

COLABORACIONES

III. PROBLEMAS DE LA DEUDA PUBLICA EN EL ACTUAL CONTEXTO ECONOMICO

INTRODUCCION

A partir de mediados de la década de los setenta, la crisis económica, que ha tenido su contrapartida en lentas tasas de crecimiento de las distintas economías occidentales y en la acumulación de déficit persistentes por parte del sector público, ha hecho que cobrase relevancia un simple ejercicio de simulación conocido como «aritmética del déficit»

La aritmética del déficit significa, en definitiva, el reconocimiento de que elevados déficit presentes tienden a generar déficit futuros, en la medida en que las emisiones de deuda pública para financiar los actuales desequilibrios del sector público se traducen en mayores cargas financieras que absorben una proporción creciente de ingresos fiscales. De esta forma, el déficit público es un fenómeno que puede llegar a autogenerarse, haciendo imposible la instrumentación de una política monetaria independiente, gradual y creíble por los agentes económicos.

Esta idea es simple y bastante obvia. No obstante, cuando se realizan sencillos ejercicios de simulación, una conclusión general que emerge de ellos es la facilidad con que el problema de la deuda pública puede convertirse en explosivo. En efecto, la restricción presupuestaria del gobierno establece que todo déficit debe financiarse con deuda o dinero. Si se opta por la alternativa de emitir dinero, la política presupuestaria es incompatible con una política monetaria orientada a la lucha antiinflacionista. Caso de recurrirse a la financiación ortodoxa del déficit a través de emisiones de deuda, los pagos por intereses comprometen el equilibrio presupuestario futuro. De este modo, si el tipo de interés real de la deuda pública excede a la tasa de crecimiento, la emisión de deuda pública para financiar los intereses de la deuda viva del período anterior hará que aumente la relación deuda pública/PIB. Si esta situación se mantiene indefinidamente, la problemática de la deuda se hace insostenible.

Más formalmente, considérese la siguiente identidad contable:

$$B_t = B_{t-1} + i B_{t-1} + D_t - (1 - \mu) \Delta M_t \quad [1]$$

en donde «B» es el *stock* de deuda del sector público, «i» el tipo nominal de interés de la deuda pública, «D» el déficit primario (es decir, el déficit definido como la diferencia entre gastos e ingresos excluido el pago de intereses), «M» la base monetaria y «(1 - μ)» la proporción no retribuida de base monetaria. El subíndice «t» indica tiempo y «Δ» indica incremento. Añadiendo una simple ecuación monetaria, que asegura crecimientos del dinero iguales a los de la renta nominal;

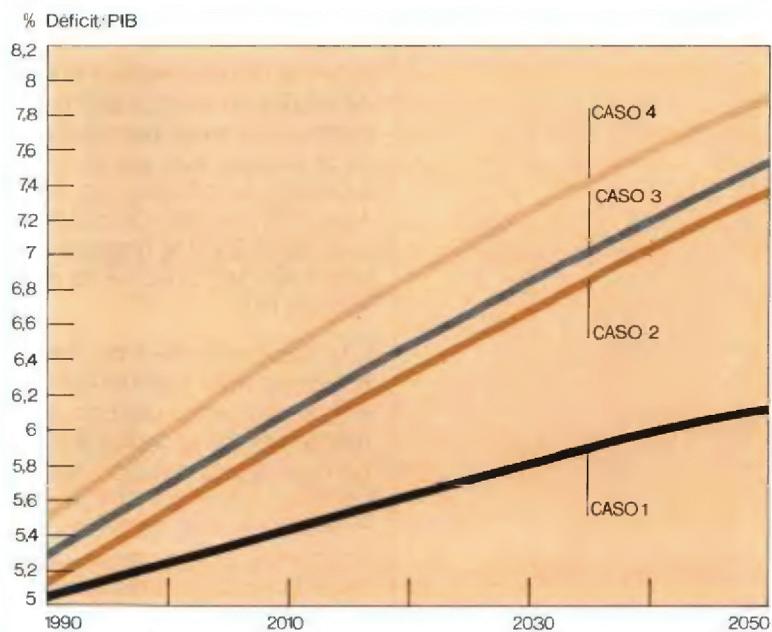
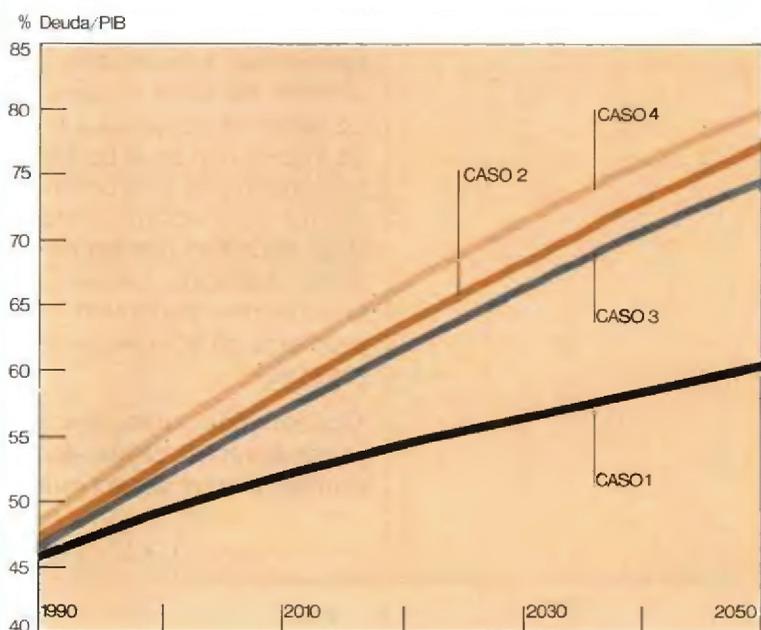
$$M_t = m \cdot Y_t \quad [2]$$

con facilidad se obtiene:

$$b_t = \frac{1 + r}{1 + \rho} \cdot b_{t-1} + d_t - \frac{(1 + \rho)(1 + \pi) - 1}{(1 + \rho)(1 + \pi)} (1 - \mu) \cdot m \quad [3]$$

en donde «b» es la relación deuda pública/PIB, «d» es el tanto por uno de déficit primario con respecto al PIB, «ρ» es la tasa de

SIMULACIONES ALTERNATIVAS



Casos	Supuestos			Deuda Pública	Déficit
	<i>P</i>	<i>r</i>	<i>d</i>	PIB	PIB
1	0,04	0,03	0,016	79 %	7,5 %
2	0,04	0,03	0,016	158 %	14,1 %
3	0,035	0,03	0,016	166 %	14,0 %
4	0,04	0,03	0,02	120 %	11,0 %

crecimiento real de la economía, « π » es la tasa de inflación y « r » el tipo real de interés definido a partir de:

$$1 + r = \frac{1 + i}{1 + \pi}$$

Una primera conclusión que se obtiene de este elemental ejercicio de aritmética es que la condición de estabilidad del proceso (es decir, la condición para que la relación deuda pública/PIB no tienda a hacerse infinitamente grande) es que el tipo de interés real de la deuda pública debe ser inferior a la tasa de crecimiento de la economía. En otro caso, las cargas financieras futuras que el déficit presente genera tienden a situar la evolución de la deuda en una senda insostenible. Dado que en muchos países se ha producido a la vez una combinación de lentas tasas de crecimiento económico y elevados tipos reales de interés, el problema de la explosividad de la deuda puede convertirse en una realidad.

Continuando con el ejercicio, si suponemos que el sistema satisface la condición de estabilidad ($\rho > r$), la relación a largo plazo de equilibrio entre deuda pública y PIB viene dada por:

$$b = \frac{d - \left\{ 1 - \frac{1}{(1 + \rho)(1 + \pi)} \right\} \cdot (1 - \mu) \cdot m}{1 - \frac{1 + r}{1 + \rho}} \quad [4]$$

A fin de ofrecer alguna intuición sobre el significado de la relación de equilibrio a largo plazo, puede ser útil dar valores a los parámetros de la expresión [4] y representar su evolución dinámica en el tiempo. Así, por ejemplo, un déficit primario del 1,6 por 100, una tasa de inflación del 5 por 100, una tasa de crecimiento real del 4 por 100, un tipo de interés real del 3 por 100 y unos valores de « m » y « μ » de 0,2 y 0,5, respectivamente, conducen a una relación a largo plazo deuda pública/PIB del 79 por 100 y un déficit total del 7,5 por 100 del PIB.

Los resultados de esta simulación de base (caso 1) pueden ser muy sensibles ante cambios en los principales parámetros del sistema. Así, un aumento del tipo de interés real del 3 al 3,5 por 100, manteniendo el resto de los parámetros de la simulación (caso 2), comporta una relación deuda/PIB de equilibrio del 158 por 100 y un déficit público del 14,1 por 100 del PIB. Similares cambios son los que se observan ante una reducción en el ritmo de crecimiento de la economía: un descenso de medio punto en la tasa de crecimiento del PIB de la simulación base (caso 3) dispara la relación a largo plazo deuda/PIB al 166 por 100, y el déficit a un 14,0 por 100 del PIB. Por último, un pequeño aumento del déficit primario hasta alcanzar el 2 por 100, manteniendo los restantes parámetros de la simulación base (caso 4), situaría a largo plazo la deuda en el 120 por 100 del PIB y el déficit en un 11 por 100.

La pretensión de esta formulación simple es ilustrar la posible magnitud de un problema que, en general, tiende a agravarse al introducir en el modelo mayores dosis de realismo. En particular:

a) La consideración de la relación entre el tipo de interés real de la deuda pública y el volumen de ésta tiende a aumentar la inestabilidad del proceso, dado que colocar nueva deuda, cuando el saldo vivo en circulación es ya elevado, fuerza al sector público a aumentar los tipos de interés para posibilitar su adquisición voluntaria.

b) La evolución de los tipos de interés y el posible efecto expulsión de la inversión privada (*crowding-out*) tiene como consecuencia una aminoración del ritmo de crecimiento de la economía. La conjunción de una menor tasa de crecimiento y un tipo de interés más elevado tiende a aumentar los riesgos de inestabilidad de la dinámica del endeudamiento público.

c) La necesidad que puede sentirse en algunos países de incrementar el déficit primario —o bien la imposibilidad de contener el aumento sin graves tensiones sociales—, derivada de factores como el envejecimiento progresivo de la población y los consiguientes pagos de transferencia, o la insatisfacción con los niveles de provisión de servicios esenciales (sanidad, educación, justicia, infraestructura), aumenta las dificultades para conseguir la estabilización de la relación deuda pública/PIB a medio y largo plazo.

Es cierto que algunos factores no tenidos en cuenta en el análisis podrían restar espectacularidad al alarmante mensaje derivado de la simple aritmética del déficit. Por una parte, el ritmo de convergencia a los valores estacionarios podría ser relativamente lento. Por otra, la Administración dispone de la posibilidad de regular los tipos de interés y/o la colocación de la deuda entre las instituciones financieras, además de la capacidad de monetizar parte del déficit amortizando deuda a través de aumentos en la tasa de inflación. Estos grados adicionales de libertad sólo pueden ser utilizados, sin embargo, a costa de distorsionar la asignación eficiente de los recursos productivos y arriesgar la credibilidad de las políticas de ajuste del sector público. Parece, pues, preciso adquirir plena conciencia de que tasas de crecimiento reducidas y elevados tipos de interés reales fuerzan a considerar al déficit público como variable clave para garantizar el adecuado funcionamiento de la economía. Este es el mensaje que tratan de transmitir los cuatro artículos que conforman esta sección.

En el primero de ellos, **Rafael Repullo** parte de la constatación del comportamiento explosivo de la deuda en los últimos años, para realizar a continuación algunas simulaciones de la evolución a medio plazo de la deuda de las administraciones públicas españolas, utilizando un modelo muy sencillo del estilo del considerado previamente. Se supone que la tasa de inflación viene determinada exógenamente por la política monetaria. La tasa de crecimiento de la economía está dada.

La principal diferencia con el ejercicio aquí desarrollado reside en que la variable clave que define la senda de la política fiscal es el déficit total del sector público, en lugar del déficit primario. La elección entre un concepto de déficit u otro es trascendente, ya que, cuando se supone que el déficit total es la variable controlada por las autoridades, la evolución a medio plazo es estable por definición. Ello implica que, cuando los tipos de interés son elevados, las autoridades tienen la capacidad para comprimir el

déficit primario —hasta incluso convertirlo en superávit— a fin de mantener el déficit total en la senda prefijada.

En este contexto, no cabe esperar que el comportamiento explosivo de la deuda prosiga en el futuro. Repullo opina que el crecimiento de la deuda pública se moderará, si bien una política fiscal que desee estabilizar la relación deuda/PIB debe reducir el déficit total por debajo del 3 por 100 del PIB, lo que lleva asociada una importante y sostenida reducción del déficit primario.

El papel que juega el déficit primario en la dinámica del endeudamiento público se subraya en las simulaciones que han servido de base para la elaboración del artículo de **Luis Servén** y **José Antonio Trujillo**, de las que se deduce que la combinación de una política monetaria que persiga la estabilización de la tasa de inflación y una política fiscal definida por el tamaño de los déficit sin intereses se hace insostenible sin necesidad de situarse en escenarios muy pesimistas.

Servén y Trujillo sostienen que el realismo de la aritmética del déficit debe juzgarse tanto en términos de las hipótesis utilizadas en las simulaciones como en relación a otras macromagnitudes no contempladas en el análisis. Con respecto a las hipótesis de simulación, este artículo apunta que la endogeneización de algunas variables del modelo no hace sino poner de manifiesto que la problemática del déficit es más grave de lo que indican los ejercicios en los que los tipos de interés son exógenos. Así, si se considera la dependencia positiva entre la deuda y el tipo de interés real y la relación inversa entre la demanda de dinero y el tipo de interés nominal, la estabilidad del proceso de endeudamiento se dificulta notablemente.

Cuando se tienen en cuenta otras relaciones económicas no incorporadas en el modelo, como la existente entre inversión y crecimiento económico y entre ahorro privado y renta disponible privada, las sendas de crecimiento de la deuda pueden demostrarse como económicamente inviables, al ser incompatibles con las tasas de ahorro necesarias para financiar la inversión privada. Si los agentes económicos son racionales, no atribuirán credibilidad a las políticas inviables a largo plazo, alterando sus reacciones en el presente para ajustarse a comportamientos sostenibles en el futuro, reacciones que podrían resultar incompatibles con los objetivos declarados del gobierno, como, por ejemplo, la lucha contra la inflación.

Es frecuente oír, especialmente en medios próximos a la Administración, que España no tiene un problema de deuda, ya que otros países de nuestro entorno se encuentran en peor situación. Nuestro país, sin embargo, ha visto crecer su relación deuda/PIB a un ritmo cuatro veces superior al registrado por las naciones de la CE entre 1980 y 1986. Mantener esta tasa de crecimiento de la deuda durante cuatro o cinco años nos situaría al nivel de las naciones más endeudadas del área de la OCDE: Italia y Bélgica. ¿Qué problemas presenta la deuda pública en países severamente endeudados? ¿Cómo afecta el endeudamiento al desarrollo de las políticas monetaria y fiscal? ¿Cuáles son sus efectos sobre los desequilibrios básicos de la economía?

El caso de Italia es analizado por **A. Cividini**, **G. Galli** y **R.S. Masera**, cualificados miembros del Departamento de Investigación

Económica del Banco de Italia. Su artículo comienza explorando la problemática general de la inestabilidad, sintetizando diversos enfoques que parten de la restricción presupuestaria del gobierno y derivando las condiciones de estabilidad de la deuda. Los autores prestan especial atención a las condiciones del mercado de dinero para la estabilización de la deuda. Cuando se considera el papel de la demanda de dinero, las interrelaciones entre inflación, tipos de interés y saldos monetarios hacen más restrictiva la condición de estabilidad, especialmente en aquellos casos en los que los saldos monetarios se mantienen por consideraciones de composición de cartera, junto con deuda y acciones. Por otra parte, la monetización del déficit puede hacer menos estricta la condición de estabilidad, si bien ello será a costa de la continuidad de la política antiinflacionista del gobierno.

Las simulaciones realizadas por los autores son de gran interés. Suponiendo que los socios comerciales de Italia mantienen un crecimiento estable con baja inflación para valores razonables del déficit primario, la tasa de crecimiento y los tipos de interés, la relación deuda/PIB alcanzará el 120 por 100 en 1990 y el 200 por 100 en el año 2000. La apertura de la economía a los intercambios permite que la creación de deuda interior tenga efectos negativos sobre los intercambios exteriores, que podrían llegar a duplicar la relación deuda externa/PIB en un período de quince años. Cividini, Galli y Maserà concluyen que, aún contando con el mantenimiento de la bonanza internacional, la contención del crecimiento de la deuda sólo será posible mediante fuertes reducciones del déficit primario. Esta política debe acompañarse con el desarrollo de un control monetario caracterizado por la tenacidad y el gradualismo.

En Bélgica, la situación de las finanzas públicas ofrece rasgos de un mayor dramatismo, como se refleja en el artículo de **Victor Van Rompuy** y **Bernard Naudts**, profesores de la Universidad Católica de Lovaina. Entre 1975 y 1981, el déficit público triplica su participación en el producto nacional, debido a una combinación de causas ligadas al impacto de la crisis económica mundial sobre una economía pequeña y abierta al exterior, así como a la inestabilidad política del país. El crecimiento progresivo de los tipos de interés y el desplome de las tasas de crecimiento hacen que, a partir de 1978, y de forma ininterrumpida hasta el presente, el endeudamiento público se sitúe en una senda explosiva.

En 1982, la situación del déficit y la deuda fue juzgada por el electorado como insostenible. La nueva mayoría intentó dar un giro al grave deterioro de la economía mediante la contracción salarial, la estabilización del nivel de reservas y una devaluación del franco. Los efectos de esta nueva política han tardado en hacerse patentes hasta 1986, gracias a la mejora del clima económico internacional. Pese a todo, la fuerte reducción del gasto público primario (cerca de un 6 por 100 del PNB en cuatro años) no ha bastado para frenar el efecto acumulativo de los intereses sobre el déficit total: si en 1982 los intereses representaban un 58 por 100 del déficit, para 1987 se espera que éstos se sitúen en el 106 por 100. La estabilización del *ratio* deuda pública/PNB a su nivel actual —superior al 100 por 100— requeriría aumentar el superávit primario del 0,5 por 100 de 1987 al 3,5 por 100 del PNB de forma permanente, tarea que se prevé lenta, difícil y no exenta de posibles tensiones sociales.