

PERSPECTIVAS DE LA EVOLUCION DE LA DEUDA PUBLICA

Jean-Claude CHOURAQUI, Brian JONES
Robert Bruce MONTADOR

INTRODUCCION (*)

ANTE las inquietudes suscitadas por el crecimiento de la deuda del sector público, se ha extendido la opinión de que las consecuencias a medio plazo de los déficit públicos limitan las posibilidades de utilizar la política presupuestaria para regular y sostener la actividad económica (1). El análisis que sigue a continuación se propone estudiar este tipo de preocupaciones desde una *perspectiva a medio plazo*. Tres series de cuestiones se analizarán en este trabajo.

1) ¿Cuál es la definición apropiada de la deuda pública? ¿Hay que tener en cuenta otros componentes de la cuenta patrimonial del sector público, como los activos de capital y los compromisos derivados de las futuras pensiones de la seguridad social que no forman parte de los activos o pasivos estrictamente *financieros* de las administraciones públicas?

2) ¿Cuál es la gravedad de la situación actual de la deuda pública? Las políticas actualmente aplicadas, ¿amenazan con provocar una «explosión» de la deuda pública? La consideración de los activos y pasivos no financieros del sector público, ¿modifica las conclusiones que se obtienen de un análisis limitado únicamente a la deuda *financiera*? ¿En qué medida la evolución prevista de la deuda pública debe modificarse a causa de los cambios que afectan a la situación económica, a

los tipos de interés o a la orientación de la política presupuestaria?

3) ¿Qué consecuencias pueden tener unos niveles elevados y/o crecientes de deuda pública? ¿En qué medida esos niveles pueden reducir el margen de manobra de la política presupuestaria y en qué grado provocan elevaciones de los tipos de interés? ¿Existe un nivel «óptimo» de deuda pública o el volumen de deuda pública es neutral desde el punto de vista económico?

I. LAS DIFERENTES MEDIDAS DE LA DEUDA PUBLICA

1. Definiciones

Tres son los problemas de definición que se plantean al tratar de la deuda pública:

- ¿Debe considerarse la deuda pública *bruta* o la deuda pública *neta*?
- ¿Cuál es el concepto de deuda pública más relevante: la deuda del *Estado*, la deuda de las *administraciones públicas* o la deuda del *sector público* en su conjunto, incluidas por tanto las empresas públicas?
- Por último, ¿existe alguna razón para distinguir entre deuda pública exterior y deuda pública interior?

Cuando se habla de deuda pú-

blica, por lo general se utiliza el concepto de deuda pública *bruta* (es decir, los compromisos financieros totales de las administraciones públicas). Y ello por dos motivos: primero porque las cifras correspondientes son las más fácilmente disponibles y, en consecuencia, las que gozan de más amplia publicidad y difusión; en segundo lugar, porque existe una vinculación directa entre la deuda bruta y el volumen de pagos de intereses en concepto de servicio de la deuda, aspecto este que refleja, en gran medida, las inquietudes suscitadas por la evolución de la deuda pública (véase más adelante cuanto se indica sobre este punto). La deuda *neta* (es decir, los pasivos financieros brutos totales menos los activos financieros) refleja, por el contrario, de forma más precisa el volumen total de los déficit presupuestarios acumulados en el pasado, el cual representa los endeudamientos netos contraídos por las administraciones públicas en el transcurso de cada período. La mejor forma de apreciar la diferencia existente entre estos dos conceptos consiste en examinar la naturaleza de los activos financieros del sector público, puesto que son ellos los que constituyen la diferencia entre la deuda pública bruta y la deuda pública neta. Estos activos son de dos órdenes: los créditos ostentados por las administraciones públicas en su calidad de intermediario financiero, y los recursos de la seguridad social constituidos en previsión de futuras obligaciones.

En tanto que intermediario financiero, las administraciones públicas toman fondos prestados (que aumentan su deuda financiera bruta) con el fin de conceder créditos, bien sea a los particulares (fundamentalmente, en la mayoría de países, en forma de préstamos

hipotecarios), o bien a diversas instituciones (por ejemplo préstamos para equipamientos que favorezcan el desarrollo regional). Los créditos así generados proporcionan generalmente a las administraciones públicas unos intereses, por lo que deberían representar legítimamente una contrapartida de su deuda bruta. Hay, sin embargo, dos problemas ligados a estos activos financieros que, en ciertos países y en proporciones variables, contribuyen a fundamentar la opinión de que quizás no convenga deducirlos de la deuda bruta. En primer lugar, en algunos casos, los intereses abonados a las administraciones públicas por los particulares y los organismos prestatarios no les permiten cubrir sus costes financieros. En segundo lugar, si la calidad de los activos financieros en poder de las administraciones públicas está sujeta a controversia, el valor real de tales activos puede ser menor que su valor contable. Tal puede ser el caso, especialmente, de los préstamos a sociedades privadas insolventes o a determinadas empresas públicas.

La otra categoría importante de activos financieros en poder del Estado está vinculada a los recursos de la seguridad social. En bastantes países, una gran proporción de estos recursos está asociada a la financiación de los regímenes de pensiones, que suponen pesadas obligaciones para las administraciones públicas en el futuro. Por lo general, la deuda pública bruta no tiene en cuenta en absoluto tales obligaciones futuras de la seguridad social, lo cual constituye una importante laguna frente a las consecuencias financieras futuras del envejecimiento de la población (véase sobre este punto cuanto se expone más adelante). Igualmente, las cifras de la deuda pública neta co-

rren el riesgo de inducir a error, dado que sólo toman en consideración el «activo» del balance de la seguridad social. En algunos países, como Japón, estas cifras no se consideran de hecho significativas por los poderes públicos, en la medida en que estos últimos prevén que la evolución demográfica reducirá sensiblemente los recursos de la seguridad social en el futuro. En conclusión, los vínculos existentes entre la deuda pública neta y los déficit presupuestarios hacen que resulte preferible utilizar la deuda neta para analizar la evolución del endeudamiento previsible de las administraciones públicas. Sin embargo, los problemas asociados a la calidad de los activos financieros, la existencia de compromisos (y pasivos) implícitos en concepto de pensiones de la seguridad social y la importancia que reviste el servicio de la deuda conceden indudable importancia operativa y conceptual a la consideración de los valores de la deuda pública bruta.

La segunda gran cuestión que plantea la definición de la deuda pública concierne a las instituciones públicas a las que se refiere. En algunos países la atención se polariza en la deuda pública del Estado (o administración central), mientras que en otros la atención se centra sobre todo en los compromisos del conjunto de las administraciones públicas (Estado, seguridad social y corporaciones locales) o bien la atención puede centrarse en la deuda del sector público en su totalidad (es decir, administraciones públicas y empresas públicas). La definición más limitada (deuda pública del Estado) podría justificarse en la medida en que se dispone de datos más abundantes para esta categoría de deuda pública y por el hecho de que para este tipo de deuda es más factible su posible

«monetización» (dado que, por lo general, los bancos centrales no adquieren ni descuentan títulos de las corporaciones locales). No obstante, se plantean un cierto número de dificultades cuando se quieren comparar las cifras de la deuda pública del Estado de diversos países, puesto que algunos de ellos tienen una estructura federal y otros no. Por otra parte, la definición más amplia (deuda del sector público) podría justificarse si las cosas se contemplan desde una perspectiva contable patrimonial. De hecho, las administraciones públicas tienen por lo general acciones de empresas públicas, acciones que no se contabilizan entre sus activos financieros (al menos por sus valores reales). Las ventas de estas acciones pueden modificar la deuda pública neta y la deuda pública bruta de las administraciones públicas, pero no necesariamente del patrimonio total del sector público, y de ahí la utilidad de una medición de la deuda del sector público en su conjunto. Sin embargo, la estimación de la deuda del sector público plantea importantes problemas de obtención de datos y de definición en distintos países de niveles comparables de deuda pública. A ello se añade el hecho de que la actividad de las empresas públicas se asemeja bastante más a la de las empresas privadas que a la actividad de las administraciones públicas. En conclusión, consideradas todas las alternativas, la utilización del concepto intermedio (deuda de las administraciones públicas) parece el más apropiado, dado que asegura una comparación razonable de la deuda pública entre distintos países y resulta compatible con las definiciones sectoriales de la Contabilidad Nacional. A ello se añade que en la mayoría de los países la evolución de la deuda pública del Estado y la de las administraciones públicas

ha sido muy semejante en estos últimos años.

Por último, hay que efectuar una distinción —que tiene gran importancia en relación con los debates sobre la deuda pública de ciertos países como Dinamarca, Suecia, Irlanda, Nueva Zelanda, Portugal o Turquía—, distinción que pregunta ¿cuál es el volumen de la deuda pública en poder de no residentes, y qué proporción de la deuda pública está denominada en divisas?

Los empréstitos exteriores aportan recursos suplementarios que permiten a los distintos países invertir más de lo que ahorran, sin provocar con ello aumentos en los tipos de interés del orden de los que se hubieran producido en caso de utilizar deuda interna. Por otra parte, los intereses abonados sobre la deuda en poder de no residentes no constituyen una transferencia interna (pues se contabilizan en la balanza de pagos por cuenta corriente, reduciendo así el PNB y la renta nacional),

de forma que la capacidad de hacer frente al servicio de la deuda pública revista una importancia aún mayor que en la deuda pública interna en poder de nacionales. Además, el recurso a la financiación exterior puede afectar en ocasiones a la competitividad de la economía, especialmente si las entradas de capitales se traducen en una elevación del tipo de cambio. Estos efectos son comunes a toda clase de deuda exterior pues, para un volumen dado de la deuda externa total, no tiene

CUADRO N.º 1
DEUDA PÚBLICA BRUTA EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB NOMINAL

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (b)	1987 (b)
Estados Unidos	44,1	40,6	39,6	42,6	42,5	40,8	39,0	37,2	37,7	37,1	41,1	44,0	45,1	48,5	50,5	51,6
Japón	17,5	17,0	18,0	22,4	28,0	33,4	41,9	46,9	52,0	57,0	61,1	66,9	68,4	68,9	69,4	69,5
Alemania	18,8	18,6	19,6	25,0	27,0	28,5	29,9	30,7	32,5	36,3	39,5	40,9	41,7	42,3	42,4	43,2
Francia	26,4	25,1	24,7	25,8	24,7	25,2	26,3	26,2	25,0	25,9	28,3	29,8	32,6	34,6	36,4	38,3
Gran Bretaña	75,3	69,7	69,6	65,3	64,1	62,5	59,6	55,6	54,9	54,9	53,6	54,0	55,3	53,7	53,8	53,0
Italia	52,2	52,5	50,0	57,9	56,7	56,6	61,8	61,2	58,5	60,5	66,3	72,1	77,7	84,6	87,2	91,2
Canadá	52,6	46,7	44,5	44,8	42,5	44,8	48,7	43,6	44,7	45,1	50,5	54,5	58,2	63,7	67,4	70,2
Total de los siete grandes países	38,9	36,4	35,8	38,8	39,5	39,7	40,7	40,2	41,2	42,3	45,9	49,0	50,7	53,2	54,6	55,7
Total de los siete grandes menos, Estados Unidos	34,1	32,4	32,4	35,2	36,7	38,7	42,4	43,0	44,5	47,2	50,4	53,8	55,9	57,7	58,5	59,6
Australia	35,9	31,8	29,2	28,5	27,8	29,1	30,3	28,0	25,2	22,6	22,2	24,1	25,2	25,3	26,0	26,0
Austria	17,5	17,5	17,6	23,9	27,4	30,1	33,9	36,0	37,2	39,3	41,6	46,0	47,6	46,9	47,1	49,0
Bélgica	77,4	75,0	69,1	68,8	69,0	72,3	75,3	79,4	85,0	99,5	107,1	118,1	126,5	130,3	132,5	136,3
Dinamarca	10,0	7,9	7,4	11,9	14,6	18,1	21,9	27,0	33,5	43,7	53,1	62,7	67,6	65,8	59,3	56,7
España	14,9	13,2	12,6	12,9	12,6	13,7	13,9	15,7	17,7	21,7	26,9	32,6	39,6	43,6	46,2	48,9
Finlandia	12,4	10,2	8,1	8,6	9,0	10,4	13,5	14,0	13,9	14,6	17,1	18,7	19,1	18,8	17,5	18,0
Grecia	23,2	19,4	20,3	22,4	22,1	22,4	29,4	27,6	27,7	32,8	36,4	41,6	49,9	59,1	56,1	60,7
Irlanda	60,8	57,9	66,1	72,3	78,8	76,4	80,0	84,9	87,7	94,1	103,3	109,7	112,9	120,1	122,2	—
Noruega	50,3	48,8	45,9	48,2	50,3	57,0	64,0	66,3	55,9	51,2	46,2	42,5	35,4	28,5	26,4	26,6
Países Bajos	46,6	43,4	41,5	41,3	40,2	39,7	40,9	42,7	45,9	50,3	55,6	61,9	66,4	69,9	75,5	81,9
Portugal	—	18,5	18,2	26,3	32,1	33,9	37,9	42,3	38,7	48,2	50,5	56,9	61,7	61,7	—	—
Suecia	30,7	30,0	30,4	29,5	27,5	29,9	34,5	39,7	44,8	53,0	62,5	65,9	68,0	70,8	71,0	69,4
Suiza	37,1	36,4	37,5	42,2	46,3	45,9	45,1	44,1	42,6	39,9	38,8	38,3	39,5	—	—	—
Total de pequeños países (c)	33,2	30,8	29,2	30,0	30,0	31,8	34,4	36,1	37,4	41,3	45,5	50,2	53,8	55,6	56,6	58,5
Total de los países anteriores (c)	38,2	35,7	35,0	37,7	38,3	38,8	40,0	39,7	40,8	42,2	45,9	49,2	51,1	53,5	54,9	56,1
Total OCDE, menos Estados Unidos (c)	33,9	32,1	31,7	34,1	35,3	37,3	40,7	41,6	43,0	46,0	49,4	53,0	55,5	57,2	58,1	59,4

(a) Estimaciones parciales.

(b) Previsiones.

(c) Con exclusión de Portugal y Suiza.

Fuente: OCDE.

CUADRO N.º 2
DEUDA PÚBLICA NETA EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB NOMINAL

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (b)	1987 (b)
Estados Unidos	25,7	22,9	22,0	24,4	24,1	23,0	21,0	19,4	19,5	18,8	21,4	24,0	25,1	26,8	28,8	29,9
Japón	-6,5	-6,1	-5,4	-2,1	1,9	5,5	11,3	14,9	17,3	20,7	23,2	26,2	26,9	26,5	26,2	26,6
Alemania	-5,8	-6,7	-4,7	1,0	4,6	7,0	9,4	11,5	14,3	17,4	19,8	21,4	21,7	22,1	22,2	23,0
Francia	9,1	8,3	8,8	11,1	10,9	10,2	10,2	9,8	9,1	9,9	11,3	13,4	15,2	16,7	18,5	20,4
Gran Bretaña	64,8	57,5	54,9	57,4	56,8	55,8	53,3	48,6	48,0	47,2	46,4	47,1	48,5	46,9	46,9	46,1
Italia	43,4	45,2	42,7	52,0	52,8	52,7	55,4	55,3	53,6	57,3	63,4	68,9	74,9	81,9	84,5	88,5
Canadá	4,3	2,7	1,1	4,4	5,3	7,7	10,6	10,7	11,5	10,7	16,9	20,4	24,7	30,3	34,0	36,7
Total de los siete- grandes países ..	18,8	16,9	16,4	19,7	20,6	20,8	21,1	20,8	21,3	22,0	24,6	27,2	28,6	30,0	31,4	32,5
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos ..	12,4	11,3	11,2	15,2	17,2	18,7	21,2	22,0	23,0	25,0	27,5	30,1	31,9	33,0	33,8	35,0
Australia	35,9	31,8	29,2	28,5	27,8	29,1	30,3	28,0	25,2	22,6	22,2	24,1	25,2	25,3	26,0	26,0
Austria	17,5	17,5	17,6	23,9	27,4	30,1	33,9	36,0	37,2	39,3	41,6	46,0	47,6	46,9	47,1	49,0
Bélgica	61,0	58,1	54,3	54,1	54,6	57,7	60,6	64,8	69,4	81,0	86,5	95,1	100,5	104,4	106,5	110,3
Dinamarca	-9,1	-12,3	-13,6	-10,1	-7,7	-5,0	-2,2	1,8	7,2	16,6	26,3	34,1	37,6	35,3	28,5	25,9
España	2,1	1,7	1,3	1,3	0,7	2,0	3,0	5,0	7,1	10,5	14,0	18,5	23,3	27,3	29,9	32,7
Finlandia	-8,1	-10,7	-10,6	-9,5	-10,5	-10,0	-8,3	-6,8	-6,1	-4,7	-1,9	0,4	0,7	0,5	-0,8	-0,4
Grecia	23,2	19,4	20,3	22,4	22,1	22,4	29,4	27,6	27,7	32,8	36,4	41,6	49,9	59,1	56,1	60,7
Irlanda	32,7	31,9	36,9	45,2	51,6	50,3	56,0	63,1	68,4	73,4	81,8	87,8	90,9	96,1	100,1	
Noruega	0,6	-1,4	-1,8	0,7	3,5	9,5	14,0	16,9	6,9	3,9	1,3	-2,4	-9,5	-16,4	-18,5	-18,4
Países Bajos	24,6	21,0	19,1	19,8	20,4	19,3	20,1	21,8	25,0	27,4	31,3	36,5	38,5	42,1	47,7	54,1
Portugal		18,3	18,0	26,2	32,0	33,8	37,1	41,6	38,3	48,2	50,5	56,9	61,6	61,7		
Suecia	-29,6	-31,1	-30,1	-28,8	-29,7	-28,9	-25,3	-19,9	-13,6	-5,3	4,5	10,5	12,7	15,5	15,7	14,1
Suiza	15,2	15,9	16,7	19,8	20,9	21,2	20,2	20,7	19,2	18,1	17,3	17,4	16,7			
Total de pequeños países (c)	14,3	12,0	10,8	11,9	12,2	13,7	15,9	17,7	19,1	22,4	26,1	30,4	32,8	34,6	35,6	37,5
Total de los países anteriores (c)	18,3	16,3	15,7	18,7	19,5	19,9	20,5	20,4	21,1	22,1	24,7	27,6	29,1	30,6	31,9	33,1
Total OCDE, menos Estados Unidos (c)	12,8	11,4	11,1	14,5	16,2	17,7	20,1	21,1	22,2	24,5	27,2	30,2	32,1	33,4	34,2	35,5

(a) Estimaciones parciales.

(b) Previsiones.

(c) Con exclusión de Portugal y Suiza.

Fuente: OCDE.

gran importancia (en el plano económico) que sea el sector público o el sector privado el que se endeude en el exterior.

La deuda en divisas puede plantear un problema a las autoridades si la moneda nacional se deprecia en relación al tipo de cambio al que se contrajo la deuda pública. Si bien, a largo plazo, los diferenciales en los tipos de interés ten-

drían a compensar las variaciones de los tipos de cambio, a corto plazo el riesgo de cambio puede ser relativamente importante. Las recientes fluctuaciones de muchas divisas frente al dólar estadounidense han provocado modificaciones significativas del *ratio* deuda pública/PNB, sin relación alguna con el déficit presupuestario, en los países que poseen una fuerte deuda externa, a pesar de que

ello no se refleje siempre en las estadísticas de deuda pública. En el análisis que sigue a continuación, no se realizará distinción alguna entre los compromisos exteriores e interiores del sector público.

GRAFICO A EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB

Las definiciones de la deuda pública utilizadas en este gráfico son las siguientes (en el Secretariado de la OCDE pueden obtenerse detalles complementarios y precisiones sobre las fuentes de datos relativos a la deuda y al PNB):

ESTADOS UNIDOS: 1) Deuda federal bruta en manos del público, 1940/1985. 2) Deuda pública de la administración federal, 1870/1940.

JAPON: Deuda bruta de la administración central (obligaciones del Estado comprendidos efectos a corto plazo en 1946) 1880/1985 (ruptura de la serie en 1946).

ALEMANIA: 1) Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1950/1985 (cambios de definición en 1946). 2) Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas 1928/1938 (por lo tanto, antes de las modificaciones territoriales posteriores a la guerra).

FRANCIA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1938/1985 (cambio de definición en 1976, y una sola observación antes de la guerra).

REINO UNIDO: Deuda nacional, 1855/1985 (equivale aproximadamente a la deuda bruta de la administración central).

ITALIA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1960/1985.

CANADA: 1) Deuda bruta del gobierno federal, 1972/1983. 2) Deuda directa del gobierno federal (no incluidas las partidas de rentas vitalicias y los fondos de amortización) 1867/1971.

BELGICA: Deuda bruta de la administración central, 1924/1984 (ruptura de la serie en 1960 por la deuda del Congo).

DINAMARCA: Deuda bruta de la administración central y de las entidades locales, 1949/1984 (ruptura de la serie en 1958).

FINLANDIA: Deuda bruta de la administración central (deuda pública total) 1926/1983 (ruptura de la serie en 1938 y 1960).

PAISES BAJOS: Deuda neta del conjunto de las administraciones públicas 1900/1984 (ruptura de la serie en 1939).

NORUEGA: Deuda bruta de la administración central, 1865/1983 (ruptura de la serie en 1965).

ESPAÑA: Deuda bruta del conjunto de las administraciones públicas, 1901/1984.

SUECIA: Deuda bruta de la administración central, 1938/1984.

SUIZA: Deuda bruta de la administración central, 1925/1984 (ruptura de la serie en 1950).

(+ un solo dato censado, * ruptura de serie).

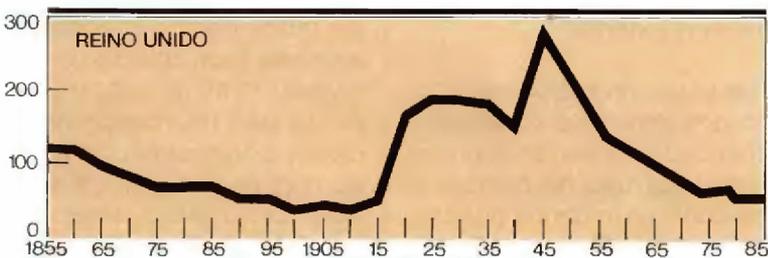
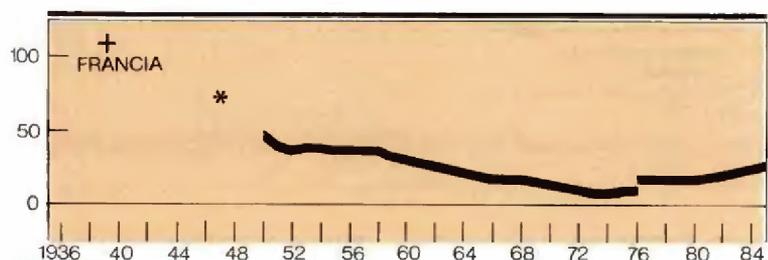
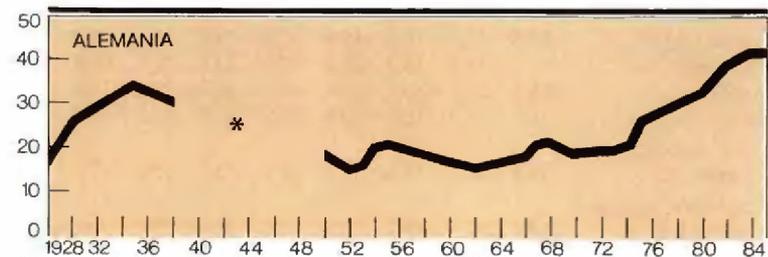
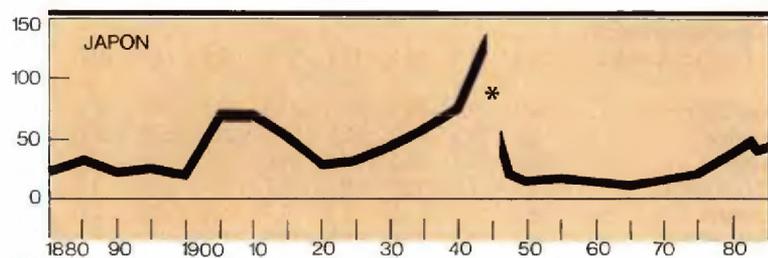
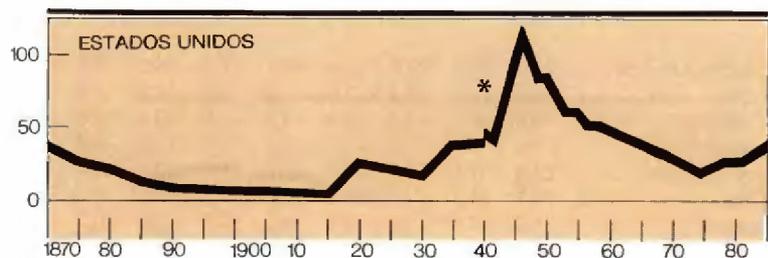
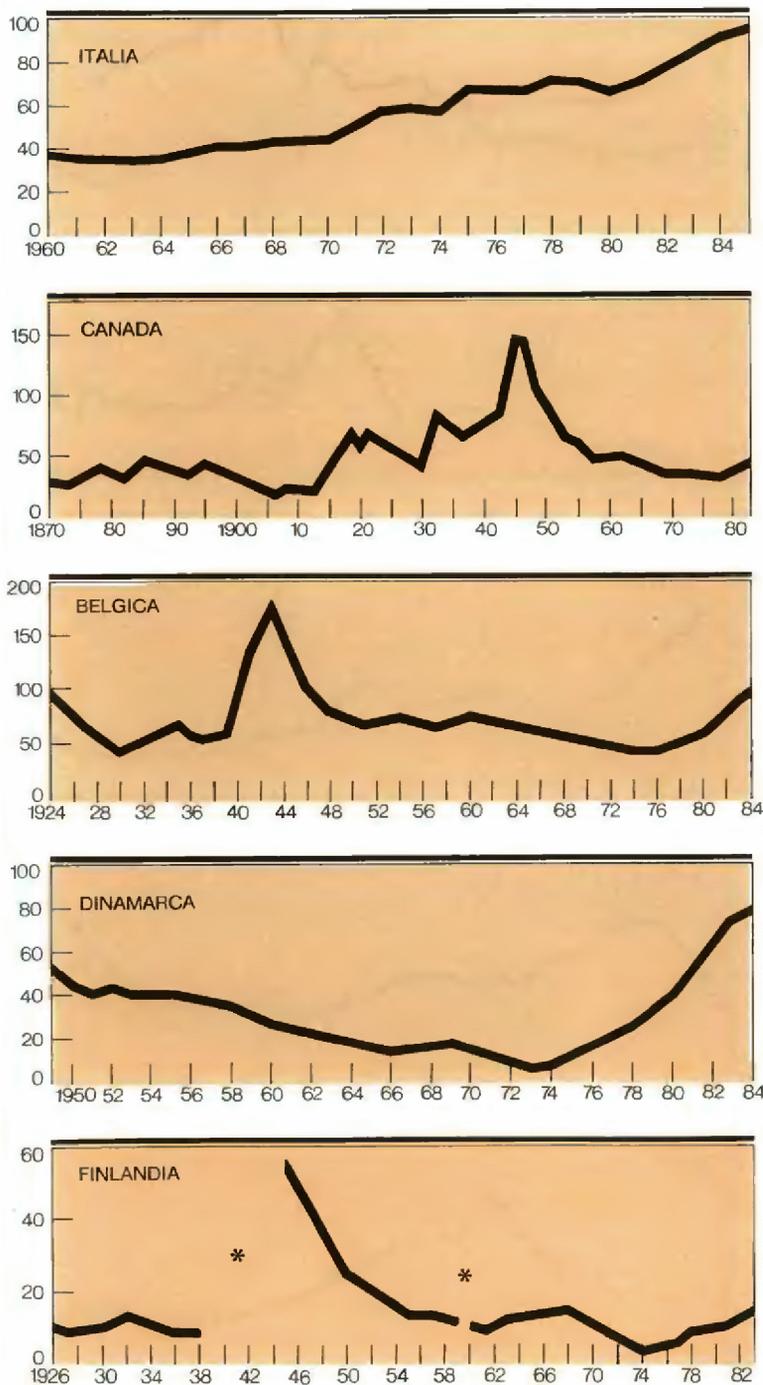


GRAFICO A
EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION
ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB



2. Evolución reciente del *ratio* deuda pública/PNB en relación con pasadas tendencias

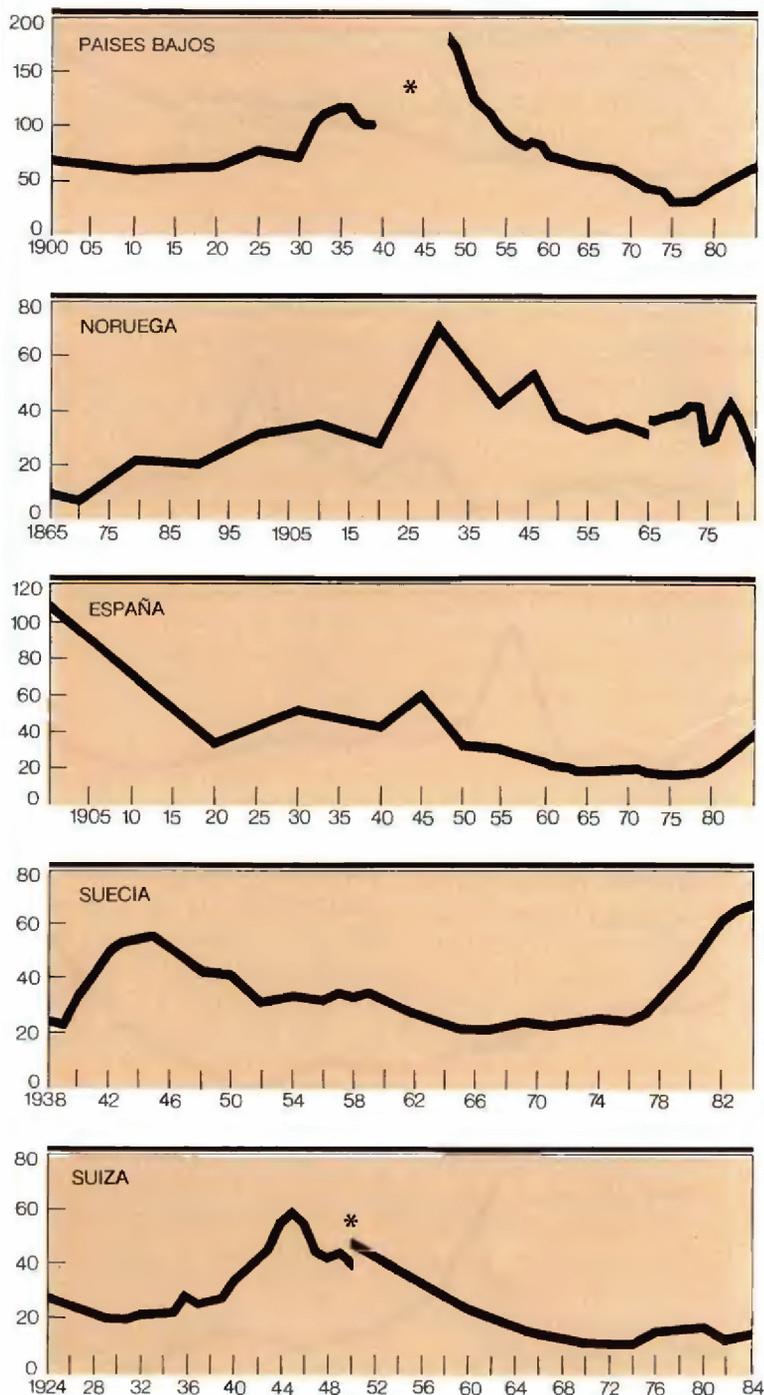
Las cifras reales y las proyecciones de la relación entre deuda pública (bruta y neta) y PNB, calculadas sobre la base de su valor contable, se ofrecen en los cuadros números 1 y 2 para el período 1972-1987. Las cifras de deuda pública *bruta* permiten comprobar su rápido aumento en la mayoría de grandes países a partir de 1981, especialmente en Italia y Canadá. Esa relación deuda pública bruta/PNB se ha mantenido prácticamente estable en Gran Bretaña, comportamiento que constituye una excepción, aunque su nivel de partida fuera relativamente más elevado. Los países en los que el *ratio* deuda bruta/PNB es más elevado son, entre los grandes países, Italia, Japón y Canadá y, entre los pequeños, Bélgica, Irlanda, Países Bajos, Suecia y Dinamarca. En todos estos países, el *ratio* deuda pública bruta/PNB ha superado el 65 por 100 a finales de 1985. Los *ratios* más bajos se observan en Francia, Australia, Finlandia y Noruega. Conviene hacer notar, sin embargo, que, en muchos países, el peso de la deuda pública no ha aumentado rápidamente durante los años setenta, y que el nivel de 1972 con frecuencia no se ha superado hasta 1978 o más tarde.

Los *ratios* entre deuda pública *net*a y PNB han evolucionado por lo general de un modo muy similar a los de la deuda pública bruta. Sin embargo, sus niveles son bastante más bajos, sobre todo en Japón, Canadá, Estados Unidos y los países nórdicos. De hecho, al principio del período analizado, varios países presentaban una deu-

da neta negativa, al superar sus activos financieros al pasivo. Con excepción de algunos países (Japón, Australia, Dinamarca) el nivel de la relación tanto de la deuda pública bruta como de la deuda pública neta con el PNB se incrementará de nuevo en 1987. Por lo que respecta a Japón, parece que el nivel se ha estabilizado, en parte por el efecto de la elevación de los tipos de cotización al régimen de pensiones producida en 1986, que ha provocado un aumento del superávit de la seguridad social.

Dado que los *ratios* deuda pública/PNB solamente se modifican con lentitud a lo largo de los años, es necesario examinar su evolución desde una perspectiva a medio plazo para apreciar la importancia del crecimiento reciente de la deuda pública. A estos efectos, se ofrecen los datos históricos para una quincena de países (véase gráfico A) con el fin de proporcionar las series más extensas posibles. Pese a no ser perfectamente comparables entre los distintos países, estos datos son prácticamente coherentes en el tiempo para cada país; en la mayoría de los casos representan la deuda pública del Estado (administración central). Naturalmente, conviene resaltar que, para períodos tan largos como los ilustrados en el gráfico A, las características y orientación de la actividad pública se han alterado de modo considerable. En la actualidad se dedica una porción mucho más importante de la producción total al consumo y a la inversión públicas, y el aumento del gasto público total (incluidas transferencias) ha sido todavía de mayor magnitud. Por otra parte, la expansión de la magnitud del sector público se ha visto acompañada también por un crecimiento de los ingresos fiscales, sin que pueda desprenderse una tendencia clara en el nivel de la

GRAFICO A
EVOLUCION HISTORICA DE LA RELACION
ENTRE DEUDA PUBLICA Y PNB



deuda pública a lo largo de períodos semejantes.

¿Qué se deduce de todos estos datos de la deuda pública? Una conclusión general aplicable a casi todos los países es que los niveles actuales de los *ratios* deuda pública/PNB son todavía relativamente moderados en relación con la experiencia pasada. Sin embargo, resulta importante atender a la dirección en la que estos *ratios* evolucionan. Para interpretar esta evolución, hay que distinguir los efectos vinculados a las variaciones de la deuda pública en circulación (debidos a los desequilibrios presupuestarios y, en ocasiones, a decisiones históricas de repudio de la deuda) de los que se derivan del crecimiento nominal del PNB (que reflejan tanto el crecimiento real de la producción como el de las tasas de inflación). La importancia relativa de estos factores ha cambiado con el transcurso del tiempo. El principal elemento responsable de los aumentos históricos en el *ratio* deuda pública/PNB ha sido, y con notable superioridad, el crecimiento de la deuda pública durante los períodos bélicos. Un segundo factor, menos importante, ha sido la tendencia al aumento de los déficit presupuestarios durante las fases de contracción de la coyuntura económica. De hecho, las recesiones han determinado a veces una baja de los precios paralelamente a una disminución en el crecimiento real del producto, agravando así la carga del servicio de la deuda. El período de recesión seguido de otro de crecimiento lento que se registra a partir de finales de los años setenta se ha caracterizado, en la mayoría de países, por un aumento del *ratio* deuda pública/PNB (principalmente debido a los déficit presupuestarios); la magnitud de esta evolución ha sido en algunos casos

tan importante como la registrada después de la depresión de los años treinta, a pesar de que la caída del valor de la producción de los treinta fue muy superior a la actual.

En general, el *ratio* deuda pública/PNB ha disminuido cuando el PNB nominal se ha elevado. De este modo, el fuerte crecimiento del volumen de producción ha contribuido significativamente a reducir el peso de la deuda pública entre el final de la segunda guerra mundial y el principio de los años setenta en muchos países, en especial en Japón. No obstante, las bajas más fuertes del peso de la deuda pública han sido consecuencia de una elevada inflación. Los ejemplos más notables a este respecto, entre los grandes países, han sido los de Francia y Alemania en varias ocasiones, y Japón después de finalizada la segunda guerra mundial. Los casos de reducción de la deuda en circulación debido a superávit presupuestarios han sido relativamente raros, aunque ello explique que la deuda pública disminuyera aproximadamente dos tercios en Estados Unidos durante los treinta años que siguieron a la Guerra de Secesión y que Gran Bretaña reembolsara rápidamente una parte de la deuda contraída durante las guerras napoleónicas (antes de registrar de nuevo superávit presupuestarios durante los años veinte). El volumen de la deuda pública se ha visto reducido en ocasiones singulares como consecuencia de un repudio para atender a su servicio, como sucedió con Alemania al final de la guerra. El repudio de la deuda pública es siempre un acto singular ligado a cambios políticos trascendentes (nuevos regímenes políticos).

3. Análisis de la deuda desde la perspectiva de la cuenta patrimonial del sector público

Las cifras de la deuda pública examinadas hasta ahora se basan en conceptos *financieros* que se refieren al pasivo y, en el caso de las cifras netas, a los activos financieros del Estado o del sector de administraciones públicas. También se ha hecho referencia a los préstamos y a las garantías de préstamos concedidos por el Estado a empresas públicas, a las ventas de activos del sector público y a los compromisos implícitos del gobierno asociados a la financiación de los regímenes de pensiones de la seguridad social. Todas estas partidas (igual que los activos de capital del Estado) afectan a lo que podría denominarse como el *patrimonio neto del sector público*, pero de un modo distinto del que afectan a la situación financiera de este sector medido por la deuda pública bruta o neta.

El concepto de «patrimonio neto» del sector público se ha considerado por algunos autores como un indicador mejor adaptado para evaluar las consecuencias de la política presupuestaria a medio plazo (2). Dado que la adquisición o la cesión de activos aparecería claramente registrada si las cuentas públicas se presentaran en forma de balance, este tipo de análisis sería el mejor medio de examinar las consecuencias de las inversiones públicas, de las ventas de activos del Estado, del agotamiento de los recursos naturales y de la situación de la seguridad social. Por ejemplo, como se ha indicado anteriormente, cuando el sector público vende activos *no financieros*, tales como empresas públicas, el producto de estas ope-

raciones reduciría la deuda financiera neta del Estado, pero no se produciría mejora alguna equivalente en su patrimonio neto (3). En determinadas circunstancias, ello puede incrementar la flexibilidad de la política presupuestaria, pero, para poder juzgar esta situación, es necesario conocer la cuenta patrimonial global del sector público, y no simplemente su componente puramente financiero.

Existen dos definiciones posibles del concepto de «valor neto del patrimonio del sector público». La definición más amplia incluiría no solamente los activos y los pasivos financieros y *no* financieros, sino también el valor neto actualizado de los ingresos fiscales futuros menos las transferencias, y el coste neto actualizado de los gastos de consumo futuros (4). Esta definición del valor neto del patrimonio no es especialmente satisfactoria desde el punto de vista operativo, y plantea difíciles problemas de estimación en la práctica.

Una segunda definición, más simple, del valor neto del patrimonio público se basa en los activos financieros y *no* financieros *netos* de las administraciones públicas. Se tienen así en cuenta los activos no incluidos en la definición de la deuda pública neta (total de capital público fijo, empresas comerciales e industriales de capital público, recursos naturales pertenecientes al sector público), así como los compromisos explícitos e implícitos que generalmente no se incluyen en el pasivo *financiero* del Estado, y cuyos dos ejemplos principales son las pensiones de la seguridad social y los compromisos extrapresupuestarios del sector público. Las pensiones de la seguridad social resultan particularmente significativas porque los órdenes de

magnitud involucrados son muy importantes, y porque pueden influir sobre el ahorro privado y ocasionar una penuria de fondos de ahorro, con el riesgo de provocar una reducción de la inversión privada. Los compromisos extrapresupuestarios adoptan la forma de garantías públicas de préstamos a personas jurídicas o físicas, por lo que se considera que constituyen operaciones de riesgo, al menos a los tipos de interés vigentes. Los préstamos de este tipo, en circunstancias normales, presentan una probabilidad relativamente constante de impago, por lo que no parece que deban modificar el valor neto del patrimonio del sector público en los próximos años.

La exposición anterior ofrece una idea de la diversidad de los activos y de los elementos del pasivo que conviene tener en cuenta al calcular el valor neto del patrimonio del sector público. Naturalmente, resulta difícil estimar en la práctica el conjunto de componentes *no* financieros de la cuenta patrimonial del sector público. El ejemplo más visible de activos *no* financieros del sector público es el total de capital público fijo (carreteras, escuelas, hospitales, etc.). Estos activos son importantes y, a diferencia de la deuda pública originada por el consumo público, su crecimiento se considera —tradicionalmente— como un motivo justificado de endeudamiento del sector público, a condición de que la tasa de rendimiento de la inversión sea suficiente para el pago de los intereses. En otros términos, si los recientes aumentos de la deuda pública en relación a la producción reflejaran una expansión del capital del sector público, podría haber menos razones de inquietud ante ese mayor endeudamiento (5).

En el cuadro n.º 3 se han relacionado las estimaciones del total de capital público fijo, procedentes de diversas fuentes nacionales, con las cifras netas de la deuda pública para obtener una estimación del valor neto del patrimonio de las administraciones públicas en seis grandes países de la OCDE. Esta estimación corresponde a la definición estricta del patrimonio neto que, en ocasiones, se da en el sistema de Contabilidad Nacional. Las cifras a las que se llega permiten comprobar que en la mayoría de países el valor neto del patrimonio de las administraciones públicas se ha reducido en los últimos años, lo que hace pensar que la formación de capital no figura entre las causas del rápido crecimiento de la deuda pública. La única excepción importante a este respecto es la de Japón, donde el aumento del capital público se ha equiparado con el crecimiento de la deuda pública durante la mayor parte del periodo estudiado. Para determinados países, tomar en cuenta el capital público total agrava incluso el problema planteado por el deterioro de la situación financiera del Estado, tal como la revelan las cifras de la deuda pública. Sin embargo, y de cara al futuro, dado que la relación entre el total de capital público y el PNB tenderá a mantenerse invariable en los próximos años (si no se modifican los criterios de inversión pública actuales (6)), este factor no debería tener influencia sobre la evolución futura del valor neto del patrimonio del sector público.

II. PROYECCIONES A MEDIO PLAZO DE LA DEUDA PÚBLICA

El gráfico B muestra —en forma de curva en negro— la evolución prevista de la deuda pública ne-

CUADRO N.º 3

VALOR NETO DEL PATRIMONIO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)
(En porcentaje del PNB/PIB nominal)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (b)	1986 (b)
Estados Unidos	34,2	34,2	35,5	41,7	46,7	43,7	40,4	40,4	42,2	45,5	47,7	45,1	41,0	36,6	30,2	26,8	24,3
Japón	36,6	39,4	41,7	46,6	48,9	46,1	43,7	41,4	38,0	39,2	40,1	38,4	37,1	35,8	37,7	41,8	44,2
Alemania	70,9	70,8	69,1	69,7	70,3	65,8	61,1	60,3	60,0	62,9	63,7	61,2	57,6	55,2	52,8	50,4	48,5
Francia	17,5	17,7	19,6	21,4	21,3	20,1	19,6	21,0	21,0	22,1	23,9	24,5	22,7	20,8	19,3	17,2	15,7
Gran Bretaña	-12,3	-6,0	4,8	21,2	29,4	24,3	21,0	17,7	19,5	28,4	30,9	28,6	22,7	18,1	18,7	20,5	20,4
Canadá	42,2	45,2	45,1	45,0	49,3	48,0	45,1	44,2	39,7	38,3	37,5	39,8	34,9	27,7	23,6	18,3	15,3

(a) Cuantía de capital público fijo menos compromisos financieros netos. Las cifras relativas a las existencias de capital fijo se han estimado, por lo general, a partir de estadísticas de inversión pública, por medio del método de inventario perpetuo, y se han revaluado a precios corrientes.

(b) Previsiones.

Nota: Para las definiciones y la metodología, véase anexo II de Chouraqui y otros (1986).

Fuente: OCDE.

ta en relación al PNB en ocho países de la OCDE (los siete grandes más España) en la hipótesis de unas políticas presupuestarias invariables. Las proyecciones realizables suponen que, en cada uno de estos países, la actividad económica recuperará su nivel tendencial en el curso de los tres años que van de 1988 a 1990, siendo la posición de partida la prevista por el Secretariado de la OCDE para 1987 (7). Durante este período, el saldo presupuestario (con exclusión de los intereses abonados por el servicio de la deuda) se prevé que varíe en función de la incidencia de los estabilizadores automáticos para, a continuación, mantenerse a un nivel constante en términos de PNB. Todo ello supone que los ingresos y los gastos públicos (netos de pagos de intereses) se mantendrán estables proporcionalmente a la producción (8). Por lo demás, se supone que la inflación se mantendrá en el nivel previsto para 1987 mientras que los tipos de interés, aunque orientados hacia la baja, se mantienen dos puntos por encima de la tasa de crecimiento económico.

Evidentemente, este tipo de proyecciones sólo tiene un carácter ilustrativo, pues tratan de mostrar simplemente si la configuración actual de las políticas presupuestarias, de los tipos de interés y de las tasas de crecimiento económico pueden mantenerse en el futuro. A este respecto conviene precisar que, en determinados países estudiados (como Japón) las autoridades han adoptado unos programas de saneamiento de la hacienda pública que van más allá de 1987, y que tendrán como efecto reducir el déficit presupuestario neto de intereses. Por tanto, las proyecciones aquí presentadas deben interpretarse únicamente desde la perspectiva de unas políticas presupuestarias que se mantuvieran invariables en relación a la situación prevista para 1987.

Se desprende de estas proyecciones que las perspectivas de evolución de la deuda pública varían considerablemente de un país a otro. Para Estados Unidos, Italia, Canadá y España se observa un aumento continuo de la relación entre la deuda pública y el PNB. Esta relación alcanzará en el año

2010 el 220 por 100 en Italia, alrededor del 110 por 100 en España, el 100 por 100 en Canadá y el 65 por 100 en Estados Unidos. También aparece una tendencia ascendente en el caso de Gran Bretaña, pero solamente a partir de finales de los años ochenta; hasta entonces, el *ratio* deuda/PNB deberá mantenerse relativamente estable. Por el contrario, esta relación disminuirá progresivamente en Japón y Francia, hasta caer aproximadamente al 10 por 100 en 2010. Por lo que respecta a Alemania, las proyecciones son todavía más optimistas, puesto que el peso de la deuda se acercará a cero a principios del siglo próximo.

Como se ha indicado anteriormente, estos cálculos parten de la hipótesis de que los gastos públicos netos de la deuda se mantendrán constantes en proporción al PNB. Ahora bien, está claro que, en ausencia de modificaciones de la política presupuestaria, las diferentes categorías de gastos públicos no evolucionarán, de hecho, del mismo modo. En especial, la evolución demográfica afectará

considerablemente a la estructura del gasto público a medio plazo, puesto que en muchos países el envejecimiento de la población agravará considerablemente las cargas de las administraciones públicas por la financiación de las pensiones de la seguridad social (9). Por ello, no deja de tener interés el estimar en qué medida este factor puede influir sobre las proyecciones anteriores. Este examen resulta tanto más justificado cuanto que la política presupuestaria de determinados países (y notablemente Japón) se centra en la necesidad de mejorar la situación actual de la Hacienda Pública a fin de hacer frente al creciente aumento en el futuro de las pensiones de jubilación de la seguridad social.

La curva en color sepia del gráfico B ilustra este aspecto al mostrar cómo evolucionaría la relación de la deuda pública con el PNB si se tuvieran en cuenta las variaciones de los déficit presupuestarios, después de 1987, debidas al aumento o la disminución del coste de las pensiones de la seguridad social. En este caso, la hipótesis de unas políticas invariables nos lleva a considerar que todas las variaciones del volumen de las prestaciones abonadas por el concepto de pensiones influirán sobre el déficit presupuestario y, por tanto, sobre la acumulación de la deuda pública. Esta es una visión extrema de las cosas, ya que en un cierto número de países (Francia y Alemania, por ejemplo) existen dispositivos específicos de ajuste de los tipos de cotización a la seguridad social, que permiten garantizar la gestión de los sistemas de pensiones sobre la base del principio de distribución automática de su coste.

Sin embargo, dadas las preocupaciones que suscita en muchos países el elevado nivel de las de-

ducciones obligatorias y, en ciertos casos, la existencia de un compromiso explícito de la política económica para no aumentar la presión fiscal, parece difícil conseguir una elevación de las cotizaciones a la seguridad social, a no ser que se vea acompañada por una reducción en otros impuestos.

Se ha supuesto que los pagos de pensiones en proporción al PNB están en función directa de la «tasa de dependencia» (número de personas que han alcanzado la edad de jubilación en relación al número de activos). Ello es compatible con la hipótesis según la cual las pensiones aumentarán al mismo ritmo que los salarios, mientras que la tasa de actividad y la proporción de los salarios en el PNB se mantendrán constantes (10). En el caso de Japón y Gran Bretaña, las proyecciones se basan en cálculos un poco más detallados, teniendo en cuenta el hecho de que el sistema actual de pensiones en estos dos países no funciona todavía a pleno régimen (11).

Del gráfico se desprende que la carga de las pensiones constituirá uno de los grandes problemas de las finanzas públicas en los próximos años. Estados Unidos es aparentemente el único país en el que su incidencia pesará solo débilmente sobre la evolución de la deuda pública. Por el contrario, en todos los demás países considerados, la inclusión de las repercusiones de las políticas actuales en materia de pensiones agrava las perspectivas de evolución de la deuda. Por lo que respecta a Italia, Canadá y España, este agravamiento es relativamente importante, pero no hace otra cosa que reforzar la necesidad de una disciplina y contención presupuestarias que se impondría de todos modos y por otros motivos.

A la inversa, y por lo que respecta a Japón, las consecuencias del envejecimiento de la población resultan mucho más dañinas. En este país, en efecto, en lugar de disminuir regularmente, la relación de la deuda pública con el PNB aumentará rápidamente a partir de principios de la próxima década. En Alemania y en Francia, el aumento de las prestaciones de jubilación tendrá igualmente el efecto de aumentar el *ratio* deuda/PNB, pero solamente a partir de finales de siglo.

Estas proyecciones dan una idea de la presión que la deuda pública ejerce sobre la política presupuestaria. Entre los países examinados, es en Estados Unidos, Canadá, Italia y España donde la necesidad de una disciplina y contención presupuestaria es más apremiante. No obstante, en Estados Unidos, si el reajuste entre ingresos y gastos públicos se hiciera en las proporciones deseadas para cumplir los objetivos del déficit presupuestario previstos en la ley «Gramm-Rudman-Hollings», la evolución de la deuda pública mejoraría sensiblemente. En Alemania y en Francia, la deuda pública podría estabilizarse si la actividad económica se recupera del modo previsto en las proyecciones, pero volvería posteriormente a aumentar debido a la evolución demográfica. En Gran Bretaña, la disminución de los ingresos petrolíferos y la llegada a su madurez del sistema de jubilaciones deberían interrumpir, e incluso invertir, la tendencia a la baja del *ratio* deuda pública/PNB. Finalmente, por lo que respecta a Japón, la estabilización del *ratio* de la deuda pública/PNB —alcanzada después de varios años de contención presupuestaria— será solamente temporal. El aumento del número de prestatarios debido al envejecimiento de la población y a la im-

portancia de los derechos adquiridos, pesará enormemente sobre la hacienda pública de este país en el futuro. Serán previsibles, pues, nuevas medidas, tanto del lado de los ingresos como del de los gastos, para poder hacer frente a esta situación.

No obstante, conviene recordar que las proyecciones antes presentadas no tienen en cuenta las medidas de saneamiento presupuestario anunciadas por los distintos gobiernos para años posteriores a 1987. Además, estas proyecciones guardan una estrecha dependencia con la diferencia entre el PNB previsto para 1987 y el nivel supuesto de la producción potencial a mitad del ciclo coyuntural. Y también dependen del grado en que el saldo presupuestario varíe en función de esta diferencia de producción.

A este respecto, la evolución proyectada de la deuda pública puede parecer exageradamente pesimista si el nivel de la producción potencial se ha subestimado (ése podría ser el caso de los países en los que se ha dado un peso excesivo al reciente período de crecimiento lento). La hipótesis según la cual los tipos de interés se mantendrán por encima de la tasa de crecimiento económico en los próximos años puede también parecer pesimista. Aunque una situación así no sea nueva (hace varios años que dura ya en un gran número de países de la OCDE), no por ello deja de parecer menos excepcional en relación con el pasado histórico. No obstante, dado que no existe una causa única para la persistencia de unos elevados tipos de interés reales (12), es difícil de predecir si esta relación entre tipos de interés y tasa de crecimiento se mantendrá o se invertirá. A título indicativo, la curva en gris del gráfico B muestra de qué modo evolucio-

naría la deuda pública si los tipos de interés bajarán progresivamente hasta alcanzar el mismo nivel que las tasas de crecimiento económico. En tal eventualidad, el perfil de la deuda —sin experimentar una modificación fundamental (13)— sería ligeramente menos ascendente en ciertos países (Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña e Italia).

III. LAS CONSECUENCIAS DE UN NIVEL ELEVADO DE DEUDA PÚBLICA

1. Rigidez presupuestaria, tensiones sobre los tipos de interés y riesgos de expulsión

Si bien es cierto que, como se ha afirmado en la primera parte de este trabajo, el nivel actual de la deuda pública en términos de PNB no carece de precedentes históricos en la mayoría de los países, también lo es que su crecimiento de forma duradera en una etapa de expansión de la actividad económica como la actual no es un hecho habitual. ¿Cuáles son las consecuencias económicas probables de un nivel elevado de deuda pública? Planteada así la cuestión, lo que hay que preguntarse es en qué medida el actual nivel de la deuda pública —y/o la perspectiva de su crecimiento futuro— crea problemas *distintos* a los ligados a la existencia de importantes déficit presupuestarios o, dicho en otras palabras, en qué medida la deuda ejerce un «efecto de *stock*» derivado de su propio volumen, además del efecto de expulsión resultante de la financiación del dé-

ficit presupuestario. Las dos principales dificultades que plantea la existencia de un volumen importante de deuda pública parecen ser la rigidez presupuestaria, derivada del aumento de la carga del servicio de la deuda, y el riesgo de desatar presiones alcistas sobre los tipos de interés, que podrían provocar una caída de la inversión privada, una reducción de las existencias de capital y un debilitamiento del crecimiento potencial de la economía.

Cuanto mayor sea el nivel de la deuda pública, tanto mayor será la carga de pagos por intereses (para unos tipos dados de interés) y, por lo tanto, tanto mayor será la presión ejercida sobre los demás componentes del gasto público si se quiere mantener el grado de restricción o limitación presupuestaria. En muchos países, los déficit presupuestarios y la deuda pública han continuado creciendo debido a la recesión económica y al crecimiento del coste del servicio de la deuda pública, a pesar de notables esfuerzos realizados por reducir el gasto público en muchos de ellos. El análisis de los saldos presupuestarios estructurales, netos de los pagos de intereses de la deuda pública (cuadro número 4), permite concluir que tanto los aumentos de impuestos como las reducciones del gasto público han sido muy importantes en estos últimos años para un cierto número de países de la OCDE. Estas medidas han sido con frecuencia claramente impopulares. Por este motivo, resultará necesario realizar un esfuerzo suplementario para aumentar el rigor del presupuesto, lo que resultará cada vez más difícil de llevar a cabo.

El problema del servicio de la deuda amenaza, además, con agravarse en varios países si la importancia de las fuentes actuales de

CUADRO N.º 4

SALDOS PRESUPUESTARIOS ESTRUCTURALES, DEDUCIDOS LOS PAGOS DE INTERESES EN CONCEPTO DE SERVICIO DE LA DEUDA PÚBLICA
(En porcentaje del PNB/PIB potencial en valor)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (a)
Estados Unidos	1,0	0,9	1,8	0,3	1,5	1,7	1,8	2,2	1,6	2,6	2,2	1,7	1,7	1,5	1,5
Japón	-0,1	0,1	0,7	-1,8	-2,5	-2,5	-4,0	-3,1	-2,5	-1,8	-1,5	-0,8	0,6	1,3	2,1
Alemania	-0,7	0,7	-0,8	-3,5	-2,3	-1,3	-1,5	-1,9	-1,6	-1,2	0,5	1,8	1,9	2,5	2,3
Francia	1,1	1,0	1,4	0,5	1,2	0,7	-0,8	0,2	1,8	0,8	0,4	0,6	1,5	2,4	2,1
Gran Bretaña	1,6	-1,1	-0,2	0,6	1,1	2,4	0,7	1,0	3,3	6,6	7,4	5,2	4,7	4,6	3,8
Italia	-6,6	-6,2	-5,7	-6,7	-4,3	-2,8	-3,9	-4,2	-2,9	-5,3	-4,3	-1,7	-2,4	-3,8	-3,0
Canadá	0,2	0,4	1,3	-2,0	-1,7	-1,5	-1,8	-0,2	-0,4	0,5	0,9	-0,4	-0,4	-0,5	0,3
Total de los siete grandes países	0,3	0,2	0,7	-0,9	-0,1	0,3	-0,2	0,2	0,4	1,1	1,3	1,2	1,4	1,5	1,6
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos	-0,4	-0,4	-0,2	-1,9	-1,5	-1,0	-2,1	-1,6	-0,7	-0,2	0,4	0,7	1,2	1,5	1,7
Australia	4,2	0,8	4,1	1,4	-0,9	3,0	1,9	0,8	1,8	2,2	3,2	0,4	-1,0	-1,0	-0,5
Austria	2,6	2,3	2,8	-0,2	-1,5	-0,6	0,4	-0,2	0,4	1,4	0,9	-0,1	1,3	1,2	1,4
Bélgica	-1,9	-2,6	-1,8	-1,4	-2,8	-0,8	-0,7	-0,3	-2,8	-4,8	-1,9	-0,4	2,3	3,6	4,3
Dinamarca	1,9	2,0	1,9	0,7	-0,5	-0,1	1,2	-0,6	0,2	0,0	2,2	0,8	3,4	5,4	8,5
España	0,1	0,5	0,5	0,0	-0,2	-0,7	-1,6	-0,8	-0,9	-1,1	-3,1	-2,3	-1,3	-1,4	-0,8
Finlandia	4,3	4,8	3,7	2,5	5,7	5,2	3,6	0,6	-0,6	0,7	-0,9	-2,0	-0,3	-0,2	-0,3
Grecia	1,2	-0,4	1,2	-0,1	0,6	0,3	0,3	1,3	1,4	-5,9	-1,2	-2,0	-2,1	-4,0	0,5
Irlanda	0,3	-0,4	-3,3	-6,8	-1,5	-2,4	-5,3	-6,0	-6,3	-6,1	-3,4	1,2	3,4	4,6	4,6
Noruega	4,8	6,3	5,2	4,8	3,5	3,0	2,5	4,3	5,7	5,1	5,5	3,4	3,4	0,4	-8,8
Países Bajos	1,5	1,6	0,6	0,7	0,0	1,3	1,2	0,3	0,6	0,5	0,9	1,9	1,9	2,8	0,9
Suecia	3,2	1,9	-0,9	-0,4	1,9	1,4	0,1	-3,1	-3,4	-2,4	-2,1	-0,4	1,5	1,5	2,5
Total de pequeños países	2,0	1,3	1,2	0,5	0,1	1,0	0,5	-0,2	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,7	0,8	0,7
Total de los países anteriores	0,5	0,3	0,8	-0,7	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,0	1,3	1,4	1,5
Total OCDE, menos Estados Unidos	0,1	0,0	0,1	-1,4	-1,1	-0,6	-1,5	-1,3	-0,5	-0,3	0,3	0,6	1,1	1,3	1,5

(a) Previsiones.
Fuente: OCDE

financiación pública baratas (ahorro postal y fondos de inversión «cautivos», por ejemplo) disminuiría como consecuencia de la desregulación (liberalización) de los mercados de capitales y de la intensificación de la competencia entre instituciones financieras por la captación de fondos. A mayor abundamiento, la proporción creciente del servicio de la deuda en el gasto público total (véase cuadro n.º 5) tiende a reducir la flexibilidad de la política presump-

taria. En particular, resulta cada vez más difícil reducir el nivel de la presión fiscal y, en consecuencia, atenuar las distorsiones que la fiscalidad provoca sobre el consumo, la inversión y el ahorro. De hecho, ésta es una de las razones por las que muchos países han deseado contener, en estos últimos años, el crecimiento de la deuda pública a medio plazo.

Por lo que respecta a los tipos de interés, está especialmente jus-

tificado, en los momentos actuales, preocuparse por los efectos que provoca el crecimiento de la deuda pública en razón al elevado nivel alcanzado en estos últimos tiempos por el coste real del dinero en la mayoría de países de la OCDE. El riesgo de expulsión resultante de la combinación de importantes déficit presupuestarios con una política monetaria restrictiva es bien conocido (14): los tipos de interés aumentan y la inversión se contrae —o bien, en

el caso de una economía abierta al exterior, el tipo de cambio se eleva debido a las entradas de capitales y la balanza comercial se deteriora. Sin embargo, y por el contrario, no existe un consenso equivalente en lo que respecta a la medida en la que, a escala mundial, los déficit presupuestarios son los responsables del elevado nivel de los tipos de interés actuales, especialmente teniendo en cuenta la creciente integración de los mercados de capitales y la divergente evolución en estos últi-

mos años de los déficit en Estados Unidos y en el resto de la zona de la OCDE (15). También la atención se ha trasladado a los vínculos que pueden existir entre el *volumen de deuda pública en circulación* (recurso a la deuda pública) y los tipos de interés. Desde esta perspectiva, la elevación de los tipos de interés podría producirse según el sesgo que se derive de los dos mecanismos siguientes:

1) En primer lugar se encuen-

tra lo que se denomina el «efecto de cartera» —una elevación de los tipos de interés puede resultar necesaria para incitar al sector privado a mantener en cartera un mayor número de títulos públicos. La mayoría de los datos empíricos disponibles parecen mostrar que tal efecto no sería demasiado importante (16). Tales datos se apoyan sobre todo en la idea de que, en muchos países, el valor de las acciones y de los bienes inmuebles ha aumentado significativamente en estos últimos años, de

CUADRO N.º 5

**INTERESES BRUTOS PAGADOS SOBRE LA DEUDA PÚBLICA
EN PORCENTAJE SOBRE EL GASTO PÚBLICO TOTAL**

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (a)	1986 (a)
Estados Unidos (b).....	3,3	3,6	3,4	3,3	3,8	3,8	3,8	3,7	3,9	5,0	5,1	5,5	6,6	7,0	7,1
Japón	3,6	4,1	4,0	4,5	5,7	6,8	7,5	8,5	9,8	10,8	11,6	12,7	13,8	14,4	14,8
Alemania	2,5	2,7	2,8	2,8	3,3	3,6	3,6	3,7	4,0	4,7	5,7	6,3	6,3	6,5	6,5
Francia	2,3	2,2	2,4	2,9	2,8	3,1	3,2	3,4	3,4	4,3	4,2	5,0	5,2	5,6	5,9
Gran Bretaña	9,4	9,5	10,0	8,9	9,7	10,5	10,4	11,0	11,0	11,3	11,3	10,4	10,7	11,2	11,3
Italia	5,5	6,2	7,3	9,3	10,6	11,6	12,7	12,8	13,6	14,0	15,4	15,8	16,7	16,0	16,1
Canadá	10,8	11,0	10,1	9,9	11,0	11,1	12,4	13,4	13,9	15,5	15,9	15,6	16,7	17,9	18,7
Total de los siete grandes países	4,1	4,4	4,3	4,5	5,1	5,4	5,7	6,0	6,4	7,3	7,7	8,1	9,0	9,3	9,5
Total de los siete grandes, menos Estados Unidos	4,8	5,1	5,2	5,5	6,3	7,0	7,4	8,0	8,6	9,4	10,0	10,5	11,1	11,5	11,7
Australia	9,3	8,2	7,7	6,6	7,0	7,9	8,5	6,6	6,6	6,5	6,7	6,9	7,9	9,3	10,0
Austria	2,5	2,4	2,5	2,9	3,6	4,0	4,5	4,8	5,2	5,6	6,2	6,0	6,7	6,9	7,5
Bélgica	8,3	8,3	8,7	7,9	8,1	8,7	9,3	10,2	11,8	13,7	16,0	16,5	17,9	19,5	20,9
Dinamarca	3,1	3,0	2,7	2,5	2,8	3,8	4,4	6,6	7,0	8,8	9,8	13,1	15,9	16,6	15,7
España	2,5	2,8	2,2	1,9	1,8	1,9	1,9	2,1	2,5	2,3	2,6	3,8	5,8	8,8	9,0
Finlandia	2,7	2,5	2,1	1,8	1,8	2,1	2,2	2,7	2,9	3,0	3,3	3,9	4,2	4,5	4,3
Grecia	3,5	3,8	4,4	4,5	4,9	1,0	1,1	6,5	7,3	7,8	6,5	8,0	9,8	11,1	13,1
Irlanda	8,8	9,0	8,7	9,1	10,8	11,7	12,1	12,6	12,6	14,1	16,2	16,8	17,7	19,4	18,5
Noruega	4,4	4,6	4,7	4,6	5,2	5,8	6,4	7,5	8,6	8,1	7,9	8,0	8,3	12,0	13,9
Países Bajos	7,6	7,6	7,9	7,2	7,0	6,9	7,3	6,1	6,7	7,7	8,7	9,5	10,3	11,1	11,5
Suecia	4,1	4,1	4,2	4,4	4,0	4,3	4,5	5,2	6,9	8,5	10,7	11,2	12,3	13,1	12,7
Total de pequeños países	5,4	5,2	5,1	4,7	4,9	5,1	5,5	5,6	6,3	6,9	7,6	8,4	9,6	11,1	11,6
Total de países anteriores	4,3	4,5	4,4	4,5	5,1	5,4	5,7	5,9	6,3	7,2	7,7	8,1	9,0	9,6	9,8
Total OCDE, menos Estados Unidos	5,0	5,2	5,2	5,4	6,0	6,6	7,0	7,5	8,1	8,9	9,5	10,0	10,8	11,4	11,7

(a) Previsiones.

(b) Intereses netos abonados por la deuda pública.

Fuente: OCDE.

suerte que la proporción de títulos públicos en las carteras de los agentes económicos no ha aumentado en la magnitud que las cifras de la deuda pública pudieran hacer creer.

2) El segundo mecanismo, sin duda el que con más probabilidades puede hacer que el crecimiento de la deuda pública influya sobre los tipos de interés, está relacionado con las expectativas de la futura inflación. Si la deuda pública es elevada, los ahorradores temerán, en efecto, que las autoridades se vean tentadas a reducir por medio de la inflación la carga que la misma representa aumentando la cantidad de dinero. Como se ha afirmado anteriormente, este factor explica en gran parte las reducciones del *ratio* deuda pública/PNB registradas en el pasado, aunque la inflación no haya sido finalmente sino el resultado (involuntario) de medidas que no estaban específicamente destinadas a aliviar la carga de la deuda pública. El temor a una aceleración de la inflación se traducirá en una elevación de la prima de riesgo incorporada a los tipos de interés (17). Consiguientemente, los tipos de interés reales y nominales tenderán a elevarse al aumentar la deuda pública, lo que podría afectar a la inversión privada (18).

Sin embargo, cuando se analizan los efectos del crecimiento del volumen de la deuda pública sobre los tipos de interés y, en última instancia, sobre la formación de capital, resulta importante establecer una distinción entre los aumentos coyunturales y aquellos más duraderos en el *ratio* deuda pública/PNB. En la medida en que la acumulación de la deuda se considere como algo coyuntural (y por ello susceptible de invertirse en el transcurso del ciclo) el riesgo de *expulsión* de los inversores pri-

vados puede resultar menos preocupante. Por el contrario, un aumento permanente de la deuda pública, asociado a un crecimiento del déficit presupuestario estructural (ocasionado por el aumento del coste del servicio de la deuda pública) elevará los tipos de interés si el gobierno aplica simultáneamente una política monetaria restrictiva. Desde este punto de vista, las proyecciones antes realizadas, que registran un aumento del *ratio* deuda pública/PNB en una situación en la que la actividad económica se sitúa, en promedio, en su nivel tendencial, reflejan claramente un crecimiento duradero de la deuda pública.

2. Endeudamiento óptimo y neutralidad de la deuda

Cuanto mayor sea el nivel de la deuda pública, tanto mayores serán los riesgos de *expulsión* de la inversión privada y más importantes las distorsiones generadas por los impuestos recaudados para financiar el servicio de la deuda pública. Por sí mismo este argumento parece que sostiene que el nivel óptimo de la deuda pública debería ser teóricamente igual a cero. Sin embargo, tal conclusión no es válida en la práctica, y ello por dos razones esenciales. En primer lugar, tal como se desprende del análisis en términos patrimoniales expuesto anteriormente, la puesta en marcha de proyectos de inversión pública cuyo rendimiento social sea superior al coste de la deuda pública contraída para financiarlos puede justificar la existencia de un cierto volumen de endeudamiento del sector público. En segundo lugar, el nivel de la deuda pública es, en todo caso, endógeno y depende en gran medida de las circunstancias econó-

micas vigentes y de los costes transitorios en los que se incurre para alcanzarlo, todo lo cual influye directamente sobre la situación presupuestaria. Esta situación puede hacer igualmente necesario un cierto nivel de deuda pública.

Algunos autores han llegado incluso a afirmar que la deuda pública no tiene (o tiene muy poco) efecto sobre la economía. Esta opinión ha sido sostenida sobre todo por Barro (véase su artículo de 1974 citado en la bibliografía) a partir de lo que se denomina el «teorema ricardiano de la equivalencia». La base de su razonamiento se halla en la creencia de que los individuos racionales, preocupados por la suerte de sus herederos, no consideran los títulos de la deuda pública como un elemento de su patrimonio y actuarán, por tanto, de modo que las decisiones (públicas o privadas) en materia de ahorro, de inversión y de oferta de mano de obra se mantengan invariables. Conscientes de las obligaciones fiscales futuras (incluida una deducción eventual por la inflación) ligadas a todo nuevo aumento de la deuda pública, los individuos tenderán a aumentar su ahorro privado en consecuencia, de forma que este crecimiento del ahorro privado compense exactamente las necesidades de financiación del sector público. De esta forma, los tipos de interés (y la inversión) no se verían afectados por los aumentos de la deuda pública.

Esta interpretación de Barro, según la cual los individuos podrían neutralizar la actuación del sector público destinada a redistribuir el consumo en el tiempo, se basa en unas hipótesis muy restrictivas, tanto en lo que respecta al comportamiento de los agentes económicos como a la organización de la economía: supone, en especial, que los individuos no están

sometidos a restricciones en el plano de la obtención de sus rentas. Esto explica que la proposición de Barro no haya podido verificarse empíricamente en su forma extrema. De hecho, los resultados empíricos del teorema ricardiano de Barro son más bien limitados y sugieren que, aunque los efectos de la deuda pública pueden compensarse al tomar en consideración las obligaciones fiscales futuras, esta compensación no es nunca total (19). Por el contrario, y según algunos trabajos recientes, parecería que las herencias contribuyen de modo muy significativo a la acumulación de la riqueza (20).

En resumen, aunque sea difícil definir lo que pudiera ser el nivel «óptimo» del *ratio* deuda pública/PNB sobre la base de consideraciones estrictamente económicas, sería no obstante deseable que este *ratio* disminuya cuando la coyuntura es favorable, a fin de que las autoridades dispongan de un margen de maniobra más amplio para hacer frente a las eventuales crisis del futuro. Naturalmente, es en función de las condiciones económicas propias de cada país como habrá que determinar el ritmo al que deba operarse tal reducción. Cuando no se prevé un crecimiento de la deuda en relación al PNB durante varios años, resulta posible plantearse, a corto plazo, la implantación de una política presupuestaria más flexible. No obstante, en tal caso, conviene no olvidar que, dada la magnitud de la deuda ya acumulada en la mayoría de los países, las posibilidades de relanzamiento presupuestario serán mucho menores que las existentes en los años setenta. A mayor abundamiento, las posibles ventajas a corto plazo a nivel de la demanda interna deberían sopesarse con las consecuencias a medio plazo para

la deuda pública, sobre todo teniendo en cuenta el rápido crecimiento del coste de las pensiones de la seguridad social previsto para el futuro. Sería necesario, por tanto, estar en disposición de invertir la actuación expansionista emprendida por la política presupuestaria, lo que puede resultar muy difícil en muchas ocasiones, tal como lo prueba la experiencia pasada.

NOTAS

(*) El presente texto constituye una versión resumida y actualizada de un artículo de los mismos autores titulado «La dette publique dans une perspective à moyen terme», publicado en la *Revue Economique de l'OCDE* (n.º 7, otoño de 1986). Los autores manifiestan su agradecimiento a Jacques Simon por su magnífica colaboración en la actualización de los datos estadísticos. Las opiniones expresadas son las de los propios autores y no reflejan necesariamente las de la OCDE o de sus países miembros.

(1) Véase CHOURAQUI y PRICE (1984), así como las referencias que allí se citan; PRICE y MULLER (1984), y el estudio del Ministerio de Finanzas de Alemania Federal (1985).

(2) Véase BUITER (1985), así como ODLING-SMEE y RILEY (1985).

(3) Es posible que el valor de una empresa pública aumente si se vende al sector privado, en especial si la mejora de su gestión no se ve compensada por la pérdida de la posición monopolística que, en su caso, pudiera disfrutar con anterioridad. Si el precio de venta de las acciones de la empresa tiene en cuenta, en todo o en parte, ese valor suplementario, la posición global del sector público mejoraría, aunque menos de lo que lo haría la variación de la deuda pública neta.

(4) Véase BUITER (1985). El análisis, en este contexto, de los gastos de educación (y, en menor medida, de sanidad) resulta arbitrario. Estos gastos pueden ser considerados como inversiones o como bienes de consumo. Su consideración como inversiones toma en cuenta sus efectos sobre el crecimiento futuro de la renta nacional y, por tanto, de los ingresos fiscales suplementarios que se obtendrían con la mejora del capital humano que la educación facilita.

(5) A este respecto, conviene tener en cuenta la calidad de las inversiones públicas. Algunos

consideran que durante el periodo de rápida expansión del sector público el coste de la deuda destinada a financiar las inversiones públicas ha resultado superior a la tasa de rendimiento de tales inversiones. El valor real del capital público así constituido sería, por tanto, inferior a lo que pudiera pensarse en función de los flujos de inversión realizados. Igualmente, las reducciones de la inversión pública derivadas de la aplicación rigurosa de este criterio de «rentabilidad» implicarían una mejora del patrimonio neto del Estado, y ello a pesar de una disminución en la cuantía total del capital público fijo.

(6) Las proyecciones relativas a la existencia de capital son evidentemente aproximadas, en razón de las incertidumbres que rodean a la vida media del capital público y, por tanto, a sus tasas de amortización. Unos cambios relativamente menores en la composición de las inversiones públicas modificarían de modo sustancial estas proyecciones a largo plazo.

(7) Estos cálculos se explican detalladamente en el Anexo II de CHOURAQUI y otros (1986). Véase también BISHAM (1986).

(8) En el caso de los ingresos, se ha supuesto que la fiscalidad se modificaría de forma que compensara el aumento automático debido a la inflación. Esta hipótesis se justifica por el hecho de las preocupaciones relativas al elevado nivel de la presión fiscal expresadas con frecuencia por los intérpretes actuales de la política fiscal. Es evidente que, conservando el excedente de ingresos conseguido con la elevación automática de la fiscalidad, las administraciones públicas dispondrían de un medio para reducir el déficit presupuestario y para aliviar el peso de la deuda pública.

(9) El envejecimiento de la población debería provocar también un aumento de los gastos en sanidad. Por el contrario, los gastos de educación deberían disminuir. En el marco del presente estudio, se ha supuesto que estas dos evoluciones se compensarían.

(10) En ciertos países (especialmente en Estados Unidos y Canadá) la política oficial es

la de proceder a la indicación de las pensiones con arreglo a los precios y no a los salarios. Desde este punto de vista, la hipótesis que aquí se utiliza podría interpretarse en el sentido de una revalorización temporal de las pensiones. Lo que deja sobreentender esta hipótesis es que una «política invariable» mantendría el nivel de ingresos de las pensiones cuando, debido a las limitaciones presupuestarias, los gobiernos pudieran decidir mantenerlas solamente en valores absolutos.

(11) El sistema japonés debería habilitar en el futuro un aumento significativo de las prestaciones por jubilado, cosa que se tiene en cuenta en las proyecciones aquí mencionadas. Por lo que respecta a Gran Bretaña, las proyecciones se basan en la hipótesis de que el régimen actual de pensiones ligadas a los ingresos continuará en vigor, adoptándose el supuesto de que la pensión básica se revalorizará en función de la evolución de los precios. Véase a este respecto el «Libro verde» de 1985 titulado *Reform of Social Security*.

(12) Véase a este respecto ATKINSON y CHOURAQUI (1985).

(13) El hecho de que la relación de la deuda con el PNB continúe pese a todo aumentando, se debe a la persistencia del déficit presupuestario neto de intereses —en razón sobre todo a la carga de las pensiones— y no a los efectos acumulados de unos elevados tipos de interés.

(14) Véase en especial CHOURAQUI y PRICE (1984).

(15) Esta cuestión se examina en ATKINSON y CHOURAQUI (1985). Véase también U.S. Treasury Department (1984).

(16) Véase BUITER (1985), así como BLANCHARD y SUMMERS (1984).

(17) Es lógico que la inflación anticipada se refleje normalmente en las primas de riesgo que incorporan los tipos de interés. En consecuencia, sólo una inflación más fuerte de la prevista puede reducir la relación deuda pública/PNB, salvo en el caso de una elevación automática de la fiscalidad. Desde el momento en

que este factor de anticipación desempeñe un papel importante, una política antiinflacionista no puede ya ser una «solución» al problema de la deuda.

(18) Aunque, en sentido estricto, los tipos de interés reales anticipados no deberían variar en estas condiciones, los inversores reaccionarán sin duda negativamente ante las incertidumbres acumuladas en relación con el coste real del crédito, así como ante los efectos a corto plazo sobre las disponibilidades de tesorería.

(19) Este tipo de apreciación se desprende en especial de los trabajos de BLINDER y DEATON (1985).

(20) Véase sobre todo KOTLIKOFF y SUMMERS (1981).

BIBLIOGRAFIA

- ATKINSON, P., y CHOURAQUI, Jean-Claude (1985), «Les causes du niveau élevé des taux d'intérêt réels», *Revue économique de l'OCDE* n.º 5 (otoño).
- BARRO, R. J. (1974), «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy* (noviembre/diciembre). Versión castellana en *Deuda Pública*, Ed. IEF, compilado por J. López Otero, Madrid, 1982, págs. 669 y siguientes.
- BISPAM, J. A. (1986), «Rising public sector indebtedness: some more unpleasant arithmetic», en *Private Saving and Public Debt*, Blackwell (Oxford).
- BLANCHARD, O. J., y SUMMERS, L. H. (1984), «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity* 2. Versión castellana en *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 27, págs. 37 y ss.
- BLINDER, A. S., y DEATON, A. (1985), «The time series consumption function revisited», *Brookings Papers on Economic Activity* 2.

BOSKIN, M. J., y KOTLIKOFF, L. J. (1985), «Public debt and U. S. saving: a new test of the neutrality hypothesis», *National Bureau of Economic Research*, n.º 1.646 (junio).

BUITER, W. H. (1985), «A guide to public sector debt and deficits», *Economic Policy* (noviembre).

BUITER, W. H., y TOBIN, J. (1979), «Debt neutrality: a brief review of doctrine and evidence», en von Furstenberg, G.M. (dir. pub.), *Social Security vs Private Saving*, Ballinger.

CHOURAQUI, J. C. y PRICE, R. W. R. (1984), «Stratégie financière à moyen terme la coordination des politiques monétaires et budgétaires», *Revue économique de l'OCDE*, n.º 2 (primavera).

CHOURAQUI, J. C.; JONES, B., y MONTADOR, R. B. (1986), «Public debt in a medium-term context and its implications for fiscal policy», *Document de travail du Département des affaires économiques et statistiques* n.º 30. Versión castellana en «Selección de Lecturas sobre la Deuda Pública», Ed. Fundación FIES para el Curso de la UIMP (1987), págs. 11 y ss.

KOTLIKOFF, L. J., y SUMMERS, L. H. (1981), «The role of intergenerational transfers in aggregate capital accumulation», *Journal of Political Economy* (agosto).

MINISTERIO DE FINANZAS DE LA R. F. A. (1985), *Tasks and Objectives of a New Fiscal Policy: the Limits to Public Indebtedness* (diciembre).

ODLING-SMEE, J., y RILEY, C. (1985), «Approaches to the PSBR», *National Institute Economic Review* (agosto).

PRICE, R. W. R., y MULLER, P. (1984), «Indicateurs budgétaires structurels et interprétation de l'orientation de la politique budgétaire des pays de l'OCDE», *Revue économique de l'OCDE* n.º 3 (otoño).

U.S. TREASURY DEPARTMENT (1984), *The Effects of Deficits on the Prices of Financial Assets*, Office of the Assistant Secretary of Economic Policy (enero).