

LA FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y SU INCIDENCIA SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

Raimundo ORTEGA

I. INTRODUCCION

NUESTRO país ha padecido desde el año 1975 una de las principales consecuencias de la crisis económica mundial, iniciada con la primera crisis del petróleo: el rápido incremento del déficit público.

En aquel año ingresos y pagos presupuestarios estaban prácticamente equilibrados; tres años después éstos superaban a aquéllos en algo más de un 5 por 100, en 1980 la divergencia entre ambos había alcanzado ya un margen algo superior al 16 por 100 y en el año que acabamos de concluir los gastos superan a los ingresos presupuestarios en un 31 por 100. Dicho de otra forma, en 1975 el déficit de caja del Estado constituía un 0,003 por 100 del PIB de ese año, pero en 1979 era ya el 1,73 por 100, en 1982 el 5,4 por 100 y en 1984, tras denodados esfuerzos para contenerlo, seguía en el 5,2 por 100 del PIB previsto para ese año.

Este fenómeno se inserta en un cuadro económico caracterizado por un bajo crecimiento, elevada tasa de inflación, aumentos dramáticos en la tasa de paro y resistencia generalizada a aceptar la imprescindible reforma de unas estructuras industriales y laborales especialmente rígidas. En semejante contexto económico y social el Presupuesto del Estado se convirtió inevitablemente en el vector en el cual

confluyeron las demandas de todos los sectores de nuestra sociedad, unidos por el denominador común del miedo al cambio. Dicha característica explica, en mi opinión, uno de los rasgos diferenciales del significado económico del déficit público en España respecto a otros países de la OCDE; a saber, que entre nosotros el déficit no ha servido para compensar anticíclicamente el descenso de la demanda privada sino que, por el contrario, ha reforzado aún más una asignación deficiente de los escasos recursos disponibles. O expresado en otros términos: lo preocupante del déficit público en España no es el efecto macroeconómico que su elevada cuantía ha producido en los últimos años, sino las múltiples y acaso irreversibles consecuencias microeconómicas que la deficiente asignación de recursos por él impuesta ha provocado sin duda. En unas estadísticas recientes publicadas por la OCDE, España es uno de los países en los cuales el componente estructural del déficit público es más elevado —un 60 por 100 del déficit total en el trienio 1982-1984—, solamente superado por Irlanda, Italia, Bélgica y Dinamarca (1).

La forma en que el déficit público ha sido financiado constituye otro punto digno de reseñarse. Como es fácil adivinar, me estoy refiriendo al elevado grado de monetización del déficit. Entre 1977 y 1982 el recur-

so del Tesoro al Banco de España financió, en promedio, el 94 por 100 del déficit de caja del Estado. En 1983-1984, afortunadamente, ese promedio ha descendido al 23 por 100.

De todas formas, y a partir de 1982, el Estado ha debido aumentar vertiginosamente sus emisiones de deuda pública, tanto a largo como a corto plazo, con el resultado de que ha ido trayendo una porción crecientemente mayor de los fondos puestos a disposición de otros prestatarios, ya sean públicos o privados.

Este hecho es importante, pues cabe preguntarse hasta qué medida las necesidades de financiación del sector público no reducen paralelamente las posibilidades de financiar nueva inversión por parte del sector privado.

A ese efecto puede utilizarse un indicador que nos resuma esa compleja interrelación entre el déficit público y la inversión privada. Tal indicador es la relación entre un saldo que va acumulándose con el paso del tiempo —la deuda pública viva— y un flujo representado por el PIB. Este indicador goza, además, de una ventaja importante, pues al comparar el saldo nominal de la deuda pública con el PIB también nominal se tienen en cuenta dos efectos muy discutidos: en primer lugar se incorpora el crecimiento de la economía y, en segundo término, las posibles ganancias de capital que la inflación otorga a la deuda pública en circulación.

Hechas estas consideraciones iniciales, parece indudable que una serie de déficits públicos elevados se traducirá, habida cuenta del volumen del PIB y de su ritmo de crecimiento, en

un porcentaje de deuda pública creciente. Y puesto que las posibilidades de crecimiento de la economía dependen en gran parte de su capacidad de mantener un *stock* de capital adecuado, la compresión de la deuda del sector privado en relación al PIB por las exigencias de financiación del déficit público pondrá en peligro la consecución del *stock* de capital privado necesario.

De acuerdo con las cifras obtenidas, la deuda total interna —tanto pública como privada— de la economía española era en 1972 del 15 por 100 aproximadamente del PIB de dicho año. Durante los años siguientes, gracias al rápido crecimiento del producto y al descenso del saldo de deuda pública del Estado, esa relación fue decreciendo hasta llegar a ser del 10,4 en 1977. A partir de ese año comenzó a aumentar: en 1979 era ya del 12 por 100, en 1981 había alcanzado de nuevo el porcentaje de 1972, en 1982 se situó en el 19,2 por 100, alcanzando al finalizar el pasado año, y de acuerdo con estimaciones todavía muy provisionales, nada menos que el 37,7 por 100.

Examinando su composición destacan dos hechos: el descenso de la proporción que respecto al PIB representa la deuda no financiera del sector privado —en 1972 era del orden del 9,2 por 100, en 1977 del 8,4 y en 1984 del 8,9 por 100; la otra cara de la moneda es el comportamiento de la deuda pública.

Si nos fijamos en la deuda del Estado, advertiremos que desciende desde el 5,3 por 100 en 1972 hasta el 1,6 por 100 en 1978. A partir de ese año —el segundo en el cual el Estado se

ve necesitado de demandar financiación de otros sectores de la economía nacional o del exterior— va incrementando su participación hasta alcanzar casi el 9 por 100 del PIB estimado para 1983. Pero en 1984 se añade la sustitución por pagarés del Tesoro de los pasivos puestos en circulación por el Banco de España para financiar indirectamente el déficit público; el resultado es que la deuda interior del Estado asciende, a finales de 1984, al 28,8 por 100 del PIB.

Al tiempo que el déficit público presionaba sobre los recursos financieros y económicos del país, la política monetaria actuaba por fuerza con carácter restrictivo, comprimiendo aún más los fondos disponibles para el sector privado. El resultado ha sido una desaceleración muy sensible de nuestra tasa de crecimiento, una elevación muy notable de los tipos de interés y una reducción drástica en el excedente bruto de explotación del sector industrial.

Ya he mostrado antes cómo el rápido crecimiento de la deuda pública ha tenido como efecto un indudable desplazamiento de los fondos prestables destinados a financiar el sector privado de nuestra economía; la formación bruta de capital ha resultado así dañada. Pero a este efecto directo del déficit público debe añadirse el indirecto, motivado por el incremento en el coste de uso de capital que nuestras empresas han sufrido como resultado de los más elevados tipos de interés. Si a este hecho unimos el alza experimentada en el coste del factor trabajo, entenderemos cómo la participación del excedente bruto de explotación del sector industrial en el valor añadido —sin duda el motor de la economía

española— se encontraba todavía en 1983 en un porcentaje inferior al de 1975, después de haber sufrido en 1979 un retroceso de casi el 66 por 100 respecto a 1972. Estos datos son indicativos de un fenómeno importantísimo: la caída en la tasa de rentabilidad de la industria española. Un reciente estudio publicado por el Banco de España muestra un ascenso ininterrumpido de dicha tasa entre 1964 y 1973, una caída muy fuerte hasta 1979 y una recuperación desde ese año (2). Si la comparamos con la habida en los restantes países de la OCDE, el descenso en la tasa de rentabilidad en el sector industrial después de la primera crisis energética fue de mayor intensidad y más larga duración en nuestro país, donde la recuperación se inicia con notable retraso. Los autores del trabajo ilustran igualmente otro fenómeno importante: la caída de la productividad media del *stock* de capital de la industria española a partir de 1975. Aun cuando no es ésta ocasión para detenerme a analizar este punto, sí merece la pena mencionar la causa principal de este fenómeno por las profundas repercusiones que ha tenido, y tendrá, en la recuperación del crecimiento económico: el proceso de sustitución entre factores productivos, con su secuela de aumento de la relación capital-trabajo.

Todas estas piezas encajan en un cuadro general de crecimiento lento, alta tasa de inflación y paro en rápido aumento. Desde hace muchos años la opinión generalizada era que el elevado déficit público y los altos tipos de interés eran dos de las causas principales de tal situación. En efecto, por muy ampliamente que hayan sido debatidos, no

habían sido cuantificados hasta ahora. Afortunadamente, contamos ya con una primera aproximación. De acuerdo con ella, y en el período comprendido entre el segundo trimestre de 1975 y el cuarto de 1983, el déficit público aparece como la principal variable explicativa de la evolución de los tipos de interés y el estancamiento económico (3).

En efecto, si la participación del crédito al sector público en el total del crédito interno no hubiese crecido durante el período antes citado, el PIB hubiese sido entre un 1 y un 1,3 por 100 mayor cada año. Por otro lado, la elevación de esa proporción en un punto porcentual impulsa un alza en los tipos de interés a corto de medio punto anualmente y de 0,6 por 100 en los tipos a largo plazo.

Confío en que este breve resumen del análisis de las influencias perversas que el déficit público ha tenido sobre algunas de las principales variables macroeconómicas sirva de pórtico adecuado para adentrarnos en el tema específico de este artículo: los efectos originados en el sistema financiero español por la financiación del déficit público. Para ello, me propongo reunir en el siguiente apartado algunas consideraciones sobre los mecanismos seguidos por la financiación de déficits elevados durante un período prolongado de tiempo.

II. UN ESQUEMA EXPLICATIVO DE LA FINANCIACION DE DEFICITS PUBLICOS PERSISTENTES Y ELEVADOS

En las primeras líneas de este artículo he puesto de relieve las trayectorias divergentes que ingresos y gastos presupuestarios han seguido desde el primer año de la gran crisis económica de la cual España todavía no ha salido: 1975. El déficit no financiero resultante de esta divergencia no descenderá por debajo del 5 por 100 del PIB previsto hasta el año 1986, y, si los planes del actual Gobierno se cumpliesen, en 1988 supondría todavía un 3,5 por 100 de nuestro producto interior. Si esos porcentajes se expresan en términos absolutos, podemos comprobar que en el trienio 1986-1988 el déficit de caja del Estado estaría, en promedio, en torno a los 1.354 miles de millones de pesetas. Cabe, pues, conjeturar qué efectos producirán en nuestra economía en general y más concretamente en su sistema financiero déficits tan elevados y persistentes.

Así planteada, semejante duda equivale a preguntarse por los medios a través de los cuales el Tesoro puede seguir financiando esos déficits en un contexto en el cual la deuda pública absorbe ya un porcentaje muy elevado del ahorro privado. Para dar un orden de magnitud, y recurriendo una vez más a la OCDE, en 1983 el déficit público suponía el 21,1 por 100 del ahorro bruto privado, frente a una media del 17,6 por 100 en el caso de los siete grandes países de la Organización o un 18 por 100 del total de la misma.

A mayor abundamiento, sólo Italia, Holanda, Suecia, Bélgica y Dinamarca mostraban porcentajes más altos. En realidad esas cifras ofrecen una situación excesivamente tranquilizadora en el caso de España, pues el denominador de la relación utilizado por la OCDE —el ahorro privado bruto— es una media de los últimos cinco años disponibles. Según mis cálculos, basados en datos del Banco de España, esa relación era del 33,2 por 100 si se tomaba el ahorro privado bruto para 1983 y nada menos que del 79,2 por 100 si nos fijáramos en el concepto de ahorro neto (4).

Pues bien, ¿es concebible que el Tesoro siga colocando deuda pública en los volúmenes suficientes para financiar el déficit público sin recurrir a su monetización? Existen razones suficientes para dudar de que así pueda suceder. Veamos por qué: Con datos todavía preliminares, las Administraciones Públicas (AA.PP.) —lo cual equivale a decir el Estado a efectos prácticos— absorbieron dos terceras partes de los títulos negociables puestos en circulación en los mercados de valores durante 1984 —es decir, tanto a corto como a medio y largo plazo. Y todo ello en un año caracterizado por una atonía en la demanda de crédito por el sector privado que permitió un descenso moderado en los tipos de interés. Pero aún así la carga financiera de la deuda —intereses y amortizaciones— se eleva en el Presupuesto de 1985 a 882.000 millones de pesetas; nada menos que el 61 por 100 del déficit de caja previsto para el corriente año.

Es claro, al menos en mi opinión, que la financiación del déficit difícilmente podrá seguir re-

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.

posando en el recurso a los mercados de valores. Lo impedirán tanto la presión motivada por las protestas del sector privado —que no podrá o querrá soportar los altos tipos de interés, tanto nominales como reales, derivados del menor intento de las empresas privadas de disputar los fondos prestables al sector público— como los temores de numerosos círculos gubernamentales a perpetuar el déficit incrementando la carga financiera de la deuda. El resultado inevitable es la monetización del déficit por el banco emisor.

La historia financiera española es un magnífico ejemplo de esa solución, cuyas cifras ilustrativas más recientes he mencionado en la introducción. El peligro inmediato, caso de adoptarse por el Gobierno esa solución, es, qué duda cabe, la autonomía de la política monetaria. No puede ignorarse que si el banco central mantiene una política monetaria restrictiva, el resultado será que el Gobierno no dispone de la opción de crear dinero para financiar el déficit presupuestario. Alguna relación tiene este fenómeno con el hecho de que, a pesar de todos los esfuerzos aplicados por el Banco de España a la contención del crecimiento de la cantidad de dinero medida por las disponibilidades líquidas, su tasa promedio de crecimiento a lo largo del trienio 1982-84 era todavía ligeramente superior al 14 por 100; o sea, inferior tan sólo en 4,4 puntos porcentuales a la medida de los seis años que separan 1976 de 1981.

De todas formas, no cabe esperar que la monetización del déficit alcance los elevadísimos porcentajes registrados con los primeros Gobiernos de la reciente democracia española. Y ello

no sólo porque, en el plano político, la oposición no lo permitiría, sino también porque los medios empresariales privados arrearían en sus críticas a la política económica gubernamental, denunciando esta práctica como un «arrojar la toalla» en la lucha antiinflacionista.

En mi modesta opinión, no sería, además, preciso que el Gobierno extremase en demasía su política de monetizar una parte del déficit presupuestario en el banco emisor. Y no lo sería porque, en el curso de los últimos años, la puesta en práctica de una política monetaria relativamente menos acomodaticia por parte del Banco de España ha originado el tan comentado fenómeno de expulsión del sector privado. Ahora bien, el fenómeno de expulsión ha adoptado dos vías: la competencia en los mercados de capitales y la monetización del déficit a través de los balances de las entidades de depósito y las carteras del público. Me explicaré.

En esencia, el déficit público significa la sustitución de gastos privados de capital por gasto corriente del Estado; esto, en un contexto en el cual la tasa de rentabilidad del capital descende continuamente —tal y como indiqué antes— equivale a tipos de interés reales más altos y mayor inflación. El resultado final es que el sector privado no puede sostener la competencia con el público por los fondos prestables disponibles en el mercado. Entra después en juego la segunda vía para monetizar el déficit sin recurrir al banco emisor.

Como he dejado apuntado anteriormente, el Gobierno puede monetizar una parte de su déficit utilizando sus facultades legales para imponer un coeficiente que

fuerce a bancos y cajas de ahorros a mantener en cartera una porción de sus recursos. Este es el significado del coeficiente de pagarés del Tesoro establecido por el Decreto-ley 6/84 y que el artículo 5.º de la Ley de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Información confirma. Pero existe aún otra posibilidad a disposición del Gobierno: la de monetizar la cartera de los inversores particulares.

Un fenómeno común a muchos países que en la última década han sufrido el azote del déficit público es el de la elusión de las normas legales que impiden la remuneración del ahorro mediante tipos de interés acordes a las expectativas del mercado. Cuando el propio Estado se ve forzado a emitir deuda con intereses nominales altos, pone en marcha un proceso de sustitución de activos con tipos de interés fijados en niveles bajos por una gran diversidad de nuevos instrumentos remunerados a tipos de mercado y dotados, por añadidura, de un elevado grado de liquidez, precisamente por estar respaldados, en todo o en parte, por títulos públicos. Este proceso, del cual la desintermediación es una de las facetas claves, facilita la tarea del Tesoro como emisor y permite mantener, por así decirlo, la ficción de que el déficit se está financiando ortodoxamente. Valga como ilustración de esta tesis el que en España los títulos de mercado monetario emitidos por el Tesoro suponían en 1980 el 0,19 del PIB; en 1984 y, con cifras provisionales, ese porcentaje ha ascendido al 15,8.

III. LA FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO Y LOS CAMBIOS EN EL SISTEMA FINANCIERO

He comenzado indicando que las presiones ocasionadas por la financiación del déficit público en España han sido causa directa de la subida experimentada en los tipos de interés, influyendo a través de sus efectos financieros negativos sobre la inversión privada y el crecimiento real de la economía española. Por otro lado, la secuela más destacable de la monetización de déficits crecientes mediante el recurso del Tesoro al Banco de España es que ha impedido a éste llevar a cabo una política monetaria rigurosamente continua, lo cual, habida cuenta de la rápida transmisión de los efectos del dinero sobre los precios, ha reforzado las expectativas inflacionistas en los agentes económicos.

En la segunda parte de mi exposición intenté precisar los tres canales por medio de los cuales déficits presupuestarios y persistentes, que acaban por engendrar una carga financiera de la deuda alimentadora de mayores déficits, pueden financiarse. Esas tres vías eran la monetización a través del banco emisor, la monetización por medio de las entidades de depósito privadas y, por último, la monetización en la cartera de los inversores privados. Pues bien, cada una de esas tres formas de financiar déficits más o menos permanentes lleva consigo los gérmenes de efectos profundamente perturbadores para el sistema financiero. En el caso español esos efectos pueden enunciarse como sigue:

1. La pérdida relativa de eficacia de la política monetaria como instrumento de estabilización y la segmentación de los mercados a corto plazo.
2. La desintermediación financiera, con el consiguiente incremento del riesgo habitual propio de los intermediarios financieros en mercados inestables.
3. El desarrollo, a veces con resultados contrapuestos, de la innovación como respuesta del sector privado a la intervención de los poderes públicos en los mercados financieros, y la innovación por parte del Tesoro como resultado de la necesidad de financiar el déficit público.

A discutir esos tres efectos me dedicaré ahora.

En su discurso de presentación del *Informe Anual* ante el Consejo General, pronunciado a finales de mayo de 1984, el entonces Gobernador del Banco de España, Sr. Alvarez Rendueles, hizo la siguiente descripción de los riesgos que para la política implica la persistencia de déficits presupuestarios elevados: «Por grandes que sean los esfuerzos realizados para encontrar una financiación estable del déficit público en el ahorro del sector privado, unas necesidades públicas tan fuertes y rápidamente crecientes acaban tendiendo a cubrirse, en alta medida, en el sistema crediticio, con expansión monetaria o mediante la generación de activos de alta liquidez. Esto plantea gravísimas dificultades al desarrollo de una política de disciplina monetaria. Los problemas son obvios si la financiación se efectúa con una expansión de la base mone-

taria que permita una aceleración del ritmo de crecimiento de la cantidad de dinero. Esto significa renunciar al control monetario... Si se trata de eludir estos riesgos y la financiación se instrumenta mediante la colocación de títulos públicos de alta liquidez en el sistema bancario en condiciones de mercado..., los resultados dependerán de la evolución de las necesidades de financiación del sector privado... Si esas necesidades públicas continúan siendo intensas y crecientes, la acumulación de títulos públicos a corto plazo en las carteras bancarias colocará en una situación de precariedad a la política monetaria y elevará continuamente los costes financieros del déficit público».

No es fácil expresar con mayor concisión y rigor los obstáculos que el desajuste presupuestario produce en el ámbito de la política monetaria. Y conviene recordar que el diagnóstico del Gobernador del Banco de España se formulaba casi medio año después de que el Ministerio de Economía y Hacienda hubiese adoptado la arriesgada decisión de incorporar directamente en el presupuesto del Estado la práctica totalidad de la carga derivada de financiar el déficit público. Como es fácil recordar, la elevada proporción de la financiación del déficit que se venía asegurando a través del Banco de España obligó a éste a crear pasivos propios a corto plazo que colocaba entre las instituciones financieras —pero no en el público en general, por imposición de su estatuto legal— como único medio de controlar el proceso de creación de dinero a que el déficit público daba lugar. Se instauraba así el fenómeno de los mercados segmen-

El resultado fue una acusada distorsión en la estructura de los tipos de interés, y, de manera muy especial, en su extremo a corto plazo. La prueba más palpable de ello fue que, en contra de lo que sucede en cualquier mercado de capitales organizado, la deuda a corto del Tesoro debía ofrecer en aquel entonces un rendimiento superior a los depósitos de bancos y cajas a plazos equivalentes e, incluso, al de algún otro activo privado negociado en las Bolsas de Comercio —letras de cambio, por ejemplo. Pero el fenómeno no se confinaba a corto plazo sino que se repetía en los plazos medio y largo. Así, la rentabilidad exigida a la deuda del Estado fue, hasta mediados de 1982, superior a la de las obligaciones eléctricas.

Ahora bien, las consecuencias de la financiación del déficit no se han limitado a obstaculizar la correcta instrumentación de la política monetaria y a forzar una segmentación de los mercados de activos a corto y, a veces, a medio y largo plazo. La persistencia del déficit obliga a introducir coeficientes obligatorios —o a ampliar los existentes— en las entidades de depósito con el fin de asegurar al Tesoro una demanda artificial de títulos de deuda. El resultado es que las entidades sometidas a ese yugo encuentran rentable dedicar esfuerzos considerables a crear pasivos no sometidos a coeficientes y, en consecuencia, a burlar éstos. Por otro lado, el proceso de monetización del déficit en las carteras de las entidades de depósito privadas constituye un aliciente para crear otros tipos de intermediarios financieros o impulsar mecanismos, más o menos artificiales, de desintermediación bancaria.

El proceso de monetización del déficit público en las entidades de depósito, y la desintermediación que ha propulsado, ha provocado fenómenos entrelazados y en general poco favorables para el sistema crediticio. La presión de los coeficientes, la competencia de los títulos públicos con los pasivos bancarios tradicionales y la de intermediarios mejor estructurados para actuar en un sistema financiero caracterizado por un elevado grado de desintermediación, han comprimido los márgenes ordinarios y de explotación de las entidades de depósito. En España el hecho es especialmente claro en la Banca. Si dejamos a un lado los bancos en proceso de saneamiento, las cuentas de resultados publicadas por el Banco de España muestran que el margen ordinario de la Banca —definido como la diferencia entre los productos y los costes financieros más otros productos ordinarios— ha descendido del 1,98 por 100 en 1980 al 1,68 por 100 en el tercer trimestre del año pasado, y eso aún reduciendo un 27 por 100 sus gastos de explotación.

Estos datos ilustran un fenómeno que, de superar ciertos límites, plantea un dilema angustioso a las autoridades monetarias —y en las últimas semanas hemos tenido un ejemplo paradigmático de ello—, pues no parece prudente permanecer cruzados de brazos ante un sistema bancario que se encamina hacia márgenes de explotación situados ya en esa frontera imprecisa que separa la seguridad del riesgo. La mejor prueba de este hecho es, sin duda, la preocupación que el título segundo de la Ley de Coeficientes de Inversión, Recursos Propios y Obligaciones de Infor-

mar revela. En efecto, dentro de un marco caracterizado por una crisis económica general, por el endeudamiento masivo de los países en desarrollo, la inestabilidad de los tipos de cambio y de los tipos de interés, el riesgo de la actividad bancaria típica se ha acrecentado y las autoridades obran con obligada prudencia al exigir a las entidades de depósito un volumen suficiente y adecuado de recursos propios.

Por eso mismo, como antes decía, sería bueno no forzar en demasía los márgenes del negocio bancario mediante la permanencia o la elevación de coeficientes obligatorios diseñados para permitir la monetización del déficit. Y ello no sólo por las razones expuestas, sino también porque la reacción de muchas entidades a esta compresión de sus márgenes de beneficios puede ser la de intentar la salida hacia adelante; es decir, la de compensar la disminución de la rentabilidad de sus actividades normales mediante incursiones —generalmente fracasadas— en actividades con mayor riesgo, pero más rentables.

Esta asunción de un mayor riesgo en un contexto todavía permeado por la inflación, como es el español, origina otro fenómeno digno de un análisis más detenido que el que ahora puedo realizar. Me refiero a la relativa fiabilidad de los datos contenidos en los balances de las entidades de depósito. No descubro ningún secreto si hago referencia a la gran preocupación de las autoridades monetarias españolas, al igual que sucede en la generalidad de los países occidentales, por cuál es el valor real de numerosos activos bancarios. Las grandes fluctuaciones experimentadas por los ti-

pos de interés, y es sólo un ejemplo, han afectado al valor de mercado de activos y pasivos, pero los balances no suelen tener en cuenta fielmente las ganancias o pérdidas de capital. Es bien sabido por todos que el valor en libros de los activos y pasivos bancarios no refleja su valor de mercado, con los consiguientes problemas de información, pues el valor contable del neto patrimonial diferirá de su valor económico real. Estas fallas de información plantean gravísimas situaciones a las entidades supervisoras obligadas a utilizar esos datos contables para juzgar la solvencia de las entidades a su cargo. Es como caminar por un campo de minas, con la angustia de que, por mucho cuidado que se tenga en el próximo paso, puede estallar una. Con este símil, y el anterior razonamiento, no quiero decir que la financiación del déficit público haya sido la única causante de sembrar las minas, pero que alguna ha puesto parece obligado reconocerlo.

Queda aún por estudiar la tercera vía de monetización del déficit público y detallar sus consecuencias para el sistema financiero español. Según indiqué antes, cuando los déficits presupuestarios elevados persisten es inevitable una subida de los tipos de interés, incluso si una porción sustancial de aquéllos se monetiza en el banco emisor. La reacción del público a ese proceso de alza en los tipos de interés consiste, básicamente, en buscar los medios para sustituir el dinero o los activos cuasi-dinerarios por otros que conlleven una rentabilidad de mercado, pero conserven al mismo tiempo la característica de elevada liquidez propia de aquéllos. De esta forma, se pone

en marcha un proceso de innovación financiera que presenta aspectos beneficiosos y preocupantes para el sistema financiero.

Al objeto de conseguir una presentación más esquemática de esos efectos, dividiré la innovación financiera en dos partes: *a)* la producida como respuesta del mercado a la intervención de las autoridades financieras, y *b)* la debida a las propias autoridades, motivada generalmente por la necesidad de financiar el déficit público.

Las innovaciones propiciadas por el propio mercado nacen por diversos motivos. En unos casos se trata de obtener ventajas de las normas fiscales —sería el caso de modalidades de títulos emitidos por entidades de depósito que, siendo realmente depósitos, gozan de los beneficios de la desgravación fiscal en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas— o de eludir éstas. Ese deseo de hacer vanas las obligaciones tributarias será tanto mayor cuanto más se eleven los impuestos como consecuencia del deseo de recaudar más ingresos y contener de esta forma el déficit presupuestario, caso de no pocos de los activos que tanto han proliferado en nuestros mercados financieros y de capitales en los últimos años. En otros la innovación responde al lógico deseo de las entidades de crear activos no incluidos en los coeficientes legales y, por ende, dotados de mayor facilidad para atraer ahorro en gracia a su más elevada rentabilidad —la Ley 26/1983, que define el actual coeficiente de caja de los intermediarios financieros, respondía a esa situación.

En un principio parece inne-

gable que la innovación financiera debe juzgarse favorablemente; ahora bien, ese juicio general no puede empañar una razonable preocupación por sus efectos por parte de las autoridades monetarias e, incluso, por las entidades más representativas del propio sistema financiero. ¿A qué puede responder esa preocupación?

Primeramente, la innovación financiera tiene unos costes difíciles de cuantificar, que pueden arrastrar a las instituciones que la adopten a zonas en las cuales sus costes de explotación sean excesivamente altos. Ese factor es tanto más preocupante cuanto que en gran parte esas innovaciones originan costes irreversibles que, si desaparecieran las condiciones que hicieron rentable su implantación —alta tasa de inflación o tipos de interés muy rentables— podrían pesar como una losa sobre los márgenes de explotación. En segundo lugar, la innovación financiera es también causa de perturbaciones para las propias autoridades monetarias, por las siguientes razones: *a)* difuminan la definición de los agregados monetarios cuyo control mediato persiguen los bancos centrales —piénsese en nuestro caso, en el cual la aparición de una gama de activos distintos de los depósitos bancarios, pero dotados de elevada liquidez, ha forzado al Banco de España a ampliar la definición de las disponibilidades líquidas y a instaurar los activos líquidos en manos del público como variable más amplia que también debe controlarse—; *b)* dificultan por lo tanto la posibilidad de prever sus efectos sobre las variables reales que constituyen los objetivos últimos de la política económica del Gobierno, socavan-

do así la fiabilidad del control monetario como instrumento básico para contener la inflación y mantener un tipo de cambio estable de la divisa nacional.

Si esto cabe decir sobre la innovación como respuesta al intervencionismo público ¿cómo enjuiciar la innovación proveniente de los esfuerzos del Tesoro para financiar el déficit público? Me parece razonable afirmar que los desequilibrios financieros que a la economía española ha impuesto durante los últimos siete u ocho años el creciente déficit público hubieran sido insoportables sin, por un lado, las dosis de mayor flexibilidad que las iniciativas de las propias autoridades monetarias han introducido en los mercados —menciono sólo a título de ejemplo la creación de títulos a corto como los certificados de regulación monetaria del Banco de España o los pagarés del Tesoro, o la introducción de la subasta como medio de emisión de deuda pública. Por otro, las propias instituciones financieras han respondido con encomiable agilidad a esas iniciativas de las autoridades monetarias, demostrando una gran capacidad de adaptación a las nuevas condiciones reinantes en los mercados financieros y a los instrumentos que en ellos iban haciendo aparición.

El peligro reside, sin embargo, en que si en los próximos años el déficit sigue siendo elevado, la necesidad de financiarlo conducirá inevitablemente a imponer crecientes trabas legales e institucionales a ese proceso de innovación y modernización de nuestro sistema financiero, con el consiguiente riesgo de reforzar las tendencias favorables al intervencionismo rígido que to-

davía predomina en amplios sectores de este país.

IV. CONCLUSIONES

Al igual que los restantes países de la OCDE, España ha estado inmersa en una profunda crisis económica desde la primera crisis del petróleo. Uno de los efectos de dicha crisis ha sido el déficit público, pero curiosamente, y en contra de lo enunciado por la doctrina tradicional del multiplicador keynesiano, el déficit no ha originado mayor crecimiento ni ha impedido un espectacular descenso del empleo. Muy al contrario, la combinación de una política fiscal expansiva y una política monetaria moderadamente restrictiva ha actuado como factor elevador de los tipos de interés, ejerciendo en consecuencia una influencia negativa sobre la actividad productiva.

En un plano estrictamente financiero, el problema reside en las dificultades de financiar déficits que desde hace años superan el 5 por 100 del PIB y que, según las últimas previsiones del Gobierno, descenderán de tan alarmante porcentaje en 1986 como muy pronto. Son esos problemas de financiación los que hacen previsible que el Tesoro no pueda seguir recurriendo a los mercados de capitales con la misma intensidad que lo ha hecho en los últimos tres o cuatro años; en tal caso, la salida inevitable será la monetización de una parte sustancial del déficit presupuestario mediante el recurso al crédito del Banco de España. Esta solución no sólo responde a una sólida tradición en la historia presupuestaria y monetaria española,

sino que resulta la única aparentemente aconsejable en circunstancias en las cuales la carga financiera de la deuda amenaza con autoperpetuar el déficit público.

Pero si, como todo parece indicar, el déficit público se mantiene entre 1985 y 1988 en niveles absolutos que oscilan entre los 1.500 y los 1.300 miles de millones de pesetas, la monetización en el banco emisor no será suficiente para financiarlos. En tal caso, dos son las soluciones obligadas: *a)* monetizar una parte del déficit en la cartera de las entidades de depósito mediante la implantación de coeficientes obligatorios, *b)* intentar la colocación de deuda en la cartera de los particulares dotando a los activos públicos de una rentabilidad atractiva y de una elevada liquidez, con lo cual se les dota de los rasgos propios de los títulos a medio y largo plazo y de los activos cuasi-monetarios.

Esta triple vía de monetizar el déficit público origina consecuencias profundamente perturbadoras para el sistema financiero español. Ante todo, dificulta la tarea de la política de control monetario, con los consiguientes riesgos en la lucha antiinflacionista y en la tarea de mantener un tipo de cambio de la peseta. Pero sus efectos nocivos no acaban ahí. La monetización de una parte del déficit entre las entidades de depósito propicia un arriesgado proceso de desintermediación cuyas consecuencias, en unos momentos especialmente difíciles para la comunidad bancaria, pueden ser graves. Por último, la monetización del déficit en la cartera del público en general, si bien puede ser muestra de un proceso de innovación financiera propulsado por el Te-

soro Público, es, igualmente, muestra de un mecanismo de desintermediación, de resultados muy dudosos cuando se analiza bajo el enfoque de la estabilidad del sistema financiero. Las perspectivas de una continuación de déficits públicos elevados durante los años que restan de la década de los ochenta tiñe las conclusiones de este artículo de un tono de cautela. La magnitud absoluta de la deuda viva del Estado y el lastre que para la mejora futura del déficit implica su carga financiera constituyen motivos suficientes para interrogarse por las posibilidades inmediatas de flexibilizar y modernizar nuestro sistema financiero.

NOTAS

(1) PRICE, Robert W. R., y MULLER, Patrice, *Structural Budget Indicators and The Interpretation of Fiscal Stance in OECD Economies*, OECD, 1984.

(2) MALO DE MOLINA, José Luis; ORTEGA, Eloísa, «El excedente bruto de explotación en la industria española y aproximaciones a la evolución de la tasa de rentabilidad», *Boletín Económico*, diciembre 1984, Banco de España.

(3) MAULEON, Ignacio; PEREZ, José, «Interest Rates Determinants and Consequences Macroeconomic Performance in Spain», en *Documento de Trabajo*, n.º 8.420, Servicio de Estudios, Banco de España.

(4) ORTEGA, R., «El déficit público y su financiación», en *Hacienda Pública Española*, n.º 88, 1984.