

EL DEFICIT PUBLICO EN ESTADOS UNIDOS: PROBLEMAS ECONOMICOS Y PRESUPUESTARIOS

Ronald HOFFMAN y Mickey D. LEVY (*)

EN gran medida, la controversia sobre la reducción del déficit federal se ha debido a que los poderes públicos no disponen de una política de déficit que responda de manera coherente a una visión macroeconómica más amplia, lo cual no tiene nada de sorprendente, pues ni siquiera los economistas han logrado llegar a un consenso sobre tal política.

El presente trabajo traza un esbozo de la controversia analítica en torno a las políticas monetarias y fiscales, descubriendo sus raíces en ciertos problemas de funcionamiento de la economía. Aunque existen aspectos controvertidos en el tema del déficit, el principal motivo de preocupación radica en la acumulación de la deuda federal implícita en la proyección de unos déficit persistentemente cuantiosos. Cada vez son más los investigadores que sugieren que el incremento del *ratio* deuda/ingresos federales puede tener una influencia peligrosa sobre el crédito disponible para financiar la formación de capital privado. Además, el crecimiento de la deuda federal puede generar indirectamente inflación por la vía de la monetización.

Se pueden identificar varios criterios y planteamientos en relación con la política de déficit. El presente trabajo sugiere que modificar la «combinación de políticas», endureciendo la política fiscal y suavizando la política monetaria para reducir los tipos de

interés, tiene muy pocas probabilidades de éxito, en la medida en que una política monetaria expansiva aumenta los tipos de interés al elevar las expectativas inflacionistas y la incertidumbre.

Dado que los potenciales efectos negativos de la formación de deuda pública son esencialmente a largo plazo y afectan a la acumulación de capital, cualquier incremento de los impuestos ha de evitar la desincentivación del ahorro, de la inversión y del crecimiento en términos generales. Y tal vez resulte necesario introducir cambios fundamentales en el sistema fiscal, según las necesidades de ingresos existentes. A su vez, parecen inevitables unas mayores reducciones en el gasto, si es que se quiere interrumpir el aumento proyectado del *ratio* deuda/PNB. Los más probables candidatos a esta reducción han de ser los programas de defensa, de pensiones y de asistencia médica.

I. INTRODUCCION

Quizás el más acalorado debate actual sobre la política económica del Gobierno es el relacionado con la prevista serie de cuantiosos déficit federales, sus efectos económicos y los cambios de política necesarios para evitar sus potenciales desventajas. Entre los riesgos que se perciben pueden citarse: *a)* las elevaciones de los tipos de interés;

b) el grado en que los déficit producen reducciones a corto plazo de la demanda total y reducciones a largo plazo en las tasas de acumulación de capital y de crecimiento económico; *c)* el aumento del endeudamiento federal debido al crecimiento de los pagos por intereses, y *d)* la expectativa de que la creciente presión de una deuda federal en continuo aumento conduzca a la Reserva Federal a monetizar el déficit y con ello a disparar de nuevo la inflación.

Actualmente, tanto la Administración como el Congreso se han comprometido a tratar de reducir los déficit. Pero existen disparidades importantes sobre las razones para llevar a cabo esas reducciones, la cuantía de las mismas y los métodos para conseguirlas. Las propuestas que rivalizan ofrecen recortes en los gastos de defensa, en los gastos internos y aumentos en los impuestos por cuantías muy variadas. Ahora bien, los políticos se están planteando estas decisiones sin una política de déficit que sea coherente con una más amplia política macroeconómica (1). Los economistas tienen todavía que lograr un consenso que a la vez aporte una estructura que permita examinar una política de déficit apropiada y que motive un procedimiento para adoptar tal política.

La controversia analítica entre los economistas sobre qué es lo que puede hacerse (si es que puede hacerse algo) para reducir los déficit, y sobre el por qué, el cuándo y el cómo lograr tales reducciones, se deriva de toda una serie de cuestiones actualmente sin resolver sobre los principios fundamentales de la política macroeconómica (2). Existe una falta de consenso sobre las funciones y métodos de

política macroeconómica, debido a toda una serie de cuestiones pendientes sobre cómo funciona la economía. Esta situación no es nueva, pero se ha visto acentuada por la reciente irrupción de los cuantiosos déficit previstos.

Para clarificar la razón de que todavía no haya surgido una política de déficit federal y de que resulte tan difícil elegir una y ponerla en práctica, el presente trabajo se inicia esbozando brevemente los elementos del actual debate sobre política macroeconómica. Aunque haya desacuerdo sobre los potenciales efectos dañinos de un déficit cuantioso, existen razones suficientes para mostrarse preocupado por la acumulación de la deuda federal implícita en la proyección de unos déficit persistentemente importantes, por lo que hacemos un resumen del análisis que subyace tras esta preocupación. No obstante, como los efectos perjudiciales son esencialmente a largo plazo y afectan a la acumulación de capital, se desprende de ello que las soluciones propuestas deben tratar de mejorar el clima de la inversión. Teniendo presente este objetivo, el presente trabajo examina la cuestión de la «combinación de políticas» y analiza las propuestas para reducir el nivel de los déficit proyectados que se hallan actualmente en estudio en el Congreso. En general, las disposiciones fiscales del paquete de medidas reductoras del déficit evitan la elevación de los tipos impositivos marginales y, por consiguiente, no son desventajosas para la acumulación de capital. Ahora bien, dado que se exige un aumento adicional de los ingresos, podrán ser necesarios más cambios esenciales en el sistema fiscal. También se incluyen aquí

observaciones concretas sobre dichas propuestas. Parece que serán inevitables nuevas reducciones en el gasto si se quiere interrumpir el proyectado aumento del *ratio* deuda/PNB. El trabajo finaliza con unas breves observaciones sobre los problemas a largo plazo de los programas de defensa, pensiones y asistencia médica.

II. UN ESBOZO DEL DEBATE SOBRE POLÍTICA MACROECONÓMICA (3)

La política macroeconómica comprende la política fiscal y la política monetaria. La política fiscal afecta a las opciones sobre el gasto estatal y la fiscalidad —y por consiguiente sobre el déficit—, mientras que la política monetaria se refiere a las actuaciones de la Reserva Federal en la gestión de las disponibilidades líquidas. Pero los efectos macroeconómicos de estos dos componentes de la política macroeconómica han sido puestos en tela de juicio tanto en lo que respecta a sus funciones como a sus métodos. Aunque en muchos aspectos el déficit se considera como parte de la política fiscal, las decisiones sobre el mismo se ven afectadas por, y a su vez producen efectos en, la política monetaria.

A. Política monetaria

La disputa sobre el papel de la política monetaria presenta dos dimensiones: los objetivos que han de cumplirse y los métodos utilizados para lograrlos. La controversia sobre el método es, hablando en términos generales, un conflicto entre estrategias «activistas» y «no activistas» (la dis-

crecionalidad frente a la norma). Pero la distinción entre una política discrecional y una política normativa se convierte, en la práctica, en una cuestión de medida. Así, por ejemplo, una política discrecional puede conllevar solamente cambios poco frecuentes, dictados por criterios específicos. Y una política normativa puede no implicar una inflexibilidad absoluta, sino permitir cambios, igualmente basados en criterios específicos.

La disputa sobre el objetivo apropiado hace referencia a si la política monetaria ha de encaminarse directamente hacia la mejora del comportamiento de variables macroeconómicas reales, como la producción real o la tasa de desempleo, o bien debe centrar su atención en lograr una estabilidad de precios. Quienes aceptan la primera postura suelen sugerir que la Reserva Federal debe gestionar de modo activo las disponibilidades líquidas para lograr, como finalidad primaria, un objetivo de comportamiento económico real, p. ej., una tasa de desempleo prefijada. Este tipo de política tiene claros antecedentes de provocar una aceleración de la inflación, lo cual ha determinado en última instancia su abandono. A pesar de eso, sigue suscitando apoyos entre algunos economistas y políticos de corte académico (véase, por ejemplo, Rivlin) (4).

Los partidarios de la otra postura comparten la idea de que los cambios en el crecimiento del dinero tienen efectos permanentes sobre todo en la inflación, más que en el crecimiento económico. Con arreglo a este punto de vista, la Reserva Federal ha de concentrarse en proporcionar un entorno macroeconómico estable y previsible en términos nominales (v. gr., el PNB nomi-

nal) en el que la actividad económica real se enfrente a un mínimo de distorsiones debidas a las fluctuaciones nominales.

No obstante, incluso los que se muestran de acuerdo con este planteamiento pueden no estarlo en el tipo de objetivos o procedimientos operativos que debe seguir la Reserva Federal para instaurar un entorno macroeconómico estable y previsible. Existen varios grados de confianza en la previsibilidad del multiplicador monetario (la relación entre la base monetaria y las disponibilidades líquidas) y en la velocidad de los cambios (la relación entre los cambios en las tasas de crecimiento del dinero y la demanda total).

Algunos de estos partidarios sostienen que la FED (Reserva Federal) ha de establecer una norma para el crecimiento de la base monetaria (que se halla más o menos bajo su control) y ajustarse a ella a lo largo del ciclo comercial. Esta postura se basa en la idea de que el multiplicador monetario y la velocidad son relativamente previsibles entre unos ciclos comerciales y otros, pero relativamente imprevisibles dentro de un mismo ciclo (véase, v. gr., Fellner, 1983, y la referencia a Fellner en Stein, 1982). Otros dicen que la FED debe anunciar y mantener, durante un período de varios años, un ritmo concreto (dentro de un cierto margen, para acomodar las fluctuaciones en velocidad) para una u otra de las magnitudes monetarias (p. ej. el M1). Este procedimiento se desvía de la base monetaria como objetivo, presumiblemente debido a la imprevisibilidad del multiplicador monetario (postura adoptada, entre otros, por Beryl Sprinkel). Y todavía hay otros que mantienen que, dado que la velocidad es

relativamente imprescindible, la FED debe anunciar y controlar una horquilla de objetivos en el PNB nominal, que constituiría el margen donde acomodar las fluctuaciones de velocidad (Robert Gordon, 1983a, ha adoptado este planteamiento).

En estas cuestiones no existe consenso firme ni entre estudiosos ni entre políticos. Por ejemplo, uno de los actuales debates se refiere a si la política monetaria durante el período comprendido entre el otoño de 1979 y el verano de 1982 fue o no un experimento «monetarista» y, en caso afirmativo, si tuvo éxito y debía continuarse o si fracasó y había que abandonarla (véase B. Friedman, 1984a; Pierce, 1984; M. Friedman, 1984, y Eisner y Pieper, 1984). Aunque la FED continúa anunciando objetivos para las magnitudes monetarias, muchos «expertos en la FED» se inclinan a creer que nadie sabe en qué consiste la política monetaria, o con arreglo a qué base debería modificarse. La Administración ha pedido a la FED que anuncie una trayectoria objetivo de desacelerar lentamente el crecimiento del dinero, pero la FED todavía no ha contestado a tal solicitud. Según algunas pruebas recogidas por William Poole, parece que desde octubre de 1982 la FED ha estado controlando los fondos federales, pero la FED lo niega aunque algunos la elogien por haberlo hecho.

La resolución de estos problemas conceptuales y operativos en relación con la política monetaria es de gran importancia en la cuestión del déficit. Si bien las políticas monetaria y fiscal suelen dirigirse de modo independiente, cada una de ellas afecta a los resultados de la otra, y la combinación de políticas se percibe como un determinante esen-

cial del comportamiento económico. Más adelante seguiremos hablando de esto.

B. Política fiscal

Una falta de consenso similar se produce en relación con los objetivos macroeconómicos de la política fiscal y su capacidad para cumplirlos. El denominado punto de vista keynesiano sostiene que los cambios en alguna partida del déficit pueden manipularse para alterar la demanda total y suavizar las fluctuaciones del PNB nominal (Blinder y Solow, 1972). La capacidad de hacerlo depende de la habilidad para prever las fluctuaciones con la antelación suficiente como para superar los retrasos inherentes al proceso de dar forma legal a los cambios en los impuestos o en los programas de gasto, y para estimar la oportunidad y la magnitud del impacto de tales cambios discrecionales. Ambas tareas son difíciles de cumplir con algún grado de precisión, y especialmente el predecir los perfiles temporales de los multiplicadores y el impacto en términos reales del cambio discrecional que se produciría efectivamente una vez aplicada la medida política (Eisner y Pieper, 1984) (5). El argumento en favor de la utilización de la política fiscal para conseguir la estabilización se basa en la idea de que unos cambios temporales relativamente pequeños en los impuestos sobre la renta generan unas respuestas previsibles en el gasto (Blinder y Solow, 1972). Pero según Eisner (1969 y 1971), los recortes fiscales temporales parecen ser ineficaces, precisamente por ser temporales. La «crítica» de Lucas» (Lucas, 1981a), según la cual los pará-

metros estimados bajo un régimen de políticas son sustancialmente inexactos como factores de previsión de los resultados de un cambio de política, porque las respuestas de las fuerzas del mercado se basan en expectativas que se ven influidas por tales cambios, sugiere que todos esos esfuerzos resultan vanos.

Así pues, la política fiscal discrecional ha sido puesta en tela de juicio debido a que ese tipo de esfuerzos —que van desde una frecuente «sintonización» a unos menos frecuentes «reajustes precedentes»— se han convertido en procíclicos, y por tanto desestabilizadores, a que imponen el coste de unas asignaciones de recursos ineficaces, y a que, en todo caso, ni son necesarios ni suficientes para alcanzar su objetivo. Todo ello sugiere que la política monetaria está mucho mejor equipada para desempeñar este papel.

Conforme a este planteamiento, la política de déficit ha de ser neutral con respecto a la estabilización cíclica (6). Definir un déficit cíclicamente neutro y elaborar y aplicar un presupuesto que proporcione ese tipo de déficit no constituye una tarea sencilla. Stein (1982), por ejemplo, ha sugerido que un déficit cíclicamente neutro puede estimarse a partir de la trayectoria del PNB nominal que se fije como objetivo de la política monetaria. Este autor destaca que, mientras que la finalidad de tal política es conseguir estabilidad y previsibilidad, la existencia de cambios poco frecuentes constituiría una parte aceptable de dicha política. Tal sugerencia es compatible con la idea de que el nivel del déficit y su variación puede afectar a los parámetros estructurales del *ratio* de veloci-

dad, y por tanto ha de ser una contraprestación a la política monetaria (Gordon, 1983b, se refiere al déficit como una «limitación» sobre la velocidad).

Este centrarse en una política de déficit neutral no niega que el nivel y composición de los gastos e impuestos estatales, que se derivan de la interacción de las condiciones y decisiones económicas respecto a los objetivos nacionales, afectan a la asignación de recursos y a la distribución de la renta. Y en consecuencia influyen sobre la estructura de la economía. Como resultado de ello, los elementos presupuestarios operan como limitaciones de la oferta global que afectan también al resultado de la política monetaria, al influir sobre el modo en que el crecimiento del PNB nominal se reparte entre el crecimiento real de la producción y la inflación.

Una manifestación de este debate analítico es el conflicto existente entre los políticos sobre el grado en que deben sacrificarse los objetivos macroeconómicos de la política presupuestaria en favor de objetivos específicos sobre tipos concretos de gastos y de impuestos. Más adelante volveremos sobre este tema. Ahora nos centraremos en algunas cuestiones analíticas que son de gran importancia para el concepto y la medición del «déficit», y sobre la medida en que el mismo tiene considerables efectos macroeconómicos.

III. ¿QUE DEFICIT? ¿QUE EFECTOS? (7)

A. Mediciones del déficit

El déficit presupuestario es un concepto residual, que mide la diferencia entre los ingresos y los gastos que se derivan de los programas federales de fiscalidad y de gasto. Como tal concepto residual, no puede esperarse que el déficit anual real aporte una información inequívoca sobre los efectos macroeconómicos de la política fiscal a corto o largo plazo. Otras importantes características del presupuesto incluyen el porcentaje del PNB dedicado a gastos federales y el grado en que: *a)* el déficit medido a partir de cierta línea de referencia refleja aumentos en el gasto o recortes en los impuestos; *b)* el resorte fiscal reduce los tipos impositivos marginales, mejorando así los incentivos para la oferta de mano de obra y capital productivos, y *c)* los desembolsos financiados mediante los déficit cambian la composición del gasto público (v. gr., transferencias para financiar consumo frente a gastos para la formación de capital).

Pero, incluso tomando en consideración estas fuentes de ambigüedad, siempre queda abierta la cuestión de la definición y medición del déficit que sea apropiada para el análisis. Para examinar la medida en que la «legislación vigente» aporta una sustancial y persistente diferencia entre gastos e ingresos proyectados que no se compensará ni siquiera cuando se proyecta una economía de «pleno» empleo, es necesario separar el déficit «pasivo», resultante de una actividad económica por debajo

de la tendencia del déficit real. Esta cirugía econométrica proporciona una u otra versión del déficit cíclicamente ajustado que se produciría junto a la correspondiente tendencia en la trayectoria de crecimiento de la economía, y que podría modificarse únicamente mediante cambios deliberados de política en los programas de gasto o de fiscalidad.

Además, la investigación de los efectos de una serie de cuantiosos déficit anuales (sea cual sea la forma de medirlos) se convierte en preocupación sobre el *stock* acumulado de deuda federal. La deuda federal compite con la deuda privada (y otros tipos de deuda pública) en pos de una cuota de las disponibilidades de crédito y, por tanto, el proceso de distribución de carteras puede influir sobre la tasa de acumulación de capital. Al analizar este proceso, es la deuda real, no la nominal —y, por tanto, el déficit—, lo que merece atención.

El déficit real anual es la variación anual en el valor real de mercado del *stock* de deuda federal (8). Tradicionalmente, los analistas convierten el déficit nominal en términos reales deduciendo el producto de la cantidad de deuda federal en manos del público multiplicada por la tasa de inflación (es decir, el deflactor de ponderación fija del PNB). En la medida en que los pagos de intereses de la deuda incluyen una prima de inflación igual al reajuste por inflación (depreciación) de la deuda, y en la medida en que los tenedores de deuda consideran esos pagos adicionales de intereses como un rendimiento del principal (más que como unos ingresos que han de consumirse) la reinversión de los intereses adicionales

financiará, sin el efecto de «exclusión» (*crowding out*), una cantidad igual de déficit (Cagan, 1981) (9). En este caso, la variación en la deuda real se reflejaría registrando los pagos reales de intereses en el déficit, lo que a su vez resultaría en un reajuste a la baja del déficit registrado.

Además, durante un período de tipos de interés fluctuantes puede resultar importante convertir el valor de la deuda de su valor a la par a su valor de mercado. Por ejemplo, en un período de tipos de interés históricamente altos y en continua elevación, el *stock* de la deuda se valoraría en el mercado por debajo de la par, con lo que se reduciría el *ratio* deuda/PNB y el déficit (Eisner y Pieper, 1984) (10).

B. El corto plazo: ¿Inhiben los déficit la recuperación?

Antes de considerar los efectos de la acumulación de los déficit sobre el crecimiento a largo plazo, explicaremos brevemente nuestras razones para restar importancia al riesgo de que los déficit perjudiquen o inhiban la recuperación. El argumento subyacente a la afirmación de que unos déficit corrientes elevados impidan o aborten la recuperación económica en marcha es el de que unos déficit cuantiosos originan tipos de interés elevados; los tipos de interés elevados deprimen el gasto en producción de los sectores industriales sensibles a los tipos de interés, y la economía no puede recuperarse a no ser que esos sectores se recuperen (en el presente trabajo dejamos

a un lado los aspectos internacionales de la situación).

Incluso concediendo que, efectivamente, unos déficit importantes originan altos tipos de interés —una proposición para la que la teoría sólo tiene respuestas ambiguas, todavía no resueltas por el análisis empírico (Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 1977, y Levy, 1981) (11)—, sus consecuencias no tienen por qué incluir necesariamente una desaceleración de la recuperación. La reducción de la demanda para algunas categorías de *output* puede compensarse más que sobradamente con un aumento de los gastos en otras categorías de *output* (como el consumo de bienes no duraderos o el gasto en defensa). La fortaleza de la recuperación depende de la producción y venta total de bienes y servicios, y no de unas categorías específicas de bienes y servicios. En realidad, se puede sostener que los déficit elevados permiten que la recuperación siga adelante con unos tipos de interés superiores a los que resultaría posible de otro modo (Stein, 1983b). Esto es, que el nivel de equilibrio de los tipos de interés coherente con una trayectoria de crecimiento (deseado) del PNB, es superior cuando existen déficit. Conviene hacer notar que, a pesar de los altos tipos de interés, la actual recuperación se ha caracterizado por un crecimiento más rápido de lo normal, con una fortaleza especial en sectores sensibles a los tipos de interés, como vivienda, automóviles e inversión de capital.

Otra afirmación es la de que unos déficit futuros previsiblemente elevados perjudican la expansión económica. Esta afirmación se basa en que los déficit

futuros hacen que se eleven los tipos de interés reales previstos para el futuro, determinando así que se mantengan altos los tipos de interés reales a largo plazo actuales, porque hoy día la gente no prestará a largo plazo a unos tipos que estén por debajo de los que esperan obtener dentro de varios años. Este argumento descansa en la muy dudosa hipótesis de que existe una asimetría en las percepciones actuales de prestamistas y prestatarios en relación con los efectos de los déficit futuros proyectados (12), y no reconoce que los prestamistas a largo plazo trasladarían sus fondos hacia valores a plazos más cortos (13).

C. Efectos a largo plazo de los déficit

Incluso si los déficit proyectados no amenazan esta recuperación, existe el riesgo de que a plazo más largo la cuota del PNB asignada a la formación de capital privado se reduzca y se inhiba el crecimiento económico real (14). En la medida en que un déficit real anual absorbe una cuota mayor del ahorro real anual, y salvo que se produzca un incremento compensador en la tasa de ahorro, existirá menos ahorro disponible para financiar la suficiente inversión que mantenga como mínimo un *ratio* capital/output constante. Y más importante todavía, el *stock* cada vez mayor de deuda federal puede crecer más rápidamente que el PNB, absorbiendo una cuota creciente del *stock* de crédito total en circulación (deuda) en relación con el PNB. Aparte de su potencial para desacelerar el crecimiento, una progresión incesante del *ratio* deuda federal/PNB alimenta el mie-

do y las posibilidades de una mayor inflación.

Estas conclusiones se basan en estudios recientes de varios economistas, que han examinado desde diversos ángulos las proyecciones del *ratio* deuda/PNB y están obteniendo resultados con suficientes similitudes como para indicar la existencia de un consenso. Benjamín Friedman (1984b) ha ensamblado una serie de cifras para demostrar que unos déficit prolongados aumentarán lo suficiente la deuda federal como para interferir seriamente en la capacidad de los prestatarios no financieros de Estados Unidos para obtener crédito. Juzgando a partir de las pautas marcadas después de la II Guerra Mundial —un *ratio* deuda/PNB total (15) que se ha mantenido más bien constante (en 1,45 más o menos) aunque con fluctuaciones en los componentes de ese total—, Friedman advierte que un aumento en el *ratio* de la deuda federal sugiere un descenso en el *ratio* deuda privada/PNB. En el período 1956-1980, el sector empresarial no financiero (que representa alrededor de las tres cuartas partes de la inversión de Estados Unidos en equipos e instalaciones) utilizó el endeudamiento para financiar alrededor del 64 por 100 de sus necesidades netas de inversión. Así, Friedman concluye que, en ausencia de un cambio esencial en las pautas de financiación, la progresión del *ratio* deuda/PNB implica una menor deuda disponible para financiar la acumulación de capital privado necesaria para aumentar la intensidad en capital de la nación (el *ratio* capital en acciones/output total) (16).

De Leeuw y Holloway (1984) se centran en el valor de mercado del *stock* de deuda federal

en manos del público, porque el *stock* de valores del Estado, no el déficit actual, es un sustituto del capital en acciones en la cartera de activos del público (ni siquiera es necesario que el *ratio* déficit/PNB se mueva en la misma dirección que el *ratio* deuda federal/PNB). Estos autores utilizan datos cíclicamente ajustados, porque el crecimiento de la deuda (cíclicamente ajustada) tendencial en relación con el PNB tendencial es importante para el análisis del impacto del presupuesto sobre la productividad y el crecimiento. Estiman que los incrementos en el *ratio* deuda federal cíclicamente ajustada/PNB tendencial durante 1981-1983 fueron debidos, casi a partes iguales, al diferencial entre el tipo de interés de la deuda federal y la tasa de crecimiento del PNB, y a las decisiones explícitas de política en relación con los ingresos y gastos federales. En sus proyecciones, durante el período 1983-1988 —basándose en una amplia serie de hipótesis sobre tipos de interés, tasas de crecimiento del PNB y decisiones presupuestarias— el *ratio* deuda federal cíclicamente ajustada/PNB tendencial variará entre un ligero descenso, que representa el extremo más optimista (del 32,1 por 100 al 31,6 por 100), y un aumento entre 2 y 12 puntos porcentuales (con el extremo más pesimista situado en el 43,7 por 100) (17).

Tobin (1983a) proporciona una nueva confirmación de estos resultados y un rayo de optimismo sobre el plazo disponible para efectuar reajustes de política que impidan un grave daño a la economía. Tobin analiza la dinámica de los déficit y la deuda federal, utilizando un modelo simplificado de crecimiento estable, que se centra en la pro-

gresión del *ratio* deuda federal/PNB y en la crucial relación entre el tipo de interés real de la deuda federal y la tasa de crecimiento del PNB real. Los valores de los parámetros que utiliza corresponden al período 1980-1981, y estima que, después de cinco años, el *ratio* actual deuda/PNB pasaría del 26,5 por 100 al 29,1 por 100, y al 31,6 por 100 al cabo de 10 años. También estima que el nivel hipotéticamente «estacionario» del *ratio* (el nivel a partir del cual el *ratio* dejaría de crecer) es el del 80 por 100, siempre que la tasa de crecimiento del PNB real supere al tipo de interés real (una hipótesis crucial). Aunque más bien imprecisas, estas estimaciones son equivalentes a las de De Leeuw y Holloway.

Gramlich (en una obra de próxima aparición) corrobora también que los aspectos desventajosos de una trayectoria continuada de elevados déficit tienden a desarrollarse con lentitud. Sus simulaciones de un modelo de crecimiento del tipo Solow, utilizando parámetros «realistas», sugieren que se necesitarán al menos 20 años para que la actual proyección de despilfarro empiece a cobrarse su tributo sobre el consumo *per cápita*.

Miller (1983a) utiliza un modelo parecido al de Tobin y obtiene resultados similares en un análisis en el que pone de relieve los riesgos de inflación. Estos análisis indican que el *ratio* capital/output a largo plazo está relacionado con el *ratio* deuda/PNB, que un incremento prolongado del *ratio* deuda federal/PNB es razón suficiente para preocuparse por la acumulación de capital y/o de inflación, y que un elemento esencial en el análisis es si el tipo de interés real

es mayor o menor que la tasa de crecimiento del PNB real.

Este último factor, la relación entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento del PNB real, ha sido también puesto de relieve en otra obra por Miller (1983b) y sus colegas en el Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, Sargent y Wallace (1981). La inestabilidad puede producirse si: a) Los gastos federales, con exclusión de los pagos de intereses por la deuda federal, representan una cuota mayor del PNB que los ingresos por impuestos federales (esto es, si existe un denominado «déficit primario»), y b) el tipo de interés de la deuda federal supera la tasa de crecimiento del PNB, puesto que los pagos de intereses por la deuda federal representarán una cuota cada vez mayor del PNB. El *ratio* deuda federal/PNB se eleva debido a la necesidad de financiar el déficit primario persistente y la factura siempre creciente de los intereses.

A medida que este proceso continúa, lo mismo sucede con las presiones para monetizar la deuda (18). La monetización de la deuda reduce su valor real y los pagos de intereses reales asociados a ella, tendiendo así a estabilizar el *ratio* deuda/PNB real. Ahora bien, esto se consigue a costa de aumentar la inflación, y la inflación podría acelerarse a menos que las reducciones en el gasto o el aumento de los impuestos reduzcan el déficit primario y permitan interrumpir el proceso de monetización.

Un breve análisis de la experiencia reciente ayuda a evaluar el grado en que los interlocutores del mercado de crédito pueden verse influidos por las proyecciones de déficit, a medida que van conformando sus expectati-

vas sobre la política de la Reserva Federal. Los incrementos en la deuda pública se han venido asociando con expansiones en las disponibilidades líquidas. Varios estudios sobre las «funciones de reacción» de la Reserva Federal han comprobado una vinculación estadística entre el crecimiento monetario y los aumentos en la deuda pública, al tiempo que controlan otras variables económicas como el PNB y las tasas de inflación y de desempleo. Levy (1981) comprobó la respuesta de la Reserva Federal a la limitación presupuestaria del gobierno dentro del contexto de un modelo estructural de economía, con un sector monetario endógeno, durante el período de 1952 a 1978, descubriendo una correlación positiva y estadísticamente significativa entre las variaciones en la base monetaria y la deuda federal en manos del público. Otros estudios, como los de Hamberger y Zwick (1981) y Blinder (1982) llegaron a resultados similares utilizando distintas mediciones de la política monetaria y distintas especificaciones para las ecuaciones.

Aunque resulta dudoso que el objetivo a largo plazo de la Reserva Federal incluya monetizar una porción del déficit, sus esfuerzos a corto plazo por suavizar las fluctuaciones de los tipos de interés, durante una serie de episodios con fuerte financiación por parte del Tesoro, parece que han permitido que las reservas crezcan más rápidamente de como lo hubieran hecho en otras circunstancias. El resultado ha sido un incremento en el crecimiento de las disponibilidades líquidas y un aumento de la inflación y de las expectativas inflacionarias. A finales de la década de los años setenta, la FED se dedicó rutinariamente a reajus-

tar los déficit. Los esfuerzos por cambiar la política monetaria hacia una política sin reajustes (1981 y primera mitad de 1982) se asociaron con incertidumbres (¿percepciones erróneas?) sobre la política futura de la Reserva Federal. Durante todo este proceso, los tipos de interés reales se dispararon, aumentaron las tasas de desempleo y el PNB real se redujo.

Los cuantiosos déficit actuales y proyectados determinarán que la deuda pública federal crezca con rapidez. La proporción de «deuda monetizada» —esto es, la porción de deuda federal en poder de la Reserva Federal— fue aproximadamente del 14 por 100 como media de 1952 a 1981, llegó a casi el 25 por 100 a mediados de la década de los años setenta y descendió por debajo del 16 por 100 en 1981 (Tobin, 1983a). Como contraste, desde que la Reserva Federal cambió de política en octubre de 1979, el banco emisor ha comprado una porción mucho más reducida de valores nominales de la deuda pública que en el pasado: 7,3 por 100 en 1980, 4,5 por 100 en 1981, 7,4 por 100 en 1982 y 9,9 por 100 en 1983.

Por consiguiente, una política monetaria no inflacionista exige que la Reserva Federal siga monetizando una porción menor de deuda nueva que la media posterior al acuerdo. Un déficit de 180.000 millones de dólares en el ejercicio fiscal de 1984 incrementaría la deuda federal (no en manos de organismos públicos) en aproximadamente un 13,1 por 100. Para mantener la relación actual entre deuda federal en manos de la Reserva Federal y deuda federal total (en términos nominales, el 13,6 por 100 al cierre del ejercicio fiscal en 1983), se exigiría un au-

mento aproximado de 20.000 millones de dólares (el 13,1 por 100) en la deuda en poder de la Reserva Federal. El incremento resultante en las reservas probablemente determinaría una onda de crecimiento en las disponibilidades líquidas que sería altamente inflacionaria. En cambio, a fin de limitar el crecimiento de las reservas y del dinero, la Reserva Federal debe de absorber una proporción mucho más reducida del aumento en la deuda federal (19).

Al forzar tal opción, una deuda federal en rápido aumento reduce la flexibilidad de la Reserva Federal e intensifica claramente la fina línea que separa una política de reajuste de una política monetaria inflacionista. Ello complica la ya difícil tarea de la FED de enfrentarse con varias situaciones económicas y de los mercados financieros, especialmente dado que ha operado bajo la estrecha vigilancia de la Administración y del Congreso, cuando ambas instituciones tienen importantes objetivos políticos que cumplir.

Además, y aunque las consecuencias del aumento del *ratio* deuda federal/PNB dependen del canal por el cual se absorba la deuda, que está claro que es la actual estructura fiscal y de gasto público, cada avalancha de financiación mediante deuda pública se ve crecientemente atascada en el tráfico existente. La aritmética no necesita ser monetarista para resultar poco agradable: el grado de libertad de la política macroeconómica tiende a evaporarse a medida que la deuda crece con más rapidez que el PNB.

IV. ¿QUE POLITICA?

A. Propuestas actuales de reducción del déficit

Aunque tanto la Cámara de Representantes como el Senado han votado paquetes de medidas de reducción del déficit (el plan del Senado constituye un ejemplo de colaboración entre senadores republicanos y gobierno), todavía no ha llegado a proponerse una política de déficit que sea coherente con una política económica más amplia. Mientras se redactan estas líneas, la conferencia conjunta de ambas Cámaras para resolver estos problemas se encuentra en un callejón sin salida. El Senado (que representa la política del gobierno) insiste en que, antes de proceder a nuevos debates, la Cámara de Representantes ha de estar conforme en que todos los recortes en los gastos de defensa que excedan de la propuesta del Senado deben dedicarse a la reducción del déficit y no ser asignados a gastos internos. En otras palabras, el criterio político presente en las negociaciones para ajustar al alza la reducción del déficit en 141.000 millones de dólares propuesta por el Senado, se corresponde exactamente con el volumen de recortes en gastos de defensa que insiste en efectuar la Cámara de Representantes. Así pues, el problema macroeconómico de la política de déficit apropiada se ve dominado por el debate entre gastos de defensa y gastos en otros programas.

B. El planteamiento de una política de déficit

El pensar sobre una política de déficit nos trae a colación una idea que Robert Lucas atribuye a Milton Friedman: que el pensar sobre una política determinada ha de verse como un problema de seleccionar unas normas de política estables y previsibles (véase Lucas, 1981b, y Stein, 1982). Como ya se ha indicado antes en el presente trabajo, parece que ha de adoptarse una postura en favor de una política de déficit neutrales. La dificultad está en cómo definir el concepto de «neutral».

Una propuesta interesante es la de equilibrar un presupuesto cíclicamente ajustado, v. gr., el presupuesto de expansión media desarrollado por De Leeuw y Holloway. Esta política sería neutral en cuanto que a lo largo del ciclo la deuda federal permanecería aproximadamente invariable. Esta es una característica atractiva, dados los potenciales efectos adversos de los déficit proyectados.

La Congressional Budget Office (CBO) (1984) ha estimado que llevar el presupuesto de expansión media a una situación de equilibrio en el ejercicio fiscal de 1987 implicaría un *superávit* real en el presupuesto unificado de 28.000 millones de dólares en dicho año, lo que exigiría una reducción de 276.000 millones de dólares en el déficit previsto con la política actual. Esto es prácticamente imposible de conseguir, a juzgar por la dificultad de unificar el actual paquete de «anticipos» que habrían de reducir el déficit para el ejercicio fiscal de 1987 en solamente una cuarta parte como máximo.

Bajo las actuales circunstan-

cias, una política más viable para los próximos años consistiría en contener los déficit anuales para mantener un *ratio* constante deuda federal/PNB. Como se ha indicado más arriba, unos nuevos aumentos en el *ratio* deuda/PNB podrían interferir la formación de capital privado. La CBO estima que para estabilizar el *ratio* en su nivel de 1986 haría falta una reducción de 110.000 millones de dólares en el déficit del ejercicio fiscal de 1987 conforme a la actual política. Estas estimaciones de la CBO constituyen útiles comparaciones con las propuestas del Senado y de la Cámara de Representantes, porque todas ellas se basan en una serie común de hipótesis económicas (y de estimaciones presupuestarias de gastos e ingresos). Las proyecciones económicas de la CBO implican que el crecimiento real se equiparará aproximadamente con el tipo de interés real. En este caso, eliminar el déficit primario en el presupuesto unificado real estabilizará el *ratio* deuda federal/PNB (20).

El *ratio* deuda federal/PNB puede estabilizarse reduciendo la deuda federal en términos nominales y reales (elevando los impuestos y/o reduciendo el gasto), reduciendo el valor real de la deuda pero no su valor nominal (monetizando la deuda y generando una mayor inflación) o bien combinando ambos planteamientos. Como se ha hecho notar en la sección II, la reciente experiencia apoya la idea de que las políticas monetaria y fiscal tienen cada una su propio y distinto impacto económico, por lo que la forma en que se estabilice el *ratio* deuda/PNB real exige un cuidadoso análisis.

La propuesta de que el valor real de la deuda se reduzca me-

dante la monetización (21) —aparentemente justificada por algunos de sus partidarios en razón a que la política fiscal no puede endeudarse más— no debe de considerarse como una alternativa viable de política económica. Cualquier cambio hacia un más rápido crecimiento de las disponibilidades líquidas estimularía la actividad económica real; a largo plazo, sin embargo, el crecimiento económico se halla limitado por la capacidad productiva, y un crecimiento excesivamente rápido de las disponibilidades líquidas genera inflación y se convierte en neutral respecto al crecimiento económico real (22).

Una política monetaria más flexible ha sido también propuesta por quienes sostienen que la «combinación» de políticas fiscal y monetaria debe modificarse en favor de un endurecimiento de la primera y una suavización de la segunda. Tobin (1983b), por ejemplo, ha sostenido esta postura vigorosamente (23). Así, afirma que, a medida que se endurece la política fiscal, la política monetaria debe liberarse para mantener la demanda global y reducir los tipos de interés reales. Tobin mantiene que la cuestión de la combinación de políticas está relacionada con la composición del PNB más que con su nivel (que consiste esencialmente en un equilibrio entre los objetivos de *output* real/empleo frente a los riesgos de inflación). No obstante, esta propuesta va en contra del argumento que sostiene que una política monetaria «expansiva» tiende a incrementar los tipos de interés reales al aumentar las expectativas de inflación y la incertidumbre.

En la medida en que una tasa estable y positiva de inflación es algo esquivo, el objetivo de la

política monetaria ha de ser reducir la inflación hacia cero, y ello descarta una política de permitir la inflación para reducir el déficit real. Las actuales propuestas de reducción del déficit se mueven sólo parcialmente hacia una política de déficit que establezca el *ratio* deuda/PNB. Incluso la propuesta de la Cámara de Representantes queda en unos 22.000 millones de dólares (el 20 por 100) por debajo de los 110.000 millones de reducción anual del déficit necesarios en el ejercicio fiscal de 1987 para equilibrar el déficit primario. Así, incluso con el «anticipo», el *ratio* deuda federal/PNB pasaría de alrededor del 40 por 100 al 41 por 100. Por consiguiente, serán necesarias futuras medidas de reducción del déficit para cumplir el objetivo de estabilizar el *ratio* deuda/PNB. Los portavoces de la Administración Reagan y algunos líderes actuales del Congreso han indicado que tras las elecciones se debatirán probablemente nuevas medidas de reducción.

V. PLANES FUTUROS

Al pensar en los planes futuros es conveniente echar un vistazo a los principales componentes de las propuestas actuales. Un objetivo fundamental del plan de reducción del déficit es mejorar las condiciones de la acumulación de capital privado. Hablando en términos generales, los incrementos de las rentas evitan la elevación de los tipos impositivos marginales, con lo que no introducen desincentivación alguna a las nuevas inversiones. Las disposiciones fiscales que se aplican al capital (v. gr., la exclusión de intereses netos, el *leasing* financiero y la depreciación) no afectan al ahorro global en el

margen y, por tanto, no tienen efecto alguno sobre la inversión total. En otras palabras, estas propuestas no tienen efecto alguno sobre la demanda total de solicitudes de activos, aunque afectan a la composición de este *stock* (24).

Los recortes propuestos en el gasto son bastante distintos en su cuantía y composición en los dos planes. En comparación con el del Senado, el plan de la Cámara de Representantes recortaría más del doble en defensa pero menos de la mitad en programas internos. El Senado recortaría 30.000 millones en los programas sociales, casi el triple de la reducción propuesta en la Cámara. Los recortes propuestos para los programas internos discrecionales son relativamente pequeños, debido a que ya fueron recortados seriamente con anterioridad. El conflicto actual entre defensa y programas sociales no remite, ya que se trata de programas importantes que, si se suman con los pagos de intereses, absorben las dos terceras partes del presupuesto. Así pues, los planes sobre nuevas reducciones se centrarán probablemente en los programas de defensa y los programas sociales, a pesar de la resistencia que tales propuestas encontrarán.

Reformas presupuestarias a largo plazo (25)

Esta sección final ofrece algunas breves sugerencias para un planteamiento a largo plazo de la reducción del déficit, en una situación en la que el gasto federal sigue excediendo considerablemente de los ingresos federales, mientras que estos últimos equivalen prácticamente a una quinta parte del PNB. Evidente-

mente, esta cifra de 1/5 del PNB no tiene nada de mágico, sino que simplemente es un indicativo del volumen relativo del presupuesto.

En el caso de que se decida un nuevo aumento de los impuestos, es vital evitar —según afirman tanto los partidarios como los oponentes de tal medida— nuevos impuestos sobre el ahorro y la inversión. Pero, tal como ejemplifica la actual factura fiscal, sólo existen oportunidades muy limitadas para hacerlo mediante unas modificaciones relativamente pequeñas en la actual estructura fiscal. Por consiguiente, la atención ha de centrarse ahora en las propuestas de reforma más amplia del código fiscal.

El trabajo *Blueprints for Basic Tax Reform* (Departamento del Tesoro de Estados Unidos, 1977) analiza detalladamente muchos de los problemas básicos de estas propuestas, ofreciendo dos alternativas. Una es el impuesto sobre el *cash-flow*, que excluiría el ahorro de la base imponible y, por tanto, gravaría el consumo. Esta propuesta pasaría a una estructura de tipos impositivos marginales con tres horquillas que irían del 10 al 40 por 100. Evidentemente, los tipos impositivos podrían alterarse a fin de conseguir el grado de progresividad y de volumen de ingresos. Existe un importante número de similitudes entre ese impuesto sobre el *cash-flow* y el actual impuesto sobre la renta, por lo que el cambio no sería tan radical como puede imaginarse. La reciente propuesta Brookings arranca de este planteamiento (Rivlin, 1984).

La otra propuesta ampliaría la actual base del impuesto sobre la renta, integraría los impuestos sobre los beneficios de las socie-

dades y sobre la renta de las personas físicas, gravaría las ganancias de capital a los tipos máximos una vez efectuado el reajuste por inflación, gravaría otras partidas (hasta entonces) no sujetas a impuestos, y pasaría a una estructura de tipos impositivos marginales con tres horquillas que irían del 8 al 38 por 100. Evidentemente, los niveles de los tipos impositivos podrían fijarse de modo que se cumplieran los objetivos de ingresos considerados necesarios. Otra versión de un impuesto de amplia base, el Proyecto de ley Bradley-Gephart (S. 1421 y H.R. 3271) fue presentado en el 97.º Congreso. En el mismo continuaría la separación entre impuesto de sociedades e impuestos sobre las personas físicas, se aboliría toda una serie de preferencias fiscales tanto para sociedades como para personas, aunque se dejaría subsistir otras tantas, se gravaría los beneficios de las sociedades al 30 por 100 y la renta de las personas físicas con arreglo a cuatro horquillas de tipos impositivos marginales con un máximo del 30 por 100.

Evidentemente, a partir de estas estructuras básicas es posible elaborar otras variantes. Cada una tiene sus ventajas y sus inconvenientes, pero ese es un tema que está fuera del alcance del presente trabajo. No obstante, una característica realmente atractiva y común a esas propuestas es la de que ofrecen la oportunidad de mejorar la justicia fiscal, al tiempo que se obtienen sustanciales ganancias en eficiencia, esto es, se reducen las pérdidas debidas a la inercia del sistema. Estas pérdidas, debidas a la distorsión de las operaciones económicas por un complicado sistema fiscal con elevados tipos marginales y una base imponible

tipo tamiz, pueden reducir los ingresos en más de 800.000 millones de dólares. Un impuesto nacional sobre las ventas o sobre el valor añadido no proporcionaría estos beneficios, aunque sí podría concentrarse directamente sobre el consumo y no sobre los gastos de inversión.

Esta breve mención a unos cambios más bien radicales en la política fiscal no debe de interpretarse como una sugerencia de que tales cambios puedan llevarse a cabo con rapidez, facilidad o sin costes de transición. Más bien se trata de lo contrario: dichas propuestas están llenas de problemas que exigen un cuidadoso examen y un debate profundo, todo lo cual exige tiempo, pero es importante iniciar el proceso sin más dilaciones.

Si las propuestas sobre aumento de los impuestos parten de la base de que hay que evitar cualquier desincentivación para las inversiones, los recortes en el gasto no se ven afectados por este tema central. Los problemas con los gastos de defensa se complican por sus variadas dimensiones, de modo que no resultan prudentes los recortes de carácter general. Pero se han planteado propuestas constructivas que merecen un cuidadoso estudio. En la medida en que sus exigencias son exactas, resulta posible ahorrar importantes cantidades de dinero aun manteniéndose dentro de los objetivos de seguridad nacional de la Administración. La reciente propuesta de Kaufman (1984) ilustra este planteamiento. Estima este autor que la solicitud de autorización presupuestaria de la Administración para el ejercicio fiscal de 1985 puede reducirse en unos 45.000 millones de dólares (23.000 millones por duplicación de programas, 3.000 millones por la re-

ducción en el ritmo de sustitución y mejora de armamento, y 19.000 millones por programas de objetivos dudosos). Para el ejercicio fiscal de 1987, la reducción propuesta en la autorización presupuestaria recortaría los *deseMBOLSOS* anuales en defensa en unos 42.000 millones de dólares, lo que representa cuatro veces el ahorro previsto por el plan en el ejercicio fiscal de 1985. Las reducciones en el gasto por compras militares exigen una antelación de varios años, debido a que los contratos son multianuales, y una porción importante del gasto de un año determinado procede de la autorización presupuestaria aprobada en años anteriores. Así pues, para afectar al gasto de los ejercicios fiscales de 1986 y 1987 es necesario modificar ahora la autorización presupuestaria.

Por lo que respecta a los problemas financieros a corto plazo de dos de los principales programas sociales internos, la Seguridad Social y el Medicare, aunque son de sobra conocidos a nivel público, conviene que los debates se centren más en los principios fundamentales que subyacen tras los síntomas. Las decisiones sobre la alteración de la estructura de prestaciones del OASDI, a fin de tomar en consideración los cambios intertemporales en variables económicas y demográficas clave, denotan la ausencia de una amplia política de equidad intergeneracional en la que estén involucrados tanto gastos como prestaciones en el contexto de unas limitaciones económicas realistas. Un ejemplo actual es el debate sobre si reducir el ritmo de crecimiento de las pensiones públicas mediante recortes en los incrementos programados de las prestaciones para futuros jubilados, en

vez de mediante la reducción de los pluses por coste de vida.

Frecuentemente, el sustituto de una política de equidad es la práctica de «evitar daños a todo el mundo», que puede resultar muy costosa. Esta práctica se deriva de la concepción de que una vez que una política otorga una prestación, el beneficiario tiene derecho a ella para siempre, debido a la existencia de un contrato social. Esta concepción y su correspondiente práctica merecen ser objeto de nueva evaluación, cuando el coste de un programa amenaza con resultar insostenible y con debilitar la propia estructura de la economía que ha de aportar los medios para financiar tal programa.

Pero antes de que los economistas empiecen a arbitrar fórmulas, quizás merezca la pena tratar de dejar a un lado el aspecto equitativo del debate e intentar establecer unos juicios de valor básicos sobre la financiación pública de los principales programas sociales. Ello constituiría una preparación fundamental para estudiar de qué modo renegociar el contrato social en el momento en que se ponga en tela de juicio si es soportable el ya existente.

El problema de la asistencia médica ilustra el tipo de complejidades al que hay que enfrentarse. ¿Ha de continuar siendo la edad el criterio que dé derecho a las prestaciones Medicare? ¿Y por qué no el nivel de ingresos? ¿En qué sentido, si es que hay alguno, la asistencia médica es un derecho del individuo? Una depuración de nuestros objetivos y de los costes para satisfacerlos quizás revelaría que solamente la asistencia sanitaria básica puede considerarse como un derecho. ¿Es absolutamente

inmoral la existencia de una medicina de dos clases? ¿Puede ser un tratamiento adecuado la asistencia básica? ¿Cuál ha de ser el límite de la financiación pública en enfermedades catastróficas? Intelectual y emocionalmente, resulta muy difícil definir cuál es la asistencia sanitaria adecuada y establecer esos límites, pero en caso necesario puede hacerse, si no explícitamente, al menos implícitamente. Dadas las proyecciones sobre la aceleración de los costes del programa Medicare, hay que prestar atención inmediata a las cuestiones fundamentales.

Los problemas que se plantean en la competencia por los fondos públicos implican una serie de juicios de valor básicos. Los conflictos entre esos juicios de valor han de ser resueltos por representantes elegidos públicamente y por las personas que ellos designen. La negociación de las diferencias aquí apuntadas parece imponerse al cuidadoso estudio del problema macroeconómico de una política de déficit. La no adopción de una política de déficit puede desembocar en la aparición de una serie de cuantiosos déficit que incrementen el *ratio* deuda federal/PNB hasta el punto de producir serios daños en la economía. Y continúa la búsqueda de una fórmula más eficaz para que los economistas y otros ciudadanos urjan a los representantes electos a que tomen medidas que eviten ese peligro.

NOTAS

(*) Ronald HOFFMAN es Economista Senior en la Oficina de Política Económica del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Mickey D. LEVY es Vicepresidente Senior y Economista Jefe del Fidelity Bank de Filadelfia. Este trabajo expresa los puntos de vista personales de los autores y no implica, refleja ni representa necesariamente las políticas del Departamento del Tesoro de Estados Unidos o del Fidelity Bank. Una versión anterior de este trabajo fue presentada en la 59.ª Conferencia Internacional Anual de la Western Economic Association, 24-28 de junio de 1984, Riviera Hotel, Las Vegas, Nevada. Formaba parte de una sesión organizada por Frank S. Russek de la Oficina de Presupuestos del Congreso. Dicha sesión y otras dos, todas ellas coordinadas por Eugene J. DEVINE, de la Oficina de Gestión y Presupuestos, representaron la contribución de la Society of Government Economists en la conferencia.

(1) Esta observación ha sido hecha frecuentemente por STEIN (1983a) y, a finales de 1983, por el líder de la mayoría en el Senado, Howard Baker.

(2) Existe también controversia política sobre estos problemas, lo que refleja diferencias de juicios de valor.

(3) Nos ha resultado muy útil STEIN (1982) en la estructuración de nuestras ideas sobre este tema.

(4) Se recomienda a la FED que resalte los «objetivos de *output* real y de crecimiento del empleo coherentes con una no aceleración de la inflación». Véase también H. R. 1569, en donde se exigiría a la FED que fije objetivos de *output* real, así como de inflación y PNB nominal.

(5) EISNER y PIEPER, aun reconociendo

que la política monetaria era dura, presentan pruebas que sugieren que las restricciones fiscales, no reconocidas en las estadísticas oficiales, tuvieron su parte de culpa en la gravedad de la recesión de 1981-1982.

(6) En la medida en que el análisis de BARRO resulta aplicable, este problema de política no se origina porque la deuda federal no constituya riqueza: el valor actual de los impuestos futuros necesarios para servir y amortizar la deuda neutraliza las obligaciones emitidas para cubrir el déficit.

(7) La presente sección debe mucho a HOFFMAN (1983).

(8) En este tema se dejan a un lado otros problemas de medición, como la diferencia entre la Contabilidad Nacional sobre la Renta (*National Income Accounts-NIA*) y los conceptos de presupuesto unificado, la conveniencia de relacionar el volumen absoluto del déficit con una medición del volumen de la economía (como el PNB o la población) y los reajustes por efectos cíclicos.

(9) Pero CAGAN advierte que los intereses adicionales debidos a la inflación (la prima de inflación) serán mayores o menores que la depreciación en el valor de la deuda, según si la inflación prevista en el momento de emisión de la deuda (la base para la prima de inflación) resulta una previsión demasiado alta o demasiado baja de la inflación real. En consecuencia, una medición apropiada del déficit excluiría únicamente el interés adicional que los prestamistas consideran como reembolso del principal (y por tanto disponible para financiar nuevos déficit federales sin absorber nuevo ahorro). En otras palabras, la deducción por el gasto en intereses del servicio de la deuda ha de ser igual a la cuantía del denominado efecto FISHER (v. gr., la prima de inflación en tipos de intereses reales, que re-

fleja la inflación prevista a lo largo de la vida del instrumento de deuda). Este reajuste es difícil, puesto que depende de las expectativas de inflación, que son inobservables.

(10) EISNER y PIEPER consideran tanto la deuda federal bruta como la deuda federal neta (deuda federal bruta menos activos federales). Reajustan tanto la deuda bruta como la deuda neta por los efectos de la inflación y las variaciones en los tipos de interés y comprueban que, para 1980, la deuda bruta fue de 496.000 millones de dólares y la deuda neta de 239.000 millones. Y declaran que el superávit o déficit corriente del Estado es la reducción en el valor real de la deuda neta (todo ello medido en dólares de 1972). Así, los 61.400 millones de dólares de déficit (según la NIA) en dólares corrientes se reduce a 34.500 millones en dólares de 1972, pero la deuda neta se reduce en 6.200 millones. Por tanto, y según los cálculos de EISNER y PIEPER, el presupuesto federal obtuvo un superávit de 6.200 millones de dólares en 1980.

(11) Esta afirmación está documentada en una investigación del Departamento del Tesoro de Estados Unidos (1984) sobre la literatura disponible. Algunos autores siguen creyendo que unos fuertes déficit corrientes y proyectados son los que han determinado que los tipos de interés se eleven más de lo que en otras circunstancias sucedería. Para las razones que determinan esta conclusión véase Levy (1981).

(12) Tal asimetría implicaría, por ejemplo, que un determinado individuo tuviera una previsión cuando actuase como prestatario y una distinta cuando actuase como prestamista, manteniéndose iguales todos los demás factores.

(13) No obstante, y como materia a largo plazo, un incremento percibido simétricamente en la incertidumbre sobre la polí-

tica monetaria y fiscal podría reducir el grado en que la inversión se financiara con deuda a largo plazo. Una reducción en la estructura de amortizaciones de las nuevas emisiones puede producir un efecto adverso sobre el volumen y composición del *stock* de capital.

(14) El grado en que la acumulación de capital contribuye al crecimiento es una cuestión empírica sin resolver, y cuyo análisis está fuera del alcance del presente trabajo.

(15) Centrándose en el *ratio* deuda/PNB, FRIEDMAN efectúa el reajuste por la inflación real, en vez de tener en cuenta, como debe ser, la inflación prevista. No está claro si efectúa un reajuste valor a la par/valor de mercado; no obstante, sus principales conclusiones merecen ser tenidas en cuenta.

(16) Aunque este trabajo deja a un lado las consideraciones de carácter internacional, advertimos la ausencia de una predicción unánime sobre cuándo se reducirá el ritmo de entrada de capitales y, si se produce, con qué rapidez. La entrada de capitales está ligada a una entrada de productos que ayuda a moderar la expansión económica y reduce la probabilidad de cuellos de botella.

(17) Utilizando el nivel mediano del PNB real durante cada fase de expansión media del ciclo, situada en el centro de dicha expansión media, los autores estiman una «trayectoria de expansión media del PNB tendencial». Ello elimina las fluctuaciones cíclicas, pero mantiene el nivel medio del PNB real a lo largo del período 1953-1980. Basando sus cálculos en esta trayectoria tendencial del PNB real, ciclicamente ajustada, a valores de mercado. Sin embargo, parten de la hipótesis de que la inflación prevista es igual a la inflación real.

(18) MILLER sostiene que incluso si la

Reserva Federal no monetiza formalmente la deuda, los elevados tipos de interés hacen rentable el poseer unos activos que devengan intereses y que están tan libres de riesgos como el propio dinero, y que pueden utilizarse en esencia como dinero en las operaciones. De esta forma, el sector privado introduce y negocia tales instrumentos y de hecho monetiza la deuda.

(19) La proyectada serie de déficit, sin precedentes, y el problema de cómo financiarlos, han aumentado las incertidumbres sobre el futuro comportamiento de la inflación y de los tipos de interés. En la actualidad, se dan por sentadas unas expectativas de inflación elevada, o al menos incierta, dada la pasada vinculación entre los déficit, el crecimiento de las disponibilidades líquidas y la inflación. Las recientes y acusadas fluctuaciones de los tipos de interés reales o ajustados a la inflación han hecho surgir una incertidumbre generalizada sobre su futuro comportamiento. La incertidumbre sobre la inflación pone en tela de juicio las tasas reales de rendimiento de la inversión previstas, mientras que la incertidumbre sobre la trayectoria de los tipos de interés aumenta el riesgo percibido de pérdidas de capital para los tenedores de activos financieros. Como resultado de estas incertidumbres en los mercados financieros, los tipos de interés son más elevados que en otras circunstancias, y las curvas de beneficios han caído de forma acusada. Ambos factores combinados hacen que aumente el coste de intereses para el Estado y agravan la situación de la deuda, y a largo plazo pueden afectar a la tasa de crecimiento y a la composición de la actividad económica real.

(20) Adviértase que a medida que el crecimiento real excede (es inferior a) del tipo de interés real, la eliminación del déficit primario desembocaría en un declive (ele-

vación) del *ratio* deuda/PNB. Igualmente, eliminar simplemente el déficit primario en el presupuesto de expansión media exigiría que el déficit para el presupuesto real unificado de 1987 se recortara en 137.000 millones de dólares. En dicho año, una reducción de tal calibre permitiría el declive del *ratio* deuda/PNB.

(21) Ese tipo de política parte de la hipótesis de que la tasa de inflación puede mantenerse en cierto nivel positivo, pero la experiencia enseña que los intentos en tal sentido fracasan y que la tasa de inflación se acelera.

(22) Aparte de las múltiples y muy conocidas consecuencias indeseables de la inflación, su aceleración determina en última instancia un cambio en la política monetaria, y la experiencia indica que normalmente la Reserva Federal reacciona demasiado tarde y de forma excesiva. La consecuente tendencia de cambios periódicos en el crecimiento de la demanda global ha constituido un factor esencial y subyacente a los recientes resultados erráticos de la economía.

(23) TOBIN (1983b) ha propuesto también que una política de rentas complementa el cambio en la «combinación de políticas» para limitar la inflación. Véase también RIVLIN (1984).

(24) Por ejemplo, y tal como Seymour FUEKOWSKY apuntó en una conversación con los autores, las disposiciones que derogan beneficios fiscales lo hacen, efectivamente, reduciendo los préstamos libres de interés del gobierno federal al contribuyente. Esto es análogo a los programas de préstamos federales, que esencialmente subvencionan a algunos prestatarios privados, influyendo así sobre las posiciones en la cola de créditos y con un efecto solamente trivial sobre los tipos de interés y las cantidades totales pendientes. Estas disposicio-

nes no son solamente inframarginales en relación con el ahorro, sino que muchas de ellas son también temporales, en el sentido de que aplazan las fechas efectivas de responsabilidad fiscal.

(25) La presente sección amplía las observaciones incluidas en HOFFMAN (1983).

BIBLIOGRAFIA

BLINDER, Alan, «On the Monetización of Deficits», papel de trabajo n.º 1052, National Bureau of Economic Research, diciembre de 1982.

— y SOLOW, Robert, «Analytical Foundations of Fiscal Policy», *The Economics of Public Finance*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1972, págs. 3-115.

CAGAN, Phillip, «The Real Federal Deficit and Markets», *The AEI Economist*, American Enterprise Institute, Washington D.C., noviembre de 1981.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE, *The Economic Outlook*, Washington D.C., febrero de 1984.

DE LEEUW, Frank, y HOLLOWAY, Thomas, «Measuring and Analyzing the Cyclically Adjusted Deficit», en el volumen *Government Deficit and the Economy*, sobre la conferencia del Banco de la Reserva Federal de Boston, Boston, 1984.

EISNER, Robert, «Fiscal and Monetary Policy Reconsidered», *American Economic Review*, diciembre de 1969, n.º 59, págs. 897-905.

— «What Went Wrong», *Journal of Political Economy*, mayo/junio de 1971, número 79, págs. 629-641.

— y PIEPER, Paul, «A New View of the Fe-

- deral Debt and Budget Deficits», *American Economic Review*, marzo de 1984, n.º 74, págs. 11-29.
- FELLNER, William, en «Legislation for Alternative Targets for Monetary Policy», audiencias ante la Subcomisión sobre Política Monetaria Interna de la Comisión sobre Banca, Finanzas y Asuntos Urbanos, Cámara de Representantes, 98.º Congreso, 1.ª Sesión, 26 de abril de 1983, págs. 110-118.
- FRIEDMAN, Benjamin, «Lessons from the 1979-1982 Monetary Policy Experiment», *American Economic Review*, 1984a, n.º 74, páginas 382-387.
- «Implications of the Government Deficit for U.S. Capital Formation», en el volumen *Government Deficits and the Economy*, sobre la conferencia del Banco de la Reserva Federal de Boston, Boston, 1984b.
- FRIEDMAN, Milton, «Lessons from the 1979-1982 Monetary Policy Experiment», *American Economic Review*, mayo de 1984, n.º 74, págs. 397-400.
- GORDON, Robert, en «Legislation for Alternative Targets for Monetary Policy», audiencias ante la Subcomisión sobre Política Monetaria Interna de la Comisión sobre Banca, Finanzas y Asuntos Urbanos, Cámara de representantes, 98.º Congreso, 1.ª Sesión, 26 de abril de 1983a, páginas 136-156.
- «The Conduct of Domestic Monetary Policy», papel de trabajo n.º 12221, National Bureau of Economic Research, octubre de 1983b.
- GRAMLICH, Edward M., «How Bad are the Large Deficits?», en el volumen *Federal Budget Policy in the 1980s*, sobre la conferencia del Urban Institute, Washington D.C. (de próxima aparición).
- HAMBERGER, Michael, y ZWICK, Burton, «Deficits, Money and Inflation», *Journal of Monetary Economics*, enero de 1981, n.º 8, págs. 141-150.
- HOFFMAN, Ronald, «Federal Deficits, Debt and Budget Policy», un documento de trabajo preparado para la primera conferencia anual del Economic Policy Forum, 28 de noviembre de 1983.
- KAUFMAN, William, «An Analysis of the FY 1985 Defense Budget and Associated Five-Year Defense Programs», The Brookings Institution, Washington D.C., 1984.
- LEVY, Mickey D., «Factors Affecting Monetary Policy in an Era of Inflation», *Journal of Monetary Economics*, noviembre de 1981, n.º 8, págs. 351-373.
- «Links Between Deficits and Interest Rates», documento de trabajo preparado para la primera conferencia anual del Economic Policy Forum, 28 de noviembre de 1983.
- LUCAS, Robert, «Econometric Policy Evaluation: A Critique», en LUCAS, *Studies in Business Cycle Theory*, MIT Press, Boston, 1981a, págs. 104-130.
- «Rules, Discretion, and the Role of the Economic Advisor», en LUCAS, *Studies on Business Cycle Theory*, MIT Press, Boston, 1981b, págs. 248-261.
- MCCALLUM, Bennett, «Monetarist Rules in the Light of Recent Experience», *American Economic Review*, mayo de 1984, págs. 388-391.
- MILLER, Preston, «The Inflation Risk in Projected Deficits», documento de trabajo preparado para la primera conferencia anual del Economic Policy Forum, 28 de noviembre de 1983a.
- «Higher Deficit Policies Lead to Higher Inflation», Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, *Quarterly Review*, invierno de 1983b, n.º 7, págs. 8-19.
- PERCE, James, «Did Financial Innovation Hurt the Great Monetarist Experiment?», *American Economic Review*, mayo de 1984, n.º 74, págs. 392-396.
- RIVLIN, Alice, ed., *Economic Choices 1984*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1984.
- SARGENT, Thomas, y WALLACE, Neil, «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», Banco de la Reserva Federal de Minneapolis, *Quarterly Review*, otoño de 1981, n.º 5, págs. 1-17.
- STEIN, Herbert, *An Agenda for the Study of Macroeconomic Policy*, American Enterprise Institute, Washington D.C., 1982.
- en *On Key Economic Issues*, American Enterprise Institute, Washington D.C., 1983a.
- «Maybe Interest Rates are Too Low», *Wall Street Journal*, 17 de agosto de 1983b, págs. 13-15.
- TOBIN, James, «Budget Deficits, Federal Debt and Inflation in Short and Runs», en Albert T. SOMMERS, ed., *Toward a Reconstruction of Federal Budgeting*, The Conference Board, Nueva York, 1983a, páginas 51-59.
- en *On Key Economic Issues*, American Enterprise Institute, Washington D.C., 1983b, págs. 35-38.
- «Okun on Macroeconomic Policy: A Final Comment», en TOBIN, ED., *Macroeconomics, Prices and Quantities, Essays in Memory of Arthur M. Okun*, The Brookings Institution, Washington D.C., 1983c, págs. 297-300.
- DEPARTAMENTO DEL TESORO DE EE.UU., *Blueprints for Basic Tax Reform*, Washington D.C., 1977.
- «The Effects of Deficits on Prices of Financial Assets: Theory and Evidence», Washington D.C., 1984.