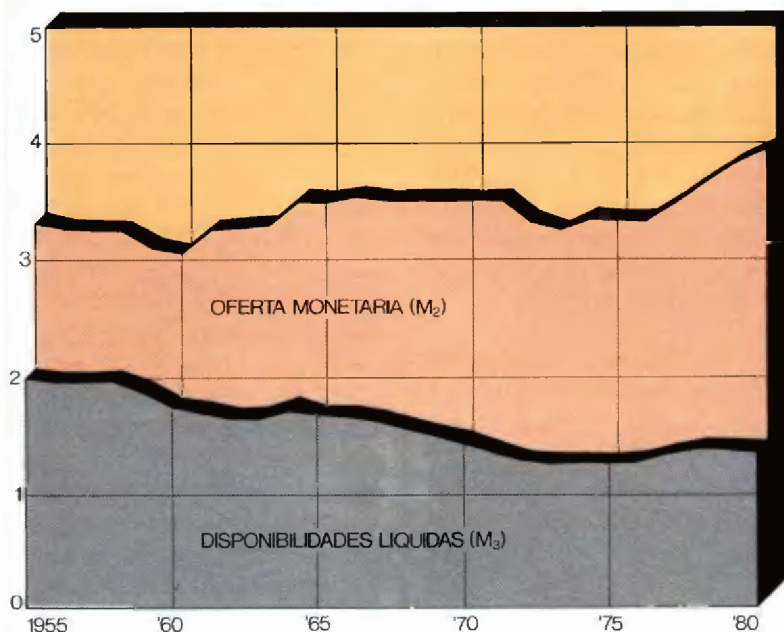
seja concentrar los análisis de fenómenos macroeconómicos en el mercado monetario. Un segundo factor, que refuerza la conveniencia de efectuar el análisis desde la perspectiva del equilibrio monetario, es el deseo de poner de manifiesto ciertos aspectos del sistema financiero español que desempeñan una función crucial en la canalización de los impulsos monetarios hacia el mercado de bienes en general y hacia el sector exterior en particular.

Los estudios empíricos sobre la demanda de dinero muestran que ésta es particularmente estable en el caso de las disponibilidades líquidas, que para la economía española constituyen la aproximación más adecuada al concepto de dinero. Estos estudios muestran que: *a)* la elasticidad renta de la demanda de disponibilidades líquidas a corto plazo es sensiblemente superior a la unidad —probablemente se puede situar su valor en el intervalo 1,2 a 1,4—; *b)* los tipos de interés son poco significativos y, en todo caso, la elasticidad de la demanda de dinero con respecto a las variaciones de dichos tipos es sensiblemente inferior a 0,5 —valor éste que se deriva de la regla de la raíz cuadrada, propuesta por Baumol-Tobin y que sirve para aproximar la elasticidad-tipo de interés en aquellos países donde el dinero se demanda principalmente para financiar transacciones, y *c)* la evidencia sobre la elasticidad de la demanda de dinero ante variaciones de los precios esperados, aun cuando apunta hacia valores altos, en torno a la unidad, es poco satisfactoria dada la naturaleza de las funciones utilizadas para obtener los precios esperados.

Estos tres puntos no son independientes entre sí. La existencia de una elasticidad renta superior a la unidad, de una relación considerablemente estable entre renta y dinero y de una acusada sensibilidad de las tenencias deseadas de dinero a las variaciones de los precios esperados, son la contrapartida de una relación poco significativa entre tipos de interés y demanda de dinero. La observación de la relación entre renta y dinero en el tiempo nos permite, por tanto, discernir ciertos aspectos de las interdependencias entre demanda de dinero y tipos de interés, relación esta última que, a su vez, nos informa sobre el grado de desarrollo del sistema financiero. Estas proposiciones y las consecuencias que de ellas se derivan para el sector exterior se desarrollan en las líneas siguientes.

El gráfico 1 puede servir para ilustrar la estabilidad entre agregados monetarios, particularmente M_3 , y producto nominal en la economía española (5). Sin duda alguna, la serie anual oculta oscilaciones intertrimestrales que podrían ser más acusadas. Sin embargo, la estabilidad de la relación entre el *stock* de dinero existente al final de un período anual y las variaciones de renta nominal en ese período es ciertamente notable. El hecho de que el rango de la velocidad renta de M_3 en un período de veinticinco años no haya alcanzado la unidad puede ser un indicio importante de lo que ha ocurrido o, mejor, de lo que no ha ocurrido en el sistema financiero durante esos años. Los análisis de la demanda de dinero a largo plazo en países industrializados (6) muestran un proceso a lo largo del cual el

**GRAFICO 1
VELOCIDAD-RENTA DE CIRCULACION
DEL DINERO EN ESPAÑA (1)**



(1) PIB nominal dividido por la definición correspondiente de dinero.

Fuente: Datos de IFS.

dinero ha pasado de demandarse primordialmente como un depósito de valor, alternativo a colocar la riqueza en activos reales o destinarla al gasto corriente, a demandarse, principalmente, como medio de pago y secundariamente como alternativa a depositar la riqueza en activos financieros no monetarios. En este proceso, el dinero, como ocurre con el automóvil y otros bienes similares, pasa de la categoría de bienes de lujo, cuya demanda aumenta proporcionalmente más que la renta, a la de bienes normales que se demandan en proporción a las variaciones en la renta. La aparición de nuevos activos financieros no monetarios y el desarrollo de los mecanis-

mos e instituciones de intermediación financiera son los principales responsables de esa caída tendencial en la elasticidad renta de la demanda de dinero.

En los períodos correspondientes a la aparición de variaciones institucionales o tecnológicas que introducen innovaciones en las actividades de intermediación financiera, los distintos coeficientes de la función de demanda de dinero y la velocidad de circulación experimentan una notable volatilidad. En el caso de España, lo que nos sugiere la pequeña dispersión de los valores de la velocidad durante los últimos veinticinco años es que el sistema financiero no se ha desarrollado per-

ceptiblemente en estos años. Ciertamente, no se observa que en el transcurso de estos años se haya reducido apreciablemente la dependencia excesiva de la estructura de financiación de las empresas españolas y de otras unidades de gasto con respecto al sistema crediticio; ni que, en consecuencia, los ahorradores de la economía hayan visto ampliarse mucho más allá de los activos monetarios el rango de posibilidades ofrecidas por el sistema financiero para colocar su riqueza. Una ojeada a los datos correspondientes muestra que la influencia ejercida por el sistema crediticio en la financiación de la economía incluso ha aumentado en los últimos años (7); por otro lado, las disponibilidades líquidas continúan constituyendo un 70 por 100 de los activos en que se deposita el ahorro del sector privado en cada período (8). Y esto quiere decir, evidentemente, que el dinero continúa siendo la principal alternativa a colocar la riqueza en activos reales o gastarla en bienes y servicios.

Una consecuencia de todo lo anterior es que el tipo de interés no puede reflejar adecuadamente el mecanismo de conexión entre el mercado monetario y el mercado de bienes. Un mercado financiero subdesarrollado es, casi por definición, un mercado fragmentado en el cual la naturaleza artificial del proceso de formación de precios en muchos de los submercados que componen el sector impide que operen los efectos de sustitución y complementariedad que articularían estos submercados en un sistema financiero integrado. Esto nos insinúa que de ningún componente del vector de tipos de interés vigentes en

un momento dado se puede deducir la estructura de precios relativos, que, en el sentido noble del término, regula el conjunto de submercados que componen el sistema financiero. En otras palabras, los tipos de interés observables no son indicadores adecuados de la escasez relativa del bien financiero considerado en relación con la existencia y demanda de los activos negociados en otros submercados del sistema y de los bienes y servicios producidos por la economía en ese período. El tipo de interés, por tanto, no puede reflejar adecuadamente el coste de oportunidad de retener riqueza en forma de disponibilidades líquidas; en primer lugar, porque las posibilidades de colocar riqueza en instrumentos que devengan interés son muy reducidas y, en segundo lugar, porque las distorsiones del sistema financiero impiden que la evolución de la estructura de tipo de interés recoja las variaciones en la escasez relativa de los activos financieros correspondientes.

La cantidad total de dinero en relación con su demanda es un indicador más fiable del grado de racionamiento existente en cada momento en los mercados crediticios. El predominio sistemático de los efectos de sustitución entre dinero y bienes sobre los procesos de sustitución entre dinero y activos financieros no monetarios en la economía española, presta poca credibilidad a la utilización de funciones de preferencia por la liquidez para representar la transmisión de los impulsos monetarios al mercado de bienes y servicios. En su lugar, sería preferible ensayar funciones de demanda de dinero cuyo coste de oportunidad representativo fue-

ra el nivel esperado de precios y funciones de renta nominal que contemplaran, como argumento indicativo del desequilibrio monetario, la cantidad total de dinero y el nivel esperado de precios o, lo que es lo mismo, el diferencial entre saldos de dinero deseados y poseídos. Estas funciones recogen de forma más adecuada el hecho de que en la economía española el desequilibrio monetario se transmite, casi en su totalidad, al mercado de bienes (9).

Para que en una economía el principal coste de retener riqueza en forma líquida, en un momento dado, sea la rentabilidad que se obtendría si se gastara dicha riqueza en bienes producidos en el período o se colocara en activos reales, el subdesarrollo de su sistema financiero es condición necesaria, pero no es suficiente si existe un sistema financiero internacional desarrollado. En este caso, es necesario, además, que el sistema financiero interno esté rigurosamente protegido de la competencia internacional. Un sistema eficaz de protección frente al resto del mundo exige restringir el acceso a los bienes ofrecidos por los competidores extranjeros, así como prevenir que estos competidores se instalen en el territorio nacional. Lo primero se efectúa por los segmentos del control de cambios que impiden que la riqueza nacional se pueda colocar en aquellos activos financieros emitidos por el resto del mundo que ofrezcan una combinación de rentabilidad y riesgo preferible a la de los activos nacionales. En cuanto a lo segundo, se puede recordar un viejo teorema —tan viejo que debe ser verdadero— del comercio internacional cuya tesis es que cuan-

do los oferentes internacionales de un producto se encuentran con barreras considerables a la venta de ese producto en un determinado país, tienden a desplazar una parte de sus recursos a ese país con el fin de producir allí aquel producto. Como se sabe, la instalación en España de empresas internacionales de intermediación financiera ha estado vedada hasta muy recientemente, y la posibilidad de que estas empresas financieras instaladas en nuestro territorio ofrezcan productos que compitan significativamente con algunos ofrecidos por las empresas nacionales del ramo continúa estándolo.

Hechas las consideraciones anteriores, se pueden ya establecer las interacciones existentes entre el grado de desarrollo del sistema financiero español y la propensión de la economía española a generar situaciones caracterizadas por un exceso de demanda agregada, para una tasa dada de expansión monetaria, superior al que existe en economías con un nivel de industrialización similar. Esto es, situaciones caracterizadas por tasas de inflación y desequilibrios exteriores superiores, para un mismo nivel de actividad, a los experimentados por la mayor parte de las economías de la OCDE. Es difícil exagerar la responsabilidad del sistema financiero en la tendencia de la economía española a producir excesos de demanda más acentuados que los de otras economías industrializadas a partir de los mismos factores causales. Una aceleración en la tasa de expansión monetaria, dada la ausencia relativa de activos financieros donde colocar esos saldos monetarios, dará lugar a variaciones de la demanda

nominal de bienes y servicios, tanto nacionales como extranjeros, mayores de las que se producirían si la cantidad y la calidad de los instrumentos financieros fuera superior a la actual. Dada una capacidad instalada y una cierta tasa de utilización de esta capacidad, este exceso de demanda se traducirá en mayores tasas de inflación y mayores desequilibrios de balanza de pagos de los que existirían si el sistema financiero fuera más eficaz y pudiera generar flujos de ahorro superiores a los actuales.

El reducido rango de activos disponibles para colocar las variaciones de la riqueza acaecidas a lo largo de un cierto período se debe tanto a las deficiencias del sistema financiero interno como a la existencia del control de cambios que tiende a sustituir la formación de ahorro —una parte del cual se exportaría— por el gasto en bienes y servicios, tanto nacionales como extranjeros. Obviamente, un control de cambios eficaz hará que las aceleraciones monetarias lleven asociado un mayor déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente del que se produciría si una parte del aumento de los saldos monetarios se canalizara hacia la adquisición de activos financieros extranjeros. En países con un sistema financiero interno desarrollado, la intensidad en la aplicación del control de cambios regula la distribución del desequilibrio exterior entre la balanza por cuenta corriente y la balanza por cuenta de capital. En países con un mercado financiero no muy desarrollado, sin embargo, una mayor libertad cambiaría no tiene por qué inducir un simple desplazamiento de la carga soportada por la

balanza por cuenta corriente a la balanza de capitales. En el caso de España, por ejemplo, la desaparición de ciertos aspectos del control de cambios se debe contemplar como un instrumento para aumentar la competitividad de la industria financiera y, en conjunción con otros instrumentos similares, podría llevar a un aumento de la propensión media al ahorro que redujera la presión sobre la balanza por cuenta corriente en una proporción superior al peso que se traslada a la balanza de capitales (10).

Así pues, en la medida en que se desarrollen instrumentos financieros cuya rentabilidad los haga suficientemente atractivos como para absorber una parte de la riqueza actualmente colocada en activos monetarios y atraer una mayor proporción de los flujos de renta que se canalizan normalmente hacia el gasto, una tasa dada de expansión monetaria tenderá a estar asociada con menores desequilibrios de balanza de pagos. De la misma manera, el desarrollo adecuado del mercado de activos financieros del sector público disminuiría las consecuencias de un tamaño dado del déficit del sector público sobre el déficit de la balanza de pagos, ya que el desequilibrio monetario que vincula uno a otro es tanto menor cuanto menor sea la monetización del déficit. A más largo plazo, el desarrollo del sistema financiero reduce el período medio de duración de un desequilibrio exterior ya que facilita el movimiento de recursos y tiende a promover una mejor asignación de estos recursos. Un sistema financiero desarrollado, en fin, reduce los costes sociales de instrumentar un programa de estabilización en un mo-

mento dado, ya que el ajuste de tasas excesivas de expansión monetaria a su nivel de equilibrio se podría efectuar combinando la contracción monetaria con políticas encaminadas al aumento de la demanda de dinero.

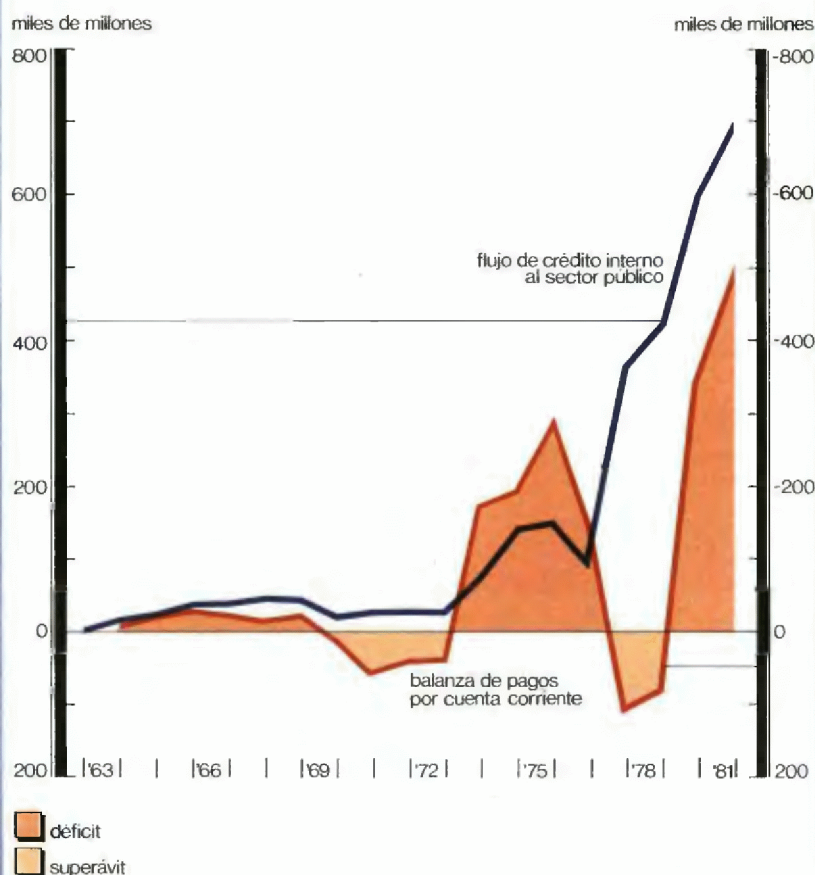
III. EL IMPACTO DEL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO SOBRE LA BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE EN EL CORTO PLAZO

Los gráficos 2, 3 y 4 pueden ilustrar algunos aspectos cuantitativos de la posible relación existente entre el déficit del sector público y el de la balanza de pagos por cuenta corriente. Con todos los riesgos que tiene intentar inducir regularidades empíricas a partir de la mera observación de un conjunto de series temporales —que sin pasar por el filtro de un adecuado proceso de depuración siempre serán de dudosa reputación—, se pueden aventurar las siguientes proposiciones:

1) Parece ser que las oscilaciones del saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente suelen ir acompañadas por oscilaciones notablemente similares del flujo de crédito interno al sector público, y que los mayores desequilibrios de aquel saldo de nuestras cuentas exteriores suelen estar asociados con déficit considerables del sector público.

2) A la vista del gráfico 3 se podría, quizá, afirmar que las variaciones en el saldo de la cuenta corriente responden en

GRAFICO 2
CREDITO INTERNO AL SECTOR PUBLICO Y
BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE



dencia empírica que se pueda presentar para apoyar las proposiciones anteriores, existen razones lógicas por las cuales un aumento del crédito al sector público tenderá a incrementar el déficit de la balanza por cuenta corriente y, en ciertas condiciones, este incremento será proporcionalmente mayor que el resultante de un aumento similar del crédito interno al sector privado. En las líneas siguientes se explican las vías por las que una variación del déficit público financiada por crédito interno se transmite a la balanza de pagos y por qué el impacto negativo sobre el sector exterior sería mayor en el caso de una expansión monetaria promovida por un crecimiento del déficit público que en el de una expansión impulsada por el aumento del crédito al sector privado.

Admitamos que existe un período de tiempo, muy próximo a un ejercicio presupuestario, en el curso del cual una expansión de la masa monetaria (ΔM), causada por múltiples factores, tiende a coincidir con las variaciones del *stock* de dinero deseadas en ese período (ΔM^d) por los receptores de esa masa monetaria. Esto quiere decir, entre otras cosas, que cualquier perturbación que origine una oscilación en la evolución de la masa monetaria existente debe dar lugar a variaciones de la masa deseada o inducir movimientos en sentido contrario del *stock* de dinero existente, de forma que las variaciones de los saldos monetarios existentes y deseados al final del período considerado coincida ($\Delta M = \Delta M^d$). Supongamos que una de las causas que modifica considerablemente el ritmo de expansión de la cantidad de dinero es un aumento en el flujo

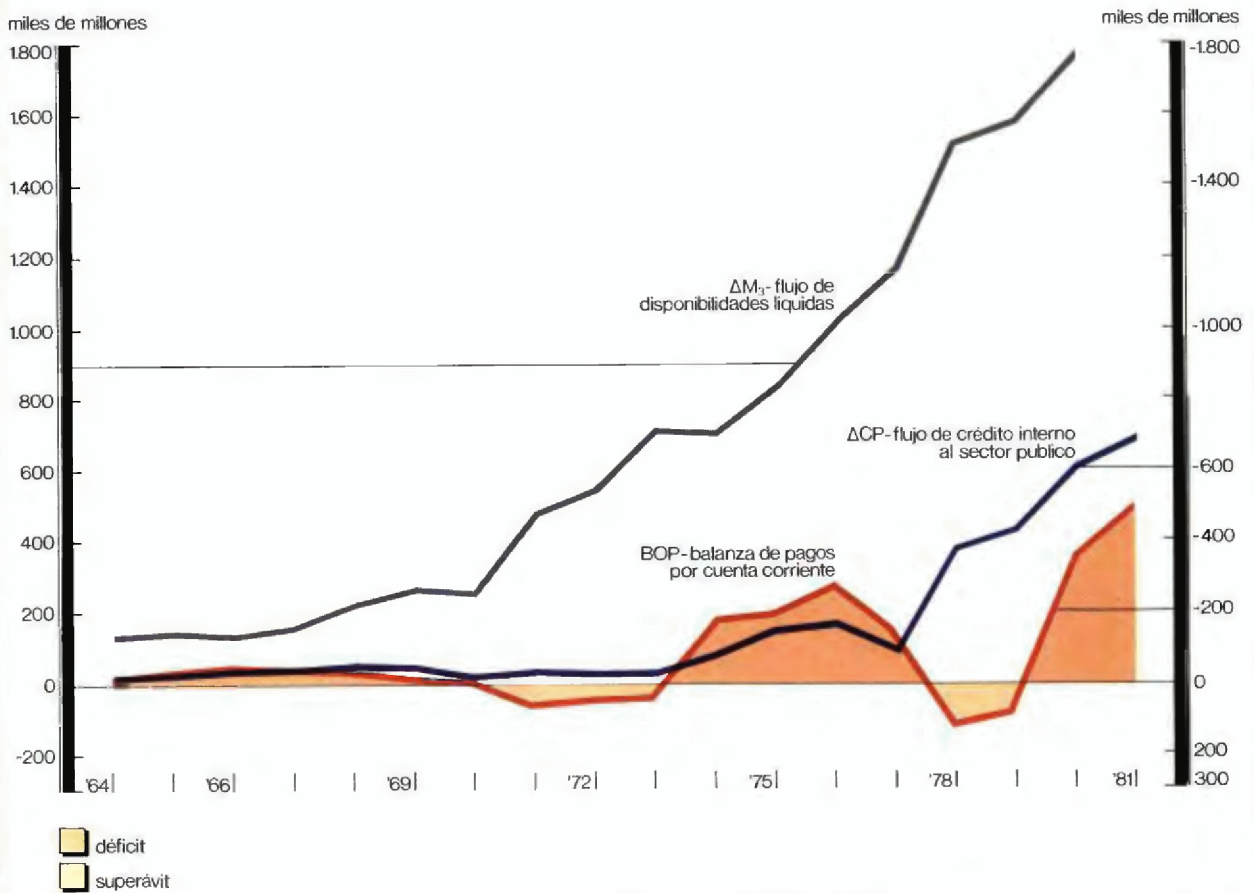
mayor medida a las variaciones del crédito interno al sector público que a las de la masa de disponibilidades líquidas en el mismo período, aun cuando estas dos últimas variables siguen vidas aproximadamente paralelas. El gráfico 4 ofrece información complementaria sobre la posible dependencia del saldo por cuenta corriente respecto de variaciones del grado de participación del crédito interno al sector público en los flujos totales de financiación ofrecidos a la economía (11).

3) Finalmente, es evidente

que, aun cuando se admitan las proposiciones anteriores, la relación gráfica entre déficit del sector público y de la balanza de pagos por cuenta corriente en el período dista apreciablemente de sugerir una relación constante entre estas dos variables. Hay, obviamente, muchos otros factores que pueden influir en los resultados de la balanza de pagos por cuenta corriente con independencia del comportamiento del sector público. Algunos de estos factores se recogen en el cuadro n.º 1.

Independientemente de la evi-

GRAFICO 3
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS, CREDITO INTERNO AL SECTOR PUBLICO
Y BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE



de crédito interno al sector público y, para facilitar la exposición, que este aumento se concentra al principio del periodo de referencia y que no había sido totalmente anticipado, por lo que momentáneamente $\Delta M > \Delta M^d$. Esto quiere decir que los particulares y las empresas tienen en ese momento unos saldos monetarios superiores a los que desean tener o, si se prefiere, que, del conjunto de cosas que se pueden adquirir a cambio de dinero, tienen menos

de las que consideran que pueden o deben tener. A consecuencia de esta evaluación, las unidades de gastos intentarían poner en circulación la parte de sus saldos monetarios que estiman excesiva. Este proceso continuará hasta que las variaciones del nivel de precios o del nivel de renta real hayan originado una revisión de la demanda de dinero (haya aumentado ΔM^d), un déficit de la balanza de pagos haya mermado la expansión inicial de la masa mo-

netaria (haya reducido ΔM) o una conjunción de ambas cosas dé lugar a la consecución de un nuevo equilibrio ($\Delta M = \Delta M^d$). La relación entre la expansión monetaria debida a un aumento del crédito al sector público y los resultados de la balanza de pagos por cuenta corriente en ese periodo dependerá: a) de la medida en la cual ese conjunto de cosas que se desean adquirir a cambio de los saldos excesivos de dinero esté compuesto de bienes y servicios en

CUADRO N.º 1

OTROS FACTORES QUE INFLUYEN EN LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE

	TASAS DE VARIACION SOBRE EL AÑO ANTERIOR (EN PORCENTAJE)								
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Producto Nacional Bruto a términos reales (a):									
Países industrializados	6,3	0,7	-0,6	5,2	3,9	4,0	3,7	1,2	-
Países europeos	5,8	2,0	-1,1	4,6	2,2	3,1	3,5	1,4	-
Exportaciones españolas de bienes y servicios a precios constantes (de 1970) (b) ...	9,0	0,8	-1,5	10,1	8,5	10,6	10,0	3,7	-
	Indice del tipo de cambio efectivo real (c) [Valor del indice a 31 de enero de cada año (base 1970 = 100)]								
Frente a países industrializados	109,4	120,9	118,8	123,3	121,5	112,7	131,2	139,9	127,7
Frente a CEE	106,4	117,5	111,8	112,0	116,9	105,6	120,3	125,3	118,9

(a) Fuente: FMI, «World Economic Outlook» y «Annual Report 1981».

(b) Fuente: Banco de España, «Informe anual 1980».

(c) Tipo de cambio efectivo real = índice de precios relativos al consumo de España × índice de tipo de cambio efectivo de la peseta correspondiente (la caída del índice refleja una depreciación del tipo de cambio real).

Fuente: Servicio de Estudios del Banco de España.

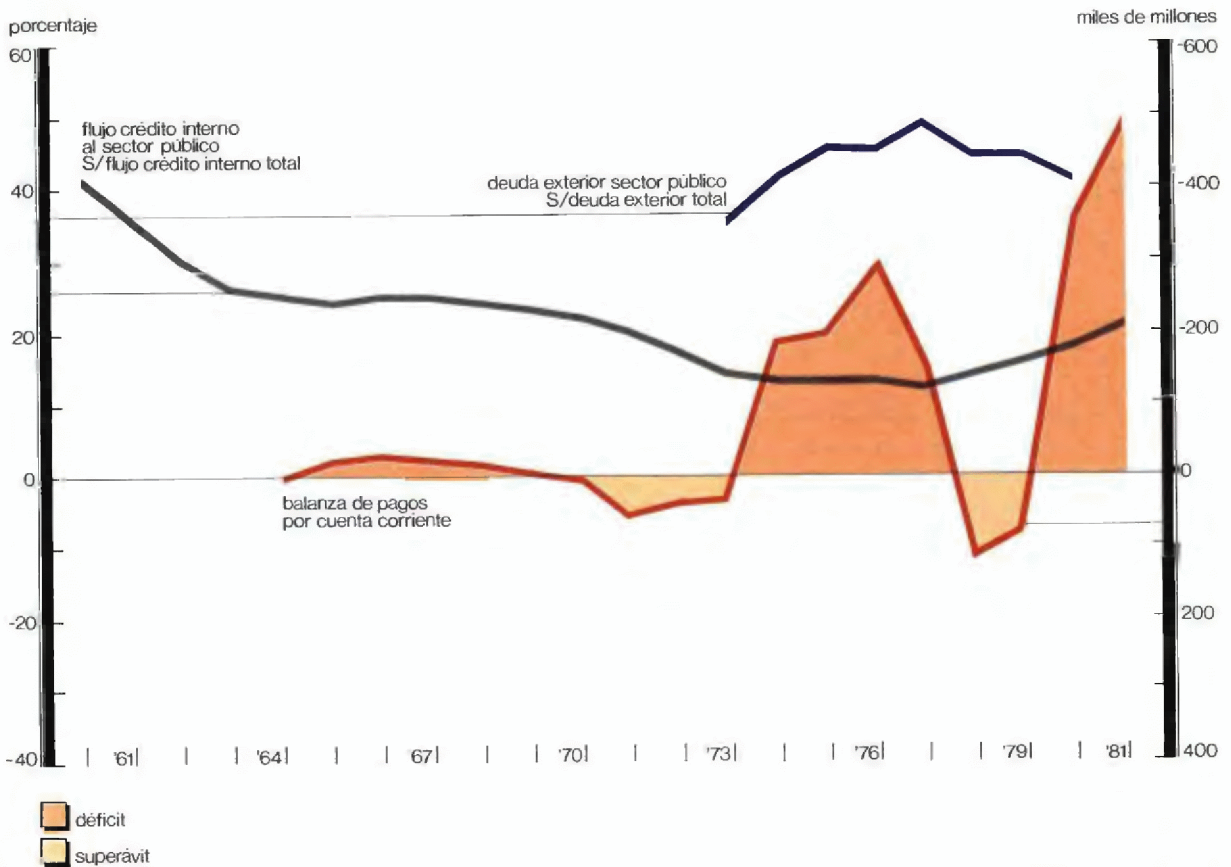
lugar de activos financieros; *b)* de la velocidad de ajuste entre saldos de dinero deseados y poseídos y del desequilibrio monetario heredado del período anterior, y *c)* de la propensión marginal a gastar una parte de la expansión de la demanda interna total originada por la variación monetaria en bienes provenientes del exterior; propensión ésta que, como se verá posteriormente, puede verse afectada por el desequilibrio monetario.

a) Las consideraciones efectuadas en la sección anterior nos permiten afirmar que en la economía española la casi totalidad del desequilibrio monetario acaecido en un período se verterá, normalmente, hacia los mercados de bienes y servicios y, dependiendo de las importaciones por unidad de demanda

agregada interna en ese período, hacia la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los esfuerzos que se han hecho para desarrollar el mercado financiero interno, en particular para liberalizar tipos de interés y eliminar los obstáculos que impiden la absorción de la deuda pública por los particulares, son verdaderamente meritorios pero aún son insuficientes para variar significativamente la estructura de la demanda de dinero en la economía española. Lo mismo se puede decir de los pudorosos movimientos para liberalizar el control de cambios o aumentar las posibilidades de actuación de las agencias financieras internacionales en nuestro país. La estructura actual del sistema financiero, pues, propulsa el desequilibrio monetario hacia el mercado de bienes y servicios.

b) La ausencia de activos financieros con una rentabilidad adecuada, indica también que la mayor parte del desequilibrio monetario del período se derramará sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos en ese mismo período, ya que los costes y ritmo de ajuste entre saldos monetarios existentes y deseados suele ser una función creciente del rango de alternativas abiertas a la colocación de la riqueza en una economía. En España, la dictadura ejercida por los activos monetarios sobre las carteras de valores de las unidades de gasto disminuye la importancia de los efectos de sustitución dentro de la cartera de activos y concentra las decisiones sobre cómo utilizar la riqueza en el proceso de sustitución entre el tamaño deseado de la cartera —esencialmente, la can-

GRAFICO 4
EL FLUJO DE CREDITO INTERNO AL SECTOR PUBLICO COMO
PROPORCION DE LOS FLUJOS TOTALES DE CREDITO



tividad de dinero deseada— y los flujos de gasto en bienes y servicios. En estas condiciones, la velocidad de ajuste entre el *stock* de dinero deseado y el poseído será considerable e igualmente considerable será, por tanto, la parte del desequilibrio monetario que se transmite a los resultados de la balanza de pagos por cuenta corriente en el curso de ese período.

Esta descripción de las vías por las cuales un aumento del crédito interno al sector público

se transmite hacia la cuenta corriente de la balanza de pagos no se modificaría si la fuente de la expansión monetaria fuera en aumento del crédito interno del sector privado o, de forma más general, del crédito interno total (12). Sin embargo, el aumento del endeudamiento del sector público con el sistema crediticio puede afectar a la situación de la balanza de pagos por otros cauces, especialmente cuando aquella variación es, como ocurre en España, el resultado de un crecimiento pro-

porcional del déficit del sector público. Estos factores se describen en el párrafo siguiente.

Un crecimiento del déficit del sector público puede generar una disminución de los flujos totales de ahorro, multiplicando así su efecto negativo sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un aumento del déficit del sector público, sobre todo si es el resultado de una expansión presupuestaria sesgada hacia el consumo y las transferencias públicas, reducirá

el ahorro público a niveles inferiores a los que se habrían producido de otra forma. Además, los incrementos del déficit público pueden originar también reducciones del ahorro total a través de su influencia negativa sobre el ahorro privado. Esta influencia negativa sobre el ahorro privado se ejerce a través de dos vías:

1) En primer lugar, las unidades de gasto de la economía pueden tener un proceso de formación de expectativas de inflación en el cual la ponderación concedida al tamaño del déficit del sector público sea superior a la de cualquier otro agregado monetario (13). Si esto es así, el peso que tienen las expectativas de inflación en la determinación del *stock* deseado de dinero en España hará que las expansiones del déficit del sector público —e incluso el mantenimiento de su nivel, si éste es elevado— induzcan reducciones en los saldos monetarios deseados mayores de las que se derivarían de una expansión monetaria similar causada por aumentos del crédito interno al sector privado. Esto implica que las expansiones del déficit público llevan asociado un mayor desequilibrio monetario —o, si se prefiere, mayores posibilidades de reducir el ahorro privado, dada la importancia de los saldos monetarios en dicho ahorro— y, por ello, podrían dar lugar a un deterioro de las cuentas exteriores mayor que el que se produciría si el desequilibrio monetario hubiera sido causado por un crecimiento similar del crédito al sector privado o del crédito al sector público que no viniera asociado con un aumento del déficit público.

2) En segundo lugar, una ex-

pansión del crédito al sector público utilizada para financiar un crecimiento de los gastos de consumo público y transferencias significativamente mayor que el de otros componentes del gasto llevará consigo, normalmente, un proceso de redistribución de renta y riqueza a favor de las empresas y particulares con una menor propensión marginal al ahorro. Esta afirmación quizá se comprende mejor si se tiene en cuenta que la función de demanda de dinero de la economía se puede obtener por la agregación de la demanda de dinero de los sectores que se benefician de ese proceso de distribución de renta, por un lado, y de la demanda de dinero del resto de la sociedad, por otro. Los primeros sectores, destinatarios en mayor medida de los gastos corrientes y transferencias públicas, tendrán normalmente menor capacidad de ahorro que los segundos y, por tanto, el *stock* de dinero —que es el principal activo para situar el ahorro— que desean retener en proporción a su renta será inferior al de estos últimos. Si los efectos redistributivos son de cierta importancia, la expansión del crédito al sector público llevará consigo fuerzas que impulsan a la baja las variaciones deseadas del *stock* de dinero y, por tanto, el ahorro total, independientemente de lo que ocurra con los otros factores que determinan aquel *stock*.

Estas razones, por las cuales el crecimiento del crédito interno al sector público puede deteriorar las cuentas exteriores a través de su influencia negativa sobre la formación de ahorro en el período, explican también, obviamente, por qué una expansión monetaria acompañada de un crecimiento del dé-

ficit del sector público podría ser más inflacionista que otra no acompañada por esa característica. En países con un sistema financiero relativamente poco desarrollado, el crecimiento del crédito interno al sector público puede, además, contribuir al empeoramiento de su balanza de pagos aumentando la propensión a importar bienes y servicios extranjeros en ese período (14). Supongamos, para facilitar la explicación de esta posibilidad, que se produce un aumento del crédito interno al sector público permaneciendo constante el *stock* de crédito interno total y, por tanto, disminuyendo el crédito interno al sector privado. El encarecimiento de la parte del crédito interno que responde al mecanismo de precios dará lugar a que las empresas afectadas busquen la posibilidad de obtener el crédito en fuentes de financiación relativamente más baratas. Para las empresas del sector privado que pueden comprar una parte de sus bienes intermedios en los mercados extranjeros, una posibilidad para reaccionar al encarecimiento del crédito en el mercado interno sería desviar parte de sus compras en el mercado nacional hacia el mercado exterior, ya que, en el caso de los bienes de capital, se compra tanto atendiendo al precio del bien como a la estructura temporal y los costes de la financiación asociados con esta transacción. Un aumento del coste del crédito interno dará lugar, normalmente, a un deterioro de la competitividad de los bienes de capital o de consumo duradero nacionales que compiten con la importación y, dependiendo de la elasticidad de sustitución respectiva, podría originar un aumento de la importación de estos bienes. Es di-

fácil saber la importancia de este efecto, pero el fuerte aumento de la importación de bienes de equipo en 1979 y la primera parte de 1980 —coincidiendo con una caída en las tasas de crecimiento del nivel de actividad— podría tener algo que ver con el aumento del coste del crédito interno libre en relación con el coste del crédito incorporado a la oferta exterior de ese tipo de bienes.

Los movimientos de la cuenta corriente de la balanza de pagos responden a otras fuerzas aparte de las liberadas por el estado de las finanzas públicas. Entre estos otros factores, se pueden destacar las variaciones del tipo de cambio en términos reales y el ritmo de crecimiento en los países que habitualmente compran nuestros bienes. La evolución de estos factores a lo largo de los últimos años se presenta en el cuadro n.º 1. En lo concerniente al tipo de cambio, debe señalarse que la evidencia disponible para otros países indica que los efectos de sus variaciones sobre los flujos comerciales no suelen ser significativos en el curso del periodo en el cual dichas variaciones se producen, sino que necesitan de dos a tres periodos anuales para manifestarse plenamente (15). En el curso del periodo, la consecuencia probable de una devaluación, o de una aceleración en el ritmo de deslizamiento del tipo de cambio, será un aumento de la factura en pesetas de las importaciones proporcionalmente mayor que el aumento en pesetas de las exportaciones; esto es, se produciría con más o menos intensidad el denominado efecto de curva J. Si la magnitud de la devaluación nominal es importante, los

efectos positivos sobre la balanza comercial estarán más próximos en el tiempo, entre otras razones porque la devaluación, en la medida en que aumente el nivel de precios interiores, tiende a reducir el valor real de los saldos de dinero poseídos y por tanto disminuiría la cantidad de dinero que se desea poner en circulación para adquirir bienes y servicios nacionales e importados durante ese período (16).

En cuanto a las variaciones del ritmo de actividad de los países que compran nuestros bienes, el cuadro n.º 1 indica el doble impacto de un deterioro de la relación real de intercambio producido por el aumento del precio de los crudos sobre la balanza comercial a corto plazo. En primer lugar, por ser un bien de demanda rígida a las variaciones de precio, aumenta el valor de las importaciones disminuyendo el nivel de renta y, en segundo lugar, al producirse este mismo efecto en nuestros países clientes, decrecerán nuestras exportaciones. La información presentada en el cuadro n.º 1 se podría combinar con la de los gráficos 2, 3 y 4 para explicar más detenidamente las oscilaciones de la relación entre el déficit del sector público y el de la balanza de pagos por cuenta corriente. Este ejercicio, sin embargo, no se llevará a cabo porque para ello sería conveniente depurar esos datos y porque el objetivo de este artículo es únicamente explicar las causas por las que el déficit público puede ser un factor causal importante del deterioro de la balanza de pagos por cuenta corriente (17). No obstante, la evidencia y los razonamientos presentados pueden ser suficien-

tes para apoyar la siguiente conclusión: en ausencia de un crecimiento del nivel de actividad del resto del mundo, o de una desviación notable de la demanda internacional y nacional hacia nuestros productos, provocada sobre todo por variaciones importantes en la competitividad de nuestros bienes, el perfil de la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos no diferirá mucho del mostrado por la senda a lo largo de la cual se mueve el déficit del sector público.

IV. EL IMPACTO DEL SECTOR EXTERIOR SOBRE EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO

Una de las primeras reacciones que puede suscitar el análisis efectuado en la sección anterior es la pertinencia del supuesto fundamental implícito en dicho análisis de que el sentido predominante de la causalidad entre déficit del sector público y balanza por cuenta corriente es del primero hacia el segundo. El argumento más importante a esgrimir por los que defenderían el predominio de la causalidad en sentido opuesto sería que ciertas perturbaciones de origen externo tienden a deteriorar el déficit por cuenta corriente y, como consecuencia de ello, el déficit presupuestario. Un aumento del precio de la energía, por ejemplo, se reflejaría instantáneamente en la balanza por cuenta corriente y, a través de sus efectos negativos sobre el nivel de actividad y el empleo, tendería a disminuir los ingresos fiscales y a aumentar los gastos corrientes, respecti-

vamente. Contra este tipo de razonamiento se pueden formular las dos siguientes réplicas:

En primer lugar, el descenso del nivel de actividad no conduce a descensos proporcionales de los ingresos fiscales, dada la relativamente baja elasticidad renta de nuestro sistema fiscal. De hecho, en el período aquí considerado, la evolución de los ingresos fiscales no parece estar negativamente relacionada con los deterioros de la relación real de intercambio e, incluso, el segundo aumento de los precios de la energía viene asociado con variaciones positivas de la presión fiscal como secuela de la reforma de 1978. Los gastos corrientes, sin embargo, sí se han visto influidos por el aumento del precio de la energía y algunas otras perturbaciones originadas en el exterior, como el aumento de los tipos de interés internacionales, que ha aumentado el servicio de la deuda exterior pública contratada a un tipo de interés flotante, o la acentuación de la depresión internacional y su impacto sobre el nivel de actividad interior y el empleo. En todo caso, parece tolerable admitir que la influencia que el sector exterior pueda ejercer sobre el sector público por esos canales es inferior a la que éste ejerce sobre aquél de forma sistemática por los cauces considerados en la sección anterior. Esta última influencia, sin embargo, puede verse contrarrestada significativamente en aquellos períodos anuales dominados por graves perturbaciones exteriores.

La segunda réplica sería de carácter más general, ya que intenta justificar el carácter exógeno del déficit del sector público no sólo con respecto al

desequilibrio exterior sino también a otros desequilibrios de la economía española. El déficit del sector público se puede considerar ciertamente como una función de varias variables, entre las cuales quizá las más influyentes sean el nivel y ritmo de variación de los salarios reales y las políticas del sector público encaminadas a reducir el coste de oportunidad de estar desempleado (18). La evolución del déficit del sector público en los últimos años, sin embargo, no se puede representar únicamente como una función continua del resto de variables del sistema macroeconómico. Es necesario, además, explicar ciertos saltos o discontinuidades de esta función provocados por decisiones provenientes de la esfera política, que sucesivamente han ido situando a niveles más altos la base de expansión del déficit sobre la que operan los acontecimientos macroeconómicos corrientes. Algunas de estas perturbaciones han sido el resultado de compromisos gubernamentales con otras fuerzas parlamentarias u otras fuerzas sociales, como por ejemplo, los proyectos de modernización de las fuerzas armadas, la ley básica de empleo o las pensiones asociadas con la guerra civil. No es éste el contexto para analizar la conveniencia de estas decisiones políticas, entre otras razones, porque sería necesario contemplarlas desde otras perspectivas que complementen la visión que se obtiene desde el ángulo de la eficacia económica. Desde ese ángulo, no obstante, y en lo que respecta a la interrelación entre sector público y sector exterior, se pueden hacer ciertas consideraciones sobre la conveniencia de esas o similares reformas políticas. Si hubiera que sacar una conclusión del análisis efec-

tuado en la sección anterior, ésta sería que, en la medida en que persistan las condiciones actuales de la economía internacional y la estructura de nuestro sistema financiero, los procesos de redistribución inducidos por medio del déficit del sector público se encontrarán rápidamente frenados por una restricción de balanza de pagos. Esta posibilidad se puede utilizar para defender una secuencia temporal óptima de las reformas políticas, compatible con cualquier postulado ideológico razonable. Sin duda, aquellos que consideran reducido el nivel del déficit del sector público admitirían que sería preferible si viene acompañado por desequilibrios menores de los pagos exteriores. Si admiten eso, la economía española marcharía mejor si la comunidad política concentrara sus esfuerzos en reformar primero el sistema financiero y, dependiendo del ritmo de esta reforma, atendiera al resto de reformas requeridas por su visión de la sociedad ideal, que suelen necesitar un mayor déficit público para llevarse a cabo. Como se veía en la sección anterior, la ausencia de un mercado desarrollado para los activos financieros del sector público en particular y el escaso grado de desarrollo del sector financiero en general, multiplican considerablemente los efectos negativos del déficit público sobre el sistema económico.

Si esa secuencia temporal no se admite, se debe advertir, en todo caso, que el ritmo y calidad del proceso de reforma del sistema financiero no sólo afecta a la capacidad de la economía española para alcanzar tasas de crecimiento aceptables a largo plazo, sino también a la intensidad de sus desequilibrios

en el corto plazo y, de forma especial, a su desequilibrio exterior. Si en estos momentos algún grupo político se pudiera revestir con los poderes de un genio de Aladino o de un Mefistófeles y ofreciera a la economía española su deseo máspreciado ésta pediría, sin duda, que los tipos de interés reales que remuneran su ahorro sean positivos o, al menos, que dejen de encontrarse entre los más bajos del mundo (19). Sería deseable que esta petición fuera concedida por el primer personaje, porque se puede efectuar en tres fases y porque no tiene las graves consecuencias a más largo plazo que se derivarían en caso de aceptar la oferta del segundo personaje.

CONCLUSIONES

En este artículo se ha examinado la posibilidad de que una parte del déficit de nuestra balanza por cuenta corriente en un período determinado se deba al tamaño del déficit del sector público y la estructura de su financiación en dicho período. Parece razonable concluir diciendo que cada período se puede terminar con un saldo de la balanza por cuenta corriente que puede ser tanto más negativo cuanto menor sea la disciplina monetaria en general y la disciplina financiera del sector público en particular. Se puede decir también que la configuración de la balanza por cuenta corriente será más desfavorable si se ha producido un agravamiento del desequilibrio financiero del sector público con independencia del comportamiento de los otros factores de creación de la base monetaria. Esto

último se debe a que los déficit del sector público tienden a reducir la propensión al ahorro de la comunidad y, probablemente, a incrementar la propensión media a gastar en productos extranjeros. La incapacidad del sistema financiero español para remunerar el ahorro adecuadamente amplifica y multiplica los efectos negativos que los aumentos del déficit público tienen sobre el sistema macroeconómico. Esto quiere decir que la política de balanza de pagos a medio plazo y el ritmo y calidad del proceso de reforma del sistema financiero no son dos cosas distintas.

Evidentemente, no todo el déficit exterior que puede registrar la economía española es consecuencia de desequilibrios monetarios. Una buena parte de dicho déficit tiene su origen en los mercados nacionales e internacionales de bienes y servicios y en la viscosidad considerable que caracteriza al movimiento de recursos en la economía española. Sin embargo, el impacto de estos factores reales sobre el sector exterior se puede ver notablemente magnificado si se acompaña por una intensificación del desequilibrio monetario.

NOTAS

(1) Esta deuda interna no monetizada sería, esencialmente, el endeudamiento, durante el período, del sector público con los particulares y sistema financiero no crediticio.

(2) Para una definición exacta de la variable, véase FMI, *International Financial Statistics*, cualquier número.

(3) Se observará que la naturaleza asimétrica del control de cambios, junto con el alto diferencial entre los tipos de interés activos y pasivos soportados por el sector privado en la economía española, impide que los resultados derivados a partir de movimientos del sistema macroeconómico en un cierto sentido se puedan aplicar automáticamente a movimientos del sistema en sentido opuesto.

(4) Véase Boyer (1971), José Pérez (1975-77) y Luis Angel Rojo y José Pérez (1977).

(5) Alternativamente, se puede consultar el cuadro 3.2 en la página 375 del Banco de España (1980).

(6) Véase, por ejemplo, Chow, Gregory C. (1966); Goldfeld, Stephen M. (1973), y Lieberman, Charles (1980).

(7) Este aumento se debe, entre otras causas, a la pérdida de importancia del mercado de valores como fuente de financiación del sector privado en los últimos años. La participación de las emisiones de títulos en la financiación total facilitada a dicho sector ha pasado del 30 por 100 en el periodo 1966-68 al 15 por 100 a finales de 1978. Lo que es mucho más grave, se ha reducido la proporción no monetizada de estas emisiones; es decir, el porcentaje que representan las emisiones no suscritas por la Banca y Cajas de Ahorros en el total de títulos, que era de un 20 por 100 hacia mediados de los sesenta, se sitúa actualmente en torno al 5 por 100. Sobre este aspecto, ver Ministerio de Economía (1977).

(8) Ver cuadro 1.45 del Banco de España (1980).

(9) Todo lo dicho anteriormente se puede resumir en las siguientes expresiones: a) una función de demanda de dinero en términos reales del tipo $m^d = m^d(y, p^e)$, siendo y la renta real, p^e la tasa de crecimiento esperada del nivel de precios y $m^d_1 > 0$, $m^d_2 < 0$. Esta función indica que, si se decide aumentar el *stock* de dinero que se mantiene por encima del necesario para hacer de puente entre el desfase regular esperado entre los ingresos y pagos asociados con un volumen de transacciones, es porque se espera que con este dinero se podrá comprar más bienes, servicios y activos reales en el futuro que en el momento actual. Tanto el desfase regular esperado entre ingresos y pagos como el nivel esperado de precios son apuestas de los agentes económicos sobre lo que puede ocurrir en el futuro, por tanto las variables p^e e y en la ecuación anterior deberían estar ponderadas por un indicador del grado de confianza o certidumbre que el agente representativo deposita en sus anticipaciones del futuro incorporadas en cada caso; y b) una función de demanda total interna o absorción en términos nominales del tipo $A = A(M^s, p^e, Y)$; siendo M^s el *stock* de dinero en términos nominales existente al final del periodo e Y el nivel de renta en términos nominales y $A_1, A_2, A_3 > 0$. Sobre estos aspectos, véase el Apéndice I.

(10) No es éste el contexto para desarrollar con más detalle este aserto. Se debe señalar aquí, sin embargo, que la manipulación del control de cambios es un instrumento fundamental —junto con la desaparición de coeficientes obligatorios y la conversión de la Banca oficial en una agencia financiera competitiva, de forma que efectivamente compita con el resto de la Banca nacional e internacional— en el proceso de reforma del sistema financiero. Un instrumento que quizá, al igual que ha ocurrido en general con los aspectos internacionales del sistema financiero, no ha recibido la atención que merece ni en la práctica ni en la literatura sobre el proceso de reforma financiera en nuestro país.

(11) Pudiera pensarse que la razón Δ crédito interno al sector público/ ΔM_3 ilus-

traría mejor esta participación. Esto no es así, ya que las variaciones en reservas no necesariamente encubren una proporción constante de la financiación exterior obtenida por el sector público. Por ello se utiliza la razón entre endeudamiento externo del sector público y adeudamiento externo total para aproximar el grado en el cual las variaciones de reservas conllevan crédito al sector público.

(12) Sobre las relaciones entre crédito interno total y balanza de pagos por cuenta corriente en la economía española se puede ver Guitián, M. (1976). La evidencia empírica aportada por este artículo se puede invocar en apoyo del razonamiento efectuado en los párrafos precedentes, especialmente la bondad del ajuste entre variaciones del crédito interno en un periodo y el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos en ese periodo.

(13) La derivación, a partir del tamaño del déficit del sector público, de expectativas de inflación superiores a las que se adscriben a otros agregados monetarios se ha considerado por numerosos analistas como una de las causas principales que explican la rigidez a la baja de los altos tipos de interés nominales en los Estados Unidos, aun cuando la inflación se ha venido reduciendo en los últimos meses. Parece ser que el déficit del sector público es uno de los mecanismos que generará el «premio» inflacionista que convierte los tipos reales en tipos nominales.

(14) Un aumento del déficit público puede agravar el problema de la balanza de pagos aun cuando diera lugar a un déficit de la cuenta corriente de igual magnitud que el que se produciría por una expansión del déficit del sector privado. Ello se debe a que los déficit exteriores asociados con un crecimiento del déficit del sector público pueden no ser sostenibles a medio plazo, mientras que esta probabilidad es más pequeña si el déficit de la balanza de pagos no viene acompañado por un deterioro de las finanzas públicas. La razón de esto se puede ver en el Apéndice II. En todo caso, el tamaño del déficit presupuestario y la evolución de la razón entre gastos presupuestarios totales y gastos de consumo y transferencias públicas es uno de los criterios utilizados por los prestamistas internacionales para determinar el riesgo asociado con sus préstamos.

(15) Véase la nota 1 del Apéndice I.

(16) El impacto negativo de la devaluación sobre los saldos reales poseídos puede verse parcialmente contrarrestado por la influencia negativa que aquélla puede ejercer sobre los saldos reales deseados si la devaluación aumenta las expectativas de inflación para el próximo periodo.

(17) Es interesante, sin embargo, analizar los movimientos divergentes de la balanza de pagos y del sector público a lo largo del año 1978. Probablemente, los resultados favorables de la cuenta corriente registran los efectos de la importante

devaluación en términos reales que tuvo lugar el año anterior así como la recuperación de las economías industrializadas en el curso de 1978. Otro factor que habría contribuido a contrarrestar el impacto negativo del presupuesto sobre las cuentas exteriores, pudo haber sido un aumento del *stock* deseado de dinero inducido por el programa de estabilización instrumentado el año anterior y por la reforma fiscal anunciada en ese programa. El programa de estabilización, especialmente, podría haber originado una revisión a la baja de las expectativas de inflación, reduciéndose así el coste de oportunidad de retener dinero y la expansión de la demanda total a lo largo del año 1978.

(18) Mientras que la tasa de crecimiento del PIB en términos nominales depende esencialmente del ritmo de expansión de la masa monetaria, la división de esa tasa nominal entre crecimiento de precios por un lado y del PIB real y del empleo por otro, depende, básicamente, del nivel y ritmo de crecimiento de los salarios reales. Si estos niveles están por arriba de los necesarios para mantener en equilibrio/flujo el mercado de trabajo, aumentará el desempleo y el gasto público. El gasto público aumentará también como consecuencia de los efectos demostración que los mayores salarios en el sector privado puedan tener sobre el proceso de formación de las rentas salariales del sector público. Los ingresos fiscales pueden aumentar o disminuir, dependiendo de la elasticidad de la base imponible salarial ante aumentos del salario medio que implican reducción de la población asalariada.

La reducción del coste de oportunidad de estar desempleado, o el aumento de la rentabilidad del ocio, aumenta el déficit público directamente —porque se incrementa el gasto por unidad de desempleo— e indirectamente porque estas medidas tienden a mantener o incrementar el desempleo y las prestaciones totales asociadas con ello y porque, con el desempleo, los ingresos impositivos son menores de lo que serían en otro caso generalmente. Por otro lado, si estas medidas van más allá de cierto punto, se producirá un crecimiento de lo que se ha dado en llamar economía subterránea. Este no es, por cierto, un fenómeno nuevo, ni para la sociedad ni para los economistas. Las consecuencias sobre la sociedad de un coste de oportunidad de estar desempleado excesivamente bajo fueron los argumentos utilizados por los economistas clásicos en la Inglaterra de la primera mitad del siglo XIX para abolir ciertos aspectos de las leyes sobre los pobres, y por los seguidores de estos economistas en España para defender la abolición de la sopa conventual e instituciones similares.

(19) Desde otra perspectiva, piénsese que la propensión media a consumir producto interior era en España aproximadamente un 80 por 100 en 1979 y se sitúa actualmente en torno al 83 por 100. En la CEE esta propensión era un 76 por 100 en 1979 y actualmente es de un 77,5 por 100.

APENDICE I

UN MODELO MACROECONOMICO SIMPLE PARA EXPLICAR LAS INTERACCIONES ENTRE EL SECTOR MONETARIO Y EL SECTOR REAL EN LA ECONOMIA ESPAÑOLA

El objetivo de este Apéndice es presentar una estructura analítica simple para exponer los aspectos más importantes del mecanismo de transmisión que en el caso de la economía española comunica la actividad financiera del Tesoro con las cuentas exteriores a corto plazo. A fin de concentrarse en las relaciones más importantes que componen este mecanismo: 1) se consideran exógenamente determinadas aquellas variables que no dependen esencialmente del tamaño del déficit del sector público, así como las que pueden afectar a la balanza por cuenta corriente con independencia del comportamiento del sector público, y 2) se prescinde del mercado de activos financieros no monetarios. En las líneas siguientes se presentan algunos argumentos para justificar estos supuestos en el caso de la economía española.

1) El tipo de cambio en términos nominales se considera exógenamente determinado. En el transcurso del periodo con templado, la evolución del tipo de cambio nominal responde en mayor medida al conjunto de intuiciones, percepciones, anticipaciones e instrucciones políticas que informan la acción del ente interventor que a las consecuencias macroeconómicas del déficit público en ese periodo. La introducción del tipo de cambio como variable endógena a corto plazo exigiría especificar una función de intervención que ponderara un conjunto de variables representativas de la acción del interventor y de las fuerzas que determinarían el tipo de cambio en ausencia de intervención. Aun cuando el tamaño del déficit público podría influir sobre la paridad de la moneda, suponemos, en todo caso, que en el curso del ejercicio presupuestario estas variaciones inducidas del tipo de cambio nominal no alteran significativamente el impacto del déficit público sobre la balanza por cuenta corriente. Téngase en cuenta que en este periodo de referencia, los efectos renta o gastos predominan sensiblemente sobre los efectos de sustitución en la determinación de los flujos comerciales (1).

2) El relativamente bajo grado de desarrollo del sistema financiero español —esto es, su reducida capacidad de oferta de activos financieros no monetarios— sugiere que, con la utilización de modelos simples, excluyendo el mercado interno de capitales, se podrían generar proposiciones que se aproximaran a la realidad en el estudio de ciertos fenómenos macroeconómicos. Las características del sistema financiero

español, transmitidas por la evidencia empírica disponible sobre la función de demanda de dinero y la sensibilidad de la demanda agregada a las variaciones de los tipos de interés en el corto plazo, indican que el mecanismo de transmisión entre fenómenos monetarios y reales en la economía española acaso se pueda explicar más adecuadamente en base al efecto saldos reales que por medio del tipo de interés. Los elementos de intervención presentes en el sistema financiero español, junto con su reducido tamaño, pueden hacer que el tipo de interés no transmita la información correcta sobre la cantidad de financiación disponible para llevar a cabo transacciones en la economía y que no sea un indicador adecuado del coste de oportunidad de colocar la riqueza en activos monetarios.

Como se decía en la introducción a este Apéndice, la finalidad que se persigue con la exposición de este modelo es aislar las interrelaciones más importantes entre los mercados de bienes y dinero que determinan el impacto del sector público sobre la balanza de pagos en el corto plazo. En este periodo se puede hablar de un equilibrio de flujos, que será momentáneo o temporal si los distintos *stocks* poseídos por los agentes económicos al final de este periodo no coinciden con los *stocks* deseados en ese momento. Los flujos negociados en los mercados de bienes y servicios tienen que ser compatibles con los flujos que recogen los ritmos de ajuste entre *stocks* deseados y poseídos en los mercados de activos y en este sentido contable o walrasiano se deben interpretar las condiciones de equilibrio en este modelo a corto plazo.

Un asterisco sobre una variable denota su carácter exógeno. El operador Δ se utiliza para indicar las variaciones de algún *stock* durante el periodo de referencia. El signo $\dot{}$ sobre una variable indica la tasa media de variación de esta variable en el periodo considerado, esto es, $\dot{x} = \Delta x/x$. Una variación discreta en una variable se aproxima por la expresión correspondiente a una variación continua; es decir, se utiliza la derivada de la función donde se debería utilizar la primera diferencia. Finalmente la derivada marginal de F con respecto a su i -ésimo componente se indica como F_i .

SÍMBOLOS

Y^*	PIB en términos reales
P_i^*	Nivel de precios exteriores multiplicado por tipo de cambio
P	Nivel de precios interiores
P_c	Nivel de precios de consumo, siendo $P_c = P_c(P, P_i^*)$
Y	PIB en términos nominales
A	Demanda total interior en términos nominales
X^*	Exportaciones de bienes y servicios en términos nominales
IM	Importaciones de bienes y servicios en términos nominales

α^*	Porcentaje de la demanda interior total que se canaliza hacia la producción interior (número de unidades nominales de producción interna por unidad nominal de demanda total)
M^*	<i>Stock</i> existente de disponibilidades líquidas en términos nominales
$P_{c_e}^*$	Tasa de crecimiento esperada de los precios de consumo
m^d	<i>Stock</i> deseado de disponibilidades líquidas en términos reales
CR^*	<i>Stock</i> de crédito interno total en términos nominales
CP^*	<i>Stock</i> de crédito interno al sector público en términos nominales
CI^*	<i>Stock</i> de crédito interno al sector privado en términos nominales
R^*	<i>Stock</i> de reservas expresadas en moneda nacional
ΔK^*	Flujo de importaciones netas de capital
$\eta_y, \eta_{p_{c_e}}$	Elasticidades de la demanda de dinero en términos reales con respecto a variaciones de la renta real y del nivel esperado de los precios de consumo

MERCADO DE BIENES Y SERVICIOS

$$[1] \quad A = A(M^*, P_{c_e}^*, Y) \quad \text{Donde } M^* \text{ recoge las existencias de dinero al final del periodo; } A_1, A_2, A_3 > 0$$

Alternativamente [1] se podría especificar como:

$$[1]' \quad A = \alpha \{ (M^*/M^d) \} Y \quad \text{Donde la función } \alpha' \text{ recoge el efecto multiplicador del desequilibrio monetario sobre la demanda interior total; } \alpha' > 0.$$

$$Y = \alpha^* A + X^* \quad (2) \quad \text{Sería la demanda de bienes producidos interiormente}$$

$$[2] \quad IM = (1 - \alpha^*) A \quad \text{Sería la demanda que se vierte sobre el resto del mundo.}$$

$$[3] \quad p \cdot y^* = \alpha^* A + X^*$$

MERCADO MONETARIO

$$[4] \quad M^d = p \cdot m^d(y^*, p_{c_e}^*) \quad m_1^d > 0, m_2^d < 0$$

Demanda stock

$$[5] \quad M^* = CI^* + CP^* + R^*$$

Oferta stock

Equilibrio: El mercado sólo estará en equilibrio cuando el *stock* deseado sea igual al poseído. Se puede considerar, sin embargo, que los

agentes económicos pueden realizar en el curso del período de referencia el ajuste flujo deseado en sus tenencias de dinero. La condición de equilibrio recogerá, pues, la necesidad de que las variaciones de los stocks monetarios en el período deben ser compatibles con los flujos negociados en otros mercados:

$$[6] \quad \Delta M^d = \Delta M^*$$

BALANZA DE PAGOS

$$[7] \quad \Delta R = X^* - IM + \Delta K^*$$

Esta ecuación no es independiente sino que es una combinación lineal de las ecuaciones [2] y [5] (3).

EL EQUILIBRIO MONETARIO Y LAS VARIACIONES EN EL TAMAÑO DEL DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO

La estática comparativa del sistema macroeconómico descrito es inmediata. No es necesario, sin embargo, someterse a los requerimientos que dicho método exige para derivar soluciones completamente determinadas. Se puede conseguir una aproximación más intuitiva a las consecuencias macroeconómicas de variaciones en el déficit presupuestario a partir de simples manipulaciones algebraicas de las ecuaciones anteriores.

Desarrollado el lado izquierdo de la expresión [6] se obtiene:

$$[8] \quad \Delta M^d = M_{-1}^d \{ \dot{p} + (\dot{y}^* \eta_y - \dot{p}_{ce}^* \eta_{p_{ce}}) \}$$

Desarrollado el lado derecho de [6] se obtiene:

$$[9] \quad \Delta M^* = \Delta CI^* + \Delta CP^* + X^* - IM + \Delta K^*$$

Despejando $IM - X^*$ de esta última expresión y teniendo en cuenta que $\Delta M^* = \Delta M^d$:

$$[10] \quad IM - X^* = \Delta CI^* + \Delta CP^* + \Delta K^* - \underbrace{\Delta M^d}_{M_{-1}^d \{ \dot{p} + (\dot{y}^* \eta_y - \dot{p}_{ce}^* \eta_{p_{ce}}) \}}$$

Si se dividen los dos lados de esta ecuación por el stock de dinero existente al principio del período y haciendo una ligera manipulación se obtiene la siguiente expresión, alternativa a la anterior:

$$[11] \quad (IM - X^*) / M_{-1}^* = \dot{C}a_1 + \dot{C}Pa_2 + \dot{K}a_3 - (M^d/M)_{-1} \{ \dot{p} + (\dot{y}^* \eta_y - \dot{p}_{ce}^* \eta_{p_{ce}}) \}$$

Donde las variables crediticias se expresan en términos de su tasa de variación y a_i indica la proporción del stock total de dinero representado por las existencias totales de la variable respectiva al inicio del período. $(M^d/M)_{-1}$ representa el desequilibrio monetario existente al inicio del período.

La segunda de estas expresiones recoge la influencia del desequilibrio monetario heredado del período anterior sobre la balanza por cuenta corriente en el período actual. En la economía española tendería a la unidad dada la considerable velocidad de ajuste entre estas dos variables que existen en nuestra economía. Estas expresiones son ya suficientes para analizar los mecanismos que regulan la incidencia de la expansión presupuestaria sobre el sector exterior.

1) Para unas condiciones dadas de la economía internacional, una tasa de expansión del crédito interno al sector privado y unos flujos dados de importación neta de capitales, una expansión de la tasa de crédito interno al sector público —dados los supuestos de este modelo, las variaciones de la tasa de expansión del crédito al sector público coinciden con las variaciones en el tamaño del déficit presupuestario— se convierte en un mayor déficit de la balanza de bienes y servicios en la medida en que no sea compensada por un aumento en la tasa de variación del stock deseado de dinero. Dado un stock deseado de dinero al principio del período, la variación de la demanda de dinero a consecuencia de la expansión presupuestaria, dependerá de la incidencia de esta expansión sobre la tasa de inflación del período, sobre la tasa de inflación esperada para el próximo período y sobre la tasa de crecimiento de la renta real en el período.

En el caso de la economía española, donde la expansión presupuestaria de los últimos años se ha utilizado para financiar un crecimiento proporcionalmente mayor de los gastos de consumo público que de los de inversión, es probable que las expansiones del crédito al sector público hayan inducido variaciones significativas de la tasa de inflación y variaciones despreciables en la tasa de crecimiento real de la renta en ese período. Si esto es así, es posible que los agentes económicos revisen al alza el nivel esperado de precios como consecuencia de una expansión del crédito público ($\partial P_{ce} / \partial \Delta CP > 0$); de hecho, las unidades de gasto pueden asociar mayores tasas futuras de inflación a los crecimientos del déficit del sector público con independencia de cuáles sean los efectos reales de dicho déficit sobre la tasa de inflación (4). El desequilibrio monetario producido por la expansión del déficit público tendría normalmente mayores consecuencias sobre la inflación y el sector exterior si la demanda de dinero responde a la renta permanente en lugar de a la renta real del período. En todo caso, si las expansiones de crédito al sector público dan lugar a variaciones de las expectativas de inflación

superiores a las asociadas con las expansiones del crédito al sector privado, el déficit exterior aumentará tanto más cuanto mayor sea el protagonismo del sector público en el desequilibrio monetario.

2) Se pueden concebir otras dos razones por las cuales es probable que el aumento del déficit público dé lugar a déficit exteriores mayores de los que se derivarían de un aumento del déficit privado (exceso de inversión sobre ahorro del sector privado). Una expansión presupuestaria, sobre todo si viene acompañada de un aumento de la proporción del consumo y de las transferencias públicas en el gasto público total, suele llevar asociada una reducción en la propensión total al ahorro de la comunidad. Ello se debe, en primer lugar, a la propia disminución del ahorro público y, en segundo lugar, a la redistribución de renta implícita en ese tipo de expansión presupuestaria. Esta redistribución consiste en la canalización de mayores flujos de renta hacia los sectores sociales y las empresas con una menor propensión marginal al ahorro. Como en este modelo la única posibilidad de detentar riqueza es en forma de activos monetarios, esta redistribución de renta se reflejará en una variación estructural en la función agregada de demanda de dinero. El stock de dinero deseado, para unos niveles dados de renta y expectativas de inflación, se habrá reducido como consecuencia de una redistribución hacia los sectores que derivan una menor utilidad marginal de las tenencias de dinero. Esta disminución en la propensión al ahorro entraña un aumento en la demanda total en términos nominales mayor que el que se habría producido en ausencia de dicha disminución. Dado el ritmo de utilización de la capacidad instalada en ese período y la función que regula la distribución de las variaciones de la demanda total entre producto interno y producción internacional (α^*), el aumento proporcional del consumo se traduciría en mayores tasas de inflación y desequilibrio exterior que las que se derivarían de un mismo ritmo de expansión monetaria con una mayor proporción de crédito al sector público.

NOTAS DEL APENDICE I

(1) En apoyo de este razonamiento se puede aportar el siguiente breve resumen de la evidencia empírica sobre esta materia: *a)* Las variaciones del tipo de cambio necesitan un período de más de tres años para manifestar plenamente sus efectos sobre las funciones de demanda de importaciones y exportaciones. La duración de este período es tanto mayor cuanto menor sea el grado de movilidad de recursos en el país en cuestión, y *b)* En períodos de un año o inferiores, la suma de las elasticidades renta de las funciones de demanda de importaciones y exportaciones es de dos a cuatro veces superior a la suma de las elasticidades precio correspondientes. Véase Stern *et al.* (1976) y el resumen que aparece en Goldstein, M. (1980), o FMI, *Annual Report* (cualquiera de los últimos años). El carácter exógeno del tipo de cambio nominal, por otro lado, permitiría utilizar el modelo para tratar los efectos de variaciones discretas del tipo de cambio.

(2) α^* se podría introducir como una función del tipo de cambio en términos reales. Sobre las posibilidades que ofrece este tipo de especificación de la demanda agregada interior, ver Brunner, K. (1973). Los beneficios econométricos de la especificación [1] se pueden apreciar en Laidler, O., y O'Shea (1980).

(3) Se puede expresar también como $IM - X = (G - T) + (I - S)$. Siendo las expresiones entre paréntesis el déficit del sector público y el exceso de inversión sobre ahorro privado, respectivamente. En la economía artificial representada por este modelo, la carencia de riqueza no monetaria exige que el ahorro deseado en el período coincida con la demanda flujo de dinero en dicho período ($S = \Delta M^d$). El déficit del sector público, dado el supuesto de ausencia de activos financieros no monetarios, coincidirá con la variación del endeudamiento del sector público con el sistema crediticio interno y externo en el período y la inversión privada debe financiarse con crédito interno del sistema o con crédito exterior. Esto es: $G - T + I = \Delta CP^* + \Delta CI^* + \Delta K^*$. La expresión [3] sería entonces: $IM - X = \Delta CP + \Delta CI + \Delta K - \Delta M^d$. Pero según [6] $\Delta M^d = \Delta M^*$ y según [5] $\Delta M^* = \Delta CI^* + \Delta CP^* + \Delta R^*$; de donde, $IM - X = \Delta K^* - \Delta R^*$ [7].

(4) Véase apartado III del artículo.

APENDICE II

APROXIMACIONES FISCALES A LA BALANZA DE PAGOS: EL ENFOQUE DE LA NUEVA ESCUELA DE CAMBRIDGE A LA BALANZA DE PAGOS

El objeto de este Apéndice es presentar un breve resumen de algunas referencias explícitas sobre la relación entre el déficit del sector público y el de la balanza de pagos por cuenta corriente aparecidas recientemente en la literatura. Los comentarios se articulan en torno a la más llamativa de estas referencias, el enfoque de la denominada nueva escuela de Cambridge sobre la balanza de pagos, propuesto en Crips, Godley, W., y Fetherston, M. (1974), Fetherston, M. (1975), University of Cambridge (1973) y una serie de artículos de estos autores aparecidos en *The Times* durante 1973 y 1974.

La balanza por cuenta corriente según la nueva escuela de Cambridge

El enfoque de la denominada nueva escuela de Cambridge tiene sus orígenes en las condiciones de la economía británica durante la primera mitad de los años setenta. Sus autores proponían un modelo que justificaría la formulación de una cierta combinación de políticas económicas para abordar una situación caracterizada por la presencia simultánea de desempleo y déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente. En su análisis de la economía británica criticaban ciertos supuestos incorporados a las políticas convencionales de regulación de la demanda en este país y ponían en duda la eficacia de utilizar discrecionalmente dichas políticas para contrarrestar o reducir las oscilaciones del nivel de actividad. La atención prestada a estos autores creció en proporción a la capacidad de su modelo para pronosticar la magnitud de los desequilibrios de la economía y decreció cuando sus pronósticos fueron erróneos o coincidieron con los de las instituciones tradicionales de predicción. En todo caso, merece la pena revisar brevemente su ecuación de balanza de pagos por cuenta corriente y los supuestos de comportamiento incorporados en ella.

La pieza central de su razonamiento era, en efecto, la especificación de un nexo causal entre el nivel de déficit presupuestario y la balanza de pagos por cuenta corriente. Para situar esta ecuación en su contexto geográfico se presenta el gráfico 5, que recoge la evolución del déficit del sector público y de la balanza de pagos en Gran Bretaña en los últimos años.

La identidad del equilibrio contable en el mercado de bienes exige que la suma de las adquisiciones netas de activos financieros por el sector privado, el sector

público y el sector exterior sea nula. Esto es:

$$(IM - X) \equiv (I - S) + (G - T) \quad [1]$$

donde el lado izquierdo de la expresión representa la balanza de bienes y servicios o, si se quiere, la balanza por cuenta corriente y el lado derecho la suma del exceso de inversión privada sobre ahorro privado y el déficit presupuestario, respectivamente. De la identidad anterior, los autores de la nueva escuela de Cambridge pasan a la ecuación siguiente:

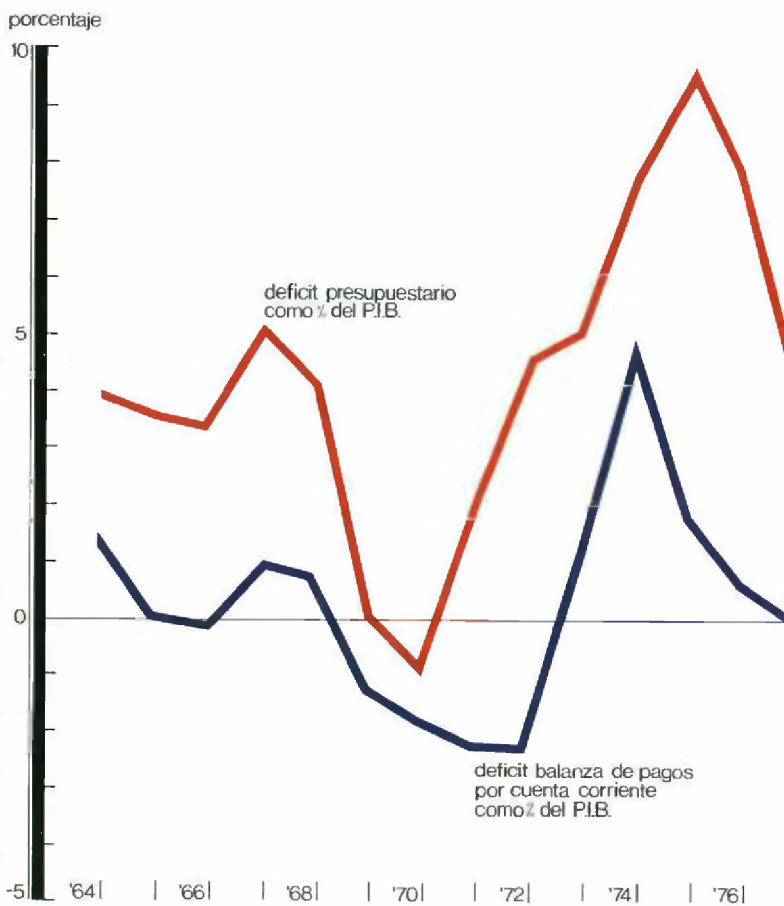
$$(IM - X) = a + b (G - T) \quad [2]$$

La ecuación [2] se obtiene de la identidad [1] incorporando el supuesto de que el comportamiento del sector privado tiende a generar un excedente relativamente insignificante y, en todo caso, estable y predecible. Este excedente sería, por tanto, inelástico a las variaciones presupuestarias originadas típicamente por un aumento del gasto público. En esta expresión «a» recogería el valor constante del excedente del sector privado y «b» tendería a la unidad en ausencia de errores de estimación o circunstancias excepcionales. Una de las consecuencias de esta ecuación es que el producto interno es inelástico a las variaciones autónomas del presupuesto (1). En otras palabras, el multiplicador de las variaciones autónomas del presupuesto tiende a ser nulo. Esto exige que la propensión marginal al ahorro se aproxime a cero y que la propensión marginal a importar a partir de variaciones en la demanda total inducidas por variaciones presupuestarias tienda a infinito. En su justificación de la independencia del excedente del sector privado con respecto a variaciones presupuestarias, originadas por aumentos autónomos del gasto público, estos autores invocan viejos y venerados fantasmas que no han dejado de vagar por las mansiones de Cambridge. Entre ellos destacan: *a)* la demanda de inversión es inelástica ante variaciones de los tipos de interés y ante variaciones de la demanda agregada. La inversión privada depende esencialmente de la tasa de beneficios esperada en el período y esta tasa es independiente de los tipos de interés, y *b)* la propensión marginal a consumir es la unidad para aquel sector de la sociedad que depende de las rentas salariales. Como en la sociedad británica las rentas salariales superan las dos terceras partes de la renta total, este supuesto justificaría presumiblemente la rigidez del ahorro privado ante posibles variaciones del tipo de interés o de la demanda agregada total que tengan su origen en una expansión presupuestaria.

Aun cuando se han obtenido buenas estimaciones de la ecuación [2] para la economía británica (2), no apoyan la hipótesis de un multiplicador sistemáticamente nulo.

Las críticas que se han hecho contra este enfoque delatan el carácter excesivamente restrictivo de los supuestos utilizados y señalan en particular que el grado de apertura de la economía británica incorporado en dicho enfoque es exagerado. Las principales críticas, aparte de respues-

**GRAFICO 5
DEFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE
DE LA BALANZA DE PAGOS Y DEL
SECTOR PUBLICO COMO % DEL PIB
EN GRAN BRETAÑA (1964-77)**



Fuente: Central Statistical Office, *Economic Trends*.

Recogido en R. Caves y L. Krause, *Britain's Economic Performance* (1980).

tas y contrarrespuestas aparecidas en *The Times* durante 1973 y 1974, se pueden encontrar en Bispham (1975) Rowan (1976) y Vaziago (1978). Evidencia empírica sobre las relaciones entre el déficit fiscal y el déficit exterior en países industrializados y en vías de desarrollo en base a estimaciones de la ecuación [2] se puede encontrar en Milne (1976) y Tahari (1978).

Si bien las proposiciones empíricas de la nueva escuela de Cambridge no se apoyan en báculos teóricos suficientemente robustos, la llamada de atención sobre la posible relación instrumento-objetivo entre

déficit del sector público y desequilibrio externo merece ser oída (3). De hecho, esta asignación se ha defendido recientemente desde otras posiciones teóricas. Por ejemplo, Corden (1972) en su discusión sobre la naturaleza y la definición de un problema de balanza de pagos sostiene que un déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente sería indicativo de un desequilibrio del sector exterior sólo si viene asociado con un desequilibrio de las finanzas públicas. En consecuencia, el barómetro que mide el grado de desequilibrio externo es el desequilibrio presupuestario. En palabras del propio Corden: «... Si las empresas priva-

das deciden aumentar su gasto y financian dicho aumento endeudándose con el exterior, generándose así un déficit por cuenta corriente, esto no debe ser motivo de preocupación ni causa de intervención para las autoridades...» «Las cifras de la balanza de pagos por cuenta corriente no son las cifras que hay que vigilar. El déficit por cuenta corriente de un país es la suma del déficit financiero del sector privado (exceso de inversión sobre ahorro) y del déficit público. Si el déficit por cuenta corriente aumenta puede ser porque el déficit del sector privado ha aumentado, lo cual no debe ser un motivo de preocupación para las autoridades, o porque el déficit del sector público ha aumentado —lo cual puede, ciertamente, ser motivo de preocupación. Pero las cifras de la balanza de pagos en sí mismas no nos dicen si existe o no un problema» (Corden, 1977, págs. 50-51) (4).

En base a la obra anterior de Corden, McKinnon (1981) concluía su reciente revisión de las interrelaciones entre el tipo de cambio y la política macroeconómica con una reflexión similar: «... (En particular) la persistencia de un déficit o un superávit no indica que la divisa de un país deba experimentar una depreciación o una apreciación. En lugar de esto, cualquier déficit o superávit que no se considere apropiado refleja un déficit o superávit inapropiado en las finanzas públicas del país. En estas circunstancias, cualquier intento por las autoridades de ajustar el tipo de cambio es probable que genere una considerable inestabilidad financiera, sin ningún efecto predecible sobre la balanza comercial» (McKinnon, 1981, pág. 555).

El razonamiento que sustenta estos juicios se basa en suponer que el sector privado tiende a comportarse de forma eficaz, especialmente al tomar decisiones concernientes a su financiación en mercados exteriores. Si el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente fuera el resultado de un exceso de inversión sobre ahorro privado de la misma magnitud, estos autores estimarían que dicho déficit sería viable o sostenible en el tiempo y no indicaría, por tanto, un desequilibrio de las cuentas exteriores. Se considera, pues, que el cálculo agregado del sector privado tiende a ser correcto, esto es, que la productividad de las inversiones y el horizonte temporal de sus rendimientos permite devolver los recursos que se han obtenido para financiarla y, en particular, pagar el coste y devolver el ahorro exterior que se importó a través del déficit por cuenta corriente. En opinión de estos autores, el cálculo del sector público no ofrecería las mismas garantías ya que sus inversiones y otros gastos no tienen por qué responder al criterio de eficacia económica.

La conclusión que se puede derivar de este tipo de análisis para la asignación objetivos-instrumentos de la política económica en una economía relativamente abierta se puede resumir como sigue. La política monetaria controlaría la evolución de

la renta nominal y determinaría la tasa de inflación en la medida en que controle la tasa de crecimiento de los salarios monetarios. Sin embargo, el supuesto tradicional de que una política monetaria que controla la inflación, controla, en régimen de tipos de cambio flexibles, el desequilibrio exterior sólo será válido si el estado de las finanzas públicas se mantiene constante a lo largo del período considerado. En este sentido, se puede decir que la política fiscal se debería utilizar para corregir el desequilibrio externo y a la política monetaria se le debería asignar la responsabilidad del equilibrio interno. De estas consideraciones se ha intentado inferir algunas consecuencias para la economía española a lo largo de este artículo.

NOTAS DEL APENDICE II

(1) Se recordará que la teoría de la política económica en economías pequeñas y considerablemente abiertas, desarrollada por Metzler (1950), Fleming, J. M. (1962), y Mundell, R. A. (1963), postula igualmente, si bien por razones distintas, un multiplicador nulo de las variaciones autónomas del gasto público financiadas por deuda pública en economías operando en régimen de tipos de cambio flexibles. Con tipos de interés dados internacionalmente y oferta monetaria constante, el aumento del gasto público produce un exceso de demanda de dinero y, como consecuencia de ello, una desviación momentánea del tipo de interés interno con respecto al internacional. Este diferencial induce entradas de capital que tienden a provocar una revaluación del tipo de cambio, lo que, a su vez, fomentará las importaciones netas de bienes y servicios y mermará así la expansión inicial de la renta interior. Si el equilibrio inicial era estable, este proceso continuará hasta que se restablezca un nuevo equilibrio, donde el tipo de interés interno será de nuevo igual al internacional y la variación en las importaciones netas de bienes y servicios habrá sido igual a la variación del déficit presupuestario. El modelo implícito

en este razonamiento conducía a postular la ineficacia de la política fiscal en un régimen de tipo de cambio variable y de la política monetaria en un régimen de tipo de cambio fijo. Estos modelos contemplan economías considerablemente abiertas, tanto en lo que concierne a los movimientos de bienes y servicios como a la transferencia de derechos de propiedad sobre los activos financieros. Por ello, cuando se aplican a economías distintas de la canadiense y otras similares, sus postulados deben verse más bien como tendencias que operan a medio plazo que como proposiciones contrastables a corto plazo.

(2) En Milne, E. (1976), el resultado de la estimación para el período 1960-75 es
 $(IM - X) = 961,65 + 0,56 (G - T)$
 $\bar{R}^2 = 0,510, DW = 1,94$
 (Estadístico t) (2,83) (4,08)

Según esta ecuación, un aumento en el déficit del Gobierno de Su Majestad de un 10 por 100 daría lugar, en el curso de ese ejercicio presupuestario, a un aumento de un 5,6 por 100 en el déficit comercial, que es la medida del déficit exterior considerada en la estimación. En esta misma publicación se efectúa una estimación para la economía española con el mismo período de referencia que la anterior, que debe aco-

gerse con la cautela de quien no ha visto los datos utilizados:

España $(IM - X) = 40,34 + 4,08 (G - T)$
 $\bar{R}^2 = 0,779, DW = 1,528$
 (Estadístico t) (1,47) (6,85)

(3) Algunos autores han querido ver un principio de clasificación de políticas más amplio en los autores de la nueva escuela de Cambridge. En particular, Spraos, T. (1977), y Tower, E. (1980), consideran que el mensaje central de esta escuela consiste en postular que la política fiscal tiene una ventaja comparativa en la consecución del equilibrio externo y el tipo de cambio en la del equilibrio interno. No está muy claro si esta división de políticas ha sido efectivamente defendida por dicha escuela o si, por el contrario, los autores mencionados recurren al *pedigree* del nombre de Cambridge para desarrollar lo que, por otro lado, son interesantes elaboraciones sobre la teoría de la política económica en economías abiertas.

(4) Algunos otros aspectos planteados por el concepto de desequilibrio de balanza de pagos son también tratados por Corden en esta obra y han sido aplicados a la economía española en García Atance, S., y Maravall, F. (1981).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- ALIBER, R., ed., *Political Economy of Monetary Reform*, Universe Books, 1977.
- BISPHAM, J. D., «The New Cambridge and "Monetarist" Criticism of "Conventional" Economy Policy Making», *National Institute Economic Review*, n.º 74, November 1975.
- BOYER, M., *La Interacción entre Procesos Reales y Monetarios en la Economía Española*, en Rojo, L. A., 1971.
- BRUNNER, KARL, *A Fisherian Framework for the Analysis of International Monetary Problems*, ejemplar ciclostilado, 1973.
- CAVES, R., y KRAUSE, L., ed., *Britain Economic Performance*, Brookings, 1980.
- CHIPMAN, J. S., y KINDLEBERGER, ed., *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments (Essays in Memory of E. Sohmen)*, North-Holland, 1980.
- CHOW, GREGORY C., «On the Long-Run and Short-Run Demand for Money», *Journal of Political Economy*, n.º 74, April 1966, págs. 11-31.
- CORDEN, W. M., *Inflation, Exchange Rates and the World Economy*, The University of Chicago Press, 1977.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, *International Financial Statistics*, varios números, y *Annual Report*, varios números.
- FLEMING, J. M., *Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates*, IMF staff papers, 1962.
- FRENKEL, S., y JOHNSON, H., *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, London, 1976.
- GARCIA ATANCE, S., y MARAVALL, F., «¿Existe un problema de Balanza de Pagos en España?», *Información Comercial Española*, n.º 565, 1980.
- GOLDFELD, STEPHEN M., «The Demand for Money Revisited», *Brookings Papers on Economic Activity*, 1973, págs. 577-646.
- GOLDSTEIN, M., «Have Flexible Exchange Rates Handicapped Macroeconomic Policy?», *Princeton Special Papers, International Economics*, n.º 14, June 1980. Existe versión española en *Cuadernos Económicos de Información Comercial Española*.
- GUIÑAN, M., *The Balance of Payments as a Monetary Phenomenon: Empirical Evidence, Spain 1955-71*, en Frenkel y Johnson, 1976.
- LAIDLER, D., y O'SHEA, PATRICK, *An Empirical Macro-Model of an Open Economy Under Fixed Exchange Rates: The United Kingdom*, *Economica*, n.º 47, 1980, págs. 100-158.
- LIEBERMAN, CH., «The Long-Run and Short-Run Demand for Money Revisited», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 12, n.º 1, February 1980.
- MILNE, E., *The Fiscal Approach to the Balance of Payments*, FMI, documento interno no publicado, 1976.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA, *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*, 1978.
- METZLER, LL., y LAURSEN, J., «Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment», *Review of Economics and Statistics*, n.º 32, 1950.
- MUNDELL, R. A., «Capital Mobility and Stabilization policy under Fixed and Flexible Exchange Rates», *Canadian Journal of Economics and Political Science*, n.º 79, November 1963, págs. 475-485.
- PÉREZ, J., *Un Modelo para el Sector Financiero de la Economía Española*, Banco de España, 1975.
- *El Tipo de Rendimiento de las Obligaciones y la Demanda de Depósitos*, Banco de España, 1977.
- ROJO, L. A., ed., *El Nuevo Monetarismo*, Instituto de Estudios Fiscales, 1971.
- y PÉREZ, J., *La Política Monetaria en España: Objetivos e Instrumentos*, Banco de España, 1977.
- ROWAN, D. C., «Godley's Law, Godley's Rule and the "new Cambridge Macroeconomics"», Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, n.º 117, June 1976.
- SPRAOS, J., *New Cambridge Macroeconomics, Assignment Rules and Interdependence*, en Aliber, 1977.
- STERN, R.; FRANCIS, J., y SCHUMACHER, B., *Price Elasticities in International Trade*, McMillan, 1976.
- TOWER, E., *Effective Market Classification, The New Cambridge School of Economic Policy and the Choice Between Fixed and Floating Exchange Rates*, en Chipman y Kindleberger, 1980.
- VAZIAGO, G., «Fiscal versus Monetary Rules», Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, n.º 129, March 1978.
- UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, DEPARTMENT OF APPLIED ECONOMICS. ECONOMIC POLICY GROUP, *Problems in the Management of the Economy, 1971-75*, 1973.
- TAHARI, A., *Budget Deficits and the Balance of Payments: Empirical Evidence for Brazil, Philippines, Sri Lanka, Thailand, and Venezuela*, FMI, documento interno no publicado, 1978.