

EL DEFICIT PRESUPUESTARIO EN GRAN BRETAÑA 1967-1984, SUS CONSECUENCIAS Y CAUSAS. POLITICAS INSTITUIDAS PARA CONTROLARLO

Walter ELTIS

DURANTE el período a que se alude en este artículo, las necesidades de crédito del sector público británico, expresión eufemística con que las autoridades aluden al déficit del sector público, han fluctuado entre prácticamente un cero por ciento (en 1970) y alrededor del 10 por 100 del producto nacional bruto (PNB) a precios de mercado (en 1975). Fue reducido desde un 4,7 por 100 del producto nacional a cero por obra de Roy Jenkins, Ministro de Hacienda laborista, pero el gobierno conservador de Edward Heath (1970-1974) permitió un nuevo crecimiento del mismo hasta un 7,5 por 100, nivel superado por el 9,9 por 100 alcanzado en 1974-1975 bajo el gobierno laborista de Harold Wilson. El partido laborista continuó en el poder entre 1975 y 1979, pero desde que en 1976 James Callaghan pasara a ostentar la jefatura del gobierno se abandonaron las políticas favorables al crecimiento del déficit y se consiguió reducirlo a un 5,2 por 100 del producto nacional bruto en 1977-1979. El gobierno conservador de Margaret Thatcher ha logrado una ulterior disminución hasta un 3,7 por 100 del producto nacional bruto en 1981-1983, y espera reducirlo a cero en 1988. Por tanto, en Gran Bretaña los diversos gobiernos conservadores y laboristas han provocado grandes incrementos del déficit en algunos momentos para después dedicar enor-

mes esfuerzos a reducirlo. Aunque este último objetivo implica bien un aumento de la presión fiscal, bien un recorte del gasto público (a falta de un crecimiento económico de una magnitud no conseguida en Gran Bretaña), y ambos resultan muy poco populares ante el electorado, ambos partidos han considerado en determinados momentos que los grandes déficit eran extremadamente nocivos para la economía del país, por lo que resultaba conveniente suprimirlos pese a los costes políticos inmediatos que una medida de este tipo implicaba. Entre los objetivos del presente trabajo está el de analizar los efectos negativos de los altos déficit presupuestarios experimentados en diversas épocas, que han justificado plenamente las drásticas políticas implantadas para su reducción y posterior supresión.

Los datos concretos sobre las necesidades de crédito del sector público británico aparecen en el cuadro n.º 1, donde se advierten las considerables fluctuaciones que se han producido.

El cuadro establece una distinción entre la deuda del gobierno central, administraciones locales y empresas públicas, sobre todo las nacionalizadas, y muestra que la deuda del gobierno central es el elemento dominante en la del sector público. Esta clasificación resulta en cierto modo engañosa, ya

que gran parte de los créditos precisos para financiar las inversiones de las administraciones locales corren a cargo del gobierno central por cuenta de aquéllas. De ello se deduce que debe centrarse la atención sobre el total del endeudamiento del sector público y no sobre ciertas categorías concretas de la tabla.

El cuadro difiere de los objetivos oficiales al mostrar el citado endeudamiento según cada año natural. Los objetivos oficiales de las necesidades de crédito del sector público hacen referencia a ejercicios financieros, que comprenden en el Reino Unido de abril a abril. Resulta mucho más sencillo elaborar los diversos tipos de estadísticas que vamos a mostrar con referencia a años naturales, aunque en realidad debieran advertirse pocas diferencias si se midiera el endeudamiento de enero a enero, como en el cuadro n.º 1, o de abril a abril, como hace el gobierno. Sin embargo, curiosamente, hay un ejemplo reciente donde se advierte una diferencia de bastante entidad: el cuadro n.º 1 presenta unos porcentajes de endeudamiento del 4,22, 1,80 y 4,83 por 100 para 1981, 1982 y 1983, respectivamente, lo que pone de manifiesto que en este último año se produjo una considerable relajación en la política de Margaret Thatcher tendente a reducir el déficit, relajación que coincidió con la reelección de su gobierno por una amplia mayoría. Las estadísticas relativas a los ejercicios financieros reflejan un endeudamiento del sector público de un 3,36 por 100 del producto nacional bruto en el ejercicio financiero de 1981-1982, de un 3,13 por 100 en 1982-1983 y un 3,17 provisional para 1983-1984.

CUADRO N.º 1

**NECESIDAD DE CREDITO DEL SECTOR PUBLICO BRITANICO
EXPRESADA EN FORMA DE PORCENTAJE DEL PNB**

AÑOS	ENDEUDAMIENTO POR PARTE DE:			
	Gobierno central	Administraciones locales	Empresas públicas	Endeudamiento total
1967	2,82	1,78	- 0,04	4,56
1968	1,73	1,27	- 0,04	2,96
1969	- 1,89	1,27	- 0,33	- 0,95
1970	- 1,28	1,00	0,27	0,00
1971	1,08	1,16	0,12	2,36
1972	2,46	0,80	- 0,09	3,17
1973	3,10	1,80	0,71	5,61
1974	4,72	2,81	0,98	7,51
1975	7,87	1,54	0,46	9,87
1976	5,35	0,87	0,98	7,20
1977	3,11	0,12	0,89	4,12
1978	4,97	0,34	- 0,38	4,93
1979	5,28	0,90	0,26	6,44
1980	4,77	0,77	- 0,32	5,22
1981	4,14	0,40	- 0,32	4,22
1982	2,85	- 0,76	- 0,29	1,80
1983	4,81	- 0,81	- 0,17	4,83

El cuadro muestra el endeudamiento del sector público en forma de porcentaje del producto nacional bruto a precios de mercado. Estos datos proceden de las publicaciones del London Central Statistical Office (Oficina Central Estadística de Londres), *National Income and Expenditure y Economic Trends*.

anuales superiores a su capacidad de endeudamiento. En el pasado se produjeron numerosas bancarrotas nacionales en América Latina, y parece inminente una segunda oleada.

Gran Bretaña ha venido endeudándose todos los años desde 1967 y, a menudo, en proporciones considerables con respecto a su renta nacional. El endeudamiento alcanzó un promedio del 4,34 por 100 de la renta nacional en los 17 años transcurridos entre 1967 y 1983, y el tipo de interés a largo plazo de los créditos solicitados aumentó de un 6,8 por 100 en 1967 a un 12,88 por 100 en 1982, de tal modo que un observador superficial podría deducir que debe haberse producido un gran incremento en el porcentaje del producto nacional bruto británico dedicado al pago de intereses. De hecho, en 1967 el interés neto que afrontaba el gobierno totalizó 948 millones de libras, alrededor del 2,34 por 100 del producto nacional bruto; en 1982, la cifra se elevó a 8.904 millones de libras, 3,23 por 100. Así, pese a que los tipos de interés y el endeudamiento aumentaron casi el doble, el interés de la deuda creció menos del 1 por 100 de la renta nacional. ¿Por qué ocurrió esto cuando, debido al crecimiento citado de los tipos de interés, debió haberse producido un crecimiento equivalente del interés de la deuda hasta duplicar su participación en la renta nacional, aun cuando la participación de la deuda en la renta nacional permaneciera inalterada?

La respuesta reside en el hecho de que la deuda pública ha disminuido, pese al creciente endeudamiento, si se mide en términos reales, es decir, cuando se corrige su cantidad total te-

Este aparente estancamiento de la deuda oculta el sorprendente giro keynesiano que el gobierno imprimió a la economía en los meses anteriores a las elecciones generales de 1983, como se pone de relieve claramente en el mencionado cuadro.

Una de las objeciones más importantes que pueden oponerse al crecimiento continuado del endeudamiento es que desemboca en un incremento de la deuda pública y de los pagos de intereses que ha de financiar el gobierno. Si los intereses crecen en relación a la renta nacional, el gobierno se verá obligado a solicitar créditos cada vez mayores tan sólo para cubrir el pago de los intereses. La solicitud de créditos para satisfacer los intereses de la deuda pública impide aumentar los gastos sociales

del gobierno y reducir la presión fiscal para incentivar la economía. De aquí que si el gobierno ha de solicitar préstamos cada vez mayores para satisfacer los intereses, con el tiempo llegará a agotar toda su capacidad de endeudamiento (que ha de tener por fuerza un techo) con el resultado de que éste dejará de cumplir toda función social.

En un momento posterior, si los intereses se siguen acumulando, la capacidad de endeudamiento del gobierno no alcanzará a cubrirlos, por lo que el país no podrá cancelar sus deudas. Esto es lo que está sucediendo en la actualidad en muchos países latinoamericanos y del tercer mundo, que se han visto obligados a afrontar, por mor de los excesivos créditos solicitados, unos pagos de intereses

niendo en cuenta el factor inflación. Podemos tomar como ejemplo 1975, el año en que el gobierno se endeudó en un total del 9,8 por 100 del producto nacional bruto. El gobierno debía afrontar unas obligaciones monetarias por valor de 52.900 millones de libras, esto es, una deuda neta con un valor monetario corriente de 52.900 millones de libras. El producto nacional bruto en 1975 alcanzó la cifra de 106.200 millones de libras, de modo que el valor monetario de la deuda total ascendió a $52,9/106,2 = 49,8$ por 100 del producto nacional bruto. Partiendo de una deuda que alcanzaba el 49,8 por 100 de la renta nacional, el gobierno se endeudó por valor de otro 9,87 por 100, lo que no elevó el porcentaje de deuda con respecto a la renta nacional hasta el 59,67 por 100 ($49,8 + 9,87$) porque intervino el factor inflación. Durante el año en cuestión los precios se incrementaron en un 23,6 por 100, y ello vino a recortar las obligaciones monetarias netas del gobierno, o deuda, en un 19,1 por 100 ($23,6/123,6$). En suma, la tasa de inflación del 23,6 redujo el valor de la deuda anteriormente contraída en un 19,1 por 100 de la misma, y dado que ésta ascendía al 49,8 por 100 de la renta nacional para 1975, el gobierno consiguió, gracias a la inflación, unas ganancias de capital de $19,1/100$ veces $49,8 = 9,51$ por 100 de la renta nacional. Debido a que la nueva deuda contraída totalizaba un 9,87 por 100 de la renta nacional, la disminución del valor real de la deuda anterior (un 9,51 por 100, como sabemos) vino a equilibrar casi en su totalidad la segunda, de tal modo que el gobierno, a finales de 1975, no debía más que a principios del mismo año. El Banco de Inglaterra

publica regularmente una serie de datos que reflejan los efectos de la inflación sobre la deuda real de los diversos sectores de la economía británica, y ello pone de manifiesto que el valor real de las obligaciones monetarias netas del sector público ha venido disminuyendo durante casi todos los años transcurridos desde 1967. Por consiguiente, cabe afirmar que la deuda real del gobierno ha venido disminuyendo casi sin interrupción pese al continuo recurso al crédito que refleja el cuadro n.º 1. Las estimaciones del Banco de Inglaterra, que coinciden casi punto por punto con las que hemos señalado anteriormente, aparecen en el cuadro n.º 2, que demuestra cómo casi todos los años, desde 1967, las ganancias de capital resultantes de la infla-

ción (debidas a la tendencia de ésta a reducir el valor real de las obligaciones monetarias del gobierno) han superado la cantidad de préstamos solicitados por el gobierno, lo que ha desembocado en una tendencia continua a la disminución de las deudas reales de aquél.

Del cuadro anterior puede fácilmente deducirse que el endeudamiento real del gobierno británico disminuyó en aproximadamente un 20 por 100 de la renta nacional entre 1967 y 1983. Dado que la renta nacional real creció en un 36 por 100 durante este período, la deuda del gobierno, expresada en forma de fracción de renta nacional, disminuyó en más de un 20 por 100, pues en realidad lo hizo en un 42 por 100. Esta continua dis-

CUADRO N.º 2

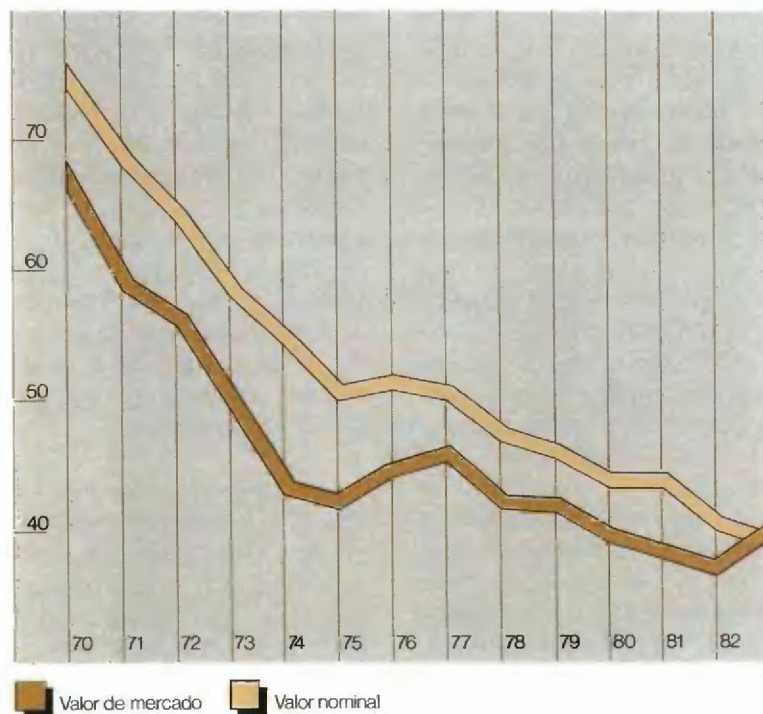
ENDEUDAMIENTO REAL DEL GOBIERNO BRITANICO
EXPRESADO EN PORCENTAJE DEL PNB

AÑOS	Necesidad de crédito del sector público	Efecto de la inflación sobre el valor real de la deuda	Endeudamiento real
1967	4,6	- 2,0	2,6
1968	3,0	- 5,2	- 2,2
1969	- 0,9	- 4,0	- 4,9
1970	0,00	- 5,2	- 5,2
1971	2,4	- 5,5	- 3,1
1972	3,2	- 4,8	- 1,6
1973	5,6	- 5,4	0,2
1974	7,5	-10,9	- 3,4
1975	9,9	-11,2	- 2,3
1976	7,2	- 5,9	1,3
1977	4,1	- 6,5	- 2,4
1978	4,9	- 4,0	0,9
1979	6,4	- 7,6	- 1,2
1980	5,2	- 5,8	- 0,6
1981	4,2	- 4,9	- 0,7
1982	1,8	- 2,6	- 0,8
1983	4,8	- 2,0	2,8

El efecto de la inflación sobre el valor real de la deuda procede del *Bank of England Quarterly Bulletin*, junio de 1984, pág. 231, para los años 1970-1983, y de la publicación de C. T. TAYLOR y A. R. THREADGOLD, «Real national saving and its sectorial composition», en *Bank of England Discussion Paper*, n.º 6, octubre de 1979, para los años 1967-1969.

**GRAFICO 1
OBLIGACIONES MONETARIAS NETAS
DEL SECTOR PUBLICO EXPRESADAS
EN PORCENTAJE SOBRE EL PNB (1)**

Porcentaje



(1) Gasto estimado del PNB a precios de mercado.

minución se ilustra en el gráfico 1, que procede del *Bank of England Quarterly Bulletin* (junio de 1984, pág. 233).

Por tanto, la explicación de que el coste en intereses de la deuda del gobierno creciera sólo de un 2,34 a un 3,23 por 100 de la renta nacional entre 1967 y 1982, pese a la práctica duplicación de los tipos de interés, reside en que la deuda ha disminuido notablemente si la expresamos como porcentaje de la renta nacional.

Dada la considerable disminución de la deuda en relación a la renta nacional, ¿por qué se

han preocupado tanto los diversos gobiernos británicos por reducir el endeudamiento del sector público, aun a costa de notables costes políticos? A modo de explicación, cabe aducir que de no haberse realizado denodados esfuerzos en 1967-1970, 1976-1978 y 1979-1984 por reducir dicho endeudamiento, éste habría crecido notablemente en relación con la renta nacional, incluso en términos reales, al igual que ocurrió en muchos países durante la década de los setenta y sigue ocurriendo en la de los ochenta. Gran Bretaña ha conseguido evitar este problema debido a la política de

control y reducción de la deuda que acometieron los diversos gobiernos en el pasado.

Se han formulado también diversas teorías acerca de la influencia adversa del endeudamiento sobre la economía del país, factor que ha conducido a los gobiernos sucesivos a buscar su eliminación. Se pone en relación la solicitud masiva de crédito por parte del gobierno con los déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, el rápido crecimiento de la oferta de dinero, factor de aceleración de la inflación, y los altos tipos de interés que se cernían sobre la inversión del sector privado. La posible conexión entre el endeudamiento y los citados factores en el caso de Gran Bretaña ha de ser considerada con detenimiento para advertir si los efectos adversos previstos por los gobiernos se materializaron o no. Examinaremos en primer lugar el efecto del déficit presupuestario sobre la balanza de pagos para pasar después a las consiguientes repercusiones en el ahorro, tipos de interés y creación de dinero.

I. EL DEFICIT PRESUPUESTARIO Y LA BALANZA DE PAGOS

La relación entre el presupuesto y la balanza de pagos se comprende con facilidad mediante la siguiente fórmula contable:

$$\begin{aligned} & \text{Inversión privada} + \text{Gasto público} + \\ & \quad + \text{Exportaciones} = \\ & = \text{Ahorro privado} + \text{Impuestos} + \\ & \quad + \text{Importaciones} \end{aligned}$$

En la primera parte de la fórmula aparecen las inyecciones del flujo de ingresos de la eco-

nomía del país, y en la segunda las salidas, de modo que el total de ambos ha de ser igual. La fórmula puede, pues, ordenarse de la siguiente forma:

$$\begin{aligned} & (\text{Gasto público} - \text{Impuestos}) = \\ & = (\text{Importaciones} - \text{Exportaciones}) + \\ & + (\text{Ahorro privado} - \text{Inversión privada}) \end{aligned}$$

Esto es, el déficit presupuestario o cantidad en que el gasto público excede los impuestos, ha de ser exactamente igual al déficit en la balanza de pagos por cuenta corriente, esto es, cantidad en que las importaciones exceden las exportaciones, más el montante por el que el ahorro privado excede de la inversión privada. Una de las formas en que puede interpretarse esta fórmula consiste en suponer que el déficit presupuestario ha de ser financiado bien desde el exterior a través de la cuenta de capital de la balanza de pagos, que ha de proporcionar una afluencia de capital que cubra el desequilibrio entre importaciones y exportaciones, bien desde el interior mediante el exceso de ahorro privado sobre la inversión privada. De ello se deduce que si se produce un elevado déficit presupuestario, debe generarse, asimismo, o bien un fuerte desequilibrio entre el ahorro privado y la inversión privada, en beneficio del primero, o bien un fuerte desequilibrio entre importaciones y exportaciones en beneficio de las primeras, esto es, un déficit por cuenta corriente, que constituye el complemento inevitable del recurso al exterior para cubrir el déficit presupuestario.

Durante la década de los sesenta y principios de la de los setenta existía en Gran Bretaña el convencimiento de que el exceso del ahorro privado sobre la inversión tendería a mantenerse

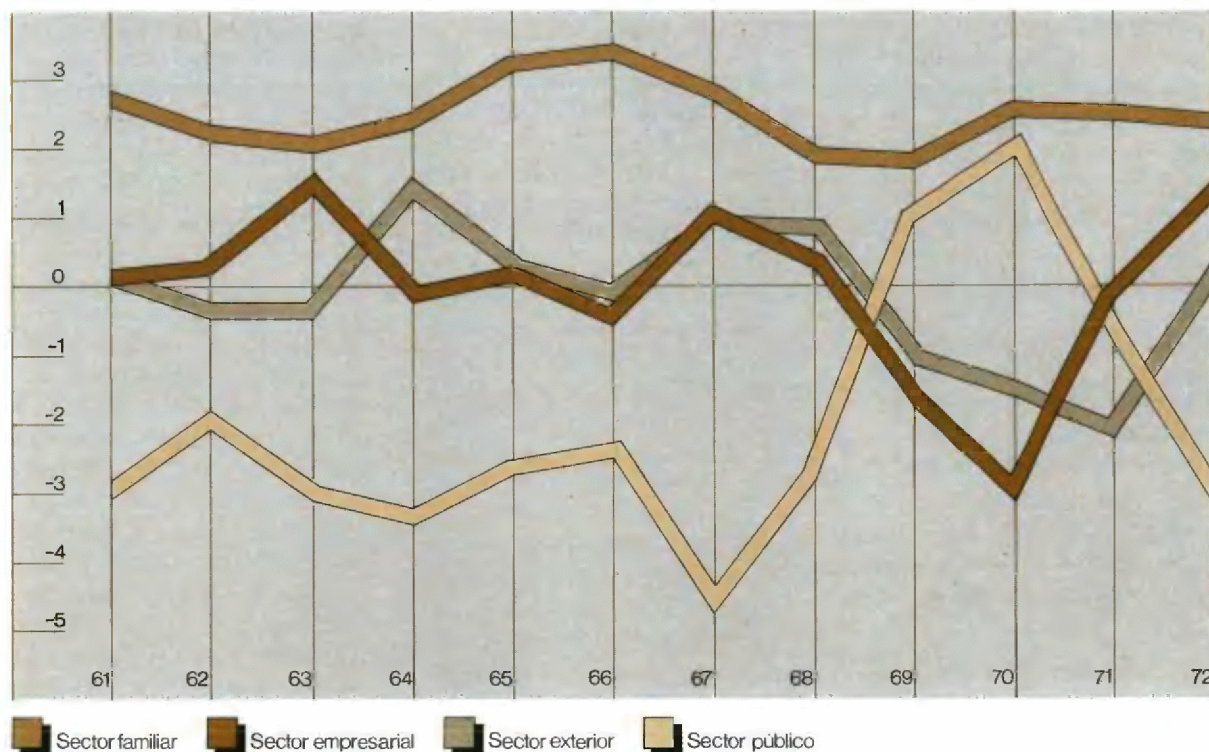
en un nivel bastante estable. Dicho exceso era calificado de superávit financiero del sector privado: el citado desequilibrio permite a éste adquirir activos financieros o saldar sus deudas. Si el desequilibrio se mantiene a un nivel estable, el incremento del déficit presupuestario debe ir acompañado de un cambio adverso, de similar entidad, en la balanza de pagos por cuenta corriente. Si el déficit experimenta un abrupto crecimiento, la deuda sólo podrá financiarse desde el interior si el ahorro privado crece con relación a la inversión. En caso contrario, el citado incremento del déficit deberá equilibrarse desde el exterior, lo que significará un aumento de las importaciones con respecto a las exportaciones. Del mismo modo, si se suprime el déficit, como ocurrió en 1969 y 1970, y al mismo tiempo el desequilibrio entre ahorro e inversión permanece estable, la mejora presupuestaria vendrá acompañada de un reforzamiento equivalente en la balanza de pagos.

El gráfico 2, que procede del número de mayo de 1973 del *National Institute Economic Review*, pone de manifiesto las consecuencias de estas afirmaciones. Cuando el sector público sufre un déficit, su superávit financiero o tipo de adquisición de activos financieros es negativo, y la línea del sector público refleja una tasa de adquisición negativa de activos financieros que se mueve entre un 3 y un 5 por 100 del producto nacional bruto entre 1961 y 1968. En estos años, su adquisición fue de orden negativo porque vendió deuda por un montante del 3 al 5 por 100 del producto nacional bruto durante cada año. El sector familias mostró, al mismo tiempo, un superávit financiero

entre el 2 y el 3 por 100 del PNB, en otras palabras, ahorró más de lo que invirtió, con el resultado de que pudo adquirir activos financieros en un volumen equivalente a esta fracción del producto nacional. Sin embargo, ¿qué ocurriría si, como sucedió en 1967, el sector público experimentara un déficit financiero de casi el 5 por 100 de la renta nacional, de manera que vendiese activos equivalentes al 5 por 100 de dicho indicador, mientras que el sector familias adquiriera activos por un montante equivalente sólo al 2,5 por 100? El 2,5 por 100 restante debería ser cubierto bien por el sector empresarial, bien desde el exterior, es decir, por las empresas extranjeras.

Si, como se advierte en el gráfico 2, el sector exterior compra parte de los activos que el sector privado no puede adquirir, las empresas extranjeras conseguirán un equilibrio en la adquisición de acciones británicas, por lo que se producirá un déficit por cuenta corriente en la balanza de pagos, como sucedió en 1967, cuando la libra esterlina fue devaluada de 2,80 dólares a 2,40. El gráfico muestra que cuando el presupuesto obtuvo superávit, como ocurrió en 1969-1970, el sector familias continuó comprando acciones por valor de un 2,5 por 100 del producto nacional pero el gobierno dejó de vender. El sector familias, por consiguiente, estaría comprando valores del sector exterior (y del empresarial). En la medida en que comprase valores del sector exterior, Gran Bretaña estaría adquiriendo valores extranjeros, de manera que la cuenta de capital de la balanza de pagos experimentaría un déficit y la cuenta corriente un superávit. El gráfico refleja que cuando

GRAFICO 2
ADQUISICION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS EXPRESADA
COMO PORCENTAJE DEL PNB



Fuente: *National Income and Expenditure*, 1972, y *Financial Statistics*, abril 1973.

el presupuesto presenta un mayor déficit, esto es, cuando el gobierno vende más activos financieros, el sector exterior consigue un superávit, es decir, adquiere parte de dichos activos, de manera que la cuenta de capital presenta inevitablemente un superávit y la corriente un déficit. La adquisición neta de activos financieros de todos los sectores ha de sumar cero, ya que dichos activos no pueden ser adquiridos por unos sin que se acumulen deudas equivalentes en el pasivo de otros. La evidencia del gráfico empujó a muchas personas a creer

que el significado de la regla cero era que si el gobierno británico aumentaba significativamente el ritmo de endeudamiento, debido a la estabilidad del sector familias, el ritmo de adquisición de activos por parte del sector exterior se incrementaría en una medida equivalente. El National Institute dedujo, de los datos del gráfico, que un cambio de una libra en la adquisición neta del sector público tendía a verse acompañado por uno de 0,4 Libras en el sector exterior y de 0,6 libras en el empresarial, siempre en dirección opuesta. Es decir, una reducción presupuestaria de

mil millones de libras mejoraría la balanza de pagos en 400 millones y al mismo tiempo reduciría los ahorros de las empresas con respecto a las inversiones en 600 millones. Así, un ajuste del presupuesto dañaría las finanzas de las empresas en un montante equivalente al 60 por 100 de la reducción presupuestaria, pero mejoraría la balanza de pagos en un 40 por 100 de la mejora en el presupuesto.

Lord Kaldor, por entonces asesor económico del Tesoro, advirtió estos factores durante la década de los sesenta y cabe la

posibilidad de que sus consejos condujeran a Roy Jenkins a buscar el superávit presupuestario en 1969. El principal problema que afrontaba Gran Bretaña en 1967-1970 era, al parecer, el de la balanza de pagos. En 1967 la libra se devaluó de 2,80 a 2,40 dólares, en la esperanza de que desaparecieran los problemas de la balanza de pagos; era imprescindible explotar la devaluación en beneficio del país. Lord Kaldor y Roy Jenkins estimaban que imprimir un giro a la balanza de pagos y explotar la devaluación implicaría dar un gran vuelco al presupuesto y pasar del déficit al superávit, lo que en último término se consiguió. Al mismo tiempo, la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de unos déficit de 269 millones de libras en 1967 y 244 millones en 1968 a unos superávit de 505 millones en 1969 y 823 millones de 1970.

Durante la campaña electoral de 1970, Lord Kaldor mostró cierta preocupación de que el gobierno laborista, al que había conseguido convencer de la necesidad de equilibrar el presupuesto, perdiera el poder y de que el consiguiente gobierno conservador volviera al déficit presupuestario, como efectivamente ocurrió. Kaldor, en una carta enviada al *Times* y publicada el 8 de junio de 1970, poco antes de las elecciones, afirmaba que si el sector público pasaba de nuevo a una situación de endeudamiento neto olvidando la devolución neta de las deudas, «tan cierto como que la noche sigue al día reaparecerían de nuevo nuestras dificultades de balanza de pagos».

Las predicciones de Kaldor se revelaron certeras hasta 1974, y mientras que las necesidades de crédito del sector público crecien-

ron de cero en 1970 a un 5,6 por 100 del PNB en 1973 y a un 7,5 por 100 del PNB en 1974, la cuenta corriente pasó de un superávit de un 1,6 por 100 del PNB en 1970 a un déficit del 1,3 por 100 del PNB en 1973 y del 3,9 por 100 en 1974.

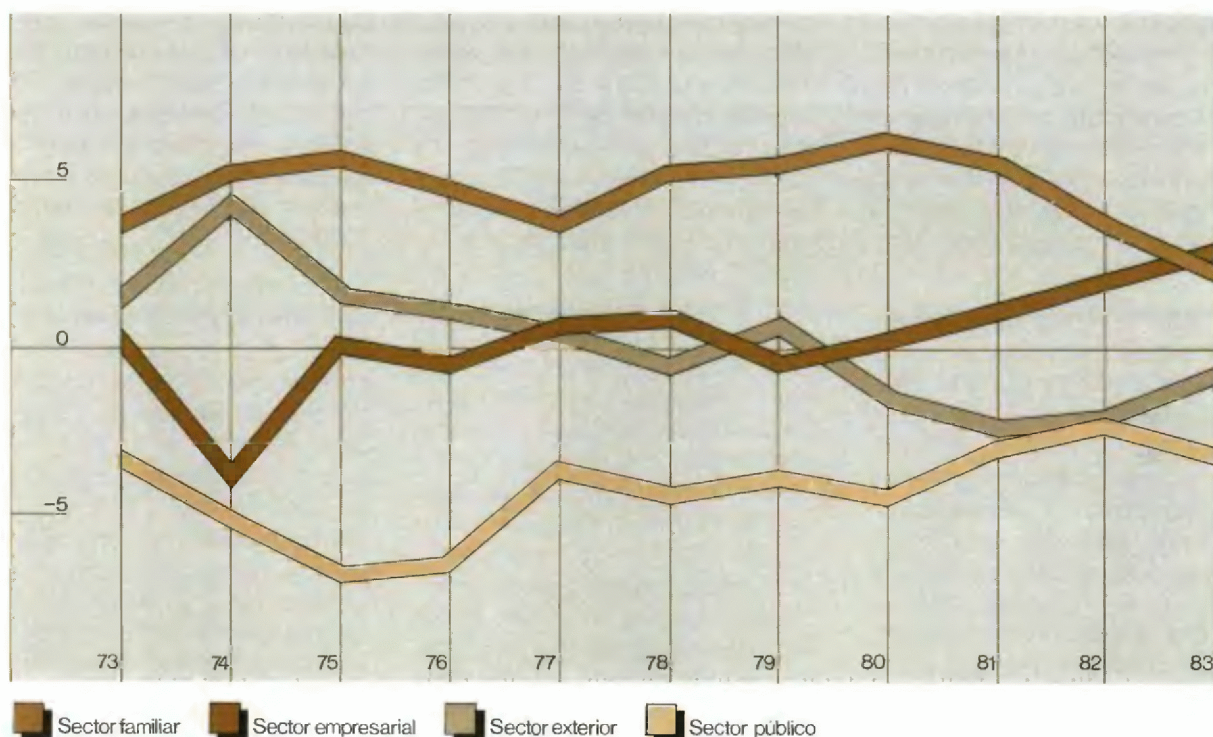
Con todo, la mejor prueba de la veracidad de una hipótesis es su poder de predicción continuada, y la extensión de la tabla del National Institute a la siguiente década (1974-1983) no refleja la pauta de la tabla original. La adquisición neta de activos financieros por parte del sector familias ya no ronda ese constante 2 ó 3 por 100 del producto nacional bruto del período 1962-1972, sino que alcanzó el 7 por 100 en 1970. Sin embargo, la principal diferencia entre los dos diagramas estriba en la interrelación existente entre la balanza de pagos y el sector empresarial. Entre 1962 y 1972, los superávit financieros del sector empresarial y exterior fueron deteriorándose y mejorando a la par, y sus movimientos se asociaban a los giros del presupuesto. Así, cuando éste presentaba un mayor déficit y aumentaba el endeudamiento del sector público, las finanzas de dichos sectores tendían a reforzarse. El reforzamiento del sector extranjero implicaba un déficit en la balanza de pagos porque lo que se venía a mejorar era la economía de terceros países; por su parte, los superávit del sector empresarial implicaban que los beneficios retenidos crecían más de prisa que la inversión. Así, la financiación del déficit dañaba la balanza de pagos y al mismo tiempo beneficiaba las economías de las empresas.

La sencilla relación que un observador superficial advertiría en el diagrama correspondiente a

1973-1983 estriba en que el superávit financiero de los sectores empresarial y exterior parecen moverse en dirección opuesta. Así, a medida que se refuerzan las economías de las empresas británicas, se debilitan las de las empresas extranjeras, de modo que la balanza de pagos mejora. No hay necesidad de recurrir a complejos cálculos econométricos para advertir que el petróleo del mar del Norte vino a mejorar la balanza de pagos y la situación de las empresas británicas. También se aprecia algún tipo de conexión entre el déficit financiero del sector público y el superávit del exterior, pero es mucho más débil que en 1962-1972. Los adalides de la ortodoxia, que afirmaban que la balanza de pagos y el presupuesto eran realidades opuestas, tuvieron que permanecer en silencio cuando el déficit presupuestario pasó de un 7,5 a un 9,9 por 100 del PNB entre 1974 y 1975 al tiempo que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en lugar de crecer aún más, descendió de un 3,9 a un 1,4 por 100 del PNB. En términos generales, la cuenta corriente mejoró al mismo tiempo que, durante los siguientes ocho años, se seguían unas políticas presupuestarias más rigurosas, pero ya nadie hablaba de la existencia de una conexión mecánica del tipo de la establecida anteriormente por Lord Kaldor.

Debido al superávit financiero del sector público, los sectores familias, empresarial y exterior deben sumar cero, al tiempo que han de producirse interacciones entre los cambios de cierta magnitud que se produzcan en uno y los demás. No obstante, a falta de reglas sencillas que afecten a uno de ellos (por ejemplo, que el superávit financiero del

GRAFICO 3
ADQUISICION NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS EXPRESADA
EN PORCENTAJE DEL PNB



Fuente: *Economic Trends*.

sector familias sea siempre del 2 ó 3 por 100 del PNB) no puede preverse con exactitud cómo reaccionarán los otros tres cuando crezcan o disminuyan los superávit financieros del sector público.

Puede ocurrir que el superávit del sector empresarial o familiar crezca cuando lo haga el déficit del público, como ocurrió en 1975, en cuyo caso no se producirán efectos negativos en la balanza de pagos; o puede ocurrir que un mayor déficit público no venga acompañado por otros superávit en el interior, en cuyo caso la balanza de pagos sufriría una erosión.

Sin embargo, como señaló Lord Kaldor, cabe considerar una regla matemática que un deterioro en las finanzas del sector público ha de verse acompañado bien por una erosión equivalente en la balanza de pagos, bien por un aumento equivalente en el superávit de los sectores familias y empresarial. De este modo, si se permite que el presupuesto se deteriore cuando no hay motivos para esperar que los sectores familiar o empresarial vayan a aumentar su ahorro por encima de la inversión, se producirá un serio quebranto en la balanza de pagos. Es éste un hecho innegable que muchos países, con déficit pre-

supuestarios muy superiores al de Gran Bretaña, han ignorado, lo que ha desembocado en la consiguiente destrucción de sus balanzas de pagos.

Después de 1975, cuando en Gran Bretaña dejó de considerarse crucial la conexión entre presupuesto y balanza de pagos, la atención pasó a centrarse en la relación existente entre el volumen del déficit presupuestario y el índice de crecimiento de la oferta monetaria, al que comenzó a considerarse como un factor vital para explicar la inflación, cuya tasa, 23,6 por 100 en 1975, pasó a considerarse desde entonces el principal proble-

ma con que debía enfrentarse Gran Bretaña. El gobierno laborista de James Callaghan procuró reducirla a un 10 por 100, y el gobierno conservador de Margaret Thatcher, que llegó al poder en 1979, espera llegar a reducirla a cero gradualmente. El control de la oferta monetaria, que se considera lleva aparejada una reducción del déficit presupuestario, se ha transformado en uno de los ejes de la política macroeconómica en Gran Bretaña.

La interconexión existente entre el déficit presupuestario y el índice de crecimiento de la oferta monetaria pasó a constituir uno de los principales determinantes de la política económica con respecto al presupuesto de 1976, y se convirtió en la principal consideración en la que se centró la política presupuestaria tras la elección de Margaret Thatcher en 1979. Hemos, pues, de examinar algunas pruebas que ponen de manifiesto la conexión entre el déficit presupuestario y el índice de crecimiento de la oferta monetaria en Gran Bretaña.

II. LA NECESIDAD DE CREDITO DEL SECTOR PUBLICO Y EL INDICE DE CRECIMIENTO MONETARIO

Es un hecho conocido que los déficit presupuestarios han de financiarse, bien mediante deuda, bien mediante la monetización de la deuda. El gasto público implica la libranza de cheques por parte del gobierno que han de abonarse después a alguna cuenta corriente. Por su parte, los impuestos implican li-

brar cheques en favor de la cuenta del gobierno en el Banco nacional, lo que en último término viene a debilitar las cuentas corrientes de los contribuyentes. Si el gobierno gasta 100.000 millones y grava por valor de 90.000 millones, ello significa que firma cheques por valor de la primera cantidad y recibe otros tantos por valor de la segunda, de manera que las reservas en metálico de los bancos comerciales aumentarán en 10.000 millones. La inyección de dinero estimula a dichos bancos a incrementar sus créditos en un múltiplo de 10.000 millones. Sin embargo, esta cantidad desaparecerá de sus cuentas si el gobierno lanza una emisión de bonos o efectos por valor de 10.000 millones para financiar el déficit, dado que esta medida implicaría la libranza de cheques por dicho valor al Banco nacional. De tal modo, el déficit presupuestario no provocará una aceleración en los índices de creación de dinero en la medida en que se cubra mediante emisión de deuda; por el contrario, sus efectos sobre dicho índice serán muy notables si el gobierno no recurre a la venta de títulos para financiarlo.

La opinión generalizada es que los gobiernos suelen contar con objetivos de tipos de interés que vienen a limitar el total de títulos de que pueden disponer. Podrían vender una cantidad casi ilimitada si se mostraran indiferentes a su precio, de manera que siempre podrían financiar sus déficit mediante deuda si estuvieran dispuestos a permitir que los tipos de interés crecieran hasta el límite para disponer de los valores necesarios. Sin embargo, dado que los tipos de interés altos no resultan muy atractivos para los gobiernos, sólo se dispone de una cantidad

limitada de valores al tipo que constituye el objetivo del gobierno y que puede resultar artificialmente bajo; ello provocará que gran parte del déficit deberá financiarse mediante el sistema bancario y, por ende, deberá monetizarse. ¿Ha llegado a ocurrir esto en Gran Bretaña? El cuadro n.º 3 contiene información sobre la magnitud del déficit presupuestario y el índice de crecimiento monetario a partir de 1970.

El cuadro compara los índices de crecimiento monetario de los doce años posteriores a 1970 con las necesidades de crédito del sector público de cada uno de ellos, y en él aparecen además tres índices de crecimiento monetario, M1, M3 y LSP2. M1 consta de metálico más depósitos bancarios en cuenta corriente; M3 incluye también los depósitos de las cuentas de ahorro que rinden intereses; por su parte, LSP2 (las siglas corresponden a Liquidez del Sector Privado) incluye también los depósitos de las cooperativas de crédito a la construcción, que, como sucede con los bancarios, pueden retirarse a entera voluntad de sus propietarios. Los tres tipos de índice de crecimiento monetario se diferencian por una serie de razones institucionales, pero los diversos gobiernos británicos han mostrado, en los últimos años, bastantes precauciones al contemplar las tres medidas de la oferta monetaria (y otras que hoy existen, como el M0 y el M2) cuando se examina la naturaleza y eficacia de las presiones monetarias sobre la economía real.

En el cuadro se contrastan los tres índices de crecimiento monetario del producto nacional bruto nominal, ya que toda explosión monetaria que incre-

CUADRO N.º 3

CRECIMIENTO MONETARIO Y NECESIDAD DE CREDITO DEL SECTOR PUBLICO

AÑOS	PORCENTAJE ANUAL DE CRECIMIENTO EN LOS SIGUIENTES DOCE MESES				
	NCSP (%)	PNB nominal	M 1	M 3	LSP 2
1970	0,0	11,4	11,0	11,0	10,8
1971	2,4	11,8	13,4	21,7	19,1
1972	3,2	14,8	12,4	23,0	18,6
1973	5,6	12,6	0,2	18,0	13,4
1974	7,5	25,9	15,3	9,2	10,0
1975	9,9	17,7	15,3	8,2	15,3
1976	7,2	16,5	10,9	7,6	8,3
1977	4,1	15,1	22,1	15,6	15,0
1978	5,0	17,4	12,3	12,7	14,8
1979	6,4	11,7	6,6	15,8	12,5
1980	5,2	9,6	10,0	16,6	13,6
1981	4,2	9,3	8,0	14,8	9,6
1982	1,8	7,2	14,3	11,1	11,8
1983	5,1	7,6	13,7	8,0	12,3

Fuente: Economic Trends.

mente la inflación se manifiesta primero en forma de desequilibrio entre el índice de crecimiento de la oferta monetaria y el de la renta nacional monetaria. Si la oferta de dinero crece sólo al mismo ritmo que la renta nacional, no cabe prever la aparición de presiones inflacionistas *adicionales* por parte del crecimiento monetario, ya que éste se limitará a mantenerse a la par de las operaciones, etc., que en cualquier caso precisan una financiación. Sin embargo, si el índice de crecimiento monetario excede el índice de crecimiento de la renta nacional monetaria, se producirán presiones alcistas adicionales en diversos mercados que tenderán a elevar la producción, productos finales y precios de cartera. Así, la monetización de un gran déficit presupuestario vendría a manifestarse más en una aceleración del crecimiento de la oferta monetaria

que en la renta nacional nominal en los siguientes doce meses.

En realidad, no pueden aducirse ejemplos de que esto haya ocurrido. Dos indicadores de la oferta monetaria, M3 y LSP2, crecieron mucho más de prisa que la renta nacional nominal en 1971-1972 y en 1972-1973, pero 1971 y 1972 fueron años de escaso déficit presupuestario. El exceso de crecimiento monetario fue debido a los cambios institucionales que se introdujeron en el sistema bancario británico, y está muy extendida la opinión de que la gran aceleración de la inflación que se produjo en 1973-1974 y 1974-1975 (que aquí se manifiesta en forma de grandes índices de crecimiento en la renta nominal) se debió a este previo crecimiento monetario. Cuando el déficit presupuestario aumentó en 1974, 1975 y 1976, el crecimiento monetario disminuyó considerablemente y la in-

flación comenzó a retroceder en los años sucesivos. En suma, los grandes déficits se cubrieron mediante empréstitos y no mediante la monetización. Algunos indicadores de la oferta monetaria crecieron muy rápidamente en relación al índice de crecimiento de la renta nacional nominal en 1980, 1981, 1982 y 1983, pero hay que tener en cuenta que éstos también fueron años en los que el déficit fue de pequeña magnitud. El mayor crecimiento de los factores monetarios más amplios puede de nuevo explicarse en virtud de los cambios institucionales del sistema bancario, al igual que el rápido crecimiento del M1 en 1982-1983 y 1983-1984. En estos años, un mayor número de depósitos de M1 comenzaron a percibir intereses, lo que persuadió a las autoridades británicas de la escasa fiabilidad del M1 como indicador del crecimiento de las transacciones y les movió a centrar su atención en el M0, la base monetaria, que ha venido creciendo con mucha lentitud.

No hay pruebas de que hasta la fecha los déficits británicos guarden relación con las aceleraciones en el índice de expansión monetaria. Puede, pues, concluirse que se han financiado mediante la venta de la cantidad de títulos que fuera necesaria, de manera que repercutieran principalmente en el precio recibido a cambio por el gobierno. De aquí que los déficits presupuestarios hayan repercutido sobre todo en los tipos de interés pagados por el gobierno y, por ende, en los restantes tipos de interés existentes en Gran Bretaña.

Hemos, pues, de considerar a continuación la posibilidad de que el endeudamiento público

haya tendido a aumentar los tipos de interés en Gran Bretaña, lo que a su vez puede haber tenido un efecto disuasorio sobre las inversiones del sector privado.

III. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO Y TIPOS DE INTERÉS EN GRAN BRETAÑA

Como se sabe, el tipo de interés de cada país depende de una serie de circunstancias; tienden a ser más altos cuando, por ejemplo, las condiciones monetarias son más bien rígidas, si se espera una alta tasa de inflación o si el gobierno necesita lanzar más deuda al mercado. Al mismo tiempo, los tipos de interés de los países dependen del nivel de los vigentes en Es-

tados Unidos. Los mercados financieros mundiales están muy interconectados y las empresas multinacionales y bancos pueden mover grandes sumas de dinero con gran rapidez para aprovecharse de las diferencias entre los tipos de unos países y otros. En suma, cabe indicar que todos los tipos de interés están en relación con los estadounidenses. Los países cuya moneda disfruta de buena posición respecto al dólar han de pagar intereses inferiores a los Estados Unidos, y viceversa. Todo país que pretenda lanzar títulos al mercado contribuye a aumentar las dimensiones de éste pero, dejando a un lado Estados Unidos, el aumento es casi imperceptible, ya que el endeudamiento de la mayor parte de los países repercute de una forma muy leve en el *stock* mundial de títulos.

Sin embargo, cuando un país vende títulos produce una cierta conmoción en el *stock* mundial

de sus propios títulos. A medida que éste crece, los demás países comienzan a considerar arriesgado mantener títulos en la moneda del citado país, de modo que el diferencial de tipo que habrá de pagar con respecto a los estadounidenses también tenderá a aumentar. A su vez, si un país reduce sus existencias mundiales de títulos en relación a las de otros países, reducirá al mismo tiempo el peligro anteriormente citado, con el consiguiente alivio para sus contribuyentes.

El principal efecto del endeudamiento público de Gran Bretaña no se centra, por tanto, sobre los tipos de interés como tales. Más bien parece que éstos crecerán en relación con los estadounidenses en la medida en que aumente el endeudamiento británico y disminuirán a medida que disminuya el endeudamiento, o al menos ello parece deducirse de los avatares del pe-

CUADRO N.º 4

TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO EN ESTADOS UNIDOS Y EL REINO UNIDO (UK)

AÑOS	TÍTULOS DEL GOBIERNO A 20 AÑOS (%)			DESEQUILIBRIO EN FAVOR DEL REINO UNIDO DE LA INFLACION EN LOS ANTERIORES (%)		
	U. K.	EE. UU.	U. K.-EE. UU.	5 años	2 años	1 año
1970	9,2	6,9	2,3	0,3	0,2	0,5
1971	8,9	6,1	2,8	1,1	2,7	5,0
1972	9,0	6,0	3,0	1,7	4,2	3,5
1973	10,8	7,1	3,7	2,1	2,7	1,9
1974	14,8	8,0	6,8	3,1	3,2	4,5
1975	14,4	8,2	6,2	5,2	8,2	13,8
1976	14,4	7,9	6,5	6,7	11,2	10,2
1977	12,7	7,7	5,0	7,7	9,5	8,8
1978	12,5	8,5	4,0	7,4	4,6	0,7
1979	13,0	10,0	3,0	6,8	1,3	2,1
1980	13,8	11,4	2,4	5,3	3,0	3,9
1981	14,7	13,7	1,0	4,8	2,6	1,4
1982	12,9	12,9	0,0	2,0	1,9	2,4
1983	10,8	11,3	- 0,5	1,8	1,8	1,3
1984	10,7	11,7	- 1,0	2,0	1,5	0,5

Fuentes: *Economic Trends*, *Statistical Abstract of the United States*, *Federal Reserve Bank Quarterly Bulletin* y *National Institute Economic Review*.

riodo posterior a 1970, según se reflejan en el cuadro n.º 4. Mostramos los tipos de interés de los títulos del gobierno a veinte años en el caso de ambos países y no tardará en advertirse que el interés adicional que tuvo que afrontar el gobierno británico aumentó abruptamente desde un 2,1 por 100 en 1970, año de equilibrio presupuestario, hasta alcanzar su cota máxima entre 1974 y 1976, época en que las necesidades de crédito del sector público alcanzaron el 9,9 por 100 del producto nacional bruto. A continuación, el interés adicional experimentó una continua caída hasta 1983 y 1984, cuando el gobierno estadounidense tuvo que pagar más intereses que el británico. En dichos años, el endeudamiento estadounidense creció notablemente en relación al producto nacional bruto, mientras que, como se aprecia en el gráfico 1, la deuda británica registró una considerable caída en términos reales y más aún en relación con la renta nacional.

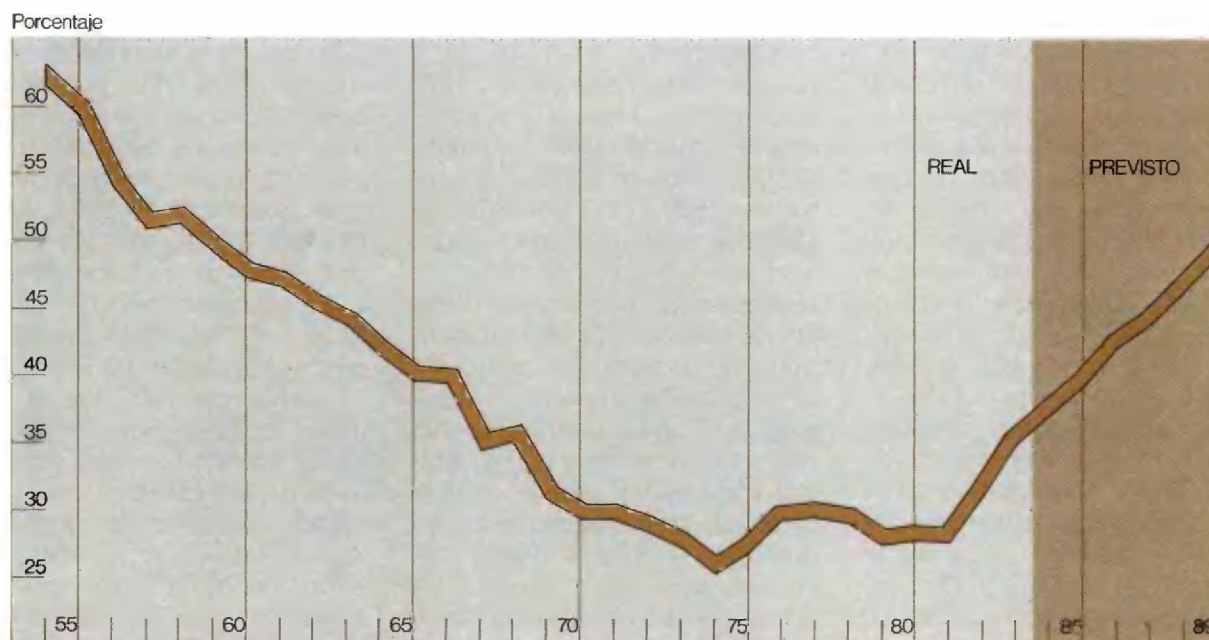
El cuadro n.º 4 muestra que la explicación alternativa de los tipos de interés a largo plazo, esto es, las diferencias en las tasas de inflación entre los dos países, no cubre todos los aspectos principales de la forma que lo hace la explicación centrada en las diferencias en el endeudamiento. Así el diferencial de interés aumentó desde 3,0 puntos en el Reino Unido a 6,8 puntos entre 1972 y 1974. El exceso de inflación en el Reino Unido apenas cambió entre ambos años, pero el déficit aumentó de un 3,2 por 100 del PNB, en la línea de las tendencias anteriores, en 1972 a un 7,5 por 100, cifra sin precedentes, en 1974. En este mismo año, los tipos de interés del Reino Unido

estaban 6,8 puntos por encima de los estadounidenses, pero la inflación británica sólo superaba en 3 ó 4,5 puntos la de Estados Unidos. El diferencial de interés continuó muy alto en 1977 y 1978, años en que la inflación en Gran Bretaña superaba a la norteamericana en más de 5 puntos, pero después de 1978 el diferencial comenzó a estrecharse notablemente, pasando de 3,0 puntos en 1979 a 2,4 puntos en 1980 y 1,0 en 1981; en 1983 los tipos de interés norteamericanos superaban a los británicos en 0,5 puntos, y en 1984 en 1,0 puntos. Los años ochenta vieron una drástica reducción de la inflación en ambos países, pero la británica permanece claramente por encima de la estadounidense en, al menos, un punto anual. ¿Por qué ha disminuido el tipo de interés a largo plazo británico hasta situarse un punto por debajo del estadounidense? Las teorías inversionistas apuntan una respuesta bastante sencilla. El gráfico 4 muestra el notable crecimiento de la deuda pública estadounidense con respecto al producto nacional bruto a partir de 1979, mientras que el gráfico 1 antes examinado reflejaba la considerable disminución de la deuda británica con respecto al producto nacional bruto. Como el PNB estadounidense habría venido creciendo en relación al británico, la deuda estadounidense creció con mucha mayor rapidez en relación a la británica en las carteras internacionales. Como la deuda estadounidense que los titulares de aquéllas habían tenido que incluir en sus carteras había crecido, el interés que el gobierno norteamericano tuvo que ofrecer también aumentó en relación al ofrecido por el gobierno británico a los bancos y entidades financieras para per-

suadirles de que se hicieran con totales cada vez menores de la deuda real británica.

A principios de la década de los setenta el diferencial de interés británico estaba más o menos en línea con el diferencial de inflación. En la actualidad, se encuentra quizá dos puntos por debajo, esto es, los tipos de interés británicos están un punto por debajo de los tipos norteamericanos a largo plazo, mientras que la inflación sigue siendo superior en un 1 por 100 anual a la estadounidense. El notable vuelco de los tipos de interés relativos en favor del Reino Unido podría muy bien constituir un reflejo de los cambios acaecidos en las cantidades relativas de títulos de los gobiernos de ambos países, como puede apreciarse en el gráfico 4, y sería una consecuencia de las políticas adoptadas persistentemente en Gran Bretaña para reducir el endeudamiento público, hasta hacerlo negativo en términos reales durante algunos períodos, y de las decididas políticas estadounidenses para aumentar dicho endeudamiento en términos reales y nominales. Se ha llegado a predecir que las futuras tasas de inflación aumentarán a medida que disminuyan los tipos de cambio mientras que el endeudamiento de los países sea tal que el coeficiente de sus títulos en las carteras mundiales haya de aumentar. Los titulares de carteras de valores suelen contemplar con recelo los aumentos en la deuda de los gobiernos cuyos efectos poseen, debido a la posibilidad de que esa deuda sea monetizada en el futuro, lo que aumentaría la inflación y produciría una depreciación de los cambios. De otro modo, el país puede verse obligado a aumentar sus tipos de in-

GRAFICO 4
DEUDA EN MANOS DEL PUBLICO (EXCLUIDA LA RESERVA FEDERAL)
EXPRESADA EN FORMA DE PORCENTAJE DEL PNB,
CIERRE DE EJERCICIO



Años fiscales

Fuente: Congressional Budget Office.

terés en el futuro a medida que el coeficiente de sus efectos aumente en las carteras mundiales, lo que tendería a incrementar a corto plazo también sus tipos de interés con relación a los otros países. Resulta claro que estas pruebas son compatibles con la opinión de que los tipos de interés de Gran Bretaña se vieron notablemente influidos por las necesidades de crédito del sector público, ya que aumentaron, en relación con los estadounidenses, durante este período desde cero en 1970 hasta 9,9 por 100 del PNB en 1975 y volvieron a descender a medida que el endeudamiento británico fue reducido de nuevo al 3 ó 4 por 100 del PNB, mientras que el estadounidense aumen-

taba al 7 por 100 del PNB en 1983 y al 5 por 100 en 1984.

Si el endeudamiento influye de esta forma sobre los tipos de interés, ¿cómo repercutirá en la inversión del sector privado mediante los conocidos sistemas de disuasión?

IV. ¿SE HA PRODUCIDO EL EFECTO DE DISUASION EN GRAN BRETAÑA?

Cabe aducir que si el endeudamiento del sector público influye sobre los tipos de interés, influirá también sobre la inversión privada en la medida en que ésta reaccione ante aqué-

llos. Con arreglo a la teoría keynesiana, la disuasión sólo tiene lugar cuando la economía trabaja al límite de su capacidad máxima.

Sin embargo, ya hemos indicado que el endeudamiento público influye sobre el tipo de interés de forma continuada y no sólo a intervalos cíclicos. Ello es así porque los titulares internacionales de carteras de valores no se preocupan de las estadísticas de desempleo de los países cuando van a decidirse a añadir a sus carteras los valores emitidos por sus gobiernos. Por el contrario, se preocupan de la cantidad de los mismos que ya poseen, y de si están demasiado expuestos a te-

ner demasiados de ese mismo país y gobierno. Si cabe prever que el riesgo inherente a la moneda va a aumentar, deberá ofrecerse un interés adicional para hacerse con las necesarias acciones, sea cual fuere el nivel de empleo existente.

Precisamente porque los valores emitidos han de ser incorporados a las carteras, en la determinación de los tipos de interés intervienen los déficit reales de empleo y no los corregidos. Es bien conocido que los presupuestos tienden a erosionarse durante las recesiones ya que los ingresos fiscales disminuyen y el gasto público aumenta, pues se precisan fondos públicos para cubrir las prestaciones de desempleo y apoyar a las empresas nacionalizadas que consiguen menos beneficios o sufren pérdidas debido al debilitamiento de la demanda. Numerosos economistas han demostrado que si se ajusta el presupuesto en función de su situación en caso de pleno empleo, los déficit actuales serían muy inferiores (teniendo en cuenta los ingresos adicionales que se obtendrían de existir el pleno empleo y que el gobierno no percibe en la actualidad) o incluso se conseguirían superávit. El principal fallo de estas correcciones reside en que si se produce un déficit presupuestario real en época de recesión, se necesitarán títulos públicos para financiarlo en su totalidad. Este es el principal argumento; pero cabe citar otras fisuras en los llamados déficit corregidos en función del pleno empleo: así, sus valedores parten de que las economías van a volver a un nivel de pleno empleo, totalmente ilusorio, en el futuro, de modo que dan por hechos unos ingresos que tal vez tarden dé-

cadados en percibirse teniendo en cuenta todas las posibilidades.

Sin embargo, hay un sentido en el que la teoría keynesiana de los efectos adversos del déficit sobre la inversión resulta correcta. Los déficit vienen a aumentar los tipos de interés hasta límites que de otro modo no habrían alcanzado, pero los efectos negativos sobre la inversión sólo se producen cuando el desarrollo económico está cercano a su punto máximo. Ello se debe a que provocan un incremento a corto plazo en la demanda, directamente a través del aumento del gasto público e indirectamente a través del descenso de la imposición sobre los mercados de los productores internos. Como el déficit hace crecer la demanda a corto plazo, la oferta y la producción aumentarán siempre que la economía no esté cerca del punto de máxima capacidad: uno de los efectos indirectos de la mejora en la demanda y en los niveles de producción es el aumento del nivel de inversión. Así, aunque los tipos de interés sean más altos de lo que en otro caso lo serían, la inversión crecerá en tanto que las mayores ventas produzcan un efecto positivo sobre la inversión más fuerte que el negativo originado por los tipos de interés. Muy pocos ponen en duda la veracidad de esta afirmación, de modo que, a medida que la economía avanza hacia su punto de máxima capacidad, acompañada de un gasto basado en el déficit, la inversión probablemente alcanzará los niveles más altos. En el punto máximo ya no hay lugar para un volumen adicional de consumo e inversión públicos e inversión privada. Los posibles efectos negativos de los déficit altos sobre

el gasto de capital sólo pueden evaluarse cuando la capacidad de la economía se aproxime a sus límites, situación que pareció darse en Gran Bretaña en 1970, 1973 y 1979. En el cuadro n.º 5 presentamos algunos datos estadísticos sobre estos años.

El ahorro y la inversión se expresan en términos netos de apreciación de los valores. El endeudamiento público real es el «total neto de transacciones financieras» del sector público, que se distingue de las «necesidades de crédito del sector público» por las diferencias existentes entre los empréstitos necesarios y las acumulaciones reales. Los ajustes del Banco de Inglaterra proceden del BEQB, junio 1984, pág. 231.

La diferencia en favor del ahorro privado sobre la inversión debe equivaler al endeudamiento público más el superávit de la balanza de pagos por cuenta corriente, según la fórmula que establecimos en el epígrafe I; del cuadro n.º 5 se desprende que la discrepancia existente en tales años es inferior al 1 por 100 del PNB, de manera que se captan los órdenes de magnitud de los flujos más amplios. En valores monetarios corrientes, el sector privado experimentó un superávit de ahorro sobre inversión de un 1,2 por 100 del PNB en 1970, un 3,4 por 100 en 1973 y un 4,0 por 100 en 1979. En 1973 el gobierno experimentó también un superávit del 1,3 por 100 del PNB, esto es, adquirió más valores de los que vendió, lo que, sumado a la diferencia del ahorro sobre la inversión en el sector privado podría haber producido un superávit comercial por cuenta corriente del 2,5 por 100 del PNB: el superávit real fue del 1,6 por 100 del PNB. En

CUADRO N.º 5

AHORRO POR SECTORES Y ENDEUDAMIENTO PUBLICO EN GRAN BRETAÑA
(% del PNB)

AÑOS	AHORRO PRIVADO		INVERSION PRIVADA		Desequilibrio en favor de la inversión privada	Endeudamiento público real	Superávit comercial
	Familiar	Empresarial	Familiar	Empresarial			
1970	6,1	6,2	2,5	8,6	1,2	- 1,3	1,6
1973	7,8	9,7	4,1	10,0	3,4	3,7	- 1,3
1979	9,4	8,9	4,3	10,0	4,0	4,6	- 0,3

INFLACION CORREGIDA MEDIANTE EL METODO DEL BANCO DE INGLATERRA

1970	0,7	7,0	2,5	8,6	- 3,4	- 4,0	1,6
1973	1,7	10,8	4,1	10,0	- 2,6	- 1,6	- 1,3
1979	1,6	9,9	4,3	10,0	- 2,8	- 2,9	- 0,3

1973, el superávit del ahorro sobre la inversión fue del 3,4 por 100 del PNB, pero el gobierno vendió efectos hasta un 3,7 por 100 del PNB, por lo que sobre un déficit por cuenta corriente previsto del 0,3 por 100, el real alcanzó el 1,3 por 100. En 1979, el desequilibrio en favor del ahorro fue del 4,0 por 100 del PNB, el gobierno solicitó créditos por valor del 4,6 por 100 y el déficit por cuenta corriente fue de 0,3 por 100, sobre el 0,6 por 100 previsto. El mayor endeudamiento público de 1979 y 1973 respecto a 1970 no guardaba relación alguna con el menor nivel de inversión privada o empresarial, ya que éste supuso una fracción más alta de la renta nacional en ambos años que 1970. El deterioro del presupuesto fue asociado a los déficits de la balanza de pagos, cuando en 1970 se produjo un superávit por cuenta corriente, pero no cabe apreciar efecto adverso alguno sobre la inversión, aunque sea lógico pensar que los tipos de interés más altos de 1973 (3,7 puntos sobre los estadounidenses frente a los 2,3

puntos de 1970 y los 3,0 puntos de 1979) tuvieron que incidir de algún modo en la caída experimentada por la inversión en 1973 y 1974, teniendo en cuenta la ausencia del alto endeudamiento que produjo tipos de interés tan excepcionales.

Las estadísticas corregidas por el factor inflación reflejan un menor nivel de ahorro familiar debido a que se deducen las pérdidas de capital sufridas por el sector familiar como consecuencia de la inflación; a su vez, se añaden, como sucede en el cuadro n.º 2, las ganancias de capital del gobierno. Corregidas así las cifras, se advierte que la inversión privada supera al ahorro privado en aproximadamente un 3 por 100 del PNB cada año. En términos reales, el gobierno obtuvo un superávit, ya que la deuda real de la nación venía disminuyendo: el superávit alcanzó el 4 por 100 del PNB en 1970, cuando la balanza de pagos por cuenta corriente se encontraba asimismo en una situación de superávit, pero fue muy inferior en

1973 y 1979, años de déficit en la balanza de pagos. Teniendo en cuenta estas cifras corregidas, no cabe aducir la existencia de disuasión alguna, ya que el gobierno prestó en términos netos, y no fue nunca deudor neto. La estabilidad general que se advierte tras estos datos, con un nivel constante de ahorro familiar en el sector privado y un desequilibrio de la inversión privada sobre el ahorro, así como una serie de superávits públicos, se esconde detrás de la estabilidad de que disfrutó la inversión privada, si la consideramos como un porcentaje del PNB.

Si los datos corregidos por el factor inflación muestran que en ningún momento llegó el gobierno a ser deudor neto, ¿por qué se elevaron los tipos de interés en Gran Bretaña un 6 ó 7 por 100 por encima de los estadounidenses en 1974, 1975 y 1976? Tal vez los titulares internacionales de carteras de valores con más influencia prestaran mayor atención al endeudamiento nominal, que era muy

alto en este período, que al real, que era negativo. De ser así, el gobierno también debería instaurar políticas de control del endeudamiento nominal. El hecho de que la inflación deprecie la deuda no resulta demasiado atractivo para dichos titulares extranjeros, que en muchos casos pueden asustarse ante las expectativas de percibir un interés sobre la deuda de un país que se está endeudando fuertemente en términos nominales.

Con todo, resulta muy tranquilizador que en el caso de Gran Bretaña no haya pruebas de que el fuerte endeudamiento nominal de la década de los setenta guardara relación alguna con una disminución en la inversión privada.

V. CONCLUSION: JUSTIFICACION DE LA POLITICA FISCAL SEGUIDA EN GRAN BRETAÑA

Parece claro que los gobiernos británicos han logrado reducir la deuda nacional en relación a la renta nacional y evitar las presiones presupuestarias adversas sobre la balanza de pagos o el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria. También se ha logrado reducir los tipos de interés británicos varios puntos por debajo de los estadounidenses durante los dos últimos años. ¿Qué filosofía late bajo estas medidas y cuáles serán las consecuencias sobre el déficit presupuestario británico si esta política y otras semejantes siguen en vigor?

El principal objetivo del gobierno ha sido crear un entorno financiero estable, en cuyo seno las empresas del sector privado pudieran adoptar sus decisiones

de empleo e inversión. Se considera que son estas empresas las que determinan el ritmo de crecimiento del empleo y la producción en Gran Bretaña, y el gobierno parece decidido a establecer un entorno en el cual puedan obtener créditos a bajos tipos de interés y crecer sin que el endeudamiento público ejerza presiones adversas sobre los mercados financieros. El objetivo ha sido, pues, conseguir que la presión del déficit público sea absolutamente neutral.

Al mismo tiempo, se ha procurado reducir la inflación reduciendo, a su vez, el crecimiento de la oferta monetaria. Naturalmente, existen déficit concretos que influyen de modo neutral en los mercados financieros a cualquier ritmo de crecimiento monetario y, por ende, a cualquier tasa de inflación a largo plazo. Presentamos a continuación una breve exposición de las ideas que animan a los responsables de la economía británica.

Si el índice previsto de crecimiento real a medio plazo de la economía es de, por ejemplo, un 2,5 por 100 anual, el PNB nominal crecerá a un ritmo anual a medio plazo de un 12,5 por 100 si la inflación es del 10 por 100, a un 7,5 por 100 anual si la inflación es del 5 por 100 y a un 2,5 por 100 anual si la inflación es cero. La teoría inversionista sugiere, como primera aproximación al tema, que la deuda nacional produce un efecto neutral sobre los mercados financieros si su porcentaje con respecto al PNB permanece estable. Ello significa que un objetivo del 10 por 100 como tasa de inflación sería compatible con un ritmo de crecimiento de la deuda nacional nominal de un 12,5 por 100, un objetivo del 5

por 100 con un 7,5 por 100 y un objetivo de inflación cero con un crecimiento del 2,5 por 100. Dado que en la actualidad la deuda se acerca al 40 por 100 del PNB británico, un crecimiento de la misma de un 12,5 por 100 anual, que es lo permitido cuando la tasa de inflación es del 10 por 100, faculta al gobierno para endeudarse en razón de 40/100 veces 12,5 por 100 de la renta nacional, o sea, un 5 por 100 de la misma. De aquí que resulte aceptable un endeudamiento del 5 por 100 sólo en la medida en que se tolere el 10 por 100 de inflación. Sin embargo, el gobierno de Margaret Thatcher ha reducido la inflación a un 5 por 100 y, a esta tasa, el PNB ha venido creciendo a un 7,5 por 100 anual. Ello significa que el gobierno puede aumentar sólo 40/100 veces el 7,5 por 100 anual de la deuda nacional, lo que ha limitado la capacidad de endeudamiento del sector público a un 3 por 100 del PNB, coincidente con los objetivos del gobierno en este sentido en los últimos años. El gobierno de la señora Thatcher espera reducir a cero la inflación en los próximos años y, si logra este objetivo, el PNB nominal sólo crecerá un 2,5 por 100 anual. Por tanto, cuando se consigue una tasa de inflación cero, sólo puede aumentarse la deuda nacional nominal en un 2,5 por 100 anual, por lo que las necesidades de crédito del sector público han de reducirse a 40/100 veces el 2,5 por 100, lo que supone el 1 por 100 del PNB.

La estrategia del gobierno se ha basado pues en reducir gradualmente el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria del 15 por 100 existente en 1979, cuando Margaret Thatcher llegó

al poder y la tasa de inflación era de un 10 por 100, al ritmo actual del 10 por 100 y a un 2 o 3 por 100 en el futuro. Al mismo tiempo, el endeudamiento público se ha reducido del 5 ó 6 por 100 del PNB existente al llegar la señora Thatcher al poder al actual 3 por 100 de la renta nacional, y se espera llegar hasta un 1 por 100 de la misma.

Esta es, en términos generales, la filosofía que anima la política británica con respecto al déficit presupuestario seguida en los últimos años. Su objetivo es conseguir que los titulares de carteras de valores, británicos y extranjeros, posean porcentajes neutros de deuda pública británica, pues se cree que ello favorecerá a los tipos de interés e impedirá que el sector oficial se inmiscuya en las decisiones que el privado vaya a adoptar para consolidar una recuperación económica auténtica.

El éxito de esta política depende de que el sector privado británico consiga el nivel de inversión y crecimiento de la producción y del empleo que se juzga necesario. Margaret Thatcher describió en cierta ocasión su estrategia de forma muy gráfica, afirmando que su gobierno pondría el balón frente a la portería para los empresarios y trabajadores británicos, pues serían ellos y no el gobierno los que habrían de marcar goles. En Gran Bretaña se considera que poner estas oportunidades a disposición de la comunidad empresarial constituye el logro máximo que puede esperarse de la política presupuestaria del gobierno.

EXPERIENCIA BRITÁNICA Y POLÍTICAS DE AJUSTE A LA CRISIS

1

La estrategia de la política económica británica comporta la consecución de dos objetivos: a) Reducir la inflación mediante la actuación conjunta y coordinada de la política monetaria y la política fiscal. b) Mejorar el comportamiento de la oferta por la liberalización de los mercados de bienes y factores productivos.

El primer aspecto de la política económica se expresa a través de la definición de una estrategia financiera a plazo medio y descansa sobre la idea de que las políticas tradicionales de expansión presupuestaria (déficit público programado) han resultado inoperantes en el pasado reciente por su clara incidencia sobre la inflación y por llevar aparejados unos efectos expulsión de la actividad privada, materializados a través de la elevación de los tipos de interés y de las modificaciones del tipo de cambio. Evitar estas tentaciones expansivas de la política presupuestaria constituye un propósito fundamental de la estrategia financiera británica a plazo medio.

Esa estrategia se formula en términos de explicitar sus objetivos monetarios y presupuestarios a plazo medio con el fin de orientar las expectativas del público en su sentido favorable, al ofrecer un cuadro coherente de los propósitos y actuaciones de la política económica. La estrategia financiera a plazo medio tiene por objetivo final conseguir una reducción paulatina de las rentas nominales, con el fin de estabilizar el nivel de precios. Dos son los medios de que se vale esa estrategia a plazo medio: reducir paulatinamente la cantidad de dinero mediante actuaciones de la política monetaria y reducir las necesidades de financiación y endeudamiento del sector público por las medidas de política fiscal.

Tan importante como la estrategia a plazo medio de las políticas monetaria y presupuestaria es el componente de la política microeconómica tendente a facilitar el funcionamiento de los mercados, aumentar la competencia, reducir, en fin, la reglamentación de la economía, con el propósito de que la iniciativa privada pueda aumentar el crecimiento de la producción.

2

La distribución de los objetivos y papeles de medidas de política económica ha sido en el pasado equivocada, afirman los actuales directores de la política económica británica. En efecto, la política macroeconómica de regulación de la demanda mediante las medidas monetarias y presupuestarias trató de servir en el pasado a los objetivos de mayor empleo y producción, mientras que la política microeconómica, mediante la práctica de una política de rentas, trató, en vano, de servir a la lucha contra la inflación. Invertir estos objetivos y papeles de la política macro y microeconómica constituye el propósito básico de lo que el Canciller del Tesoro ha calificado como la «experiencia británica», puesta en marcha a partir de 1980. En sus propias palabras, esa experiencia «trata de ofrecer a los mercados una mayor libertad de funcionamiento, con el respeto previo y constante a una disciplina monetaria y financiera rigurosa que sea conocida del público, al que se le presente en un cuadro explícito de medidas que serán adoptadas y sostenidas a medio plazo. Ese nuevo enfoque confía en la política macroeconómica (políticas monetaria y presupuestaria) para reducir la inflación con el fin de ajustar a un perfil decreciente la marcha de las rentas nominales. La actuación microeconómica trata de crear las condiciones que favorezcan el aumento de la producción y el empleo». En conclusión, los instrumentos de la política económica británica son, pues, dos fundamentalmente: a) Definir un cuadro macroeconómico adecuado a plazo medio por una integración de las políticas presupuestaria y monetaria, y b) Medidas tendentes a favorecer el funcionamiento óptimo de los mercados de bienes, trabajo y capitales por medidas que afecten a la oferta mediante la reducción de la intervención y la propiedad públicas y la extensión de los mercados y el fomento de su mayor flexibilidad y eficacia.

3

¿Cuál es el balance que puede hacerse de esta experiencia? Tras algunos desajustes, provocados por el difícil cumplimiento de los programas de reducción del gasto público, tanto la expansión monetaria como las necesidades de financiación del sector público se han contenido. El crecimiento de la renta nominal ha evolucionado de manera satisfactoria, pasando de tasas del 20 por 100 en 1980 a tasas del 8 por 100 en 1984. La tasa de inflación se ha reducido desde el 20 por 100 en 1980 al 5 por 100 en 1984. Entre tanto se ha recuperado la actividad económica, registrando tasas de crecimiento del 3 por 100 en 1983 y 2,4 por 100 en 1984. Del lado del pasivo, cuatro partidas deben destacarse: a) las remuneraciones medias han continuado aumentando a un ritmo anual del 8 por 100 en 1984, pese a la existencia de un mercado de trabajo deprimido y una baja de precios de 3 a 4 puntos; b) la recuperación de la economía no ha logrado contener al crecimiento del desempleo, que sobrepasa los 3 millones (12 por 100 de la población activa) en 1984; el empleo total acusa una baja de 1,4 millones (5,5 por 100) con relación a su nivel de 1979; c) la rentabilidad de las empresas es aún débil, pese a su saneamiento y mejora recientes, y d) los tipos de interés han permanecido elevados.

El comportamiento inadecuado de los mercados de trabajo ha llevado a acentuar la importancia de las medidas de política económica de oferta. Se comprueba así la limitación de las políticas de ajuste global y la necesidad de las políticas de ajuste positivo, para superar las situaciones de crisis, que se registra en todos los países occidentales. Las medidas adoptadas a este respecto por la política económica británica han sido numerosas, y la mayoría de ellas recientes y con efectos a medio plazo, lo que impide juzgar su eficacia: liberalización de los mercados y defensa de la competencia, privatización de numerosas empresas públicas, corrección de las rigideces del mercado de trabajo, medidas fiscales tendentes al aumento del empleo y la productividad. Se ha afirmado que «serían necesarias dos legislaturas» para registrar sus efectos. Sin embargo, es innegable que el proceso de estabilización ha chocado con una rigidez de precios, salarios y costes excesiva, lo que se ha acusado en las cifras de desempleo, que amenazan —si esas rigideces no se corrigen— con hacer duradera esa situación de paro creciente y de larga duración. Obviamente, las medidas macroeconómicas no pueden por sí mismas realizar una contribución importante a la reducción del paro. De ahí que las medidas tendentes a flexibilizar la oferta y los mercados sean esenciales, en especial las que afectan al mercado de trabajo. Todas esas medidas requieren una variación del comportamiento de los agentes económicos para que sean eficaces. Y ese cambio de comportamientos, que contraría costumbres adquiridas, comporta tiempo.