

DEFICIT PUBLICO Y CRECIMIENTO DE LA DEUDA (*)

Dominique STRAUSS-KAHN

El rápido crecimiento de la deuda pública interior en la mayoría de los países industrializados desde principios de los años setenta obliga a interrogarse tanto sobre los riesgos de esa situación como sobre las ventajas reales que entraña la persistencia del déficit público que ha dado lugar al crecimiento de la deuda.

Los gráficos 1 y 2 muestran que existen casos de descenso del *ratio* deuda pública/PIB (como en el Reino Unido, aunque en niveles muy elevados, ciertamente), y si bien hay algunos países que han mantenido un nivel casi constante (Estados Unidos y Francia), en la mayoría de los casos la deuda bruta se ha multiplicado por dos y la neta ha aumentado aún en mayor proporción.

En este trabajo se intenta recordar, en la primera parte, que ya la propia medición de los déficits públicos constituye un ejercicio delicado que, en ocasiones, conduce a resultados imprevistos.

En la segunda parte se examinan las consecuencias de los déficits públicos que suelen mencionarse tradicionalmente al tratar de hacer una distinción, en el caso de Francia, entre los riesgos auténticos y los que no lo son.

I. PROBLEMAS DE DEFINICION Y DE MEDIDA

Según cual sea el concepto utilizado, las estimaciones del déficit presupuestario y de la deuda pública pueden ser muy variables. En el transcurso de estos últimos años, se ha prestado renovado interés a estas cuestiones y han aparecido importantes trabajos en los que se ha tratado de precisar las definiciones y de proponer estimaciones.

En el caso de la deuda, se han hecho dos observaciones [véase especialmente Seater (1981), Boskin (1982), Penner (1982), Cox e Hirschhorn (1983), Eisner y Pieper (1983)].

La primera de ellas es que no se puede considerar del mismo modo una deuda que haya servido para financiar gastos de funcionamiento que otra utilizada para gastos de capital, trátense de inversiones directas del Estado o de subvenciones a la inversión. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que la definición misma de lo que es un gasto de capital exige una cierta dosis de arbitrariedad. Así, el conjunto de los gastos hechos por el Estado para aumentar el *stock* de capital humano (educación, investigación...) puede considerarse una inversión [en el mismo sentido, véase Quaden (1982)].

La segunda observación estriba en que en la mayoría de los casos no se tiene en cuenta la inflación para la estimación del

valor de la deuda, cuando, en realidad, reduce su valor. Como la mayor parte de la deuda suele emitirse a un tipo de interés fijo, los pagos por intereses no compensan la reducción del valor del principal.

Así, las correcciones introducidas por Eisner y Pieper (1983) hacen pasar la deuda pública bruta de Estados Unidos en 1980 de 930.000 millones de dólares a una estimación de 447.000 millones. Estos cálculos ponen de manifiesto que, en la mayoría de los países, el endeudamiento sigue una trayectoria secular descendente, que contrasta con esa opinión tan común de que los Estados se hallan cada vez más endeudados.

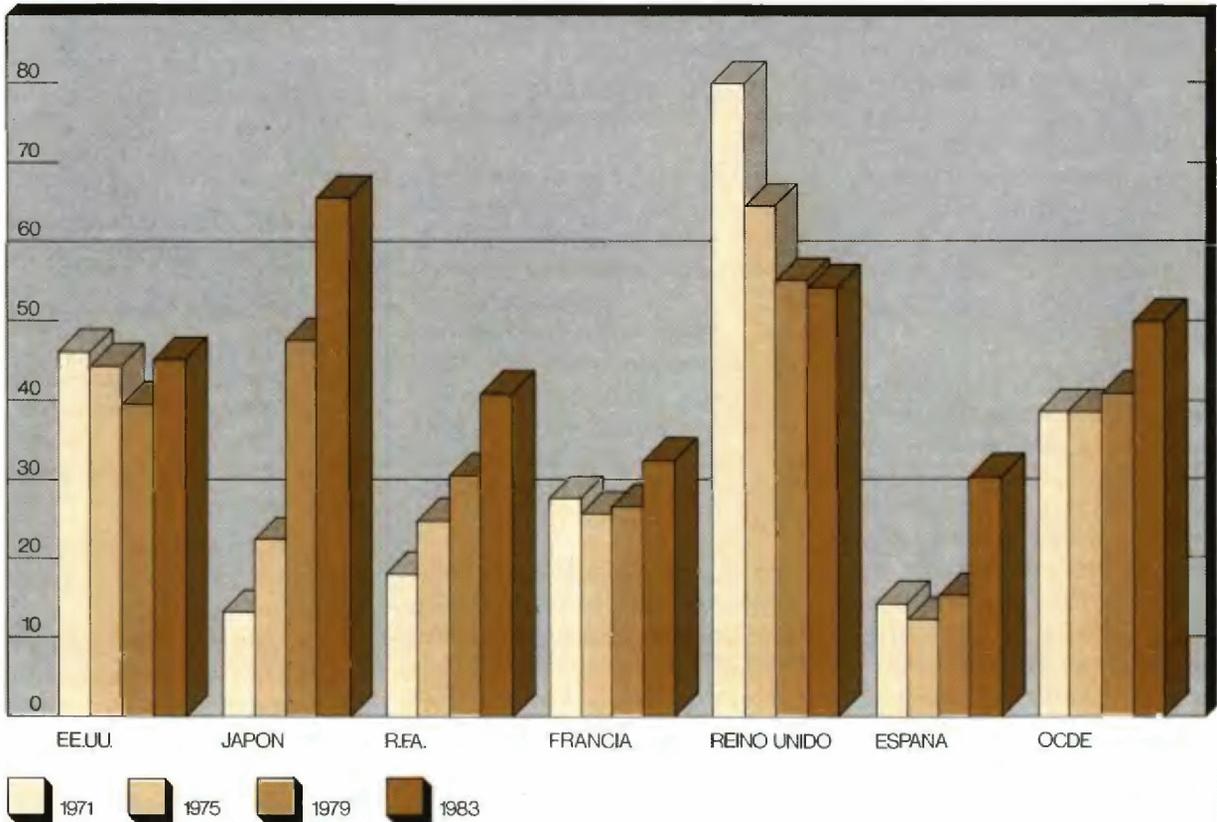
También es posible calcular, como lo hace la OCDE [véase Muller y Price (1984)], un déficit presupuestario deflactado. Esta deflacción se debe a la baja del valor real de la deuda pública equivalente a la pérdida de capital que sufren los tenedores de títulos públicos (gráfico 3); esta medición del déficit presupuestario es coherente con el volumen de la deuda pública en circulación, que se reduce en términos reales.

No obstante, hay que hacer notar que el tributo que la inflación se cobra sobre las economías familiares dependerá también de los intereses que éstas perciban. La reducción del capital debida a la inflación es, en realidad, igual a la cuantía de la deflacción menos los intereses netos abonados. Así, da lo mismo decir que la reducción del capital debida a la inflación es positiva que afirmar que el tipo de interés real es negativo.

La cuestión de si para medir

GRAFICO 1
DEUDA BRUTA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS/PIB

Porcentaje



Fuente: OCDE.

los efectos del déficit presupuestario sobre la demanda hay que tener o no en cuenta la inflación (utilizar un saldo deflactado en vez de otro no deflactado) no es otra cosa, en definitiva, que el problema clásico de la influencia de la riqueza real sobre el comportamiento de consumo de las familias. En la medida en que la mayoría de estudios empíricos tiendan a consagrar la hipótesis de la influencia significativa de la riqueza real sobre los comportamientos, la utilización del saldo deflactado parece la preferible.

Sin embargo, antes de proceder a una deflación debe abordarse otra cuestión, tal como se propugna en los trabajos elaborados por la OCDE. En efecto, el déficit presupuestario efectivo, tal como se mide cada año (gráfico 4) no constituye necesariamente un buen indicador, pues en él influye la fase del ciclo. Será más débil (por no decir nulo) en la cresta del ciclo y más fuerte en la depresión del mismo, lo cual se debe fundamentalmente a que los ingresos fiscales aumentan cuando la producción crece, al tiempo

que disminuyen ciertos gastos de transferencias (desempleo). Así puede estimarse, con arreglo a un método ya tradicional, la existencia de un déficit presupuestario estructural (o un excedente) que se corresponde con la situación del pico coyuntural. Y, a la inversa, la fracción del déficit que se debe a los estabilizadores automáticos se reduce a medida que nos acercamos a la cresta del ciclo, es decir, a medida que el PIB efectivo tiende hacia el PIB potencial.

El déficit estructural (gráfico 5) está a salvo de toda influencia coyuntural y presenta dos ventajas esenciales. Ante todo, el déficit presupuestario-estructural aparece como un mejor indicador de la acción deliberada del Estado. El déficit es aquí una causa de la evolución de la economía y no ya una consecuencia. Por lo demás, tomar en consideración el

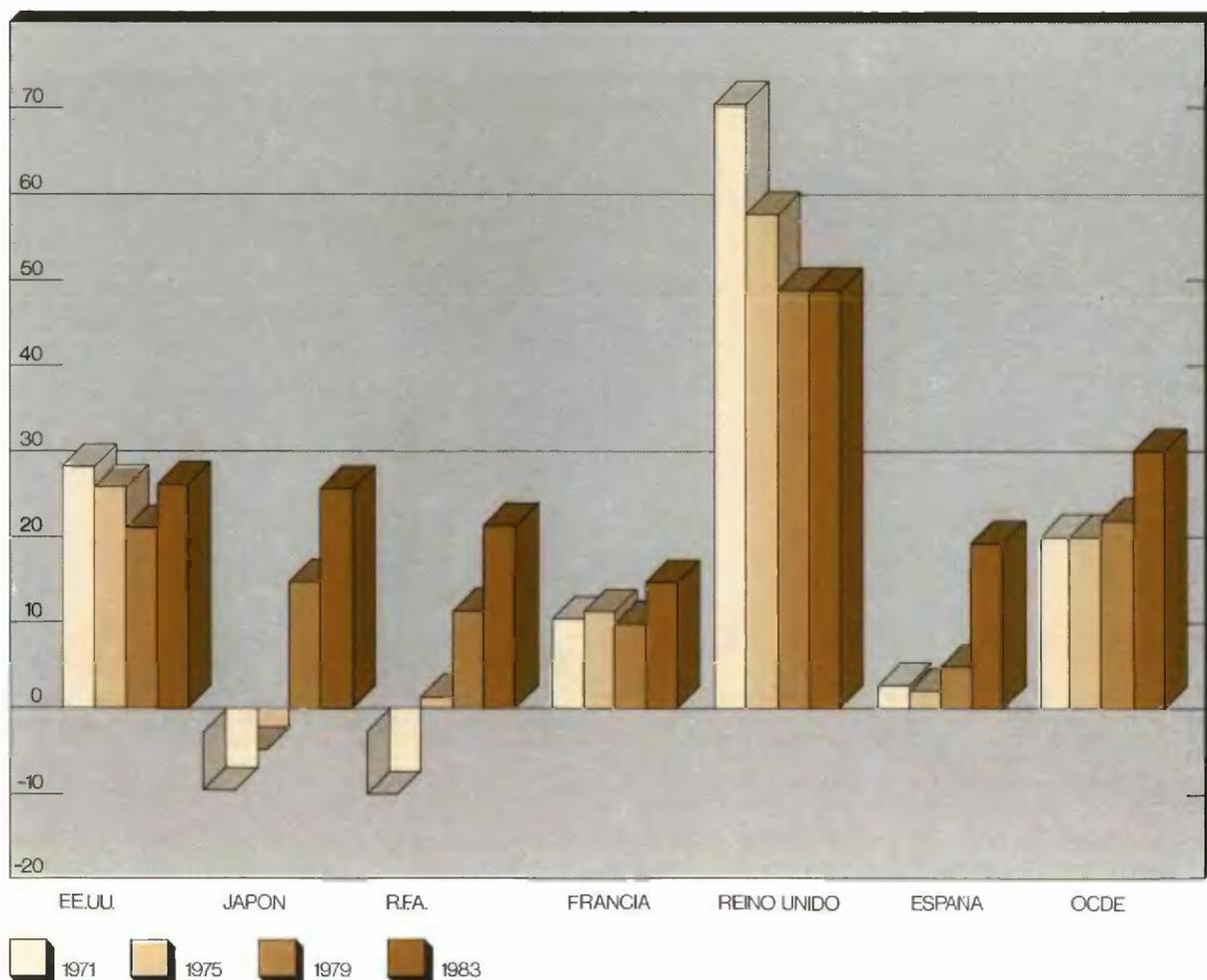
déficit estructural permite evitar los efectos nefastos que tendría cualquier tentativa de mantener un presupuesto equilibrado durante todo el ciclo, sin tener en cuenta lo que se desprende de las influencias coyunturales y lo que apuntan las tendencias estructurales pesadas.

Ahora bien, ese déficit presupuestario estructural debe de-

flactarse también. Pero antes de proceder a esta corrección conviene señalar, con Muller y Price (1984), que para obtener «mediciones del saldo presupuestario estructural coherentes con el aumento secular (ajustado a las variaciones cíclicas) de la deuda pública es necesario definir un nivel de producción potencial, no en cuanto producción en el pico del ciclo econó-

GRAFICO 2
DEUDA NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS/PIB

Porcentaje



Fuente: OCDE.

mico, sino como nivel medio durante todo el mismo». Se obtienen entonces, una vez hechas las correcciones oportunas, los resultados del gráfico 6.

Estos gráficos reclaman ahora algunos comentarios:

- Los saldos presupuestarios efectivos del gráfico 4 varían mucho de un país a otro, e incluso de un año a otro. Hay que señalar, no obstante, que son especialmente elevados en Japón, la RFA y el Reino Unido, sin ha-

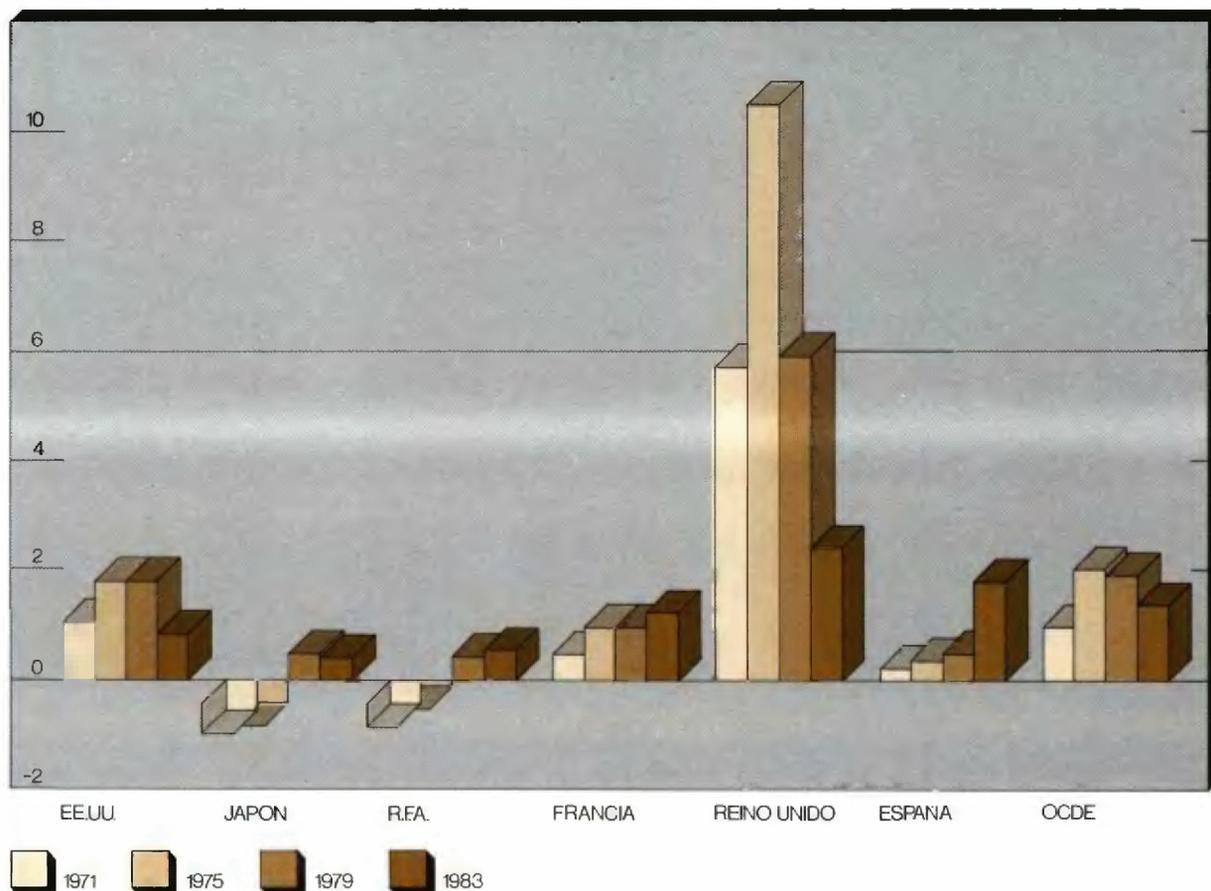
blar, por supuesto, de Estados Unidos. Francia presenta un déficit presupuestario moderado, más bien inferior al de la media de los países de la OCDE.

- En el caso de los saldos estructurales del gráfico 5, se observa que varios países (Japón, RFA y Reino Unido, especialmente) manifiestan déficit estructurales importantes a mediados y finales de los años setenta, mostrando así que el presupuesto se utilizó deliberadamen-

te para compensar el descenso de la demanda ocasionado por la subida de los precios del petróleo. Pero no ha sucedido lo mismo en Francia ni en España, donde el déficit estructural se ha mantenido a niveles muy bajos. La diferencia entre el saldo efectivo y el saldo estructural constituye el efecto debido a los estabilizadores automáticos. Los trabajos de Chouraqui y Price (1983) muestran perfectamente el efecto sistemáticamente expansionista de estos estabiliza-

**GRAFICO 3
AJUSTE POR INFLACION/PIB**

Porcentaje



Fuente: OCDE.

dores, efecto que parece bastante fuerte en Francia, y que manifiesta la influencia restrictiva de las medidas discrecionales. En su conjunto, las haciendas públicas parecen haber sido en Francia menos activas que en otros países.

- En definitiva, el gráfico 6 permite emitir un juicio más matizado de lo que permitiría pensar la lectura de los saldos efectivos del gráfico 4. Tres son las situaciones que se ponen de relieve: la primera corresponde al caso del Reino Unido (al que podrían agregarse los de Australia y Noruega). El saldo presupuestario estructural a mediados del ciclo, ajustado a la inflación, es ampliamente positivo, al menos al inicio del periodo. Esta situación contrasta fuertemente con la del gráfico 4, y revela una situación de desequilibrio estructural.

La segunda situación es la de Estados Unidos y Francia (también se podría incluir a Austria en esta categoría). Los saldos del gráfico 6 son ligeramente negativos, en ocasiones alternos. El efecto del déficit estructural deflactado es prácticamente nulo.

El tercer grupo comprende Japón, RFA y, en cierta medida, España (pero también Canadá, Holanda, Suecia, Dinamarca e Irlanda). En estos países, el déficit presupuestario parece haber sido utilizado para sostener de manera sensible la demanda. Así, de lo anterior se desprende que no son siempre los países a los que se acusa de la mayor «laxitud» presupuestaria los que en realidad ponen en práctica de modo deliberado déficit importantes.

Se puede pensar que al limitarse el «déficit estructural ajus-

tado» en Francia a unos niveles muy bajos en el transcurso de los años setenta ha contribuido a que este país tuviera que renunciar durante dicho período a las elevadas tasas de crecimiento que caracterizaron en el pasado a la economía francesa. Así, por ejemplo, de 1961 a 1975, el crecimiento francés fue del orden del 5,1 por 100 en promedio anual, mientras que el de la RFA oscilaba en torno al 3,8 por 100. De 1976 a 1980, por el contrario, la situación se invirtió: el 3,3 por 100 de media anual en Francia frente al 3,6 por 100 en la RFA. El examen de los resultados detallados de la OCDE sobre el carácter expansivo o, por el contrario, recesivo de las haciendas públicas alemana y francesa muestra, como se ha indicado más arriba, que, durante los años setenta, el déficit público careció casi por completo de importancia en Francia, mientras que los saldos alemanes manifiestan una situación muy «degradada».

II. CONSECUENCIAS DEL CRECIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA

El efecto positivo del déficit presupuestario para el sostenimiento de la demanda no puede estudiarse dejando a un lado el resto de la política económica aplicada. La *policy mix* que han practicado la mayoría de los países desde hace una decena de años se basa, en diversos grados, en la mezcla de una política presupuestaria expansionista destinada a sostener la demanda y de una política monetaria restrictiva para luchar contra la inflación. No obstan-

te, entre estas dos políticas pueden surgir contradicciones que, en última instancia, desembocan en situaciones muy desequilibradas. Para tratar de distinguir entre los distintos problemas, se abordarán sucesivamente cuatro puntos. El primero se refiere a la eficacia del gasto presupuestario, el segundo a la relación entre déficit presupuestario e inflación, el tercero a la influencia del déficit sobre el crecimiento y el último al efecto del déficit presupuestario sobre la tasa de ahorro.

Eficacia del gasto presupuestario

El crecimiento de la deuda pública generada por déficit repetidos plantea un primer problema, ligado a la estructura del presupuesto. En efecto, este crecimiento de la deuda es la causa del constante crecimiento de los pagos por intereses (véase gráfico 7). Estos intereses, medidos en porcentaje del PIB, han aumentado más del doble en el conjunto de la OCDE entre 1971 y 1983, habiéndose multiplicado por 8 en el Japón y por 3 en la RFA.

De ello deben extraerse dos consecuencias. La primera es que la participación cada vez mayor del servicio de la deuda en los gastos del Estado limita en igual medida los demás gastos, mientras permanecen invariables los ingresos fiscales y el déficit presupuestario. Por tanto, se pone en tela de juicio la eficacia del gasto público, a menos que se acepte un déficit creciente que originará, por sí mismo, intereses más elevados. Este fenómeno acumulativo que, evidentemente, es tanto más difícil de controlar cuanto más elevados sean los tipos

GRAFICO 4
SALDO PRESUPUESTARIO EFECTIVO
DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS/PIB

Porcentaje



Fuente: OCDE.

de interés (especialmente en razón de la política monetaria restrictiva), constituye uno de los peligros más graves del crecimiento de la deuda. En efecto, resulta fácil imaginar un momento en que, ante la imposibilidad política de elevar los impuestos y de reducir los gastos, los gobiernos no tendrán otra alternativa que aceptar el aumento de la inflación para beneficiarse con la desvaloriza-

ción de la deuda [véase Larosiere (1984)].

La segunda observación hace referencia a la equidad. Con frecuencia se ha resaltado que la elevación de los tipos reales de interés desde hace varios años constituía un desquite histórico de los prestamistas sobre los prestatarios. No obstante, si bien al prestatario le es posible aceptar unos tipos deudo-

res elevados en función de sus propias expectativas de beneficios, la situación no es exactamente la misma en el caso de los empréstitos públicos. En efecto, en este caso, será sobre el contribuyente como «prestatario forzoso», sobre quien recaiga el servicio de los intereses de la deuda, con lo que el crecimiento de ésta acarreará una importante redistribución «la inversa».

Relaciones entre déficit presupuestario e inflación

El análisis de las relaciones entre déficit presupuestario e inflación es delicado. Con frecuencia se sostiene que, por su propia naturaleza, el déficit público será siempre inflacionista.

Dos son las razones que se aducen al respecto:

- al activar la demanda, el déficit presionaría sobre unas capacidades de producción insuficientes, produciéndose entonces una subida de precios como consecuencia de la nueva tensión sobre los mercados;

- como el déficit público se financia con frecuencia, al menos en parte, mediante la creación monetaria, sería la causa de una inyección fiduciaria que tendría consecuencias nefastas sobre los precios; en caso de que el déficit se financie principalmente mediante empréstitos, este último efecto no se producirá (o lo hará en muy escasa medida), pero la expulsión de las empresas privadas del mercado de capitales acabará por producir efectos análogos mediante la subida de los tipos de interés.

Este razonamiento, por su carácter global, merece sin duda matizaciones. Antes que nada, la respuesta a la cuestión de saber si la demanda suplementaria es causa o no de presiones inflacionistas dependerá en gran medida del aparato productivo al que se dirija esa demanda. En cierta medida, al asegurar un nivel mínimo de demanda y regularizarla, el déficit público puede ser incluso antiinflacionista al permitir a las empresas repartir sus costes fijos entre una mayor producción. A medio pla-

zo, todo dependerá del efecto del déficit público sobre la reestructuración de la oferta. Si este déficit se debe a importantes gastos de intervención que faciliten la introducción de nuevas tecnologías o que reorganicen la producción en un sector concreto, puede tener a medio plazo efectos muy positivos sobre las capacidades de producción y sobre los costes y, al hacerlo así, contribuye a luchar contra las tensiones inflacionistas.

En cuanto al carácter más o menos inflacionista del déficit público según su modo de financiación, dependerá en gran medida del funcionamiento del sistema financiero del país en cuestión y del método de regulación monetaria que se aplique. En efecto, según el método de financiación y de regulación monetaria (interdependencia más o menos activa de las contrapartidas de la masa monetaria), el déficit público permitirá una oferta de crédito más fuerte o más débil que amplificará o contrarrestará el efecto expansionista del alza del gasto público, pero sin que ello implique nada *a priori* sobre el reparto volumen/precio del aumento de la demanda. Así, la financiación monetaria repercutirá con más fuerza sobre la actividad que la financiación de ese mismo déficit mediante deuda, pero el *ratio* aumento de la actividad/efecto inflacionista podrá ser prácticamente el mismo [véase Sterdyniak (1982) y (1983)].

Todo dependerá del tipo de sistemas de cambio que se siga. En caso de cambio fijo, se puede pensar que la financiación monetaria es menos inflacionista que la financiación mediante deuda, porque permite

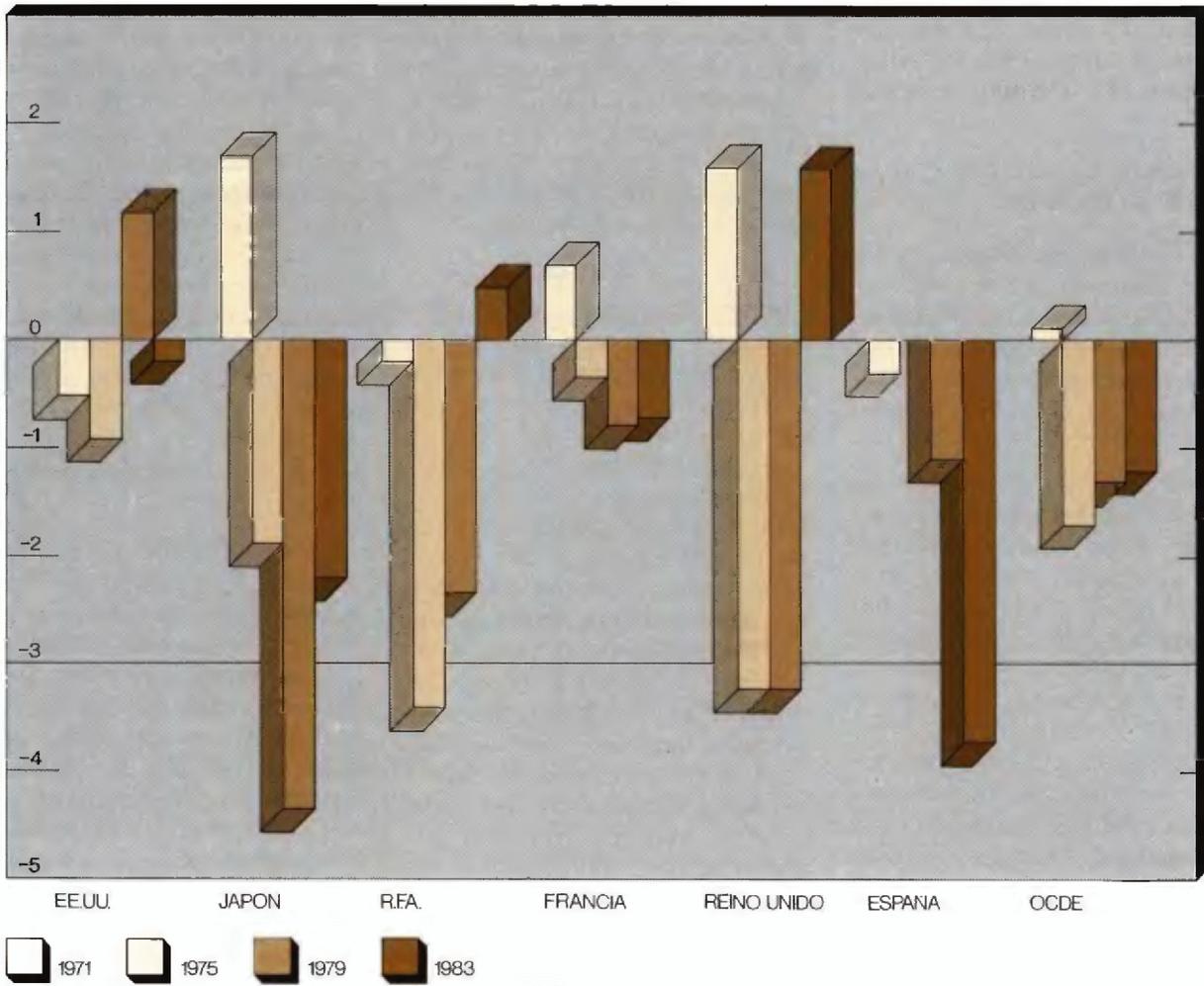
mantener tipos de interés más reducidos. También, a corto plazo, la financiación monetaria da lugar a una disminución de las cargas financieras de las empresas. A la inversa, con unos cambios flexibles, la financiación mediante deuda puede ser menos inflacionista que la financiación monetaria. Efectivamente, con los cambios flexibles, la paridad será una función decreciente de la tasa de inflación y creciente de los tipos de interés. Así, el tipo de cambio será tanto más reducido cuanto más bajo sea el tipo de interés. Ahora bien, un análisis empírico demuestra que el efecto de la degradación de la paridad sobre los precios es superior al de la variación de los tipos de interés.

La observación de la evolución de la cantidad de dinero apenas sirve de indicador para juzgar la influencia de los diferentes métodos de financiación sobre la oferta de crédito, especialmente cuando, como en el caso de Francia, la regulación monetaria se basa en un control cuantitativo. Además, la importancia de las innovaciones financieras surgidas durante los últimos años hace cada vez más delicada la distinción entre activos monetarios y activos no monetarios.

Por último, conviene indicar que, en un estudio del FMI del año 1982, se ponía de relieve la ausencia de relación, en la mayoría de los países, entre el crecimiento del déficit público y la inflación, y, cuando aparecía alguna relación significativa, las más de las veces era como fruto de la causalidad inversa.

GRAFICO 5
SALDO PRESUPUESTARIO ESTRUCTURAL
DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS/PIB

Porcentaje



Fuente: OCDE.

Influencia del déficit sobre el crecimiento

Se han formulado dudas sobre la eficacia que puede tener un déficit presupuestario como apoyo de la demanda, en razón de los distintos efectos de expulsión que pueden surgir. El razonamiento básico es el siguiente: si las inversiones o el

consumo privados que habrían existido sin el déficit disminuyen en razón de ese déficit, en tal caso nada garantiza que la demanda global vaya a aumentar, e incluso en casos límites puede disminuir. Aquí nos interesaremos por los efectos de expulsión financiera y, muy especialmente, a la que se refiere el arbitraje moneda/título.

El aumento de suscripciones de deuda del Estado, destinada a financiar el déficit presupuestario sin creación monetaria, puede provenir de una disminución de la demanda privada de títulos; en este caso se produce efectivamente un fenómeno de expulsión del gasto privado por el gasto público. Pero estas suscripciones pueden provenir tam-

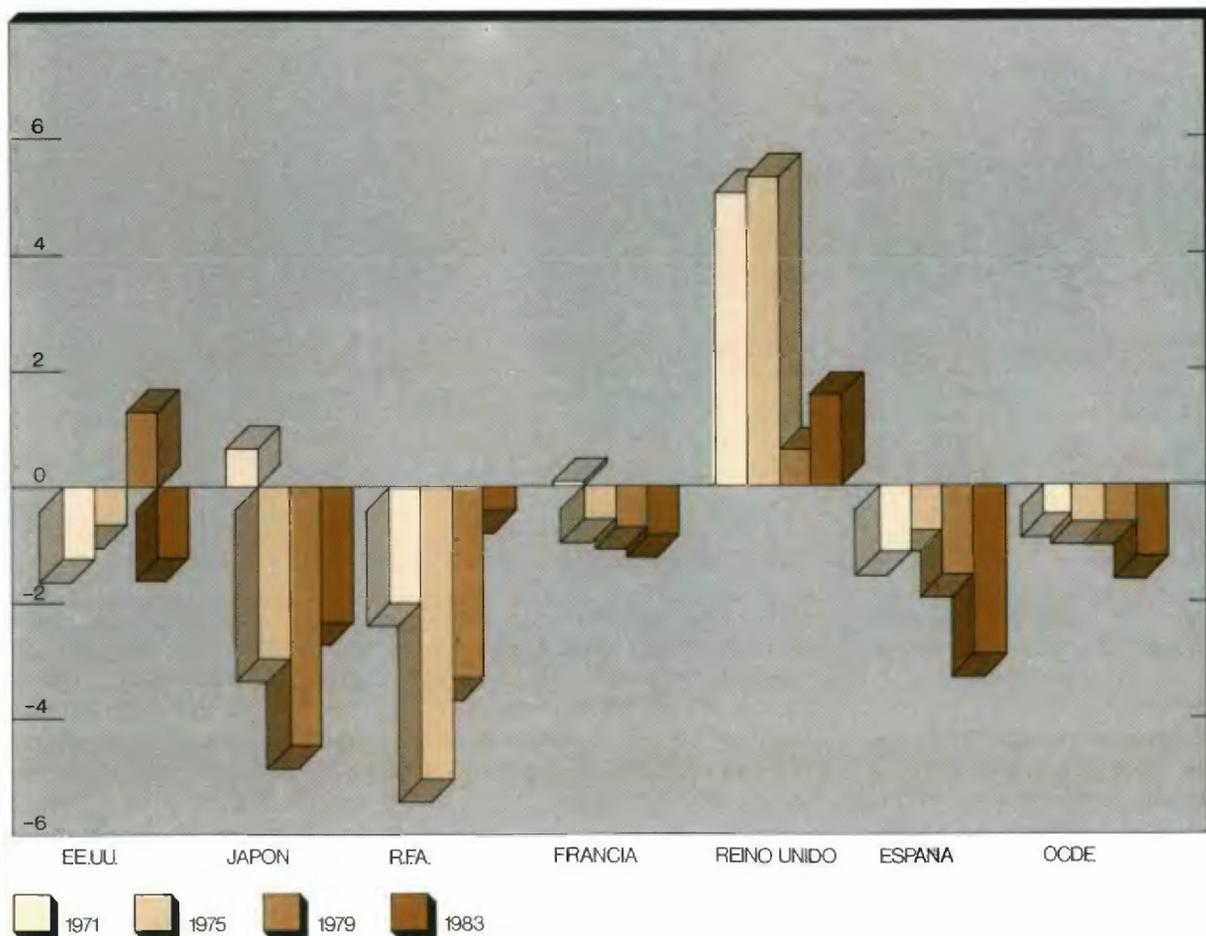
bién de una disminución del efectivo líquido en poder de los agentes. En tal caso, no habrá expulsión si, a pesar de la reducción de liquidez, la demanda privada permanece invariable, lo cual dependerá a la vez de la elasticidad de la demanda de dinero al tipo de interés y de la elasticidad de la demanda privada (consumo e inversión) en tipo de interés. Si la primera elasticidad es fuerte y la segun-

da débil, la expulsión será mínima. La experiencia francesa de estos últimos años va más bien en esta dirección, aunque resulta muy difícil estimar estas elasticidades de modo estable. Como consecuencia de la elevación de los tipos de interés, ligada a la vez a la coyuntura internacional, a la voluntad de desarrollar el mercado financiero francés y a la presión ejercida por el volumen creciente

de deuda pública, importantes cantidades de ahorro se han desplazado del efectivo líquido hacia los títulos a largo plazo, evidenciando así una elasticidad bastante acusada. A la inversa, la influencia de pequeñas variaciones en los tipos de interés sobre la decisión inversora parece prácticamente nula. Por ello, se puede pensar que no se ha producido prácticamente fenómeno de expulsión

GRAFICO 6
SALDO PRESUPUESTARIO ESTRUCTURAL
DEFLACTADO A MITAD DEL CICLO/PIB

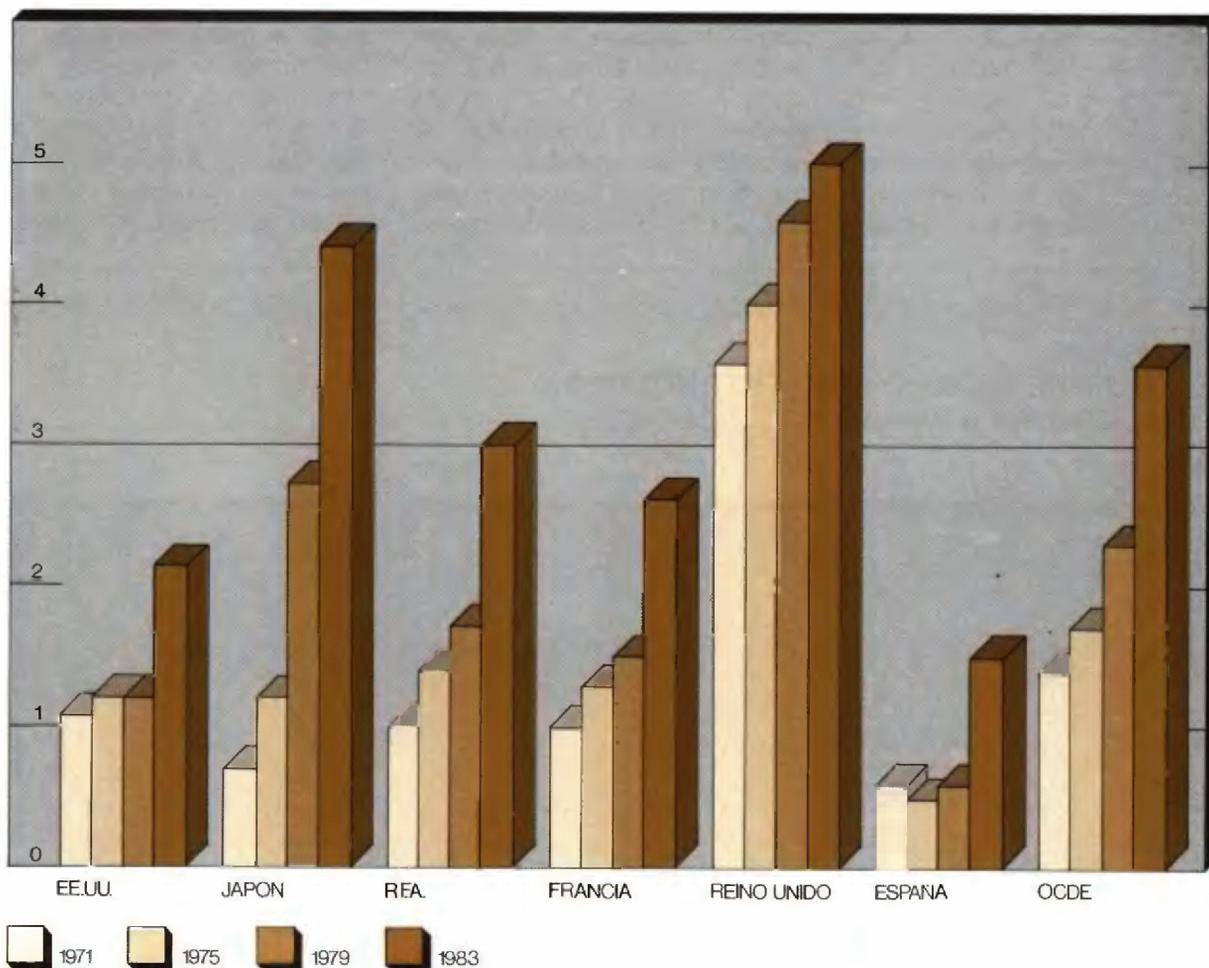
Porcentaje



Fuente: OCDE.

GRAFICO 7 INTERESES PAGADOS POR LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS/PIB

Porcentaje



Fuente: OCDE.

alguno en Francia en el transcurso de los últimos años.

Por lo que respecta a la expulsión ligada a un efecto de cartera, que se debería a una excesiva proporción de títulos públicos en los activos de los tenedores, y que conduciría a una necesaria elevación de los tipos de interés para poder continuar colocando títulos públicos, es, por su propia naturaleza,

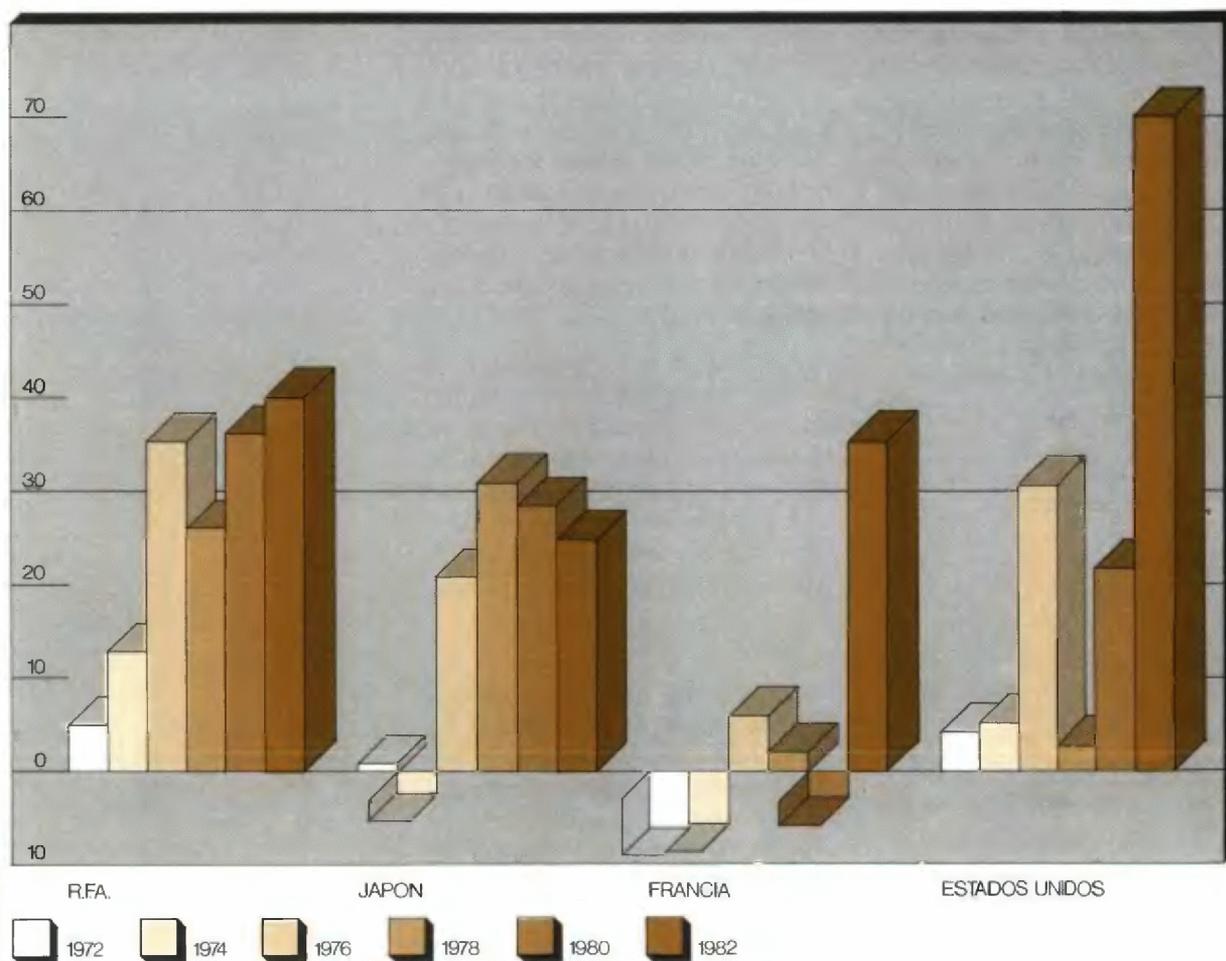
muy difícil de evaluar. No obstante, no parece que en Francia los prestamistas consideren hoy día que sea excesiva la porción del mercado financiero acaparada por el Estado.

Ahora bien, podría manifestarse otra forma de expulsión. En efecto, en un país en el que la demanda de crédito está racionada, la expulsión puede aparecer por otras vías distintas a

la elevación de los tipos de interés. La disminución del efectivo líquido se ha producido en Francia especialmente mediante la disminución de los depósitos en cartillas de ahorro y cuentas de ahorro-vivienda. En la medida en que estos depósitos, por un lado, dan derecho a un préstamo inmobiliario y, por otro, sirven para refinanciar el mercado hipotecario, la transferencia de volúmenes importantes

GRAFICO 8
DEFICIT PUBLICO/AHORRO PRIVADO NETO

Porcentaje



Fuente: OCDE.

hacia el mercado financiero puede limitar las masas susceptibles de inversión en el sector vivienda, incluso en el caso de que la demanda continúe siendo fuerte, es decir, incluso si las tasas de rendimiento previstas en este mercado siguen siendo elevadas. La existencia de numerosos «circuitos» en sustitución de los «mercados» induce una «expulsión institucional» cuya magnitud es, sin

embargo, muy difícil de evaluar.

Efecto del déficit presupuestario sobre la tasa de ahorro

Una última cuestión hace referencia al efecto del déficit presupuestario sobre el ahorro nacional. En efecto, como muestra el gráfico 8, la relación entre

el déficit público y el ahorro privado neto tiene más bien tendencia a acrecentarse. Desde hace varios años se asiste en la literatura económica a un retorno de la hipótesis de racionalidad de los agentes y, muy especialmente, de las familias. Según esta hipótesis (1), y en el caso de la deuda pública, las familias prevén la ulterior elevación de los impuestos que será necesaria para reembolsar la deu-

da, y en consecuencia limitan su consumo a fin de constituir el ahorro necesario que les permita pagar los futuros impuestos. En estas condiciones, resulta imposible modificar los equilibrios macroeconómicos por medio del déficit presupuestario. Se sabe que esta proposición, rehabilitada por Barro (1974), se fundamenta en una serie de hipótesis que, al menos, son muy forzadas: aparte de la capacidad atribuida a las familias de hacer previsiones exactas, es necesario que el mercado de capitales sea perfecto y que las transferencias intergeneracionales permitan convertir en infinito el horizonte de los agentes. Una crítica teórica y unas estimaciones empíricas de estos distintos puntos, en el caso de Francia, pueden encontrarse en Kessler, Masson y Strauss-Kahn (1979) a propósito del debate sobre la relación entre el ahorro y el sistema de seguridad social.

En Strauss-Kahn (1983) se propone una serie de nuevas estimaciones que explicitan la deuda pública utilizando el modelo de Kochin o bien el de Buiter y Tobin. El modelo de Kochin ha sido uno de los primeros en utilizarse. Para Estados Unidos, las estimaciones obtenidas parecen indicar que un déficit de 100 dólares implica una reducción de 11 dólares en el consumo. Habría en ello, por tanto, una anticipación parcial de los futuros impuestos. Sobre datos trimestrales franceses, los resultados son significativamente distintos. En efecto, la variable que representa el déficit presupuestario no es nunca significativa, y la variación de la base monetaria presenta un signo negativo.

Por lo que respecta a los modelos de Buiter y Tobin, se ba-

san en la comparación de una ecuación en la que figuran separadamente la renta, la presión fiscal y el déficit presupuestario, con otra que se limita a una sola variable: renta - impuestos + gasto público. Los resultados norteamericanos, franceses y belgas son aquí convergentes, no siendo significativo el coeficiente asociado al endeudamiento, por lo que puede llegarse a la conclusión de que el recurso a la deuda no tiene las mismas consecuencias que el impuesto sobre el ahorro.

A pesar de la tosquedad de la prueba empleada, los resultados en Francia conducen a rechazar la hipótesis de la equivalencia. Koskela y Viren (1983) aportan una conclusión análoga en relación con 9 países de la OCDE estudiados entre 1964 y 1979.

* * *

La presente nota recuerda que la apreciación de los efectos de los déficit presupuestarios sobre la demanda es menos inmediata de lo que frecuentemente se afirma. Gracias a los trabajos llevados a cabo por la OCDE, se puede comprobar que algunos países, lejos de estar en déficit, presentan sobreequilibrios estructurales.

Por lo demás, en la segunda parte se ha tratado de mostrar que los riesgos tradicionales asociados a los déficit públicos (expulsión, efecto sobre el ahorro, inflación) no parecen ser los más importantes en el caso de Francia. Es más el efecto acumulativo ligado al servicio de la deuda y la disminución de los márgenes de maniobra que se desprende del mismo, lo que aparece como preocupante.

NOTAS

(*) Traducido por Diorki Traductores.

(1) Para una bibliografía sobre el tema, véase BUITER y TOBIN (1983), y HOLCOMBE, JACKSON y ZARDKOHI (1981).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- BARRO, R. J. (1974), «Are Government Bonds Net Wealth?», *Journal of Political Economy*, 1974, 6, págs. 1095-1117.
- BOSKIN, M. J. (1982), «Federal Government Deficits: some Myths and Realities», *American Economic Review*, mayo 1982, 72, págs. 296-303.
- BUIER, W., y TOBIN, J. (1979), «Debt Neutrality: a Brief Review of Doctrine and Evidence», en *Social Security Versus Private Saving*, G. Von Furstenberg Ed., Ballinger Publishing Co., 1977, páginas 39-63.
- CHOURAQUI, J. C., y PRICE, R. (1983), «Les déficits du secteur public: problèmes et implications en matière de politique économique», OCDE, *Etudes Spéciales*, junio 1983.
- COX, M., y HIRSCHHORN, E. (1983), «The Market Value of US Government Debt: Monthly, 1942-1980», *Journal of Monetary Economics*, marzo 1983, 1, páginas 261-272.
- EISNER, R., y PIEPER, P. J. (1983), «A New View of the Federal Debt and Budget Deficits», Northwestern University et University of Illinois, mimeo, 28-6-83.
- HOLCOMBE, R. G.; JACKSON, J. D., y ZARDKOCHI, A. (1981), «The National Debt Controversy», *Kyklos*, 1981, 2, páginas 186-202.
- KESSLER, D.; MASSON, A., y STRAUSS-KAHN, D. (1979), «Epargne et prévoyance collective», *Organisation des Nations-Unies*, 1979, mimeo.
- KOCHIN, L. A. (1974), «Are Future Taxes Anticipated by Consumers?», *Journal of Money, Credit and Banking*, 1974, 3, páginas 385-394.
- KOSKELA, E., y VIREN, M. (1983), «National Debt Neutrality: Some International Evidence», *Kyklos*, vol. 36, fasc. 4, 1983.
- LAROSIERE, J. de (1984), «La croissance de la dette publique et l'exigence de discipline financière», *40è Congrès des IIFP*, Innsbruck, agosto 1984.
- MULLER, P., y PRICE, W. R. (1984), «Déficits budgétaires structurels et orientations de la politique budgétaire», document de travail, OCDE, julio 1984.
- PENNER, R. G. (1982), «How much is Owed by the Federal Government?», en *Monetary Economic Review*, mayo 1981, 71, págs. 134-138.
- QUADEN, G. (1982), «L'expérience belge des déficits publics», Coloquio del Groupe de Réflexion Economiques et Financières, Paris, 9-11-82, en *Problèmes Economiques*, 23-2-83, n.º 1.812, págs. 29-32.
- SEATER, J. J. (1981), «The Market Value of Outstanding Government Debt 1919-1975», *Journal of Monetary Economics*, 1981, 8, págs. 85-101.
- STERDYNIAK, H. (1982), «Financement monétaire, financement obligatoire des déficits publics», *Observatoire Français des Conjonctures Economiques*, septembre 1982.
- (1983), «Théories et pratiques du déficit public», *Observations et Diagnostics économiques*, n.º 3, febrero 1983.
- STRAUSS KAHN, D. (1983), «Un réexamen de quelques questions traditionnelles appliquées au cas des déficits publics en France», *S.U.E.R.F.*, Madrid, octubre 1983.

LA ESTRATEGIA FRENTE AL DEFICIT PUBLICO EN FRANCIA-

1

La reciente política presupuestaria francesa manifiesta una clara y abierta diferenciación en dos etapas: a) la expansiva, que va de mayo de 1981 al cambio de junio de 1982, cambio reforzado en marzo de 1983, y b) las fases de rigor iniciadas en 1982-83 y continuadas hasta la actualidad. Es bien sabido que en la primera etapa la expansión de la actividad económica se intentó a través de la relación: aumento de consumo → actividad económica → empleo e inversión. Para conseguir esa expansión de la actividad económica se adoptaron un conjunto de medidas de política económica articuladas en tres núcleos diferentes: relanzamiento de la demanda (por una política de aumento de salarios y aumento de prestaciones sociales, así como de otras medidas de política presupuestaria favorables al aumento de la inversión); política de empleo (creación de empleos públicos, reducción de la jornada de trabajo, disminución de la oferta de trabajo y formación profesional y reinserción de parados) y reformas de estructura (leyes de relaciones laborales, aumentos del sector público por la política de nacionalizaciones). Los efectos de esta política son bien conocidos y se manifestaron rápidamente en forma de un déficit público y un déficit exterior de importantes proporciones. La creación de un déficit público estructural deriva de esas decisiones y asimismo el endeudamiento exterior (un análisis detallado de los mis-

mos se realizó en el n.º 15 de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA). Tanto la importancia como, sobre todo, la rapidez del deterioro de los desequilibrios vinieron a demostrar la imposibilidad para la política económica de un país de «marchar contra el viento» y forzaron la aplicación de las políticas de rigor de 1982-83.

Las políticas de rigor pretenden la consecución de tres objetivos: restablecimiento de la disciplina presupuestaria (concretada en la limitación del déficit al 3 por 100 del PIB), control y reducción de la inflación (objetivo que debe servirse por una política de precios y rentas) y el logro de un equilibrio de la balanza de pagos (merced a una política realista del tipo de cambio y a una mayor competitividad de los costes/precios de la economía). Se trata, en suma, de un cambio trascendente de la política económica que trata de ensayar la aplicación de medidas que actúen sobre los valores y las interdependencias existentes entre aumento de beneficios → aumento de inversión → aumento de empleo y la devolución de la confianza al mercado para asignar los recursos productivos, con la paralela reducción del intervencionismo protagonista del Estado. Política opuesta, por su concepción y sus medidas, a la inicialmente aplicada en 1981-82.

2

El éxito de la estrategia elegida por la política económica francesa definida en 1982-83 depende de lo que suceda en tres escenarios: el presupuestario, el de las empresas (que registra los efectos en sus resultados del rigor y continuidad de las políticas de ajuste) y el exterior. El presupuesto se ha comportado aceptablemente en 1984, desacelerándose los pagos por interés de la deuda a consecuencia de su reestructuración. El resto de los gastos corrientes no ha crecido, como se pretendía, al mismo ritmo de la inflación, lo que la elevó su participación en el PIB de 48,6 por 100 (1983) a 49,4 por 100 (1984). La presión fiscal se ha elevado también el 0,75 por 100, sobrepasando el 46 por 100 del PIB. De esta suerte, la tarea del año actual se presenta más difícil, toda vez que habrá de reducirse la presión fiscal y mantener el déficit en el 3 por 100, lo que obligará a reforzar la contención del gasto público. El acuerdo salarial a que se ha llegado en la función pública contribuirá a estabilizar el peso de los gastos corrientes en el PIB. Sin embargo, el aumento de los gastos de inversión y la baja prevista en la presión fiscal es posible que eleven el déficit público hasta un 3,25 por 100 del PIB, elevación que quizás continúe en 1986 por las reducciones fiscales comprometidas (3 por 100 en el impuesto sobre la renta) y por mayores gastos por la devolución anticipada de deuda pública (empréstito obligatorio de 1983), todo lo cual podría situar el déficit en 3,5 por 100 del PIB. En conjunto, el comportamiento presupuestario, aun no ajustándose totalmente a las líneas anunciadas, parece haber seguido —al menos— las orientaciones generales marcadas por la política de rigor.

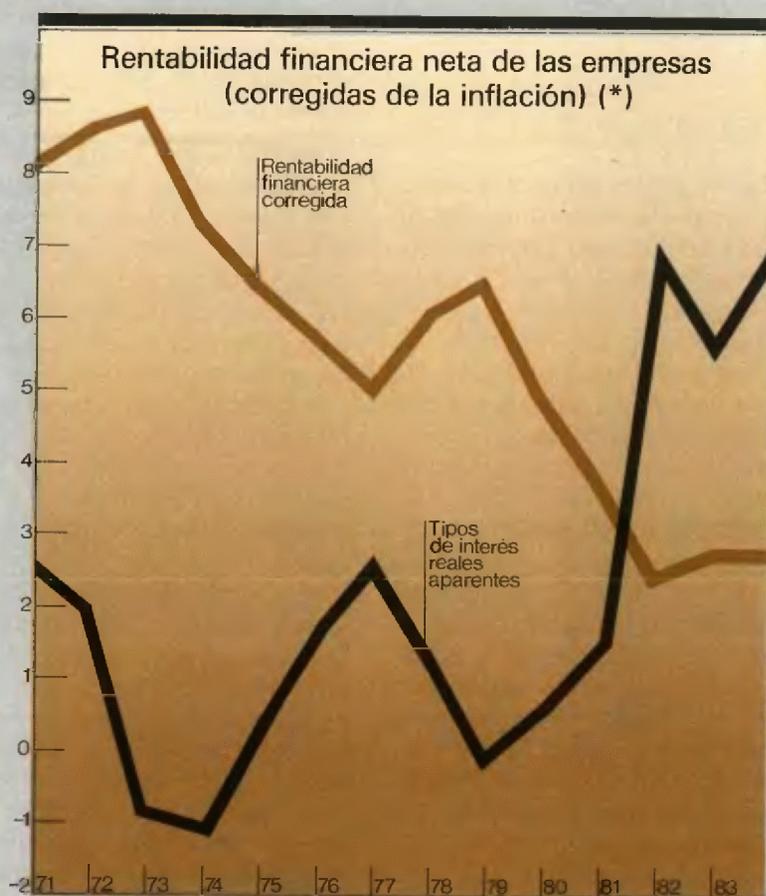
Peores son las perspectivas que se contemplan en el decisivo escenario de las empresas. El objetivo final de las políticas de rigor es, como se ha indicado, conseguir un aumento del binomio beneficios-inversiones capaz de aumentar el crecimiento de la economía. La degradación de la situación financiera de las empresas, en gran parte imputable al crecimiento de los costes reales del trabajo y a las elevaciones de los tipos reales de interés, reclama un largo y decidido proceso de ajuste de salarios reales, reducción del déficit público y reconversión de los sectores productivos, cuyo coste pesa

sobre toda la economía (véase gráfico adjunto y comentario). Los datos disponibles muestran un comienzo en la recuperación de los beneficios a partir de 1983, sin que se hayan alcanzado las cifras anteriores a la crisis. En estas condiciones, la inversión real no se ha recuperado aún, lo que afecta a las pretensiones formales perseguidas por la lógica económica de la política de rigor. Sólo una continuación de la política de ajustes positivos será capaz de mejorar los resultados hasta hoy alcanzados por la vía de elevar los beneficios, reducir los costes reales del trabajo y acelerar las reconversiones productivas de aquellos sectores situados al margen de la competencia y cuyo peso neto limita el desarrollo del producto potencial.

La situación de la balanza de pagos, que deberá crear un excedente para atender a los servicios de la deuda exterior, depende de los resultados que se registren en los dos escenarios anteriores —déficit público, mejora de los costes y de los beneficios empresariales— ya que éstos condicionarán la competitividad de la economía francesa. Lo que resulta evidente hoy es que el grado de apertura en la economía de Francia ha alcanzado unos niveles que impiden que el viejo expediente de devaluar el franco consiga resolver los apuros en la balanza de pagos, ya que toda depreciación supone un empeoramiento de la relación real de intercambio y las consiguientes presiones sobre la inflación interna.

Los peligros, pues, de la alternativa de la política de rigor residen en la *lentitud* de los resultados conseguidos sobre la inversión y el empleo, consecuencia del perezoso gradualismo con el que se incorporan las medidas correctoras correspondientes: lento ajuste del déficit público y una más lenta adopción aún de las medidas de ajuste positivo (flexibilización de los mercados de trabajo y de bienes, adopción de las medidas de reconversión de los sectores productivos). En estas condiciones, la consecuencia final de la gradualidad no puede ser otra que un lento crecimiento de la economía y un aumento del desempleo, resultados que sólo podrán mejorarse poniendo la voluntad y decisión políticas necesarias sobre sus causas.

LA CAIDA DE LA INVERSION DE LAS EMPRESAS



(*) En porcentaje.

La política económica francesa, a partir de la introducción de las medidas que se han dado en calificar como «política de rigor», pretende conseguir la recuperación de la economía aumentando la rentabilidad de las empresas y creando así el ambiente propicio para el desarrollo de sus inversiones. La cadena beneficios-inversiones-empleo destaca las relaciones básicas sobre las que centrar las actuaciones y la secuencia de acontecimientos pretendidos por esta política económica.

tecimientos pretendidos por esta política económica.

Es evidente que, tanto en Francia como en otros muchos países, la crisis se ha manifestado en una caída de la rentabilidad financiera de las empresas derivada de múltiples factores, pero básicamente asociada al aumento de los precios de las materias primas y los costes reales del trabajo. Por otro lado, y a par-

tir de 1979, la presencia de tipos reales de interés crecientes, situados en niveles sin precedente histórico, ha constituido otro rasgo característico del comportamiento de las variables económicas en la crisis actual.

El gráfico (obtenido del «Rapport sur les Comptes de la Nation» del año 84, Insee, n.º 124/125) compara la rentabilidad financiera de las empresas francesas y los tipos reales de interés. Como puede observarse, la disparidad de ambas curvas es clara. Después de 1973, la rentabilidad de las empresas cae prácticamente sin interrupción, iniciando una recuperación en 1983 pero situándose en niveles muy bajos (del orden del 3 por 100). Al mismo tiempo, los tipos reales de interés inician su escalada desde el año 1979 situándose, en el último ejercicio, en torno a niveles del 8 por 100. Es evidente que en esas condiciones las inversiones difícilmente se realizarán, toda vez que para la empresa que percibe beneficios le resultará mucho más conveniente dedicar los mismos al reembolso de sus deudas (dados los altos tipos de interés que debe pagar por sus préstamos) o bien a colocar sus beneficios (ahorro) en el mercado financiero en títulos seguros con rentabilidad superior a la que podría obtener en su propia actividad empresarial.

Es esa baja rentabilidad de las empresas la que constituye el primer problema planteado por la crisis en muchos países y desde luego en Francia. Rentabilidad reducida que encuentra como causas explicativas la variación de las ventajas comparativas existentes en muchas producciones industriales, debida, sobre todo, al crecimiento de los costes reales del trabajo y a los costes de la energía y las materias primas. Por otra parte, la presión alcista sobre los tipos de interés cuenta con múltiples causas internas e internacionales, entre las que destaca el déficit público. Sin una mejora en la rentabilidad financiera neta de las empresas y sin una reducción de los tipos reales de interés, el resultado no puede ser otro que la imposibilidad de que funcione el mecanismo en el que la llamada política de rigor se basa: aumento de los beneficios, aumento de las inversiones y aumento del empleo.