

DEFICIT PUBLICO Y TIPOS DE INTERES (*)

EN los últimos años, los tipos reales de interés a largo plazo se han elevado, no sólo en los países que, como Estados Unidos, registraron un crecimiento singular del déficit público, sino también en aquellos otros, como por ejemplo Alemania y Gran Bretaña, donde las dimensiones del déficit público disminuyeron. Se podría argumentar, por supuesto, que estos aumentos sincronizados en los tipos reales de interés fueron producidos por factores externos comunes, tales como el aumento del precio del petróleo, o la operación de políticas monetarias restrictivas, que afectaron a todos los países. Sin embargo, también se podría argumentar que la subida de los tipos de interés fue debida al crecimiento en los déficit públicos *totales* respecto del ahorro *total*.

Este último punto de vista daría su fundamento a una crítica de la política fiscal de los Estados Unidos frecuentemente expuesta en Europa. Afirma esa crítica que, dada la magnitud de la economía americana y su déficit, independientemente de la política fiscal que adopten los países de Europa se enfrentarán con unos tipos reales de interés elevados, en tanto en cuanto el déficit público de los Estados Unidos permanezca alto. Dicho de otro modo, en tanto el déficit público de los Estados Unidos permanezca elevado y, más aún, mientras sea creciente, habría de realizarse una costosa reducción en los déficit de los restantes países para hacer mella en el déficit agregado total.

Es evidente que esa referencia integrada al mercado financiero tiene un sentido del que carecería en otros mercados distintos. En una discusión, por ejemplo, del mercado de trabajo o del de la vivienda, deberemos atender a los factores nacionales o regionales, porque es probable que el precio del trabajo o el de las viviendas se encuentre determinado por funciones de demanda y oferta nacionales. Sus precios, por consiguiente, se ven afectados única y exclusivamente de una manera marginal, al menos a corto plazo, por factores que están más allá de las fronteras nacionales.

Sin embargo, algunos precios se hallan determinados en mercados más amplios que los estrictamente nacionales. Por ejemplo, el precio del petróleo o del oro no vienen determinados por las funciones de oferta y demanda nacionales. Lo mismo puede decirse con respecto a muchos otros productos que se compran y venden internacionalmente y que, aparte de las distorsiones creadas por los aranceles a la importación o por el pago de subvenciones, responden a la ley de la excelencia de un precio internacional. El precio del oro es básicamente el mismo en Nueva York, Hong-Kong, Milán o Londres.

El mercado del dinero —el mercado de crédito— es de un carácter mucho más cerrado que el mercado del oro o el petróleo, pero menos cerrado que los mercados de la vivienda o el trabajo. Ayudados por la revolución tecnológica en los campos

de la informática y la telecomunicación, los directores de las entidades financieras tienen en la actualidad la posibilidad de seguir muy de cerca cuanto ocurre en los mercados monetarios de los diferentes países. Estos cambios han hecho posible el rápido acceso a gran parte de la información relevante sobre los mercados de crédito nacionales e internacionales, y han facilitado también la transmisión de instrucciones que, en unos minutos, pueden mover sumas enormes de dinero desde un centro financiero a otro. Tal y como alguien ha afirmado: «Hoy no existe más que una moneda real en el mundo, y esa moneda son los saldos de la Reserva Federal».

Esos saldos pueden ser cambiados en segundos. Algunos gobiernos intentan prevenir estos movimientos por medio de regulaciones y controles de los movimientos de capital, y estos controles pueden aislar temporalmente a un mercado nacional financiero del resto del mundo. A más largo plazo (que puede no ser muy largo), sin embargo, estos intentos suelen fracasar, a menos que el control por el gobierno sea tan amplio que deje un espacio nulo a la iniciativa privada.

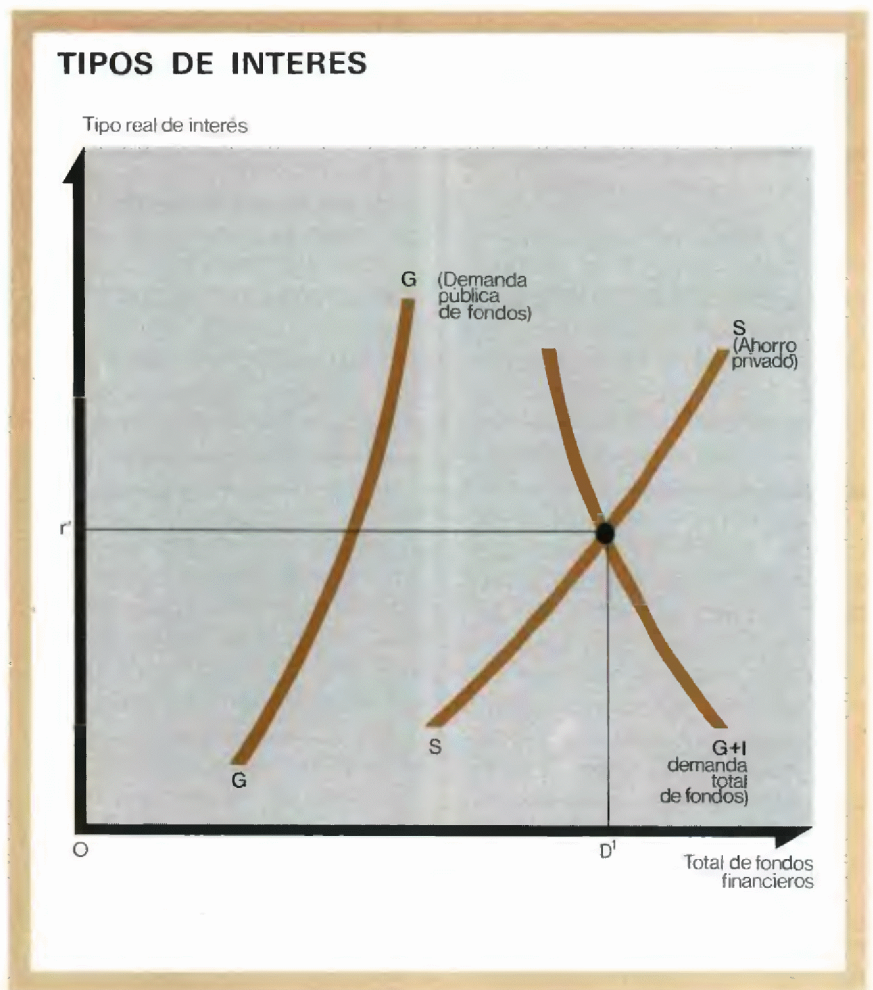
Pueden aducirse razones importantes a favor de la tesis de que los mercados de dinero son en la actualidad mercados internacionales en los que el precio del dinero o el crédito —el tipo de interés— viene determinado por la intersección de unas funciones de oferta y demanda verdaderamente internacionales. La corriente anual de préstamos internacionales (préstamos bancarios más emisiones de bonos) anda por el centenar de miles de millones de dólares USA. Las dimensiones del mercado de eu-

rodovisas, un 80 por 100 del cual está nominado en eurodólares, superó en 1982 el billón de dólares USA o, por decirlo de otro modo, supuso más de diez veces el nivel de ahorro privado en los Estados Unidos.

El carácter internacional del mercado de crédito ha sido comprendido implícitamente por aquellos economistas en finanzas internacionales que han desarrollado el concepto teórico de la *paridad del tipo de interés*. Este concepto ha llevado al mercado de crédito una ley de precios que se había desarrollado para los mercados de bienes. Por paridad de los tipos de interés se entiende que, ajustados a los tipos diferenciales de imposición y tasas diferenciales de inflación, a los diferentes vencimientos y riesgos de incumplimiento y a las variaciones previstas en los tipos de cambio existentes entre distintos países, los *tipos de interés nacionales no pueden diferenciarse demasiado entre sí*. Si esa diferencia se diera, el dinero se movería desde aquellos países con tipos de interés menores que los de equilibrio y hacia aquellas otras naciones con tipos más altos que los de equilibrio. Estos movimientos de capital continuarán en tanto en cuanto los tipos de interés nacionales se diferencien del tipo de equilibrio determinado internacionalmente.

Si el concepto de paridad del tipo de interés fuera empíricamente válido tendría unas consecuencias decisivas para una interpretación de los efectos de los déficit públicos sobre los mercados de capital y, en consecuencia, sobre los tipos de interés. Por ejemplo, las presiones del déficit público sobre los tipos de interés dentro de un país no pueden estudiarse rela-

TIPOS DE INTERES



cionando la demanda de crédito dentro de ese país con la oferta de crédito de ese país tan solo. Esta afirmación es válida, incluso cuando el país en cuestión es tan grande como los Estados Unidos.

De este modo, tiene poco sentido relacionar al déficit público de Estados Unidos con la oferta de ahorro de Estados Unidos, tal y como se ha hecho en muchos de los análisis empíricos y en muchas de las discusiones que han intentado encontrar una relación (o que han sostenido que existe una relación) entre el déficit público de los Estados Unidos y el tipo real de interés de los Estados Unidos.

La demanda de crédito de los Estados Unidos, ya esté originada en el sector público o en el empresarial, puede ser atendida por la oferta de crédito de los Estados Unidos *al igual que* por la oferta de crédito del resto del mundo. Sin embargo, y evidentemente, la demanda de crédito de los Estados Unidos debe competir con la demanda de crédito del resto del mundo. En el caso de que la demanda de crédito de los Estados Unidos aumente como consecuencia de un déficit público más alto y en unos momentos en los que la del resto del mundo disminuye, los tipos de interés no tienen por qué subir. *Mutatis mutandis*, dada la demanda de crédito en Estados

Unidos, un incremento en la inversión neta o en los déficit públicos en Europa o el Japón es probable que eleve los tipos de interés de los Estados Unidos, así como los del extranjero.

El gráfico nos proporciona una visión clara de la determinación de los tipos de interés en un medio internacional y para una escala dada de producción. G representa las demandas netas de fondos de los gobiernos, que se supone son idénticas a los déficit fiscales combinados de los distintos países. Esa demanda deberá tener una pendiente moderadamente positiva para recoger el hecho de que un tipo de interés real más alto (indicado sobre el eje vertical) es probable que vaya acompañado por un déficit fiscal también más alto (en igualdad de otras condiciones), dado que aumentará los costes (gastos) del servicio de la deuda pública.

$G + I$ representa la demanda total de crédito, donde I puede representar, o bien la inversión bruta, o la neta, dependiendo de si la función de oferta, S , representa al ahorro privado bruto o neto. El tipo real de equilibrio está indicado por r^1 , mientras que D^1 representa el nivel de crédito total al que se equilibran su demanda y la oferta.

Como el mercado de crédito de los Estados Unidos es el más eficiente, el más grande y el menos regulado, se podría afirmar que el tipo de interés de los Estados Unidos es el mejor de los indicadores del nivel del tipo real de interés internacional. Constituye, en un sentido amplio, la mayor medida del coste de oportunidad de invertir dinero en cualquier otro lugar. La diferencia entre el tipo de interés de los Estados Unidos y aquellos

otros correspondientes a otros países puede atribuirse a los diversos factores que se han mencionado anteriormente.

Pasemos ahora a considerar, uno por uno, los elementos que se esconden detrás de las funciones que componen el gráfico, concentrándonos de manera particular en G , que representa los déficit públicos combinados de los distintos países y, de este modo, refleja la demanda pública de fondos a préstamo. Nuestra discusión abunda en favor de la agregación de los déficit públicos, con objeto de calcular el impacto total de las demandas de crédito de los gobiernos. En un sentido literal, esto requeriría la agregación de más de un centenar de países. Suma difícil de realizar y que no es realmente necesaria, habida cuenta de que las economías de los grandes países tienen tal magnitud que, limitándonos a ellas se recoge prácticamente la parte más importante de las necesidades del ahorro total.

Por ejemplo, en 1983, los países G-7 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Gran Bretaña, Italia y Canadá) supusieron, al menos, un 70 por 100 del producto nacional bruto del mundo no socialista. Los países G-7 son tan grandes en comparación con los otros países de la OCDE que las proporciones básicas apenas si cambian cuando el grupo de naciones industriales se amplía más allá de los países G-7. Debido al hecho de que la disponibilidad de datos es bastante mayor para este grupo menor, y que es poco lo que se gana con su ampliación, el análisis siguiente se limita a los países G-7.

DEFICIT PUBLICO Y PAISES G-7

El cuadro n.º 1 nos proporcionará algunos datos básicos de los países G-7. Las columnas (1) y (2) muestran el *ratio* de los déficit públicos totales respecto a los productos nacionales brutos totales. La columna (1) se refiere a las administraciones centrales y la columna (2) se refiere al total de las administraciones públicas. El *ratio* de déficit público a producto nacional bruto fue muy bajo hasta 1975, cuando creció intensamente por los grandes aumentos en el gasto público corriente y por la caída en la actividad económica.

Entre 1975 y 1979, el *ratio* de déficit público a PIB cayó considerablemente debido a una reducción en el crecimiento relativo del gasto público y a una recuperación económica sostenida que, conjuntamente con unas altas tasas de inflación y unos sistemas tributarios progresivos, elevaron el nivel de imposición. Desde el punto más bajo alcanzado en 1979, el déficit combinado aumentó intensamente, alcanzando unos niveles muy altos hacia 1982-83. Estas tendencias son válidas, tanto si nos referimos a la administración central únicamente (columna 1) como si nos referimos a las administraciones públicas (columna 2). En consecuencia, la demanda de crédito por parte de las administraciones de estos países creció enormemente en el periodo 1979-82.

¿Se vio acompañado este aumento en los déficit públicos por un ahorro creciente del sector privado, tal y como han afirmado algunas recientes versiones de la teoría de la equivalencia ricardiana? Las columnas (3) y

CUADRO N.º 1

DATOS BASICOS SOBRE DEFICIT PUBLICOS AGREGADOS Y AHORRO DE LOS PAISES G-7, 1972-83

AÑOS	PORCENTAJES s/ PNB				PORCENTAJES s/ APB		PORCENTAJES s/ APN	
	DAC (1)	DAP (2)	APB (3)	APN (4)	DAC (5)	DAP (6)	DAC (7)	DAP (8)
1972	n.d.	0,7	19,8	10,3	n.d.	3,4	n.d.	6,6
1973	n.d.	—	20,9	11,3	n.d.	—	n.d.	—
1974	n.d.	0,8	19,9	9,7	n.d.	4,0	n.d.	8,2
1975	4,8	4,3	20,7	10,2	23,3	20,8	47,4	42,3
1976	3,6	2,8	20,3	9,8	17,9	14,0	37,1	29,2
1977	3,2	2,1	20,2	9,6	16,0	10,6	33,6	22,3
1978	3,5	2,4	21,4	10,7	16,3	11,1	32,6	22,2
1979	3,1	1,8	20,7	9,9	15,0	8,9	31,4	18,7
1980	3,5	2,5	20,2	9,0	17,6	12,4	39,2	27,6
1981	3,7	2,6	20,3	8,9	18,4	12,8	42,1	29,4
1982	4,6	4,0	19,8	8,1	23,4	20,3	57,1	49,4
1983	5,7	4,1	19,6	7,9	28,9	20,9	71,6	51,7

Notas:

n.d.: Cifras no disponibles.

DAC: Déficit administración central.

DAP: Déficit administraciones públicas.

APB: Ahorro privado bruto.

APN: Ahorro privado neto.

Todas las cifras correspondientes a los países G-7 fueron convertidas en dólares, utilizando los tipos medios de cambio para cada año. Las cifras de dólares fueron agregadas a continuación utilizando los productos nacionales brutos como ponderaciones divididos según se precisaba.

Fuente: Basado en datos de la OCDE.

(4) arrojan luz sobre esta cuestión y nos proporcionan información sobre la función de oferta del gráfico. Tanto si se considera el ahorro privado bruto (columna 3), como el ahorro privado neto (columna 4), la conclusión a la que se llega es la misma: no se dispone de evidencia respecto a una relación de tipo ricardiano entre los déficit fiscales (o acumulación de la deuda) y el comportamiento del ahorro del sector privado.

Efectivamente, si acaso, tanto el ahorro privado neto como el bruto disminuyeron de manera significativa durante el período 1979-83, que fue, precisamente, el período en que los déficit públicos crecieron más rápidamente. Entre 1979 y 1983, el ratio de ahorro privado bruto

a PIB disminuyó en un 1,1 por 100 y el *ratio* del ahorro privado neto a PIB disminuyó en un 2 por 100.

El cuadro n.º 1 — columnas (5), (6), (7) y (8) — nos facilita también evidencia sobre el grado en que, durante ese período, la deuda pública estuvo absorbiendo la oferta de ahorro privado bruto — columnas (5) y (6) — o de ahorro privado neto — columnas (7) y (8) —. Bajo mi punto de vista, la relación más significativa es la de la deuda con el ahorro privado neto. La razón es que, aun cuando, en teoría, las deducciones por depreciación por parte de las empresas se podrían utilizar para la adquisición de valores públicos, en la práctica se suelen utilizar por lo general por las empresas

para sustituir la inversión depreciada, o para llevar a cabo nuevas inversiones.

Las columnas (7) y (8) muestran que, en los dos últimos años, una fracción muy importante de la totalidad del ahorro privado neto fue absorbido por la necesidad del gobierno de financiar sus déficit públicos. Empezando en el año 1979, el *ratio* de déficit público a ahorro privado neto se incrementó intensamente, alcanzando unos niveles muy altos en los años 1982 y 1983, traduciéndose, de este modo, en una fuerte presión sobre los mercados de capitales.

Mientras que los gobiernos absorbieron progresivamente fracciones mayores del ahorro privado neto de las naciones G-7, ¿qué ocurría con los otros

componentes de la función de demanda neta total de crédito, esto es, con la inversión? Para el grupo de G-7, la inversión nacional privada neta, respecto al PIB, disminuyó desde un nivel de 18 a 19 por 100 durante el período 1977-79, a un 17 por 100 durante el período 1980-81 y a un 15 por 100 durante el período comprendido entre 1982-1983. Como proporción del ahorro privado bruto, disminuyó desde cerca de un 90 por 100 en 1976-79, a casi un 85 por 100 en 1980-81 y a cerca de un 75 por 100 en 1982-83. El cuadro n.º 2 nos proporciona datos al respecto.

El cuadro n.º 2 presenta los fondos obtenidos por el sector privado en los siete grandes países durante el período 1980-1983. La conclusión básica es la misma que la deducida de los datos sobre inversión antes citados. Con la excepción de Gran Bretaña, en 1982 los sectores privados de todos los países redujeron la cantidad de fondos obtenidos; en algunos países la reducción fue absolutamente radical. En 1983, la demanda de

fondos por parte del sector privado de los Estados Unidos se incrementó en grado significativo, aunque la de otros países, incluyendo Gran Bretaña, no lo hizo. De este modo, y en cierta medida, *las superiores necesidades financieras de los sectores públicos se vieron compensadas por las menores necesidades de los sectores privados.*

Esta acomodación implícita del sector privado a las mayores necesidades de financiación, del sector de administraciones públicas no impidió que los tipos de interés reales a largo plazo aumentaran en 1981 e incluso más en 1982 y 1983, aun cuando, en ausencia de esa acomodación del sector privado, es posible que los tipos reales de interés a largo plazo hubieran aumentado más todavía. Para los países G-7 combinados, los tipos reales de interés a largo plazo se incrementaron desde cerca de un 1 por 100 en 1976-1979, a un 1,9 por 100 en 1980, un 4,2 por 100 en 1981, un 5,4 por 100 en 1982 y un 6 por 100 en 1983. Este aumento continuó en 1982, de cara a una crecien-

te demanda de crédito por parte del sector privado dentro de los Estados Unidos, así como en algunos países europeos. Este incremento en la demanda privada se ha visto en parte compensado por la menor demanda pública asociada a unos menores déficit.

PARTICIPACION DE LOS ESTADOS UNIDOS EN LOS TOTALES DE LOS G-7

Así pues, la consideración de los países G-7 como una unidad demuestra que, en los últimos años, el déficit público agregado creció intensamente en relación con los productos nacionales brutos combinados y la cantidad total de ahorro. Hacia 1982-1983, estos déficit fueron absorbiendo grandes proporciones de ahorro privado neto de los G-7. Esta situación se tradujo inevitablemente en unas fuertes presiones sobre los mercados de crédito y contribuyó a unos aumentos significativos en los tipos reales de interés, incluso aun cuando la superior demanda de crédito del sector público se viera en parte neutralizada por una menor demanda privada de crédito como consecuencia de la grave recesión que continuó en Europa hasta muy entrado 1983. Trataremos ahora de comprobar el papel que el déficit público de los Estados Unidos jugó en los totales de los países G-7.

El cuadro n.º 3 reúne la información apropiada para ese análisis. En 1983, los Estados Unidos contribuyeron con un 42,8 por 100 al ahorro total privado bruto de los países G-7 y un 35,5 por 100 del ahorro privado neto total de los G-7 (ver columnas 1 y 2). Estos porcentajes eran mu-

CUADRO N.º 2

FONDOS OBTENIDOS POR EL SECTOR PRIVADO DE LOS PAISES G-7, 1980-83 (Porcentajes del PNB)

PAISES	1980	1981	1982	1983 (1)
Canadá	14,1	14,4	3,3	3,5
Francia	13,6	13,1	11,8	10,8
Alemania	10,9	10,6	8,3	8,8
Italia	12,0	12,5	9,0	9,1
Japón	12,2	12,2	12,1	11,8
Reino Unido	9,0	9,5	10,5	9,4
Estados Unidos	9,7	9,1	6,8	9,5

(1) Cifras provisionales.

Fuente: Bank for International Settlements, 54 Annual Report, Basilea, 18-VI-84, pág. 45.

CUADRO N.º 3

PROPORCION DE ESTADOS UNIDOS EN LOS TOTALES AGREGADOS DE LOS PAISES G-7,
1972-83

AÑOS	APB de EUA como % de APB de G-7	APN de EUA como % de APN de G-7	Déficit fiscal EUA como % de déficit fiscal países G-7		Déficit fiscal EUA como % de APB países G-7		Déficit fiscal EUA como % de APN países G-7	
	(1)	(2)	A.C. (3)	A.P. (4)	A.C. (5)	A.P. (6)	A.C. (7)	A.P. (8)
1972	41,2	34,7	n.d.	20,8	3,7	0,7	7,2	1,4
1973	39,2	35,5	n.d.	—	2,5	- 1,3	4,6	- 2,5
1974	38,8	33,3	n.d.	19,7	0,3	0,8	0,5	1,6
1975	40,2	35,7	46,0	44,2	10,7	9,2	21,8	18,7
1976	39,3	33,2	41,9	34,5	7,5	4,8	15,6	10,1
1977	38,7	32,8	37,7	20,1	6,0	2,1	12,7	4,5
1978	34,7	28,0	24,9	- 3,3	4,1	- 0,4	8,1	- 0,7
1979	34,3	26,7	15,9	- 13,3	2,4	- 1,2	5,0	- 2,5
1980	34,0	24,7	28,0	19,6	4,9	2,4	11,0	5,4
1981	38,7	31,2	29,9	15,9	5,5	2,0	12,6	4,7
1982	40,8	31,0	43,9	44,8	10,3	9,1	25,1	22,1
1983	42,8	35,5	49,5	46,7	14,3	9,8	35,5	24,2

Notas:

n.d.: Cifras no disponibles.
DAC: Déficit administración central.
DAP: Déficit total administraciones públicas.
APB: Ahorro privado bruto.
APN: Ahorro privado neto.

Todas las cifras correspondientes a los países G-7 fueron convertidas a dólares utilizando los tipos medios de cambio de cada año. Las cifras en dólares fueron agregadas a continuación y divididas según se iba precisando.

Fuente: Basado en datos de la OCDE.

chísimo más altos que los de 1979, si bien se aproximaron a los de 1972. El factor principal de estos cambios fue la revalorización del tipo de cambio: conforme el dólar iba creciendo en fortaleza, la participación del ahorro de los Estados Unidos en el total iba aumentando también. Entre 1979 y 1983, la participación del déficit público de los Estados Unidos en el total aumentó intensamente, desde un 15,9 por 100 para la Administración central y un 13,3 por 100 para el total de las administraciones públicas, a un 49,5 por 100 y un 46,7 por 100, respectivamente (ver columnas 3 y 4).

Proporciones similares se habían registrado, siquiera fuese brevemente, en 1975, pero ha-

bían disminuido radicalmente hasta 1979. Hacia 1983 el déficit público de los Estados Unidos estuvo absorbiendo fracciones más altas, muchísimo más altas, del ahorro privado neto de los G-7 que en años anteriores. Por ejemplo, la participación del déficit público de la Administración central de los Estados Unidos en el ahorro privado de las G-7 se incrementó desde un 5 por 100 en 1979 a un 11 por 100 en 1980, a un 12,6 por 100 en 1981, a un 25,1 por 100 en 1982 y a un 35,5 por 100 en 1983. En 1983 el déficit de la Administración central de los Estados Unidos estaba absorbiendo más de un tercio del ahorro privado neto total de los países G-7. En el caso de que se considere el total de las adminis-

traciones públicas, los porcentajes no son sino marginalmente menos radicales.

Entre 1979 y 1983, el déficit público de la Administración central de los Estados Unidos aumentó desde un 1,2 por 100 del producto nacional bruto de los Estados Unidos a un 5,8 por 100; el déficit público de la Administración central de las otras seis naciones del grupo de los G-7 aumentó desde un 4,6 por 100 del producto nacional bruto de esas naciones al 5,6 por 100. En el caso de que se consideren los déficits públicos de las administraciones públicas totales, los porcentajes son los siguientes: para los Estados Unidos, un 0,6 por 100 en 1979 y un 3,9 por 100 en 1983; para las otras seis

naciones, desde un 3,7 por 100 a un 4,3 por 100. En cualquier caso, el déficit de los Estados Unidos se ha traducido en toda una serie de presiones sobre el mercado de crédito de los países G-7.

El hecho de que los países G-7 se encontraran experimentando una recesión en la actividad económica es probable que haya impedido que se registrase una elevación mayor en los tipos reales de interés. En el caso de que los déficits públicos de los países G-7 permanezcan tan altos como en los últimos años, mientras que la recuperación de los Estados Unidos se extienda a otros países, serían de esperar unos tipos reales de interés aún más elevados. Por otra parte, en el caso de que los Estados Unidos experimentaran una recesión, la mayor demanda de crédito del sector público (asociada a un déficit público ampliado por el ciclo) podría muy bien verse neutralizada por la menor demanda de crédito del sector privado. Lo que resulta difícil de predecir es cuál de estos efectos sería el predominante. De cualquier manera, lo que ocurriera en el resto del mundo jugaría igualmente un papel de importancia.

OBSERVACIONES FINALES

El presente trabajo ha revisado la experiencia fiscal de los países industrializados, poniendo un particular acento en el comportamiento de las principales partes. Independientemente de las evidentes dificultades a la hora de hacer un estudio de la situación fiscal de los países individuales, y todavía más al comparar la situación fiscal de

los diferentes países, la información estadística de que se dispone apoya las conclusiones de que:

a) en el transcurso de la pasada década se ha observado una degradación gradual y claramente general de la situación fiscal de los países de la OCDE, y

b) en los años más recientes, y en términos relativos, la situación fiscal de los Estados Unidos se ha degradado más que en los demás países.

No obstante lo anterior, bueno será observar que, incluso aun cuando las dimensiones del déficit público hayan crecido considerablemente en los Estados Unidos, su magnitud, expresada como fracción del producto nacional bruto, no es inusitadamente alta: es todavía menor que la de varios de los países europeos y es del mismo orden de magnitud que la del Japón, un país del que no se piensa que padezca una situación fiscal grave. No obstante, dada la magnitud de la economía de los Estados Unidos, lo que le ocurra a su economía tiene importantes consecuencias para otros países. Así pues, la gran absorción del ahorro total de los países industriales, debida en parte al creciente déficit de los Estados Unidos después de 1979, puede haber constituido un importante factor a la hora de explicar la elevación de los tipos reales de interés.

NOTA

(*) Resumen y conclusiones del trabajo de VITO TANZI: *The Deficit Experience in Industrial Countries*, F.M.I., 1985.