

POLITICA MONETARIA Y DEFICIT PUBLICO

José Ramón ALVAREZ RENDUELES

DESDE una posición estrictamente monetaria, puede defenderse que existe una relación directa entre déficit e inflación. La inflación está relacionada con el crecimiento de la cantidad de dinero por unidad de producto y los déficits públicos sólo afectarán a la inflación en el caso de que produzcan consecuencias indeseables sobre el aumento de la cantidad de dinero. Y dado que estos aumentos, originados inicialmente por la conducta expansiva del sector público, pueden contrarrestarse eficazmente con una política monetaria rigurosa, la política monetaria aparece así como el antídoto frente a los posibles efectos inflacionistas del déficit público.

En efecto, teóricamente, el banco central de un país, ante una expansión de la oferta monetaria originada por el déficit público, puede regular el crecimiento de la cantidad de dinero a través del control de la base monetaria y contrarrestar, mediante la emisión de deuda pública, la inyección causada por el déficit; como contrarresta, igualmente, con los mecanismos a su alcance, cualquier otra expansión monetaria no deseada proveniente del sector exterior o del sector bancario. Esto es, la política monetaria cuenta con mecanismos para evitar que el déficit origine variaciones no queridas de la base monetaria.

Como es sabido, en los últimos años ha sido habitual, en los países desarrollados, fijar objetivos anuales de crecimiento de la cantidad de dinero —definida en una u otra forma— y anunciar estos objetivos públicamente. Tras una cierta experiencia, inicialmente no del todo feliz, puede afirmarse que los bancos centrales de casi todas las economías industrializadas están consiguiendo en la actualidad éxitos claros en la regulación de la cantidad de dinero y están contribuyendo decisivamente a la reducción de la tasa de inflación, que ha sido en 1984 la más baja de los últimos 15 años. Y ello pese a la existencia de déficits públicos elevados y crecientes en casi todos los países.

Estos déficits han obligado a colocar cantidades muy considerables de deuda pública y han reducido la financiación al sector privado, a la vez que han originado tipos de interés más elevados de los que en otro caso se hubieran regis-

trado. Pero, con independencia de los problemas de control que hayan tenido que afrontar los bancos centrales en estos años, lo cierto es que se ha podido absorber la liquidez excesiva creada por los déficits públicos y estos déficits no parecen haber afectado, en principio, a la eficacia de la política monetaria. Si la política mantiene sus objetivos y el déficit se financia ortodoxamente a través de deuda pública, podrán producirse efectos adversos a la financiación de la actividad privada, pero la política monetaria no se ve afectada en principio en lo que a su eficacia para luchar contra la inflación se refiere. Sólo si los déficits públicos se traducen en una expansión monetaria se originan efectos inflacionistas; y la política monetaria puede evitar ciertamente que dicha expansión monetaria tenga lugar.

Todo lo anterior puede dejar de ser cierto si el déficit es creciente y persistente, al hacerse cada vez más difíciles los problemas de control monetario que se derivan de la actuación compensadora de drenaje de liquidez vía deuda. Es fácil imaginar que esta actuación compensadora tropezará, cada vez en mayor medida, con obvias dificultades en cuanto a la colocación de los títulos de deuda pública, si ésta ha de hacerse en condiciones de mercado, aparte de que los crecientes costes financieros harán muy gravoso para el sector público la financiación del déficit por este procedimiento. Y, de otra parte, la compresión de la financiación al sector privado, de continuar el crecimiento del déficit, puede llegar a ser insostenible en términos políticos.

Ello lleva fácilmente a pensar que los déficits públicos pueden llegar a crear obstáculos insuperables a la política monetaria y hacer que ésta deje de ser eficaz, simplemente por la imposibilidad técnica derivada de problemas de control monetario, o por las crecientes quejas del sector privado.

El trabajo de J. Viñals, publicado en este mismo número, pone de relieve, mencionando la aportación reciente de Sargent y Wallace, que una financiación del déficit mediante deuda pública hoy puede mantener la inflación actual baja, pero llevará a aceptar ritmos de inflación más elevados en el futuro, al ampliar mayores crecimientos de la base

monetaria para hacer frente a los pagos derivados de la deuda, siempre naturalmente que se haya llegado a los límites respecto a la capacidad impositiva de la economía y respecto a la duración posible del gasto público.

No es difícil comprender el proceso. Con un déficit creciente, una política monetaria de signo restrictivo puede mantener, como hemos visto, el crecimiento de la cantidad de dinero en los límites queridos y conseguir así una tasa de inflación moderada en el corto plazo. La actuación de la política monetaria entrará en la colocación de cantidades crecientes de deuda para compensar los efectos del déficit público. Pero esta colocación se hará cada vez más difícil, y los tipos de interés en términos reales tenderán a aumentar para facilitar dicha colocación de la deuda; y llegará un momento en que se absorberá totalmente la capacidad de adquisición de títulos de deuda pública por los ahorradores del país en cuestión. A partir de este momento, la deuda pública en términos reales sólo podrá crecer, como máximo, al ritmo al que crezca el producto bruto de la economía, y la financiación del déficit no podrá seguir el camino ortodoxo de la deuda, sino que exigirá recurrir a la expansión monetaria. De este modo, al aumentar el crecimiento de la cantidad de dinero por unidad de producto, se elevará la tasa de inflación.

Del razonamiento anterior, que supone un déficit público persistente y creciente, se deduce, pues, que la política monetaria puede acabar teniendo que abdicar de su función básica de contención de la inflación cuando ésta se constituye en vía inevitable de financiar el déficit, y la razón no es otra que la imposibilidad de seguir colocando deuda. Y se deduce también que una política monetaria restrictiva sólo contribuirá efectivamente a la reducción de la inflación y de las expectativas inflacionistas, en una época de déficit público intenso y creciente, si el déficit desacelera su crecimiento y acaba reduciéndose. Si el déficit no se corrige, en cambio, la política monetaria no tendrá posibilidad de contribuir a contener la inflación; es decir, el déficit en este caso acabará por afectar a la eficacia de la política monetaria ya que, simplemente, la inflación se convertirá en el único procedimiento de financiación de dicho déficit.