

## DEFICIT PUBLICO Y POLITICA MONETARIA (\*)

Luis SERVEN y José A. TRUJILLO

**L**OS años setenta sirvieron para despojar a la política macroeconómica en general, y a la monetaria en particular, de muchas de sus pretensiones de eficacia para la estabilización y control de la actividad económica. En buena medida, la política monetaria quedó limitada a servir para el control de la tasa de inflación.

La restricción presupuestaria del gobierno, entendido éste como el ente consolidado Banco de España-Tesoro, establece una relación entre la política fiscal y la monetaria que no puede ser pasada por alto. Si se entiende por política fiscal el tamaño del déficit sin intereses, y por política monetaria el objetivo de inflación, la combinación de ambas es insostenible con relativa facilidad.

El trabajo que aquí se resume contiene numerosas simulaciones a partir de un modelo cuyo eje central es la mencionada restricción presupuestaria. Los escenarios de simulación resultan de combinar políticas fiscales (tamaños de déficit) más o menos optimistas con políticas monetarias más o menos restrictivas.

El modelo que se utiliza es, en lo fundamental, el que se presenta en Sargent-Wallace (1981). En nuestro caso se han incorporado características de la economía española y se ha ampliado el modelo mediante la incorporación de funciones de demanda para los activos financieros, deuda y dinero.

Inicialmente, como en el caso del trabajo de los autores citados, se considera que el tipo de interés

real y el crecimiento del producto real son constantes. Bajo tal hipótesis, la estabilidad del proceso de creación de deuda se garantiza sólo si el nivel del tipo de interés es inferior a la tasa de crecimiento del producto. Es decir, si dicha condición no se cumple, la deuda pública crecería de forma explosiva.

Si las citadas variables se consideran constantes, y suponiendo que su valor relativo garantiza la estabilidad del crecimiento de la deuda incluso en escenarios relativamente optimistas, las variables relevantes alcanzan niveles en el largo plazo económicamente injustificables.

Por ejemplo, suponiendo que el déficit sin intereses se mantiene en el 2 por 100 del PIB y la inflación oscila entre el 4 y el 10 por 100, el déficit con intereses se situaría, a largo plazo, alrededor del 20 por 100 del PIB. También se observa, que niveles del déficit sin intereses superiores al 2 por 100 son prácticamente inviables para cualquier nivel de inflación.

Téngase en cuenta que el hecho de que el modelo sea económicamente inviable en el largo plazo o en el estado estacionario no es irrelevante para el corto plazo. El futuro afecta al presente a través de la formación de expectativas de los agentes. En particular, la hipótesis de racionalidad en la formación de expectativas da lugar a que los valores presentes de las variables deban reflejar situaciones económicamente viables en el largo plazo. Más en concreto, si, por ejemplo, el objetivo

de inflación es insostenible en el largo plazo, tal circunstancia debe dar lugar a una modificación de otros parámetros del problema o a la elevación de la tasa de inflación presente.

Otra magnitud cuya trayectoria es relevante observar es el excedente de ahorro privado una vez financiado el déficit público. En el corto plazo, el ahorro exterior permite acceder a tasas de inversión compatibles con el crecimiento sostenido de la producción. Por el contrario, en equilibrio estacionario no es posible mantener un déficit exterior. Por tanto, en dicho equilibrio es preciso disponer de ahorro interno que permita un nivel suficiente de inversión. Sin embargo, en la mayoría de las simulaciones realizadas se comprueba que el ahorro interno desciende a niveles incompatibles con la tasa de crecimiento de la producción utilizada como hipótesis de partida.

Una combinación tan aparentemente razonable como es el 2 por 100 de déficit y el 4 por 100 de inflación, suponiendo un crecimiento real y un tipo de interés del 3,5 y 3 por 100 respectivamente, haría necesaria una tasa de ahorro privado cercana al 35 por 100 para absorber el déficit público creado y financiar una formación bruta de capital tan escasa como es el 15 por 100 del PIB. Téngase en cuenta, en este sentido, que la tasa de ahorro bruto del sector privado en España, media de los años de la década de los 70, fue aproximadamente el 20 por 100. Por otra parte, ¿es compatible un ahorro privado del 35 por 100 con un tipo de interés real del 3 por 100? ¿Es posible un crecimiento sostenido del 3,5 por 100 con una tasa de inversión bruta privada del 15 por 100?

En el trabajo que aquí se resu-

me, se defiende que es apropiado descontar del déficit público el impuesto inflacionario, pues ello da una mejor medida de su impacto sobre el mercado de fondos prestables. Sin embargo, tal medición debe ir acompañada de una medida también correctamente desinflada del ahorro privado. Si este ejercicio se lleva a cabo, se comprueba que el problema del déficit aparece menos grave cuando se comparan las magnitudes desinfladas. Ahora bien, la elección de medida no afecta en absoluto al problema de la estabilidad del proceso de generación de deuda.

Hasta aquí hemos considerado que el tipo de interés real es constante. Sin embargo, quizá no sea razonable suponer que el tipo de interés es una variable exógena. Por ello, también se realizan simulaciones en las que se considera que el tipo de interés real está relacionado con el peso de la deuda pública en el PIB. En concreto, se supone que estas dos variables están positivamente relacionadas; realizándose varias hipótesis sobre la intensidad de esta relación.

La consideración de esta dependencia no hace sino poner de manifiesto que la problemática del déficit es más grave. Si el tipo de interés crece con la deuda, la estabilidad del proceso se dificulta. O, lo que es igual, para un mismo conjunto de parámetros de política fiscal y monetaria, la variación del tipo de interés eleva la necesidad de emisión de deuda. Para que el proceso sea estable, no es suficiente que la tasa de crecimiento del producto real sea superior al tipo de interés; el exceso necesario de aquella sobre éste para garantizar la estabilidad, está inversamente relacionado con el valor de la elasticidad de la deuda respecto al tipo de interés.

En las simulaciones realizadas se comprueba cómo, aún bajo supuestos muy conservadores sobre la elasticidad deuda-tipo de interés, el déficit con intereses y el resto de las variables se sitúan en sendas de crecimiento explosivas o se estabilizan en valores económicamente injustificables.

Por ejemplo, suponer que un punto de subida en el tipo de interés real estimula la demanda de deuda pública un 75 por 100 cambia drásticamente el problema respecto al caso de tipo interés constante. Aun bajo una hipótesis tan optimista, un déficit sin intereses del 2 por 100 hace crecer la deuda de manera explosiva, pues al crecer el tipo de interés con la deuda, aumenta también el servicio de la deuda, por tanto el déficit y, en consecuencia, la necesidad de emisión de deuda.

También cabe suponer que la demanda de base monetaria está relacionada con el tipo de interés nominal, por ser éste su coste de oportunidad. Esta dependencia no hace sino agravar aún más los problemas, imponiendo mayores restricciones a la estabilidad del proceso de generación de deuda. El aumento del tipo de interés nominal, aumenta la velocidad de circulación de la base monetaria e impone la emisión de un mayor volumen de deuda.

Ahora bien, en la medida en que, en el caso español, una parte importante de la base monetaria se retribuye a tipo de interés de mercado, no deberíamos esperar que la elasticidad (negativa) de la demanda de dinero al tipo de interés sea muy elevada. Por tanto, a priori, la necesidad de aumentar el crecimiento de la deuda monetaria por causa del descenso inducido en dicha deuda no debería ser muy importante. Por otra parte, en las simulaciones rea-

lizadas se muestra que sólo en el caso en que dicha elasticidad es extraordinariamente elevada, su influencia sobre el problema que nos ocupa es relevante.

Finalmente, se ha considerado la posibilidad de que la demanda de deuda sea estimulada por la riqueza y, de esta forma, el tipo de interés real sea presionado al alza en menor medida. Para ello se ha supuesto un concepto de renta permanente en el que cabe la posibilidad de que, de acuerdo con la hipótesis ricardiana, la deuda pública no sea considerada como riqueza.

Si la demanda de deuda responde a un efecto riqueza, el crecimiento de la deuda estimula su propia demanda. De esta forma, el interés real crecerá en menor medida y, por tanto, el déficit sufrirá un menor grado de autoalimentación. La hipótesis ricardiana, al no considerar riqueza a la deuda pública, destruye este efecto. En cualquier caso, las simulaciones realizadas muestran que la elasticidad de la demanda de deuda a la riqueza ha de ser muy elevada para que se aprecie sensiblemente su efecto sobre el proceso de crecimiento de la deuda.

Para concluir, conviene aclarar que los resultados de la simulación de modelos como a los que aquí se hace referencia deben ser considerados con extremada cautela. Se trata de modelos a largo plazo en los que muchas variables se están considerando como exógenas. En el caso que nos ocupa, su utilización, más que para ofrecer unas cifras concretas sobre endeudamiento o tipo de interés futuros, pretende ilustrar cómo combinaciones de políticas fiscales y monetarias aparentemente razonables, y realizables a corto plazo, pueden ser fácilmente incompatibles en el largo plazo.

De nuestro trabajo se desprende que un nivel de déficit sin intereses tan aparentemente inocuo como el 2 por 100 del PIB puede ser insostenible a largo plazo si se pretende combinar con una política de contención de precios excesivamente ambiciosa. Pero, como hemos mencionado más arriba esta insostenibilidad se trasladada al corto plazo en la medida en que las expectativas de los agentes económicos entran a formar parte de los procesos de decisión.

#### NOTA

(\*) Este trabajo resume la ponencia «Déficit y política monetaria», presentada al seminario «La nueva era de la deuda pública en España», organizado por la fundación FIES en la UIMP (Santander, 1987). A su vez, dicha ponencia corresponde a una parte del trabajo: «El proceso autogenerativo del déficit público en España» del que también es coautor C. Sebastián. Este trabajo fue premio Instituto de Estudios Fiscales 1985, y será próximamente publicado por el mencionado Instituto.

#### REFERENCIAS

SARGENT, T., y WALLACE N. (1981): «Some unpleasant monetarist arithmetic». *FRB of Minneapolis, Quarterly Review*. Otoño.