

# LA MONETIZACION A LARGO PLAZO DEL DEFICIT PUBLICO

Francisco CABRILLO RODRIGUEZ

## I. INTRODUCCION

**A**L examinar el problema del endeudamiento público que sufre, en los momentos actuales, la economía española, se tiene la impresión de que nos encontramos ante un fenómeno de características no usuales, del cual no es fácil encontrar precedentes que permitan anticipar, con alguna exactitud, su desenlace. Por una parte, el endeudamiento se debe a un exceso, sostenido a lo largo de varios años, del gasto sobre los ingresos públicos, acompañado de una política monetaria restrictiva, que se resiste a monetizar el déficit. Por otra, se trata de una deuda emitida, en su gran mayoría, en moneda nacional con tipos de interés fijos. Es decir, de una deuda cuyo valor real puede ser modificado por la política monetaria del propio deudor. Esta última circunstancia tiene gran importancia, ya que permite separar claramente el supuesto aquí analizado de otros problemas de endeudamiento —como los de algunos países hispanoamericanos, por ejemplo— en los que la deuda se ha emitido en moneda extranjera.

Nuestro caso no coincide, por tanto, ni con una política keynesiana, en la que el déficit va acompañado de una expansión monetaria, que generalmente desemboca en un proceso inflacionario; ni con una situación de endeudamiento tradicional, en la que el valor real de las obli-

gaciones es independiente de la política del gobierno del Estado endeudado. El problema básico con el que aquí nos enfrentamos es, en cambio, el de la coherencia a largo plazo de una política económica que acepta déficits presupuestarios continuados de gran volumen y quiere evitar, al mismo tiempo, su monetización.

## II. LOS LIMITES DEL ENDEUDAMIENTO

La respuesta tradicional a la cuestión de los efectos que un déficit presupuestario tiene sobre la política monetaria es la siguiente. El déficit por sí mismo no genera inflación. Sólo lo hará si es monetizado. Pero no creará inflación si se financia mediante deuda pública, o incluso si se financia mediante endeudamiento en el banco central, con tal que dicho banco esterilice este endeudamiento, modificando la estructura del crédito interno mediante una reducción del crédito al sector privado.

Este planteamiento es, sin duda, válido en un análisis a corto plazo. Pero plantea serias dudas cuando intenta aplicarse a un problema a largo plazo como el que aquí se discute.

Si tomamos como punto de partida los propósitos firmes del gobierno de no monetizar el déficit, surge la cuestión de cómo obtener los recursos necesarios para su financiación. Y si, a cor-

to plazo, podemos aceptar la emisión de deuda como solución, a largo plazo hay que plantearse el problema de los límites del endeudamiento, es decir, hasta qué punto pueden soportar las finanzas de un país la emisión de empréstitos.

No resulta fácil establecer con precisión cuáles son los límites del endeudamiento del sector público de un determinado país. Sí puede afirmarse, al menos, que tal límite dependerá de dos factores: por una parte, de la riqueza nacional; y, por otra, de la capacidad que tenga el sector público para extraer ingresos fiscales de dicha riqueza. La riqueza nacional debe ser definida, en este caso, en términos del valor descontado del PIB esperado en el futuro. En cuanto a la capacidad del sector público para obtener ingresos fiscales a partir de un determinado nivel de riqueza, hay que tomar en consideración la estructura de ingresos de cada sector público, y una serie de restricciones de carácter social y político que limitan *de facto* la obtención de recursos (evasión fiscal a determinados tipos de gravamen, creación de economía sumergida, etc.).

Si conociéramos con precisión estos datos, podríamos afirmar que es a partir del punto de máximo endeudamiento así definido cuanto el Estado tendrá que recurrir al repudio o a la monetización de la deuda, según cual sea la naturaleza de su endeudamiento. Sobre esta última distinción se volverá más adelante.

La idea de la existencia de este límite es ampliamente aceptada. Como ejemplo, y dada la entidad organizadora de este seminario, puede citarse un texto publicado hace dos o tres años

en el número 10 de la revista PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA. La cita procede de un artículo sin firma titulado «Déficit público y política monetaria», en el que puede leerse:

«Si un déficit fuerte y persistente se financia a corto y medio plazo sin recurrir a la expansión monetaria, se estará recurriendo a aumentar fuertemente la deuda pública en manos del sector privado con tipos de interés nominales y reales crecientes; y se alcanzará un punto en el que la presión real de la deuda no podrá aumentar, la deuda real *per cápita* no podrá crecer a más ritmo que el producto *per cápita* de la economía, la tasa de expansión monetaria tendrá que elevarse y, en consecuencia, la tasa de inflación se acelerará» (pág. 112).

La cita tiene interés porque recoge la idea de que es a partir de este límite, determinado por el nivel máximo de la presión real de la deuda por persona, cuando comenzará a elevarse la tasa de expansión monetaria y, en consecuencia, la inflación. Frente a esta idea, mi tesis es, en cambio, que no habrá que esperar a alcanzar este punto para que, en un país como España, se monetice el déficit. Creo, por el contrario, que la monetización comenzará mucho antes.

### III. REPUDIO Y MONETIZACIÓN DE LA DEUDA

Cuando el sector público de un país considera que no está en condiciones de pagar la deuda que ha emitido, puede acudir a su repudio o a su monetización. Si suponemos que ambas son soluciones extraordina-

rias que, en principio, se intenta evitar, la utilización, en última instancia, de una u otra dependerá fundamentalmente de la naturaleza de la deuda en cuestión. La monetización será, en efecto, imposible en el caso de deuda emitida en moneda extranjera. Esto no implica, desde luego, que el Estado no pueda obtener recursos mediante el impuesto inflacionario con el objeto de pagar la deuda exterior. Pero la diferencia fundamental, a nuestros efectos, no radica en la forma de obtener los ingresos, sino en la característica de la deuda emitida en moneda nacional con tipos de interés fijos antes indicada de que el deudor puede reducir el peso real de sus obligaciones mediante su política monetaria.

Como los costes estimados de un repudio de la deuda suelen ser más elevados que los de la monetización, será muy difícil encontrar políticas de repudio en casos de deuda emitida en moneda nacional.

Aunque el caso español que aquí estudiamos excluya, por tanto, la solución del repudio, es interesante hacer una referencia a la literatura sobre el repudio de la deuda exterior, dado el gran desarrollo experimentado recientemente por las investigaciones sobre este tema. Y una de las conclusiones de mayor interés entre las obtenidas en estos estudios es la presentación del problema del repudio no en términos de capacidad límite de pago, sino en términos de análisis de costes relativos. De acuerdo con este análisis, el gobierno dejará de atender sus obligaciones financieras cuando los costes esperados de tal acción sean menores que los costes que, cara al interior del país, supondría el pago de la deuda.

La misma argumentación puede utilizarse en el caso de la monetización del déficit. Considerando esta medida como una solución no deseable *a priori*, un gobierno sólo recurrirá a ella cuando los costes esperados de una política inflacionaria sean menores que los costes esperados de otras medidas financieras. Analicemos éstas.

Una primera solución sería reducir el gasto público. Esta reducción podría llevarse a cabo por una doble vía: bien mediante una disminución del gasto debida a una mejora de la coyuntura económica; bien mediante una disminución buscada del gasto. Con respecto a la primera posibilidad, no habría que ser demasiado optimista. No cabe duda de que una mejoría de la coyuntura implicaría una reducción de los gastos de transferencia. Pero no podemos olvidar que hoy muchos gastos se limitan por el exclusivo motivo de que agravarían el déficit existente. Es decir, la reducción de determinados gastos de transferencia no implicará necesariamente una reducción del gasto total en la misma cuantía, ya que parece existir una decidida voluntad de realizar nuevos gastos tan pronto como la coyuntura lo permita, sustituyendo, en parte, los antiguos por otros nuevos.

La posibilidad de reducir intencionadamente el gasto debe ser también puesta en duda. No se trata, como ha dicho algún representante del gobierno, de que el gasto no pueda reducirse. Es claro que tal reducción es posible. Lo que no hay es voluntad seria de hacerlo. Y no se trata de que el gobierno no desee que el déficit desaparezca, sino de que los intereses creados y la propia dinámica de la

vida política le aconsejan no aplicar las medidas necesarias para conseguirlo. La teoría de la elección colectiva nos suministra métodos y argumentos que permiten afirmar que los déficits presupuestarios actuales, lejos de ser sólo consecuencia de la crisis, son fruto de un sistema de intereses y presiones mucho más complejo, en el que no es posible detenerse aquí.

No puede olvidarse, además, que la misma acumulación de deuda genera un fuerte crecimiento del gasto como consecuencia de los intereses que hay que pagar cada año. La espectacular subida de la participación de los intereses en el total del gasto público —que, en el presupuesto de 1985 supone más de un 11 por 100 con respecto al total de gastos del Estado— es un tema bien conocido y un dato suficientemente expresivo de la gravedad del problema.

Si no se produce un cambio en la voluntad política del gobierno que permita reducir el gasto público en un volumen significativo, la solución del endeudamiento a largo plazo tendrá que venir del lado de los ingresos. De acuerdo con la argumentación anterior —y dejando a un lado soluciones a corto plazo de mayores emisiones de deuda o de endeudamiento del Tesoro en el Banco de España acompañado de una política de esterilización adecuada, que supondría la creación de mayores dificultades a la financiación del sector privado en momentos en los que se intenta un cierto relanzamiento de la economía— la elección del gobierno dependerá de los respectivos costes y beneficios del establecimiento de mayores impuestos y de la monetización.

Las ventajas de esta última solución sobre un aumento de impuestos serían fundamentalmente dos:

a) Como antes se señaló, la monetización, al crear inflación, reduce la carga real de la deuda a costa de los tenedores de los títulos.

b) El aumento de la presión fiscal debido a la inflación tiene mejor aceptación social que la creación de nuevos impuestos o el aumento de los tipos de gravamen de los ya existentes a causa de la ilusión del contribuyente, que, generalmente, no le permite detectar que la inflación sea un impuesto sobre los tenedores de saldos líquidos, ni que el alza de precios y salarios nominales genere un aumento del tipo de gravamen en los impuestos progresivos. No debe olvidarse, además, que el déficit español no se debe a una reducción de impuestos, sino que ha experimentado un gran crecimiento precisamente en los años que han seguido a una reforma fiscal que ha elevado significativamente la presión fiscal y ha creado una actitud bastante generalizada de oposición a un mayor aumento de los tipos de gravamen.

A estas dos ventajas cabría añadir una tercera, basada en la idea de que, cuando se lleva a cabo una política antiinflacionaria, la carga de la deuda pública es creciente para el Estado, ya que los tipos de interés real crecen al reducirse la tasa de aumento de los precios. Podría, pues, argumentarse que no sería injusto reducir tales costes reales, que suponen una ganancia excesiva para los tenedores de los títulos, mediante una monetización parcial.

Los efectos negativos de la

monetización de la deuda sobre la política monetaria, la inflación y el tipo de cambio son bien conocidos y han sido ampliamente estudiados. Aun así, parece muy difícil que, con un volumen de endeudamiento creciente, el gobierno continúe negándose por largo tiempo a una monetización parcial de la deuda. Los incentivos serán demasiado fuertes, aunque exista una opinión firmemente establecida contra esta política.

No se puede predecir, naturalmente, que tal monetización vaya a tener lugar con seguridad. Lo que aquí se presenta es una argumentación basada en un análisis del comportamiento de maximización bajo restricciones del gobierno. Este análisis permite plantear dudas sobre la coherencia, a largo plazo, de una política económica. Pero tales dudas podrían ser disipadas por un cambio sustancial en la tendencia del gasto público o por una modificación de la naturaleza de los empréstitos (emisiones de deuda con tipo de interés variable según la tasa de inflación, por ejemplo). Sin embargo, no parece que estos cambios sean un objetivo, a corto plazo, del gobierno.

#### IV. ILUSION FISCAL Y EXPECTATIVAS

Si se acepta la conclusión básica, arriba apuntada, de que una política de endeudamiento continuado en las condiciones descritas implica que, a largo plazo, sea casi imposible evitar el recurso a la inflación, resulta interesante preguntarse cuál puede ser la actitud de los contribuyentes y suscriptores de deuda ante tal política.

Seguramente el progreso más significativo de la teoría de la renta y el dinero en la última década ha sido la incorporación, con un papel de gran importancia, de las expectativas del público a sus modelos. Ahora bien, mientras parece confirmado que el público forma expectativas bastante acertadas con respecto a los efectos de la política monetaria de los gobiernos, frustrando en buena medida el logro de sus objetivos, no está demasiado clara la significación que la formación de expectativas tiene en el campo de la política fiscal.

El tema ha sido estudiado en algunos trabajos recientes, sin haberse alcanzado conclusiones definitivas. Un buen ejemplo, estrechamente relacionado con el tema que nos ocupa, lo encontramos en la literatura de los últimos años sobre el llamado principio de equivalencia entre la imposición y la deuda. En términos estrictos —*in point of economy*, en palabras del propio Ricardo—, no habría diferencia sustantiva entre una y otra forma de ingreso. Es decir, una modificación de los ingresos del sector público que no vaya acompañada de una modificación en el gasto no debería afectar a las decisiones de consumo del público ni a otras variables reales. La razón es simple: si lo que hace la deuda pública es sustituir impuestos presentes por impuestos futuros, el valor actual de los pagos por motivos fiscales no se modifica. Un consumidor racional con información perfecta no cambiará, por tanto, su plan de consumo. Si bien, cuanto más imperfecta sea esta información, mayores serán las variaciones en dicho plan de consumo.

¿Qué ha sucedido en la rea-

lidad? La experiencia más reciente la encontramos en la política fiscal norteamericana, en la que se ha elegido el endeudamiento como medio de compensar una reducción de impuestos. Se trata, por tanto, de un caso característico de sustitución de impuestos presentes por impuestos futuros. Pues bien, en los Estados Unidos los consumidores han seguido en escasa medida los principios de racionalidad económica arriba apuntados y han aumentado su nivel de consumo, sin preocuparse mucho del posible crecimiento futuro de la presión fiscal. Es decir, parece que la ilusión fiscal es hoy mucho más fuerte que la ilusión monetaria.

No parece tampoco que, en los momentos actuales, se hayan formado en España expectativas inflacionarias como consecuencia del creciente endeudamiento público. Este hecho favorece a la política del gobierno, ya que la formación de expectativas inflacionarias, por una parte, crearía problemas a su actual política monetaria; y, por otra, forzaría a una elevación de los tipos de interés de la deuda, al existir para el tenedor de los títulos un mayor riesgo de perder parte de la inversión realizada como consecuencia de la posible monetización.

Ya se ha apuntado que la ocurrencia simultánea de grandes déficits presupuestarios y una política monetaria restrictiva es, en buena medida, algo nuevo para el público. Es lógico, por tanto, que no se hayan formado aún expectativas sobre lo que pueda suceder. Pero no olvidemos que la gente aprende deprisa. La ilusión monetaria, generalizada hace poco tiempo, ya apenas existe. Pensemos que sólo hace ocho años el público de-

positaba dinero a plazo en los bancos a tipos de interés real negativo. Hoy tal cosa sería impensable. Las expectativas sobre los efectos monetarios del déficit pueden desarrollarse también muy rápidamente, lo que agravaría aún más el problema.

#### BIBLIOGRAFIA

- PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA, «Déficit público y política monetaria», n.º 10, Madrid, 1982, pág. 112.
- SACHS, J., *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton Studies in International Finance 54, 1984.