

# DEUDA PÚBLICA Y BANCA PRIVADA

Rafael TERMES CARRERO

**E**L problema de la excesiva acumulación de deuda pública vuelve a ser motivo de gran preocupación en la mayor parte de los países industrializados, ya que esta expansión del endeudamiento del Estado, en su más amplia definición, amenaza con perturbar seriamente el funcionamiento de algunas instituciones clave de nuestras sociedades.

El objetivo de mi colaboración es analizar la postura de la banca privada respecto a la deuda pública, pero antes de hacerlo quisiera, brevemente, situar ciertos antecedentes de esta cuestión. Para ello, empezaré dando algunos datos sobre la expansión de la deuda pública en los últimos años y sobre la velocidad a que se ha producido su crecimiento. Pasaré después a exponer las causas de esta expansión; es decir, el fuerte crecimiento de los gastos públicos y las decisiones tomadas en relación con las diversas maneras de financiar este incremento: creación monetaria, aumento de impuestos, endeudamiento. En tercer lugar, me detendré algo sobre los efectos perturbadores del excesivo endeudamiento público, tanto sobre la economía en general como sobre el sector financiero. Y, por último, descendiendo a la situación concreta de España, diré lo que entiendo es la postura general de la banca privada en relación con la deuda pública y, en especial, sobre las otras maneras alternativas de financiar el déficit, así como sobre el papel de las instituciones financieras en la colocación de la deuda, con algunas incursiones, más o menos margi-

nales, en puntos específicos de actualidad.

## LA EXPANSION DE LA DEUDA PÚBLICA

Empecemos por la expansión del endeudamiento del Estado. El fenómeno tiene caracteres de generalidad, ya que, durante los últimos diez años, casi todos los países han venido aumentando el saldo neto de la deuda pública en circulación. Un buen indicador de este proceso es la relación entre deuda pública viva y PIB. Para el conjunto de la OCDE, esta relación pasó del 20 por 100 en 1975 al 36 por 100 en 1986. La tendencia ha sido prácticamente general, aunque la situación final varía enormemente según países. En varios casos, como por ejemplo Bélgica, Italia o Irlanda, la deuda pública viva supera al PIB, en el Reino Unido o Grecia supera el 50 por 100 del PIB, mientras que en Japón, Estados Unidos o España, esta relación se sitúa en las cercanías del 30 por 100. En Alemania se aproxima al 23 por 100 y en Francia al 20 por 100 (1). Noruega constituye un caso único entre los países industrializados, ya que su deuda es negativa; se trata, dicho sea de paso, de un buen ejemplo de cómo debe conducirse la política de endeudamiento del sector público aprovechando las circunstancias favorables, en este caso los ingresos fiscales derivados de la exportación de crudos petrolíferos, para reducir el *stock* de deuda existente, e incluso construir activos frente al resto de la sociedad.

*La velocidad de expansión de la deuda.* Reviste también considerable interés analizar, para el mismo período, la velocidad a la que, en cada país, ha tenido lugar el crecimiento de la deuda. Desde este punto de vista, destacan casos como los de Irlanda, donde la deuda ha pasado del 37 al 113 por 100 del PIB en los últimos diez años, o Italia, donde ha pasado del 60 al 107 por 100. España forma parte del grupo de naciones donde el peso de la deuda pública sobre el conjunto de la economía ha experimentado un crecimiento más rápido, ya que en nuestro país el *stock* de deuda, que a mediados de los años setenta era desdénable, ya que en 1976 no alcanzaba al 0,6 por 100 del PIB, llega hoy a representar, como ya he dicho, cerca del 30 por 100 del PIB (2).

Este último dato sobre nuestro país es especialmente interesante, en mi opinión, ya que muchas veces, y por parte de determinados sectores, se insiste en que la deuda pública española, en relación con el producto, es todavía reducida, puesto que está por debajo de la media de la OCDE que, como hemos visto, en 1986 era del orden del 36 por 100, y mucho más todavía de la media de la CEE, que se sitúa en el 60 por 100 (3).

Todo esto es cierto, pero no lo es menos que el endeudamiento público español ha crecido más aprisa que el de la mayoría de los países de nuestro entorno. Y para nadie es un secreto que el ritmo anual de aumento de la deuda es un factor muy importante en relación con la perturbación que la financiación del gasto del Estado ocasiona en la sociedad. De hecho, en los diez años considerados, la deuda pública española, siempre en términos de PIB, ha crecido a razón de 2,8 puntos del

PIB por año, frente a 1,5 puntos en la media de la OCDE. Aunque tampoco cabe silenciar que el aumento ha sido de 4,6 puntos anuales en Italia y de 6,2 puntos en Irlanda y Bélgica, que son los tres países europeos que nos superan en velocidad de crecimiento de la deuda.

## CAUSAS DE LA ACUMULACION DE LA DEUDA PUBLICA

En la mayor parte de los países, y España constituye un ejemplo típico, esta gran acumulación de deuda pública durante los últimos años es debida a la conjunción de dos causas. Por un lado, la persistencia de importantes déficit públicos; por otro, las decisiones tomadas, o más exactamente las decisiones que no se podían tomar, en cuanto a su financiación.

El primer aspecto, la existencia de déficit públicos persistentes, importantes y crecientes, es un hecho bien sabido, aunque quizá, convenga insistir en que es resultado, a su vez, de la evolución de los dos lados de las cuentas de las administraciones públicas; es decir, el gasto público y el ingreso público.

*El gasto público.* Desde finales de los sesenta los gobiernos de los diferentes países, cualquiera que haya sido su signo político, han venido aumentando el gasto, alegando que el Estado se encontraba sometido a una creciente demanda de servicios sociales, en particular en terrenos como la sanidad y, en algunos países, la enseñanza. Además, se nos ha dicho que la crisis económica ha traído consigo la necesidad de acrecentar los gastos de protección social y aquellos destinados a ayudar a las empresas industriales en la bús-

queda de nuevas actividades productivas. No es ahora el momento de discutir sobre el fundamento de estas alegaciones; baste saber que se trata de un hecho. Así, nuestro país, por la coincidencia de un cierto retraso en la cantidad y la calidad de los servicios sociales y de una crisis particularmente acusada, con los problemas del paro y de la reconversión industrial de ella derivados, representa uno de los ejemplos más vigorosos del crecimiento del gasto público.

Porque también aquí conviene matizar algunas afirmaciones que se hacen en relación con el tamaño del gasto público español. Se dice, y es verdad, que en España el gasto público, al nivel alcanzado del 40 por 100 del PIB, es todavía inferior a la media de la CEE, donde la relación se aproxima al 53 por 100, y parecido al de la OCDE, donde la media es del orden del 40 por 100. Pero no puede olvidarse que en 1973 el gasto público español no representaba más que el 23 por 100 del PIB. Obviamente, el crecimiento del gasto público ha sido superior al crecimiento de la economía, con un aumento del orden del 1,5 puntos del PIB por año.

*Los impuestos.* Por el lado del ingreso, los gobiernos de los países occidentales no han deseado, o no han podido, elevar los impuestos en grado suficiente para hacer frente al fuerte incremento de los gastos. Incluso en un caso importante, el de Estados Unidos, la aparición de un desequilibrio en el sector público deriva precisamente de la decisión de reducir los impuestos.

¿Por qué esta reticencia a elevar los impuestos? En muchos países industrializados, el nivel de imposición es tal que provoca serias disfunciones en la economía. Este

fenómeno empieza a ser claramente comprendido por la opinión pública, lo que hace políticamente inviable acudir a nuevos incrementos de la presión impositiva para atacar el problema del déficit. Nos encontramos ante un proceso que, afortunadamente, tiene un fuerte carácter contagioso. Son ya varios, y muy importantes, los países que han puesto en práctica, o al menos han iniciado, reformas tendentes a reducir y simplificar la fiscalidad. Pensamos en Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá o Alemania. Las razones de esta imitación de las políticas de reducción de impuestos no son del todo ajenas a las preocupaciones electorales, ya que los estados de ánimo de los electores están claramente influidos por lo que pasa en los países vecinos. Además, algunas de las medidas propuestas, —por ejemplo, la reducción del impuesto sobre la renta de sociedades o sobre la de las personas físicas, allí donde existe fuerte movilidad de la mano de obra, como es el caso de ciertas profesiones liberales—, influyen en la competitividad relativa de los países a la hora de atraer recursos de capital y mano de obra. Por todo ello, la presión hacia la reducción de impuestos ha sido fuerte en muchos países y, previsiblemente, aumentará y se extenderá a otros países en el futuro próximo.

*La presión fiscal.* Ciertamente, las diferencias en cuanto al grado de presión fiscal en los países industrializados han sido y siguen todavía siendo muy grandes. De hecho, la media para la OCDE, que es igual al 36 por 100 del PIB, está afectada de una gran dispersión, ya que los tipos individuales van desde el 31 por 100 para Estados Unidos y Japón al 59 por 100 para Suecia. Por eso, determinados países, donde la presión

fiscal era relativamente menor, han podido todavía financiar parte de la expansión del gasto público recurriendo a un mayor incremento de la fiscalidad. Incluso, en algunos casos, ha podido confundirse este proceso con una consecuencia lógica del desarrollo económico. El argumento que se hacía era, más o menos, el siguiente: puesto que una característica que se observa en varios países de elevada renta *per capita* es una fuerte prestación de servicios por parte del Estado, es lógico y deseable que otros países, a medida que experimentan un proceso de crecimiento económico, incrementen la presencia del Estado en la vida nacional aumentando los servicios prestados por éste y financiándolos mediante el aumento de los impuestos.

El argumento es falaz porque parte de una premisa falsa. No es correcto afirmar que los países de elevada renta *per capita* son aquellos en los que el Estado tiene una mayor participación en la vida económica. Si excluimos los países escandinavos, que posiblemente han dado pie a esta teoría, observamos que varias de las economías que disfrutaban de un mayor nivel de vida, —Suiza, Estados Unidos, Japón, Alemania Federal—, se caracterizan por un peso relativamente pequeño del sector público. Las viejas teorías que en algún momento, e interpretando un tanto abusivamente a Keynes, pudieron construirse sobre el papel motor del sector público en el crecimiento económico se encuentran hoy en decadencia, para dar paso a un gran escepticismo sobre el papel práctico que el Estado ha tenido en el desarrollo económico de los últimos años.

Es más, desde la invención del Estado de bienestar se venía asignando a la iniciativa pública un papel presuntamente indiscutible

en la prestación de ciertos servicios que hoy, en cambio, se empieza a considerar que podrían ser prestados en condiciones de mayor eficacia por el sector privado. Este es el caso de toda el área que engloba los servicios de sanidad y seguridad sociales, así como importantes zonas de actividad en el terreno de las comunicaciones o los transportes.

*A más impuestos, más gasto.* Pero existe, además, un segundo argumento pragmático contra la solución de incrementar los impuestos como forma de hacer frente al crecimiento experimentado por el gasto. Ocurre, sencillamente, que con frecuencia esta solución no ha dado resultado. En la práctica, el supuesto fundamental del que parte la teoría del intervencionismo estatal es falso. La idea de un poder público —legislativo o ejecutivo— racional, que detecta las necesidades colectivas del país, prevé las acciones oportunas para satisfacerlas y arbitra las formas de financiar las empresas que acomete, no es realista. Parece mucho más conforme a la naturaleza humana suponer que el Estado se comporta como lo hacen otras muchas instituciones, planificando sus gastos simplemente en función de los recursos de que dispone. Quiere esto decir que puede ocurrir —y en efecto ocurre— que la puesta a disposición del Estado de más recursos, bajo la forma de mayores impuestos, se traduzca en más gasto, en vez de reducir la situación inicial de desequilibrio de la que se partía.

Este problema preocupa hoy grandemente, por ejemplo, en Estados Unidos, donde la hipótesis últimamente señalada constituye el argumento fundamental en contra de un acrecentamiento de los impuestos como forma de resolver el problema del déficit. La mayor

prueba de que la hipótesis puede convertirse en realidad la proporciona Italia. En este país, enfrentado con uno de los problemas de desequilibrio de las finanzas públicas más graves de la OCDE, se ha seguido una política de acrecentar la recaudación de impuestos, de resultados de la cual la presión fiscal, medida como relación entre ingresos de las administraciones públicas y el PIB, ha aumentado 8 puntos porcentuales en lo que va de década, al mismo tiempo que el déficit pasaba del 10 al 14 por 100 del PIB. Lo sucedido en nuestro propio país, España, puede interpretarse como otro ejemplo de este mismo proceso. Utilizando el mismo indicador, nuestra presión fiscal ha pasado del 28 por 100 en 1979 al 36 por 100 en 1986; mientras que en el mismo período el déficit crecía del 2 al 6 por 100 del PIB.

*El esfuerzo fiscal.* Al margen de este efecto contraproducente sobre el gasto producido por el aumento de los impuestos, los gobernantes que, como veíamos antes, han pensado que tenían margen para aumentar los impuestos porque la presión imperante en sus países era inferior a la media de su entorno, han provocado dos cosas. En primer lugar, una notable aceleración de la presión fiscal que, naturalmente, tiene que ser mal recibida por los contribuyentes. Y en segundo lugar que, si se trata de países con bajas rentas *per capita*, el esfuerzo fiscal resultante para los habitantes de estos países se sitúa por encima del que realizan los contribuyentes de los países con mayor renta *per capita*, aunque en estos la presión fiscal sea mayor.

El caso español ilustra de manera sobresaliente estos dos fenómenos. Entre 1975 y 1985 la presión fiscal media de los países de la OCDE ha aumentado menos

de tres puntos porcentuales, pasando del 33,1 por 100 al 35,9 por 100. En España el salto ha sido de 10 puntos, al subir desde el 24,3 por 100 al 34,3 por 100, convirtiéndose en uno de los países con la que podríamos llamar «presión fiscal dinámica» mayor en este período. Aun así, en 1986 nuestro país ha experimentado un aumento de la presión fiscal de cerca de 2 puntos del PIB, mientras que en la mayor parte de los países occidentales la fiscalidad ha sido reducida. Por otra parte, el «esfuerzo fiscal» de los contribuyentes españoles es uno de los mayores del mundo, ya que, siendo la renta *per capita* en España, por ejemplo, igual a la mitad de la del Japón e inferior a un tercio de la de los Estados Unidos, el porcentaje de la renta absorbido por los impuestos españoles rebasa el de esos dos países. Dicho de otra forma, lo que les queda a los ciudadanos españoles después de pagar impuestos es la mitad de lo que les queda a los japoneses o un tercio de lo que les queda a los norteamericanos.

Esta última consideración no tiene más alcance que dejar constancia de un hecho cierto y, por tanto, no debe interpretarse como una defensa de la tesis según la cual a menor renta menor presión fiscal, cuya formulación inversa —a mayor renta mayor presión fiscal— antes he rebatido. En mi opinión los *ratios* fiscales que resultan de una situación concreta no pueden ser utilizados ciegamente como indicadores de lo que debe hacerse en el futuro. Mi pensamiento es que la presión fiscal, cualquiera que sea el nivel de riqueza del país, debe ser la mínima posible, a fin precisamente de estimular la creación de riqueza por parte de la iniciativa privada; y reducirla a este mínimo posible significa recortar el gasto público,

no sólo en lo que no es económica y socialmente rentable, sino en todo aquello que responde a actuaciones del sector público que podrían ser realizadas por el sector privado.

## LA FINANCIACION DEL DEFICIT PUBLICO

Visto que, por las razones expuestas, en la mayoría de los países el gasto público ha crecido más que los impuestos, resulta evidente que estos países tenían que presentar déficit públicos crecientes. Y que, por tanto, ha habido que financiar estos déficit.

*La opción inflacionaria.* En general, se ha evitado una financiación inflacionaria del déficit recurriendo a su monetización, lo que hubiera tenido importantes efectos negativos sobre la economía, y se ha optado por el camino del endeudamiento. Esto ha ocurrido así porque, desde finales de los años setenta, existe una creciente conciencia colectiva de que la inflación no es una solución aceptable. En consecuencia, los gobiernos se han visto obligados a seguir políticas monetarias restrictivas, cuyo éxito a la hora de reducir la inflación ha sido considerable, pero que han tenido el desagradable subproducto de mantener unos tipos de interés elevados, lo que ha implicado fuertes pagos por intereses de la deuda pública y ha contribuido a agravar el problema del déficit. Así ha sucedido en muchos países y, entre ellos, España.

En nuestro país, la financiación del déficit empezó siendo parcialmente inflacionaria, pero, a medida que nos adentrábamos en los años ochenta, fue acrecentándose la presión —procedente del exterior, en forma de peligro de

tensiones especulativas sobre nuestra moneda— para reducir la tasa de inflación. Se hizo, en consecuencia, necesario arbitrar una política monetaria cautelosa que presionó al alza sobre los tipos de interés y, qué duda cabe, contribuyó al problema del déficit vía pagos por este concepto.

En todo caso, opino que en los principales países la resistencia a aceptar políticas inflacionarias es hoy muy fuerte, y que esta actitud va a continuar así durante los próximos años, lo que influye sobre la libertad de acción en este terreno de países como el nuestro, a pesar de que es posible que, dejados a nuestro propio arbitrio, sintiésemos una mayor propensión que nuestros vecinos a optar por este tipo de soluciones.

*El camino del endeudamiento.* Por lo tanto, una primera conclusión, que actuará como premisa de todo cuanto sigue, es que, descartado —por indeseable— el camino de la elevación de los impuestos y desechada —por inviable— la opción inflacionaria para la financiación de los déficit públicos, se establece una conexión indestructible entre gasto público y deuda pública, quedando sentadas las bases de un diabólico círculo vicioso de muy perniciosas consecuencias para la economía de los países. A más gasto, más deuda; a más deuda, más pago de intereses, intereses que acrecientan el gasto, cuya financiación requiere más deuda, la cual, a su vez, genera más intereses, y así indefinidamente; salvo que la reducción de los gastos públicos no financieros compensara el aumento de la carga de intereses. De nuevo el ejemplo de Italia confirma lo que, por otra parte, es obvio. En 1986, el déficit presupuestario italiano se situó en las proximidades del 13 por 100 del PIB, y 10 de estos 13 puntos co-

rrespondieron a pagos de intereses.

Pero no es necesario ir tan lejos; en España, en 1986, la carga financiera por intereses ha representado el 57 por 100 de las necesidades globales de financiación de las administraciones públicas centrales; es decir, del 5,8 por 100 del PIB a que ascendió el déficit así definido, 3,3 puntos corresponden a intereses de la deuda. A este respecto, es interesante recordar que, mientras los presupuestos no se liquiden con superávit y permitan reducir la deuda en circulación, en el optimista supuesto de que el déficit no financiero se vaya reduciendo, la carga por intereses y amortización de la deuda del Estado irá representando porcentajes cada vez mayores de las necesidades globales de financiación del sector público, hasta constituir el 100 por 100 del propio déficit.

En estas condiciones, la política fiscal, como instrumento para incidir sobre la vida económica —en el supuesto de que ello fuera deseable— deja de existir, ya que, en los países donde el nivel de endeudamiento es muy elevado, toda acción queda supeditada al fin prioritario de reducir el déficit y evitar un ulterior aumento de la carga de la deuda pública. Es difícil señalar a partir de qué momento cabe decir que un país está excesivamente endeudado; baste señalar que consideraciones de esta naturaleza han influido fuertemente sobre la política económica de un país como Japón, cuya situación de deuda guarda cierta similitud con la nuestra. De todas formas, hay que aceptar que se da la paradoja de que el abuso de la política fiscal lleva a la imposibilidad de su utilización.

Esto es lo que explica, a escala supranacional, las dificultades que

han existido para acelerar de manera concertada la expansión de la economía mundial. La situación económica actual se caracteriza por el robustecimiento general de los países industrializados, tras la caída de los precios del crudo y el triunfo en la lucha contra la inflación, pero también por la persistencia de débiles tasas de crecimiento económico y por el mantenimiento de un elevado nivel de paro. En estas circunstancias, un esfuerzo de reactivación mundial basado en políticas de estímulo fiscal en Japón y la República Federal Alemana podía haber sido una acción adecuada. Sin embargo, los esfuerzos de concertación han fracasado, hasta la fecha, porque estos dos países estiman que su actual nivel de deuda pública es excesivo, por lo que no les resulta posible embarcarse en las medidas de estímulo fiscal que se les proponían. Resulta, por tanto que el problema del endeudamiento del sector público no sólo está impidiendo el uso del instrumento fiscal a escala nacional, sino también la adecuada dosificación de políticas macroeconómicas en el ámbito internacional. Naturalmente, las mismas consideraciones efectuadas en relación con los países altamente endeudados son válidas, aunque con diverso énfasis, para los países donde la deuda, siendo menor, se está acrecentando rápidamente, ya que éstos están amenazados de encontrarse, en breve plazo, entre los que forman el otro gupo.

## **LA REDUCCION DEL TAMAÑO DEL ESTADO**

Por tanto, las sociedades industrializadas, y España entre ellas, se enfrentan con una situación en la que sería peligroso seguir generando déficit y acumulando deuda pública al ritmo en que se ha

venido haciendo en los últimos diez años. Reiterando que la salida inflacionaria parece descartada, y que la solución de subir los impuestos plantea graves dificultades, queda, pues, como solución fundamental, la moderación del gasto público, con el fin de, en una primera fase, ir reduciendo el déficit y, posteriormente, generar superávit que permitan retirar deuda del mercado.

Para alcanzar estos objetivos cabe acudir a las técnicas que han sido utilizadas frecuentemente en el pasado. Es decir, fijación de topes máximos al crecimiento de los gastos generales, o límites diversos según líneas de actividad, medidas de reducción del número de funcionarios, de racionalización de actividades, etc. Pero cabe, y probablemente se debe, ir más lejos. Hoy, afortunadamente, la mayor parte de las sociedades se han dado cuenta de que es necesaria una reconsideración más profunda de las actividades del Estado, un análisis del papel del sector público que permita determinar qué servicios deben ser todavía prestados por el Estado; si, eventualmente, existen nuevos campos de actividad que deba acometer el Estado; y, sobre todo, en qué parcelas de la vida económica, actualmente bajo control del Estado, puede darse paso a la iniciativa privada.

Este es el ejercicio de desreglamentación y privatización que ha empezado a ponerse en práctica en algunos países europeos tales como el Reino Unido, Francia y, hasta cierto punto, Italia. Entiendo que este ejercicio debe formar parte de los esfuerzos por reducir el déficit presupuestario y contener el crecimiento de la deuda. Una parte importante de estos déficit son consecuencia de actividades que el Estado desarrolla mal, y desarrolla mal porque

para ellas no es apropiado el tipo de estructura o las formas de funcionamiento típicas del sector público. El problema persiste incluso cuando el Estado, para desarrollarlas, se reviste de las formas jurídicas características del sector privado, como atestiguan las pérdidas que tienden a acumular las empresas nacionalizadas.

En definitiva, existe un problema de fondo que es preciso abordar. Nuestro mundo está sometido a un fuerte ritmo de cambio que demanda constantemente a los agentes económicos que se adapten a las nuevas circunstancias y les exige importantes cambios de comportamiento, e incluso de mentalidad. El Estado no puede situarse al margen de estas presiones. La sociedad, para cuyo servicio existe el Estado, le exige que desarrolle ciertas actividades y que cumpla determinadas funciones para su protección y para el buen funcionamiento de la actividad económica. Pero para hacer frente a estas exigencias el Estado debe, al igual que las empresas, librarse de las rémoras del pasado. No se puede hacer frente a los retos del futuro a la vez que se conservan modos de operar propios del siglo XIX. El Estado no puede, cual Jano bifronte, mirar con una cara a la tecnología espacial y con la otra al mundo del intervencionismo burocrático.

En mi opinión, buena parte de los problemas creados por los sucesivos déficit y por el consiguiente aumento del endeudamiento público, derivan de que el Estado ha ido acometiendo más y más tareas sin haberse parado a pensar en su verdadero rendimiento económico-social, al tiempo que mantenía modelos de gestión marcados por la ineficacia.

## LOS EFECTOS DEL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO

Pero, sea cual sea la causa, lo cierto es que los efectos negativos de la excesiva acumulación de deuda pública alcanzan a la totalidad de la economía nacional. La banca, como protagonista destacada de la actividad de intermediación y transformación del ahorro, a fin de financiar la producción de las empresas y el consumo de los particulares, es testigo y, a veces, a pesar suyo, agente de las disfunciones provocadas por las necesidades de endeudamiento del sector público.

En efecto, la banca, mediante el proceso de evaluación y selección de proyectos alternativos de empleo de fondos, realiza la importante función social de asegurar que los recursos escasos de la sociedad se dirijan a aquellas actividades susceptibles de ofrecer la mejor combinación de solvencia y rentabilidad; es decir, económicamente más deseables. Ahora bien, esta función de la banca puede verse perturbada por la presencia del Estado como demandante de recursos. Porque, a primera vista, parece que el Estado constituye un excelente cliente para nuestras instituciones bancarias. Ello es debido a dos características esenciales del poder público: su facultad para fijar impuestos y su capacidad de acuñar dinero. Ambas aseguran que el sector público tiene una solvencia total —al menos en lo relativo a las operaciones puramente nacionales, ya que las operaciones internacionales presentan ciertas dificultades adicionales, como todos hemos tenido ocasión de comprobar desde 1982—, puesto que el Estado siempre se encuentra en condiciones de hacer frente a

sus obligaciones financieras internas. La banca estará, por tanto, tentada de prestar al Estado, ya que, dada la solvencia de éste, se evita la complicada labor, no exenta de errores, de analizar la bondad de la operación.

*La expulsión del sector privado.* Si la banca sucumbe a esta tentación, las consecuencias serán negativas para la economía. Un excesivo desarrollo del papel de la banca como prestamista del Estado lleva a una banca técnicamente deficiente y que no sólo no realiza su labor de encauzar óptimamente el ahorro hacia las actividades productivas, sino que pierde la capacidad de hacerlo, al no desarrollar adecuadamente ni las técnicas ni las personas destinadas al análisis de las inversiones. Nos encontramos, por tanto, ante un caso de expulsión del sector privado por el sector público, aunque se trate de una expulsión «dulce», ya que se produce como consecuencia de la facilidad que para las instituciones bancarias ofrecen las operaciones con el sector público.

Naturalmente, estas relaciones entre el Estado y la banca en condiciones de mercado o, por así decirlo, en pie de igualdad, no suelen durar demasiado. Una vez que el Estado persiste en mantener elevados déficit y el *stock* de deuda tiende a acrecentarse, los bancos exigirán una mayor rentabilidad para aceptar mantener estos títulos en su carteras. Y entonces, ante el incremento de sus costes de financiación, el Estado reaccionará acudiendo al ejercicio de su poder político para exigir que los títulos de su deuda sean absorbidos en condiciones de remuneración por debajo de la del mercado. Las maneras utilizadas por los gobiernos para lograr este objetivo son variadas, y van desde

la imposición de coeficientes, hasta la negociación de consorcios «voluntarios» de bancos para la suscripción de las emisiones de deuda pública, a cambio de la renuncia del Estado a competir por la captación del ahorro del sector privado.

Es posible, también, que, ante las quejas que la actuación descrita provoca, el Estado decida dejar de lado al sistema bancario e intente colocar su deuda entre los ahorradores finales del sistema. Así ha sucedido en muchos países y está sucediendo, ahora, en España. Estas operaciones suelen defenderse diciendo que son más ortodoxas y que, al revestir la misma forma que adoptan las que efectúan los restantes agentes económicos, sus efectos perturbadores son menores.

Sin embargo, aunque esta manera de financiar la actividad del Estado, en principio, no incide directamente sobre el sistema bancario, no por ello deja de tener sus efectos negativos sobre el conjunto de la actividad económica. Nos hallamos, en efecto, ante otra forma del «efecto expulsión» que, a su vez, tiene diversas manifestaciones: la expulsión vía absorción de fondos, a consecuencia de los mayores tipos de interés ofrecidos por el Estado; la expulsión real, que se produce como consecuencia de la absorción de recursos físicos por parte del Estado; y la expulsión de proyectos, que se produce como consecuencia de que los proyectos de inversión acometidos por el Estado dejan menos terreno abierto a iniciativas rentables del sector privado.

Por otra parte, si se opta por la colocación de la deuda al público, no hay que olvidar que la capacidad de absorción de deuda pública por parte del ahorro privado

tiene un límite, cualquiera que sea el interés que el Estado esté dispuesto a pagar. Quiere ello decir que, alcanzando este techo, el problema de la financiación del déficit quedaría parcialmente por resolver. Pero, además, lo verosímil es suponer que, antes de alcanzarlo, el Estado renunciará a la escalada de tipos de interés y recurrirá, de nuevo, a los antes tachados de no ortodoxos sistemas de suscripción obligatoria por parte de las instituciones financieras.

*Los efectos sobre la banca.* Para acabar estas reflexiones de carácter general sobre los efectos perturbadores de las excesivas necesidades de endeudamiento de las administraciones públicas, diré que, cualquiera que sea el sistema adoptado para satisfacerlas, tales efectos alcanzan siempre al sistema financiero en general y al bancario en particular.

Si la financiación se hace por creación monetaria, mediante apelación al banco de emisión y, al mismo tiempo, quieren evitarse los efectos inflacionarios de tal actuación, el Banco no tiene más remedio que retirar del sistema bancario lo que, con la otra mano, ha facilitado al Tesoro. Tanto si esta contracción de la liquidez de base del sistema bancario se hace reduciendo o anulando los créditos del Banco al sistema como si se hace drenando más recursos mediante cesión, en condiciones de mercado, de activos de la cartera del Banco, el resultado será la elevación de los tipos de interés del mercado monetario, con la consiguiente expulsión, por vía de cantidad y por vía de precio, de la función propia del sistema bancario en relación con la financiación de la actividad del sector privado.

Si la financiación se hace imponiendo a la banca coeficientes

obligatorios de deuda pública con remuneración inferior a la de mercado, se produce un efecto negativo sobre la cuenta de resultados de la banca, y ésta se ve obligada a compensarlo encareciendo el coste de otros productos; esencialmente el crédito a los sectores no privilegiados.

Si la financiación se hace ofreciendo al público los títulos de la deuda en condiciones de mercado, se produce la desintermediación del sistema bancario, cuyas condiciones de explotación resultarán perjudicadas como consecuencia de la reducción del volumen de operaciones y de la talla del balance en relación con los medios materiales y personales concebidos para otra situación. La banca, naturalmente, intentará contrarrestar este efecto desintermediador, sea compitiendo en la captación de recursos, con la consiguiente elevación de sus costes financieros, sea intentando mediar en la colocación de la deuda, operación que, desde luego, no puede justificar comisiones que compensen la pérdida de margen financiero derivado de la reducción de las operaciones tradicionales de captación y empleo de recursos.

## EL MOMENTO PRESENTE ESPAÑOL

Me propongo ahora, tal como dije al empezar, abordar, a la luz de las consideraciones generales hechas hasta aquí, algunos aspectos actuales del problema de la deuda pública o, por mejor decir, de la financiación del déficit público en nuestro país.

*Ortodoxia y heterodoxia.* De mi exposición anterior debe deducirse que, siendo el déficit público malo de por sí, hay que luchar por su reducción y desaparición,

lo cual, vista la improcedencia de hacerlo aumentando los impuestos, hay que lograrlo mediante la reducción del gasto público. Ahora bien, mientras tengamos déficit hay que financiarlo. Para mí es evidente que siendo el déficit malo no puede hacerse bueno por el hecho de financiarlo de una u otra manera. Por lo tanto, todas las maneras de financiar el déficit son malas, porque todas trasladan sobre la sociedad, de una forma u otra, las perturbaciones derivadas de la maldad del déficit. Lo único que podemos decir es que, entre las maneras de financiar el déficit, la emisión de deuda a precio de mercado es la menos mala —y sólo en este sentido puede llamarse ortodoxa—, y las otras —que llamaríamos heterodoxas— son peores.

Tal vez, para no ser tachados de extremistas, cabría hacer una matización diciendo que la emisión de deuda podría resultar adecuada, es decir, totalmente ortodoxa, para la financiación de ciertos proyectos a acometer por el sector público. Normalmente se tratará de proyectos de inversión con expectativas de rentabilidad que permitan, en el futuro, atender a los vencimientos de deuda y al pago de los intereses mediante los recursos generados por el propio proyecto. En este supuesto no se plantearía el problema de transferencia de cargas a las generaciones futuras que tiene lugar cuando se financian actividades no productivas, ya que, si bien es cierto que se traslada a éstas el servicio de la deuda, también lo es que se las dota de los medios con que hacerle frente. Por tanto, este tipo de financiación sería permisible en circunstancias que se asemejan a la financiación de proyectos privados mediante el uso de recursos ajenos. Sin embargo, aunque la promesa de rentabilidad

en estos proyectos puede ser de naturaleza social, es preciso que sea traducible en términos económicos. Porque si los proyectos no tienen una verdadera rentabilidad, surgirá, en el futuro, y muchas veces en el futuro no tan lejano, el problema de cómo financiarlos y existirá la tentación de librarse del peso de la deuda mediante el recurso a la inflación, lo que implica transferir la carga de la misma a sectores no identificados de la sociedad.

*La financiación del déficit en 1987.* España ha vivido recientemente un miniepisodio de esta dialéctica entre financiación ortodoxa e inflación. En los primeros meses del año, el Tesoro, sin duda juzgando excesivo el coste de financiarse en el mercado mediante la emisión de deuda, optó por recurrir al Banco de España, apelando al sistema de descubiertos en su cuenta. De resultados de ello, en el primer semestre del año el sector público ha ejercido un efecto expansivo sobre la base monetaria de más de 700 miles de millones de pesetas, que contrasta con la influencia contractiva de similar magnitud que tuvo lugar durante el primer semestre de 1986.

De esta forma, el recurso del sector público al Banco de España y la acumulación de activos frente al sector exterior han sido los dos motores que han llevado al fuerte crecimiento registrado por las magnitudes monetarias y, en particular, han motivado que la variable objetivo de especial atención por parte de nuestras autoridades, los activos líquidos en manos del público, excediese fuertemente la senda prevista para este año. El peligro inflacionario inherente a esta situación ha llevado a las autoridades monetarias a actuar de forma restrictiva sobre el sistema, lo que ha motivado el fuerte incremento de los tipos de interés no-

minales que hemos vivido en los últimos meses.

Este episodio muestra claramente las tentaciones a que se ve sometido el Estado, que es parte interviniente en los mercados, pero que también tiene un poder político para regular su funcionamiento. Ciertamente, el sector público puede jugar con ambos factores para obtener unas pautas de financiación que le resulten favorables, pero está claro que estos titubeos causan graves perturbaciones en el sistema financiero y en la vida económica del país.

La política monetaria que se ha seguido en los últimos años se basa en el establecimiento de una pauta estable de crecimiento de los agregados monetarios, de forma que la evolución de éstos resulte predecible para los agentes económicos, quienes pueden así incorporarla a la formulación de sus expectativas. Pero cuando se preconiza una senda estable como la más adecuada para evitar perturbaciones en los mercados no se quiere decir una senda estable como media del año, sino lo que se postula es una estabilidad, exagerando un poco, momento por momento. Lo contrario implica bruscos movimientos de corrección cuando las autoridades monetarias tratan de aproximar la evolución real al objetivo, lo que supone períodos de fuerte elevación de los tipos de interés a corto plazo. En la medida en que estos elevados tipos a corto se mantienen durante un cierto período de tiempo, o los tipos a largo experimentan una subida, se corre el riesgo de paralizar proyectos de inversión que se estaban gestando apoyándose en unas condiciones de mercado que han quedado alteradas.

Mi crítica en este punto consiste en señalar que el Estado, al jugar



con su doble posibilidad de financiarse mediante emisión de deuda o mediante anticipos del Banco de España, ha introducido un elemento de perturbación en los mercados completamente contrario a los objetivos esenciales de la política monetaria, y que corre el riesgo de afectar seriamente al relanzamiento económico que parecía estar registrando la economía española. Entiendo que los acontecimientos de este año muestran la necesidad de que las autoridades y, en particular, el Tesoro, sometan sus operaciones a una mayor autodisciplina. Para fomentar esta disciplina, sería útil que, por ejemplo, al iniciarse cada ejercicio, el Estado ofreciera más información sobre cómo piensa atender sus necesidades de financiación. En nuestra opinión, esta financiación debe basarse en la emisión de deuda del Tesoro y del Estado a diversos plazos, pero, en el indeseable supuesto de que quiera apelar al Banco de España, el Estado debe explicitar, por adelantado, en qué medida y a qué ritmo piensa hacerlo. Las características de las emisiones (vencimientos, datos fiscales, etc.) deberían también ser objeto de programación e información al público, sin que quepa modificarlas durante el período de vida del instrumento. El calendario de emisiones, con explicitación de los importes de cada una de ellas, debería también ser publicado y respetado.

En definitiva, lo que pedimos al Tesoro es una mayor predecibilidad que permita a todos los agentes actuar racionalmente, evitando el cambio brusco de dirección que hemos vivido este año.

*La colocación de la deuda pública por la banca.* Aceptado que la financiación menos mala del déficit es la emisión de deuda pública a precio de mercado, y sin olvidar el daño que su excesiva

acumulación ejerce sobre la economía nacional, resulta evidente que la intermediación de esta deuda constituye una labor que entra de lleno en las actividades propias de la banca.

El mercado de deuda pública guarda gran similitud con cualquier otro mercado. La deuda es una mercancía que se produce y que hay que vender, con la peculiaridad de que el «productor» es el Estado y el hecho de producir muy simple. Basta un mero *fiat*, ni siquiera, como antaño, la impresión de un pedazo de papel. La mercancía se distribuye a través de unos cauces que, forzando un poco la analogía, podría decirse que incluyen un sector mayorista, representado por el Banco de España, y un sector minorista, encargado de llevarla al consumidor final.

La banca española posee una red de distribución minorista muy bien desarrollada y, a través de ella, tiene una fuerte capacidad de acceso a los ahorradores finales del sistema. En consecuencia, la banca desarrolla un importante papel en la colocación de esta deuda, papel que, por supuesto, no es exclusivo, pero que en muchos sentidos es insustituible, dado que, fuera de las entidades de depósito, no existen competidores con una capacidad de colocación de títulos similar. Además, esta actividad se encuentra muy en línea con la tendencia actual de la banca a ampliar sus actividades tradicionales de depósito y crédito mediante la prestación de servicios de todas clases y, entre ellos, la negociación de valores mobiliarios ha de ocupar, en el futuro próximo, un lugar muy destacado.

En definitiva, la banca desarrolla gustosa la actividad de intermediación de la deuda pública. De hecho, su participación en la co-

locación de títulos públicos es muy importante. En 1986, el 57 por 100 del total emitido fue canalizado por la banca. Si se añade lo colocado por las cajas de ahorros, resulta claro que es difícil encontrar a alguien que pueda sustituir al sistema bancario en esta tarea.

*La deuda pública y la innovación financiera.* Se dice que el crecimiento de la deuda pública ha jugado un papel importante en la innovación financiera que han experimentado los mercados españoles durante los últimos años. Pienso que no debe exagerarse este aspecto, ya que la innovación financiera deriva de causas muy profundas, tales como el desarrollo de las comunicaciones y el acrecentamiento de las presiones competitivas, que hubieran afectado a nuestro sistema financiero en todo caso.

No obstante, es cierto que el Estado, en su necesidad de colocar importantes cantidades de deuda, ha tenido que preocuparse de alcanzar a una gama de ahorradores lo más amplia posible. Para ello le ha resultado útil diversificar el producto, ofreciendo distintas clases de activos financieros con características diferentes en cuanto al plazo, las formas de cómputo de los intereses y otras singularidades.

Aunque no todas estas variedades han tenido un efecto positivo sobre el mercado financiero, puesto que, por ejemplo, ciertos beneficios fiscales han contribuido notablemente a perturbarlo, no cabe duda de que el proceso de adquisición de títulos se ha hecho más atractivo para el ahorrador y, por esta vía, posiblemente se estimula el ahorro, además de acrecentar la utilidad de los saldos en forma líquida, al facilitar una mejor gestión de tesorería.

Ciertamente, la existencia de una importante masa de deuda flotante constituye un requisito para que el Banco de España pueda ejercitar una misión de control monetario mediante operaciones de mercado abierto. No está tan lejana la época en la que en España existían quejas de que no era posible poner en práctica estas operaciones, dada la insuficiencia de títulos públicos a corto plazo en poder del público o de las instituciones financieras. Sin embargo, creo que tampoco debe exagerarse la importancia de este acontecimiento. El que los bancos centrales hayan desarrollado sus técnicas de intervención con operaciones de mercado abierto sobre títulos públicos obedece a un accidente histórico, es decir, al hecho de que en la mayor parte de los casos existía un importante *stock* de deuda de esta naturaleza. Si éste no hubiera existido, sin duda se hubieran desarrollado otras técnicas con resultados similares.

*Las anotaciones en cuenta.* El acrecentamiento del volumen de operaciones con títulos de deuda pública está empujando hacia la innovación en nuestros mercados por otros cauces. Dado que es necesario hacer frente a una creciente masa de operaciones, resulta preciso arbitrar un sistema de manejo rápido, fluido, barato y seguro de éstas. Naturalmente, este problema no es exclusivo del mercado de deuda, puesto que se plantea en todos aquellos que han venido experimentando una rápida expansión, como es, por ejemplo, el caso de la Bolsa de valores, sobre el que tuve ocasión de pronunciarme recientemente, por lo que limitaré mis comentarios actuales al del mercado de deuda pública.

Dada esta evolución, me parece oportuna la iniciativa del Banco

de España de buscar una nueva organización de este mercado creando un sistema centralizado de anotaciones y tipificando los agentes que pueden intervenir en él. En particular, se trata de instaurar unas nuevas entidades, denominadas entidades gestoras, cuya misión fundamental sería la de facilitar el proceso de encauzamiento de la deuda hacia los ahorradores finales. Dentro de éstas, destacaría la figura de los creadores de mercado, que, continuando la analogía con el sistema comercial, representarían verdaderos mayoristas, ya que adquirirían importantes cantidades de deuda pública que circularían después hacia otras entidades o hacia el propio público, cargando con el riesgo inherente a las fluctuaciones de precio del *stock* del producto con que funcionan.

La organización de este mercado nos parece esencialmente correcta, y puede, desde luego, contribuir a la fluidez y a la simplificación de todo el proceso de la renegociación de la deuda pública. No obstante, debe ponerse de relieve el importante papel transmisor que juegan estas entidades gestoras, por lo que parece de gran importancia que se asegure su máxima solvencia, exigiendo una aportación importante de capital para su constitución. Por otro lado, nos preocupa que, junto a esta búsqueda de eficiencia y operatividad en el tramo mayorista, se establezca un sistema altamente burocrático en el tramo minorista. En particular, nos preocupa la exigencia de que, al igual que se ha establecido en el mercado de pagarés del Tesoro, las operaciones con el público requieran rellenar unos formularios tipificados aprobados por la Administración, lo que puede dificultar la fluidez de las transacciones.

*Los coeficientes obligatorios de*

*la deuda pública.* He dicho que la banca desarrolla gustosa la labor de intermediación en el proceso de colocación de la deuda pública. Pero, como ocurre en todos los grandes almacenes, a los que, siguiendo nuestro anterior símil, podemos compararnos, nos gusta que circule la mercancía, no necesariamente quedarnos con ella y, sobre todo, no nos gusta que nos obliguen a hacerlo.

Esto es lo que venía ocurriendo, y todavía ocurre, a consecuencia del sistema de coeficientes de inversión. Sin merma de los elogios que, en diversas ocasiones, ya he tributado al ministro de Economía y Hacienda por haber suprimido, para el futuro, los coeficientes de distribución del crédito a sectores privilegiados, quiero reiterar que los efectos de esta decisión han quedado muy diferidos a consecuencia de que las cédulas para inversiones, que constituían más del 60 por 100 del total del tramo de inversiones especiales, y cuyo rendimiento medio debe rondar el 6,9 por 100, tienen un vencimiento medio que puede estimarse en más de 60 meses. De aquí nuestra insistencia en solicitar del gobierno la autorización para que la banca pueda movilizar esta cartera en el mercado.

Pero lo que no podemos dejar pasar sin nuestra más firme protesta son las decisiones tomadas por el Ejecutivo en relación con el tramo monetario del coeficiente de inversión. Como es bien sabido, este tramo del coeficiente mantiene cautivo el 10 por 100 de nuestros depósitos para ser invertido exclusivamente en pagarés del Tesoro. Hasta ahora el gobierno pretendía que esta obligación tenía lugar a precio de mercado, ya que los pagarés del Tesoro se adjudicaban en pública subasta. Nunca hemos aceptado este argumento, cuya falacia era evidente, ya que

el precio de subasta de los pagarés venía afectado de la prima derivada de la opacidad fiscal de dicho instrumento; prima a la que la banca es ajena. Pero es que a partir de ahora el argumento ha perdido incluso su apariencia formal, ya que, suprimidas las subastas de pagarés, el precio de adjudicación de los mismos se fija unilateralmente por el Tesoro, al tiempo que la disposición que ha creado las letras del Tesoro, como activo sustitutivo de los pagarés para el ejercicio de la política monetaria, expresamente reitera que el nuevo instrumento no es apto para la cobertura del coeficiente monetario. Se trata, por lo tanto, de una medida de carácter intervencionista que en manera alguna se compagina con las declaraciones pretendidamente liberalizadas del sistema financiero, y que responde a un claro propósito de mantener a costes por debajo del mercado una parte importante de la financiación del déficit, a expensas del sistema bancario español que, de esta forma, continúa en condiciones de inferioridad competitiva con las instituciones de la Comunidad Europea.

La situación es grave, porque el plan concebido para la conclusión del mercado único de la Comunidad en 1992 sigue su marcha hacia este objetivo, presentando un serio reto para la banca española. Resulta por lo menos paradójico que mientras el Banco de España utiliza este argumento para fundamentar sus circulares exigiendo la constitución de provisiones sobre toda clase de riesgo y reforzando los requerimientos de fondos propios, el Ministerio de Economía y Hacienda, aparentemente ajeno a esta preocupación, siga manteniendo prácticas intervencionistas radicalmente contrarias a la corriente liberalizadora de los sistemas financieros

que impera en los países occidentales.

La banca española, por lo tanto, aun entendiendo que esta actitud aberrante no es más que una de las consecuencias nocivas de la magnitud del déficit público que atenaza la economía española, se considera autorizada para pedir la supresión del coeficiente monetario y, mientras esta supresión llega, espera del buen sentido de nuestras autoridades que se le autorice a cubrirlo con toda clase de títulos de deuda del Tesoro y del Estado.

*La financiación de las autonomías.* La concepción y desarrollo del Estado de las autonomías que, en los últimos años, ha configurado el proceso institucional español ha traído consigo la transferencia de una serie de actividades a los gobiernos autonómicos, a los cuales, al igual que a los gobiernos locales, se ha conferido la posibilidad de acudir a los mercados financieros en forma análoga a la empleada por el Estado.

No es éste el lugar ni el momento de enjuiciar las consecuencias económicas de las transferencias de competencias que, en muchos casos, han supuesto un notable encarecimiento de la vida política del país, al no haberse compensado la creación de los nuevos organismos con las oportunas reducciones del aparato estatal. Quiero sólo referirme a los aspectos derivados de la presencia de los gobiernos autonómicos y locales en el mercado primario de renta fija.

He dicho anteriormente que, en determinados campos de actividad, es aceptable que el sector público emita deuda para financiar proyectos capaces de generar un flujo suficiente de recursos en el futuro. En el caso de las entidades a que nos estamos refiriendo, ocu-

rrer con frecuencia que la evaluación de la rentabilidad de estos proyectos es más fácil. Ciertas actividades, como, por ejemplo, la traída de aguas, el alcantarillado, la mejora de los puertos, genera unas expectativas de ingresos futuros perfectamente identificables y susceptibles de ser evaluadas por los mercados financieros. Parece, por tanto, obvio que se permita el acceso a los mercados de los gobiernos autonómicos y de las entidades locales, o mejor todavía, de las entidades encargadas específicamente de poner en práctica estos proyectos (juntas de puertos, entidades encargadas del abastecimiento de agua, etcétera).

Sin embargo, para el buen funcionamiento de los mercados financieros es necesario que la deuda así emitida reúna ciertas características. En primer lugar, debe emitirse en condiciones de mercado, con el fin de que estos proyectos compitan en igualdad de condiciones con otros emanados del sector privado. En segundo lugar, debe quedar claro que la deuda de estas entidades no es deuda estatal, que no tiene la garantía del sector público y que, en consecuencia, la evaluación de su riesgo y, por tanto, su tipo de interés, es función de la solvencia de la entidad que la emite. Todo ello implica que pueden existir variaciones sustanciales en el coste de la financiación de las diversas entidades, lo que, sin duda, constituirá un indicio útil de la calidad de la gestión de cada una de ellas. Implica también que es posible que, en algún momento, alguna de ellas no sea capaz de hacer frente a las obligaciones frente a sus acreedores.

Por otra parte, a mi juicio, es nefasta y desterrable la tendencia a suponer que los ahorradores de cada región deben atender a las necesidades financieras del go-

bierno de esa misma región. Es evidente que esta proposición segmenta el mercado de capitales, lo que implica perder todos los beneficios que derivan de una asignación racional del ahorro a escala nacional. Puesto de otra forma, la segmentación regional del mercado de capitales supone volver atrás respecto a uno de los grandes logros del siglo XIX, la creación de un Estado nacional, con libre circulación de mercancías y factores productivos sobre todo su territorio. Y esto justamente en el momento en que se está tratando de crear un mercado europeo que reúna estas características, y cuando, incluso en el ámbito más amplio de los países industrializados, puede hablarse ya de una verdadera economía global, con asignación de recursos a escala mundial.

#### NOTAS

(1) Los datos que aquí se han utilizado provienen de un estudio de la OCDE relativo a deuda neta. Este concepto se define a partir de la deuda bruta en circulación, deduciendo los activos de carácter financiero propiedad del sector público. La utilización de estos datos se anticipa a la crítica que podría hacerse al empleo de datos referidos a la deuda bruta, crítica que sería particularmente clara en relación con la deuda exterior sin deducción de las reservas, que son activos frente al exterior. Y se hace así aun a sabiendas de que de esta forma se reduce la relación entre endeudamiento público y PIB, descontando de la deuda otros

activos ostentados por el sector público cuya calidad puede ser muy dudosa.

(2) Se recuerda que este porcentaje hace referencia a deuda neta. En términos de deuda bruta, el pasivo total de las administraciones públicas, según datos del Banco de España, al 31 de diciembre de 1986 rebasaba los 15 billones, de los cuales 11,3 billones correspondían a títulos de la deuda interior, 3,4 billones a créditos interiores y exteriores, y el resto a otros pasivos. Por lo tanto, utilizando el concepto de deuda bruta, el porcentaje de endeudamiento público respecto al PIB de 1986 es superior al 45 por 100.

(3) Media simple, excluye Luxemburgo; datos de Portugal, dos años atrasados.