

LOS DEFICIT PRESUPUESTARIOS, EL CRECIMIENTO MONETARIO Y EL FENOMENO DEL "CROWDING OUT"

Jean-Claude CHOURAQUI(*)

I. INTRODUCCION

LA aparición, a partir de 1973-74, de grandes déficit presupuestarios en las economías de varios países pertenecientes a la OCDE (ver cuadro número 1) ha coincidido con un cambio en la política monetaria, tendente a la consecución de objetivos explícitos de crecimiento monetario, o del crédito, con vistas a reducir la inflación. Esto ha concentrado la atención en dos grupos de cuestiones, a las que este artículo está dedicado. El primero se refiere a las restricciones que impone la financiación de los déficit públicos crecientes sobre el control de los agregados monetarios. Y el segundo, a la eficacia de la política fiscal, una vez que se ha dado prioridad al control de los agregados monetarios.

Detrás de estas cuestiones subyace el tema de la coordinación de las políticas fiscal y monetaria, que además está siendo el centro del debate de política económica en varios países, especialmente en los Estados Unidos. Suponiendo que los bancos centrales puedan contener las presiones generadas tanto por una política monetaria restrictiva como por presupuestos expansivos, las políticas monetaria y fiscal deberían tener dos objetivos diferentes: el control de la inflación y el apoyo al empleo (a pesar de que las restricciones monetarias no liberarían al efecto fiscal expansivo de con-

secuencias inflacionarias a corto plazo). Sin embargo, un persistente desequilibrio entre los dos instrumentos puede tener como consecuencia una debilitación de la eficacia de la política fiscal, a causa de las crecientes dificultades de financiación del Presupuesto: las ganancias en términos de producción y empleo pueden resultar progresivamente erosionadas por la presión alcista de los tipos de interés. En este caso, las posibilidades de mantener una cierta asimetría entre las políticas fiscal y monetaria pueden ser limitadas.

La parte II de este artículo describe el papel de los déficit presupuestarios en el proceso de creación del dinero. La parte III examina la cuestión del *crowding out*, situación que se produce cuando las necesidades de financiación del sector público son tales que apartan a los inversores de los mercados financieros, expulsando gas- to privado. La parte IV revisa brevemente las experiencias recientes de financiación del Presupuesto en ciertos países de la OCDE (1).

II. LAS IMPLICACIONES MONETARIAS DE LOS DEFICIT PRESUPUESTARIOS

El presente análisis se ocupa de los problemas planteados por la regulación de la oferta monetaria o la expansión del crédito

interno y su relación con el déficit público. Consecuentemente, está más relacionado con los sectores que compran instrumentos de financiación de la deuda (bancario, privado no bancario o extranjero), que con la estructura de vencimientos de la deuda (2). La sección 1 resume las influencias básicas que las diversas alternativas de financiación de los déficit públicos tienen sobre la oferta monetaria. La sección 2 trata del probable impacto de la financiación del Presupuesto sobre la oferta monetaria bajo técnicas alternativas de control monetario.

1. Las fuentes alternativas de financiación de los déficit públicos

Dejando a un lado la estructura institucional, la relación entre la financiación del déficit y la creación de dinero puede ser analizada a través del balance consolidado del sistema bancario; es decir, consolidando los activos y pasivos del banco central y de los bancos comerciales. En términos contables, la necesidad de endeudamiento del sector público es, así, una de las contrapartidas (activos) del incremento total en la cantidad de dinero (que corresponde a los depósitos del sistema bancario). Si aceptamos que la necesidad de endeudamiento público es independiente de los medios por los cuales se financia, podemos pasar directamente a considerar los efectos monetarios de las fuentes de financiación alternativas para cubrir un incremento en el déficit presupuestario.

a) *Financiación del banco central*

El sector público puede financiar un incremento de su déficit mediante emisión de títulos o tomando prestado directamente del

CUADRO N.º 1

**SALDOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO, 1971-82(a).
SUPERAVIT (+) O DEFICIT (—) EN PORCENTAJE DEL PNB/PIB A PRECIOS DE MERCADO**

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Estados Unidos (b)	-1,7	-0,3	0,6	-0,3	-4,2	-2,1	-0,9	0,2	0,6	-1,2	-0,9	-3,8
Japón	1,4	0,4	0,5	0,4	-2,7	-3,7	-3,7	-5,5	-4,8	-4,5	-4,0	-4,1
Alemania	-0,1	-0,5	1,2	-1,3	-5,7	-3,4	-2,4	-2,5	-2,7	-3,1	-3,9	-3,5
Francia	0,7	0,8	0,9	0,6	-2,2	-0,5	-0,8	-1,9	-1,1	0,3	-1,9	-2,6
Reino Unido	1,5	-1,2	-2,6	-3,7	-4,5	-4,9	-3,1	-4,2	-3,2	-3,5	-2,8	-2,0
Italia	-7,1	-9,2	-8,5	-8,1	-11,7	-9,0	-8,0	-9,7	-9,5	-8,0	-11,7	-11,9
Canadá	0,1	0,1	1,0	1,9	-2,4	-1,7	-2,4	-3,1	-1,8	-2,5	-1,1	-5,3
<i>Total siete países más grandes (c).....</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,8</i>	<i>-4,3</i>	<i>-3,0</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,7</i>	<i>-2,4</i>	<i>-2,5</i>	<i>-4,1</i>
Australia	2,4	2,2	-0,2	2,4	-0,6	-3,0	-0,7	-2,2	-1,5	-1,0	0,0	0,2
Austria	1,5	2,0	1,3	1,3	-2,5	-3,7	-2,4	-2,8	-2,4	-1,8	-1,5	-2,9
Bélgica	-3,0	-4,0	-3,5	-2,6	-4,7	-5,4	-5,5	-6,0	-7,0	-9,0	-12,8	-11,7
Dinamarca	3,7	4,6	5,3	3,0	-1,3	-0,2	-0,4	-0,3	-1,9	-3,5	-6,8	-8,7
Grecia	-0,9	-0,3	-1,4	-2,2	-3,4	-2,6	-2,1	-1,7	-1,9	-4,4	-11,3	-7,5
Irlanda	-3,5	-3,2	-4,2	-7,0	-11,3	-7,5	-6,9	-8,8	-10,7	-11,6	-13,9	-14,2
Holanda	-0,5	-0,6	0,6	-0,4	-3,0	-2,9	-2,1	-3,1	-4,0	-4,1	-5,5	-7,4
Noruega	4,3	4,5	5,7	4,7	3,8	3,1	1,6	0,6	1,8	5,7	5,1	4,7
España	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,6	-1,8	-1,7	-2,1	-3,3	-5,9
Suecia	5,2	4,4	4,1	2,0	2,8	4,5	1,7	-0,5	-3,0	-3,8	-5,3	-6,7
<i>Total países más pequeños (c)</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,7</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,4</i>	<i>-1,2</i>	<i>-2,3</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,9</i>	<i>-4,3</i>	<i>-5,2</i>
<i>Total países de la OCDE (c)</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>0,6</i>	<i>-3,9</i>	<i>-2,7</i>	<i>-2,0</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>-4,2</i>

(a) En base a criterios de la SNA, excepto para EEUU, Reino Unido y Holanda, que están en base a la renta nacional. «Saldos financieros» equivalen a «préstamo neto», y el signo negativo indica préstamo neto tomado por el sector público.

(b) En porcentaje del PNB

(c) PIB 1982 estimado

Fuente: Contabilidad Nacional de los países de la OCDE, fuente nacional (ver nota (a) anterior) y estimaciones de la Secretaría de la OCDE.

banco central. En este caso, la base monetaria y la cantidad total de dinero crecerán en primera instancia en la misma cuantía (a los tipos de interés existentes). Cuando el comportamiento de la inversión de cartera de los bancos comerciales está influenciado por las crecientes existencias de reservas de dinero líquido, tenderá a producirse un proceso de expansión monetaria secundario a través del mecanismo multiplicador del crédito.

b) Financiación de los bancos comerciales

El efecto monetario inmediato de la financiación de un incremento en el déficit público a través de los bancos comerciales depende de que la deuda pública constitu-

ya un activo más o sea un sustituto para otros activos en la cartera del banco. Si el nivel de otros activos en poder de los bancos no se ve afectado —lo que requiere que éstos puedan modificar la relación entre sus reservas líquidas y sus depósitos— habrá un incremento simultáneo en ambos lados de su balance. Consecuentemente, la oferta monetaria crecerá en un importe equivalente. Sin embargo, a diferencia de cuando se acude a la financiación del banco central, no se producirá incremento inicial de la base monetaria. Si, por otra parte, los bancos prefieren mantener una relación fija entre sus reservas líquidas y sus depósitos, y no tienen exceso de reservas, la adquisición de otros activos —es decir, el crédito al sector privado— se reducirá por el importe de su nueva ad-

quisición de títulos de la deuda pública.

Que sea apropiado suponer que la compra de títulos de deuda pública por los bancos comerciales se añade a sus activos totales (incrementando la oferta monetaria) o que simplemente sustituya a otros activos en su cartera (dejando la oferta monetaria inalterada) dependerá, en primera instancia, de las disposiciones existentes para el control monetario (cuestión tratada más adelante), así como de la reacción de la política seguida por el banco central.

c) Financiación por el sector privado no bancario

La venta de títulos de deuda pública al sector privado no ban-

cario proporciona, en principio, financiación no monetaria para un incremento en el déficit público. Ello implica un traspaso de la titularidad de los depósitos del sector privado al público, y de vuelta al sector privado cuando el dinero es gastado por las autoridades. En este caso, no se produce efecto inmediato en la base monetaria o en la cantidad de dinero. Sin embargo, la colocación de nueva deuda pública fuera del sistema bancario generará presiones alcistas sobre los tipos de interés en los mercados financieros. En consecuencia, suponiendo que su demanda de crédito permanece constante, los tomadores de préstamos privados serán desviados hacia el sistema bancario, en cuyo caso no existirá apenas diferencia entre la financiación bancaria y no bancaria del déficit público. El efecto último sobre la oferta monetaria dependerá de nuevo, principalmente, de la respuesta del banco central con respecto a los tipos de interés y la provisión de liquidez a los bancos comerciales.

d) *Financiación externa*

La alternativa de que el sector público tome prestado en el exterior sólo afectará a la oferta monetaria en el caso de que dinero adicional sea puesto en manos del sector privado no bancario. Esto implicaría que las autoridades monetarias intervienen en el mercado de cambios emitiendo moneda nacional contra las divisas procedentes del préstamo en el extranjero. De este modo, con un tipo de cambio fijo o controlado, cualquier financiación externa del déficit público incrementará las reservas del país y, por lo tanto, la base monetaria y la oferta monetaria (3). Esta situación tenderá a limitar la subida de los tipos de interés nacionales que provocan las mayores necesidades públicas

de financiación. Por lo tanto, el resultado sería similar al caso en el que las autoridades permiten una acomodación monetaria del incremento en el déficit público.

Si las autoridades monetarias no intervienen en el mercado de cambios, las divisas procedentes de la financiación presupuestaria externa deben ser utilizadas para comprar moneda local en los mercados de cambios antes de que puedan ser gastadas por el gobierno. Los depósitos nacionales serán entonces transferidos desde el sector privado a los compradores extranjeros de los instrumentos de financiación de la deuda (si éstos estuvieran denominados en moneda local). Así, suponiendo un tipo de cambio flotante, ni la oferta ni la base monetaria se verán afectadas en el caso de que un incremento del déficit sea financiado a través de la venta de la deuda a extranjeros.

2. La importancia de las disposiciones institucionales para el control monetario

En los métodos alternativos de financiación que acabamos de considerar, el factor determinante del impacto de los déficit presupuestarios en la oferta monetaria es, en última instancia, la actitud de las autoridades monetarias (por ejemplo, si se acomoda el incremento del déficit, permitiendo una expansión en la oferta monetaria, o no). En la práctica, las autoridades monetarias tienen en cuenta variaciones anticipadas de los déficit presupuestarios (y otros factores que afectan a los mercados de crédito) cuando ponen en práctica su política. Pero se pueden producir diferentes implicaciones para la evolución de la oferta monetaria, como consecuencia de un

cambio dado en el déficit público, dependiendo de las disposiciones institucionales para el control monetario. A pesar de las diferencias existentes entre distintos países, estas disposiciones pueden dividirse en dos grupos: sistemas Tipo 1 y sistemas Tipo 2. El criterio para esta división hace referencia a los sectores sobre cuyo comportamiento desean influir las autoridades económicas para controlar la oferta monetaria.

En los sistemas de Tipo 1, las autoridades operan principalmente sobre las *decisiones de cartera de los bancos comerciales* para influir directamente sobre sus pasivos. Los bancos están obligados a mantener un porcentaje mínimo de dinero en caja sobre sus depósitos totales, de manera que el tamaño de aquél impone un techo al nivel de estos últimos. El banco central controla el tamaño del encaje bancario (sus propios pasivos) a través de operaciones de mercado abierto, políticas de préstamo a los bancos comerciales, etcétera. Los tipos de interés se ajustan para adecuar la oferta y la demanda en los mercados monetarios y crediticios y no existe ningún tipo de control administrativo sobre el crédito bancario. Una característica institucional esencial en tales sistemas es que el banco central es independiente del proceso de financiación del Presupuesto. Por lo tanto, la monetización de la deuda pública por la financiación a través del banco central no es, en modo alguno, automática.

Los sistemas de Tipo 2 se caracterizan por intentar controlar la oferta monetaria a través de sus contrapartidas de activo, operando, esencialmente vía tipos de interés controlados administrativamente, sobre las *decisiones de cartera del sector privado no bancario*. Habitualmente, los tipos de

interés se controlan para influenciar la demanda de crédito bancario del sector privado y su demanda de títulos públicos que, dado un déficit presupuestario, determinan indirectamente el recurso gubernamental al sistema bancario. Para tipos de interés dados, éste se ve normalmente obligado a proporcionar financiación residual al déficit presupuestario, y los cambios en el nivel requerido de encaje bancario pueden ser fácilmente determinados desde el banco central.

Aparte de los EEUU, que son un típico exponente del Tipo 1, especialmente desde la introducción de un nuevo procedimiento de control monetario en noviembre de 1979 (4), en la práctica no existe una clara línea de división entre los distintos países. Las autoridades alemanas y (hasta 1982) las canadienses han intentado controlar un agregado monetario afectado por los cambios en diferentes clases de depósitos bancarios en respuesta a cambios en los tipos de interés, y se ha prestado alguna atención a la elasticidad-interés de la demanda de dinero. Sin embargo, en ambos países son la liquidez y el comportamiento de cartera de los bancos comerciales las variables sobre las que las autoridades tienden a operar directamente para controlar el crecimiento monetario. En este sentido, pueden ser considerados como pertenecientes al Tipo 1. Por otro lado, Japón, Francia, el Reino Unido (5) e Italia, así como Australia, Bélgica y Dinamarca, entre los pequeños, podrían ser clasificados dentro del Tipo 2.

En los sistemas de Tipo 2, un incremento imprevisto en el déficit público, dada una determinada política de tipos de interés, expandirá normalmente el crédito bancario y la oferta monetaria en un primer momento (6). En ausencia de cam-

bios en los tipos de interés, el sector privado no se verá inducido a incrementar sus compras de títulos de deuda, y la financiación adicional se obtendrá, normalmente, de los bancos comerciales, al tiempo que los bancos centrales acomodan cualquier incremento en las reservas requeridas. Dificultades de previsión pueden también plantear el problema de volver a objetivos monetarios una vez que se ha producido la desviación. Las demandas de crédito bancario y deuda pública realizadas por las economías domésticas y las empresas son difíciles de predecir, como también lo es el déficit presupuestario. Consecuentemente, en un sistema de Tipo 2 las autoridades han recurrido frecuentemente a techos cuantitativos de expansión del crédito bancario para darse a sí mismas medios adicionales de control del crecimiento monetario. Mientras que esta forma de racionamiento del crédito ha probado a menudo ser efectiva para ayudar a alcanzar los objetivos de oferta monetaria establecidos, los bancos pueden encontrar formas de evitar los techos y expandir el crédito por otros canales (por ejemplo descuento comercial), proceso conocido con el nombre de «desintermediación».

El análisis anterior tiende a sugerir que el incremento del déficit público será menos problemático para el control de los agregados monetarios cuando las disposiciones institucionales favorezcan el funcionamiento efectivo de una restricción de liquidez del conjunto del sistema bancario. Cuando tal restricción no es efectiva, los cambios discrecionales en los tipos de interés pueden normalmente ser utilizados para compensar los efectos de las fluctuaciones de los déficit presupuestarios sobre los agregados monetarios. Sin

embargo, dada la dificultad de prever tales fluctuaciones, los objetivos monetarios pueden verse comprometidos a corto plazo. En la medida en que se piense que estos objetivos son importantes, los sistemas de control monetario del Tipo 1 parecen tener ciertas inherentes ventajas en relación con la financiación del Presupuesto.

III. DEFICIT FINANCIADOS CON BONOS Y CROWDING OUT DE LA DEMANDA PRIVADA

Aun cuando la efectividad de los déficit presupuestarios para apoyar la actividad económica pueda ser reducida por los incrementos compensadores en el ahorro privado y las fugas hacia las importaciones (7), algunas de las principales dudas acerca del impacto de la política fiscal sobre el producto nacional se han centrado en la aparición del *crowding out* financiero, a través de las consecuencias adversas de las presiones de los tipos de interés sobre la inversión privada. En este contexto, la cuestión central es si un incremento en el déficit financiado a través de la emisión de bonos públicos (esto es, sin colocación de dinero extra) desplaza una cantidad aproximadamente igual del gasto privado, compensando cualquier efecto estimulador neto de la renta nacional. Esta reducción del gasto privado puede ser evitada si se pueden encontrar fuentes de financiación adicionales a través de la sustitución de dinero por bonos en las carteras privadas y la atracción del capital extranjero. Además, el impacto de la deuda pública sobre el tamaño y la composición de la riqueza neta también puede influenciar el gasto privado.

1. *Crowding out* de transacciones

Si se persigue la consecución de un objetivo monetario, un incremento del déficit financiado a través de los mercados de capitales elevará la demanda agregada sólo si, por medio de tipos de interés mayores, los poseedores de activos líquidos pueden ser inducidos a sustituir liquidez por bonos públicos, en tanto que mantienen su nivel de gasto. La cantidad de dinero existente podría entonces financiar un mayor nivel de actividad, ya que el sector privado habría disminuido sus saldos monetarios disponibles, esto es, tendería a mantener menos dinero en su cartera de activos. Sin embargo, dado que tanto el gasto como las necesidades de crédito privadas son reducidos por los mayores tipos de interés, una parte de la demanda privada será desplazada. El resultado neto puede ser una expansión general de la demanda interior, pero también cambios en su composición, ya que los prestatarios privados son expulsados de los mercados de capitales. En el caso extremo de que los saldos monetarios disponibles no se vean reducidos por los tipos de interés más altos, en tanto que el gasto privado se ve afectado por el mayor coste de los créditos, una financiación del déficit a través de la emisión de bonos tendría como único resultado el desplazamiento de los prestatarios privados, dejando la demanda agregada y la actividad inalteradas.

La importancia de estos efectos depende de la elasticidad-interés de la demanda de dinero y del gasto privado. Cuanto mayor sea la elasticidad-interés de la demanda de dinero y menor la elasticidad-interés del consumo y la inversión privados, se dará un

menor efecto de *crowding out* asociado a la financiación a través de bonos de los déficit públicos. Sin embargo, la evidencia a este respecto no es generalmente concluyente (8). Por lo general, son difíciles de identificar elasticidades estables en los tipos de interés de la demanda de dinero y/o del gasto privado. Aún más, en algunos países, un racionamiento administrativo del crédito implica que los tipos de interés pueden ser frecuentemente pobres medidas del coste del crédito. En tales países, paradójicamente, los efectos del *crowding out* serán probablemente mayores, debido a que el sector privado no tendrá el incentivo para economizar en sus niveles de saldos líquidos, que, de otra manera, habrían sido estimulados por el alza de los tipos de interés.

En una economía abierta, los prestatarios privados desplazados de los mercados de crédito pueden pedir prestado en el extranjero, estableciendo así otro canal a través del cual el gasto privado puede ser mantenido ante un estímulo fiscal financiado a través de títulos de deuda pública. Si el tipo de cambio es fijo o controlado, la oferta monetaria se elevará, como se ha indicado anteriormente, en cuyo caso el *crowding out* no será un problema. Pero si, por intentar mantener sus objetivos monetarios, el banco central evita intervenir en el mercado de cambios, permitiendo la libre flotación de la moneda nacional, el resultado dependerá del punto hasta el cual el capital extranjero suplemente las fuentes de financiación interiores. Cuanto más sensible sea el capital extranjero a los diferenciales de tipos de interés, menores serán el incremento en el tipo de interés interior necesario para financiar el déficit y el potencial *crowding out* del gasto

privado. Sin embargo, en este caso, las entradas de capital pueden traer como consecuencia una apreciación de la moneda nacional, que afectará a las exportaciones y a las industrias competidoras de las importaciones. Un estímulo fiscal, combinado con una política monetaria no acomodaticia, puede llevar, de esta forma, a una especie de *crowding out* de tipo de cambio en el que el déficit presupuestario tendría su contrapartida en un déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente.

El margen dentro del cual la atracción de capital extranjero puede permitir una política fiscal efectiva e independiente es, por lo tanto, limitado. La transmisión de presiones sobre los tipos de interés a través del área de países de la OCDE (según parece haber ocurrido como resultado de la combinación de altos déficit presupuestarios y control monetario estricto en los EEUU) puede incluso llevar a la internacionalización del fenómeno del *crowding out*, y a una situación en la que los altos costes de la deuda pública actúen como freno de los propios déficit públicos.

2. *Crowding out* de cartera

Incluso en aquellos casos en los que el sector privado reduce sus disponibilidades líquidas en respuesta a tipos de interés más altos, permitiendo así la financiación del déficit sin creación de dinero, una apelación continua del sector público al préstamo puede crear crecientes desequilibrios entre los bonos públicos y otros activos financieros mantenidos en las carteras privadas. La absorción del exceso de bonos públicos por el sector privado podría entonces implicar una presión alcista acumulativa sobre los tipos de interés.

Este *crowding out* de cartera puede ser de particular importancia cuando los bonos públicos constituyen una proporción creciente de la deuda pendiente de amortizar. En este caso, el impulso a la demanda generado por el déficit presupuestario sería progresivamente anulado por las reducciones en la porción del gasto privado sensible a los tipos de interés.

Sin embargo, si el estímulo fiscal es incluso sólo parcialmente efectivo, la acumulación de activos financieros por parte del sector privado puede incrementarse como resultado de un mayor ahorro privado (esto es, de un incremento de la riqueza). La mayor oferta de fondos puede entonces compensar la presión alcista sobre los tipos de interés en los mercados de capitales, de manera que el *crowding out* sobre los prestatarios privados sería sólo limitado. Podría incluso producirse un efecto de *crowding in*, que afectaría a los inversores privados, con un incremento en el gasto privado sensible a los tipos de interés. Esto se produciría en el caso en el que las emisiones de bonos para financiar el déficit presupuestario fuesen hechas a un plazo suficientemente corto y con un grado de liquidez tal que pudieran ser consideradas como excelentes sustitutos del dinero (9). Sin embargo, la existencia de estos activos, de características tan cercanas al dinero, podría ser una evidencia de que el agregado monetario controlado por las autoridades está mal definido, lo cual podría erosionar la efectividad de una política monetaria orientada a la consecución de unos determinados objetivos dentro de una estrategia antiinflacionaria.

El incremento de la riqueza generado por el impulso fiscal es, por supuesto, incierto. La evidencia empírica a este respecto es

incluso menos concluyente que la obtenida sobre las elasticidades a los tipos de interés de la demanda de dinero y del gasto privado discutidas con anterioridad. La financiación de los déficit públicos es menos probable que cause problemas si viene acompañada de una alta tasa de ahorro del sector privado. En tal caso, cuanto mayor sea el incremento en la demanda de activos financieros (si los poseedores de la riqueza tienen una preferencia marginal para mantener títulos en vez de dinero), mayor será la posibilidad de una caída de los tipos de interés en los mercados de capitales. La expansión presupuestaria podría entonces autosostenerse, debido a sus efectos positivos tanto sobre la acumulación de activos como sobre la formación de capital.

Sin embargo, incluso con un grado relativamente alto de sustitución entre deuda pública y dinero, no está claro que la acumulación de activos por el sector privado sea necesariamente beneficiosa. Los saldos en dinero podrían, de hecho, estar positivamente asociados con la riqueza, de tal manera que el *crowding out* podría verse exacerbado a causa de la necesidad de un mayor incremento en los tipos de interés para estrangular la demanda adicional de dinero. Sin embargo, el argumento de la acumulación de activos ha proporcionado un importante fundamento para una orientación del Presupuesto a largo plazo (en la forma de una firme acumulación de deuda pública) de sostenimiento de la demanda en aquellos países (especialmente Alemania, Japón, Holanda y Austria) en los que las tasas de ahorro familiar son altas (10).

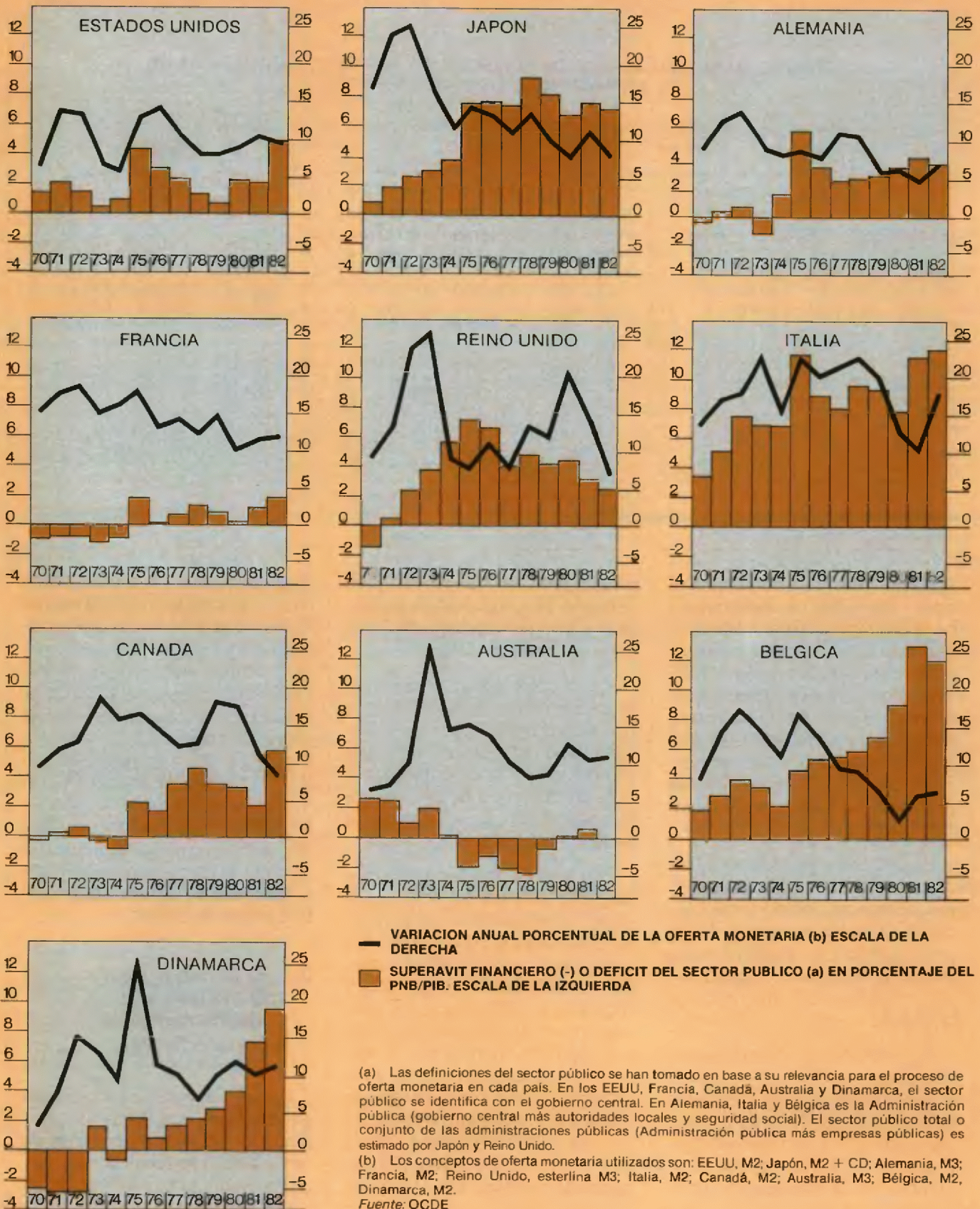
IV. FINANCIACION DEL PRESUPUESTO EN ALGUNOS PAISES DE LA OCDE: UNA REVISION DE LAS EXPERIENCIAS DESDE COMIENZOS DE LOS SETENTA

Esta parte da breve cuenta de la evidencia presentada en el estudio monetario de la OCDE mencionado con anterioridad (11), relativo a 1) la financiación del Presupuesto y el crecimiento monetario, y 2) el *crowding out* financiero y la efectividad de la política fiscal bajo hipótesis de financiación de Presupuesto alternativas.

1. Financiación del Presupuesto y crecimiento monetario

Una inspección global de los datos sobre el crecimiento de la oferta monetaria y los déficit presupuestarios de un grupo seleccionado de países de la OCDE (ver gráfico 1) arroja escasa luz sobre la cuestión de si las fluctuaciones de éstos plantean problemas para el control de aquélla. El crecimiento monetario se aceleró bruscamente al comienzo de la década de los setenta, coincidiendo con una deflación en un determinado número de países. Pero los mayores déficit que se produjeron desde mitad de la década en adelante fueron, en general, acompañados de un menor crecimiento monetario que en el periodo anterior. Esto se corrobora en el cuadro n.º 2, que muestra, para cada país considerado, el crédito bancario al sector público como porcentaje de la oferta monetaria ampliamente definida al principio del período (una influencia potencial sobre la expan-

GRAFICO 1
DEFICIT PRESUPUESTARIOS Y CRECIMIENTO MONETARIO



CUADRO N.º 2

**CREDITO BANCARIO AL SECTOR PUBLICO (A) Y EXPANSION MONETARIA (B)
EN ALGUNOS PAISES DE LA OCDE**

	Estados Unidos		Japón		Alemania		Francia		Reino Unido		Italia		Canadá		Australia		Bélgica		Dinamarca	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1970	3,0	5,9	-	16,9	0,2	8,9	-1,0	15,0	-0,5	9,4	5,7	14,9	1,3	9,6	-0,2	5,1	0,8	8,1	-3,1	4,8
1971	2,7	10,5	-0,7	24,3	0,7	13,5	0,9	18,3	-10,9	13,2	7,6	16,6	-0,7	9,1	-2,6	8,7	1,7	13,4	-1,8	8,9
1972	0,5	10,1	0,8	24,7	-1,2	14,0	-0,5	18,9	3,1	27,9	7,3	17,9	0,8	15,0	5,2	19,7	5,1	16,3	-1,9	13,3
1973	0,1	5,2	-0,8	16,8	1,2	8,8	-1,9	14,7	4,2	27,5	9,9	23,5	0,3	12,1	1,0	21,0	5,1	14,0	-3,2	13,6
1974	0,5	4,6	2,2	11,5	2,4	7,2	3,2	17,8	8,1	12,9	9,9	15,7	-1,3	19,2	2,2	9,1	2,8	8,7	1,3	8,4
1975	6,3	10,2	5,5	14,5	7,1	11,5	4,1	15,7	7,8	7,1	13,7	24,5	4,0	15,4	11,4	20,7	3,8	15,3	7,5	27,0
1976	4,0	12,5	3,5	13,5	4,0	7,6	2,5	12,3	6,0	11,6	7,9	21,0	2,7	19,2	3,0	12,3	5,4	12,6	-0,7	11,7
1977	0,4	8,1	2,3	11,1	3,7	10,3	0,6	14,6	1,3	9,8	9,6	22,2	2,3	14,0	-1,3	5,9	2,7	8,4	-2,4	9,3
1978	0,1	5,4	4,7	13,1	4,3	10,3	0,4	12,2	2,1	14,6	11,0	23,0	0,0	16,9	2,1	17,2	3,7	7,5	-0,9	6,4
1979	1,2	8,0	0,8	8,4	3,5	5,2	1,1	13,8	-4,3	12,5	5,7	19,4	6,0	17,7	4,5	11,6	4,4	6,2	9,0	10,2
1980	2,5	7,8	1,2	6,8	2,4	4,6	-0,6	8,3	-0,4	18,4	6,2	21,6	0,1	9,5	4,4	14,0	8,2	3,3	7,0	11,7
1981	1,2	7,2	1,7	10,7	4,7	3,7	2,6	11,2	2,4	27,7	5,9	10,2	-1,9	22,5	1,7	9,9	7,9	5,7	10,6	10,8
1982	2,0	12,2	1,0	7,6	3,4	6,9	2,2	11,3	1,7	11,4	12,5	17,5	1,4	5,1	-4,1	10,6	10,9	7,7	5,3	11,1

Notas: Columna A: muestra el porcentaje de contribución del crédito bancario al sector público al crecimiento anual de la oferta monetaria (definida como dinero más cuasi-dinero). Se calcula como el *ratio* entre la variación anual de las exigencias bancarias del sector público y la cantidad de dinero total al final del año anterior. La columna B muestra el porcentaje de variación en la oferta monetaria.

sión monetaria) en comparación con la tasa actual de crecimiento de la cantidad de dinero. Mientras que el crédito bancario al sector público ha sido, en general, relativamente mayor en el período de grandes déficit presupuestarios, particularmente durante 1975, éste no ha sido el caso del crecimiento monetario. Las principales razones que explican esto pueden haber sido las siguientes:

- Los bancos centrales han tendido a contrarrestar el impulso potencial sobre la oferta monetaria derivado de los crecientes déficit presupuestarios, especialmente desde el establecimiento de objetivos monetarios a mediados de la década.

- Los flujos monetarios externos pueden haber compensado el crecimiento en los mercados interiores de crédito, hasta el extremo de que las autoridades han intentado influir sobre el tipo de cambio de su moneda nacional,

dado que en este caso los bancos centrales se comprometen a comprar o vender moneda nacional en el mercado de divisas.

- Los altos déficit presupuestarios de mediados de los setenta han sido, en gran medida, una respuesta a la recesión, de forma que el incremento de la demanda pública de crédito puede simplemente haber sustituido a la caída de la demanda privada de crédito.

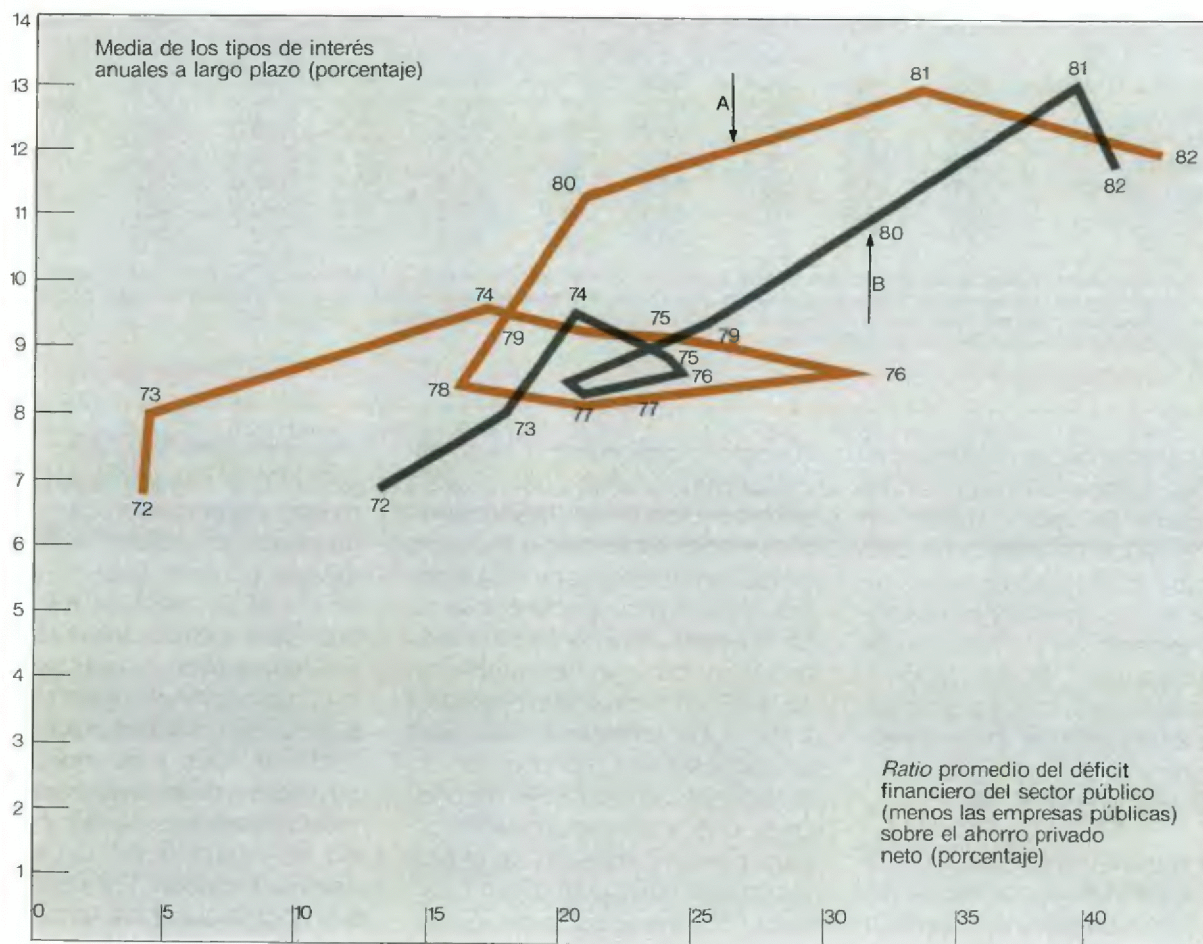
En los últimos años, sin embargo, la persistencia de grandes déficit públicos ha incrementado las dificultades que las autoridades nacionales parecen haber tenido para el control de los agregados monetarios. Continuos déficit pueden erosionar la «credibilidad» de los objetivos monetarios si empujan a los tipos de interés a niveles muy altos. Las expectativas que se pueden desarrollar acerca de una futura «relajación» de la política monetaria pueden tener consecuencias para las expecta-

tivas de inflación, y pueden servir para empujar a los tipos de interés incluso más arriba. La relación positiva entre los tipos de interés medios a largo plazo en las principales economías de la OCDE y el déficit presupuestario combinado *proyectado* a medio plazo (ver gráfico 2) es una indicación de esto (12). De aquí el objetivo mayoritariamente adoptado de recortar los déficit públicos, que explica en parte los recientes anuncios en materia de política económica hechos, a este respecto, en un cierto número de países.

2. El *crowding out* financiero y la efectividad de la política fiscal

Es sólo a partir de mediados de los setenta cuando se han planteado los conflictos derivados de la necesidad de financiar grandes déficit públicos y el intento de al-

**GRAFICO 2:
TIPOS DE INTERES A LARGO PLAZO Y PARTICIPACION
ESPERADA DEL AHORRO PRIVADO QUE SERA TOMADO POR EL
SECTOR PUBLICO (MENOS LAS EMPRESAS PUBLICAS) EN LOS
SIETE MAYORES PAISES DE LA OCDE, 1972-1982.**



Clave:

(A) Tipo de interés anual medio contra la media móvil a tres años de la proporción entre el déficit público y el ahorro privado centrado en el presente año t .

(B) Tipo de interés anual medio contra la media móvil a cinco años de la proporción entre el déficit público y el ahorro privado centrado en $t + 1$ (es decir, incorporando las previsiones a tres años).

Fuente: *Public Sector Deficits: Problems and Policy Implications*, OCDE Occasional Studies, junio 1983.

CUADRO N.º 3

**PARTICIPACION DEL SECTOR PUBLICO EN LOS FONDOS APORTADOS AL MERCADO DE CREDITO
POR LOS SECTORES NO FINANCIEROS 1973-1982**

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Estados Unidos	10,5	14,2	46,4	30,8	21,8	18,4	14,7	27,1	28,1	50,2
Japón	18,6	28,8	36,9	40,4	47,3	55,1	48,2	46,8	46,1	41,8
Alemania	12,9	22,2	43,6	28,7	25,0	22,8	22,5	19,0	27,1	31,6
Francia	9,9	16,7	33,8	25,6	20,9	31,5	21,4	15,4	31,6	—
Reino Unido	19,0	33,8	60,3	31,9	49,0	23,2	25,4	42,6	25,0	—
Italia	21,3	53,6	47,9	43,4	48,4	47,6	38,2	40,1	42,2	—
Canadá	8,8	19,1	23,4	20,5	26,4	26,0	16,0	22,2	20,1	52,3

(a) Necesidades de préstamo del sector público como porcentaje del total de fondos aportados al mercado de crédito por los sectores no financieros. Para los Estados Unidos, Alemania y Canadá es igual a las necesidades de préstamo del sector público (gobierno federal, autonómico y local); para Japón, Francia, Reino Unido e Italia, el sector público incluye las empresas públicas.

Fuente: Estadísticas Nacionales de Flujo de Fondos.

canzar determinados objetivos monetarios. Desde 1975, la posición prestataria del sector público en los mercados de crédito ha sido continua y sustancialmente creciente en las principales economías, excepto en el Reino Unido (ver cuadro n.º 3). En Japón y Alemania este hecho ha sido paralelo a un crecimiento de la relación entre la deuda pública viva y el PIB (ver cuadro n.º 4).

Tal situación ha creado, en ocasiones, dificultades al sector privado. En Alemania, por ejemplo,

la estrecha dependencia, tanto del sector público como del privado, del crédito bancario (fuertemente controlado) ha tendido a provocar cierta competencia entre ellos por los mismos recursos financieros. En el Reino Unido se ha permitido la subida del tipo de cambio en 1979-80, en parte como respuesta a los tipos de interés más altos asociados a una reanudación del incremento en el PSBR (necesidad pública de endeudamiento), para prevenir entradas de capital extranjero que pudieran comprometer la consecución de los ob-

jetivos monetarios. Como consecuencia, la demanda privada de crédito y la competitividad del Reino Unido han caído. Procesos similares parecen haber sucedido en los EEUU en 1981-83, donde presiones alcistas sobre los tipos de interés (que reflejan en parte la combinación de grandes necesidades de préstamo por parte del sector público y de una política monetaria restrictiva) han generado entradas de capital, causando una apreciación del tipo de cambio del dólar. Esto puede haber contribuido al deterioro de la

CUADRO N.º 4

RATIO DE LA DEUDA PUBLICA VIVA SOBRE EL PIB, 1973-1982

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Estados Unidos (a)	37,4	35,2	36,8	38,5	38,1	37,3	35,4	35,5	35,0	37,8
Japón (a)	11,3	11,4	15,0	19,0	24,4	30,2	34,9	39,5	42,1	46,2
Alemania	7,3	7,9	11,0	11,9	12,8	14,1	14,7	15,6	17,7	19,3
Francia	16,9	16,4	17,1	16,0	15,9	16,6	16,5	16,8	17,7	20,8
Reino Unido (a)	60,9	56,2	55,9	54,1	53,5	53,7	51,5	48,3	49,5	48,7
Italia	46,8	45,8	53,6	52,2	55,0	62,3	62,4	60,6	64,5	70,3
Canadá (a)	41,1	37,0	34,6	35,1	34,4	37,6	41,5	39,6	40,6	40,5

(a) Años fiscales. Estados Unidos: de julio del año correspondiente a junio del siguiente, hasta 1976; octubre-septiembre, desde 1977; Japón, Reino Unido y Canadá: abril-marzo.

Fuente: OCDE

CUADRO N.º 5

**MULTIPLICADORES DEL GASTO PÚBLICO A CORTO PLAZO (a):
DATOS DE ALGUNOS MODELOS NACIONALES**

Países	PNB/PIB Real		PNB/PIB Nominal	
	Política monetaria		Política monetaria	
	No acomodante	Acomodante	No acomodante	Acomodante
Estados Unidos (DRI)	1,9	2,1	2,5	2,7
Japón (Banco de Japón)	1,4	3,8	2,0	4,1
Francia (INSEE)	1,9	1,9	1,9	1,9
Reino Unido (Tesoro Público)	0,9	1,4	1,4	2,4
Canadá (RDX 2)	1,5	1,7	2,0	2,3

(a) Efecto después de dos años. Incremento sostenido del gasto público real en bienes y servicios (es decir, *ex ante* del déficit presupuestario). Tipos de cambio endógenos.
Fuente: Cuadros n.ºs 6 y 7 del *Budget Financing and Monetary Control*, OCDE Serie de Estudios Monetarios, París, 1982.

balanza de pagos por cuenta corriente de los EEUU, con un efecto negativo sobre la renta nacional (13). Finalmente, en Italia, Austria y Dinamarca el fracaso en los intentos de poner freno a la tendencia creciente de las necesidades financieras del sector público, que tuvieron lugar a mediados de los setenta, ha tenido como consecuencia la reducción de los recursos financieros disponibles para el sector privado no bancario (14).

En el cuadro n.º 5 se da una idea del impacto del *crowding out*. Este cuadro recoge, para los cinco mayores países de la OCDE, estimaciones del efecto multiplicador sobre la renta producido por el gasto público, bien en presencia de una política monetaria acomodante, bien en ausencia de ella.

Los datos sugieren que sólo existe un *crowding out* parcial a corto plazo: los multiplicadores estimados del PNB real están en tor-

no al 1,50 cuando no se verifica una expansión monetaria, mientras que cuando se acompaña de una política monetaria acomodante están en torno al 2,25 (15). Sin embargo, los resultados deben ser interpretados con cautela. El grado de *crowding out* no sólo depende de las condiciones específicas de cada país —particularmente del número incorporado de canales que tienen una influencia monetaria—, sino también, en gran parte, de las condiciones de la situación inicial. La tasa de inflación subyacente y las necesidades de préstamo públicas son importantes, junto con las condiciones de los mercados de dinero y de crédito.

Esto deja el tema de la efectividad de la política fiscal algo inconcluso. Mientras, en condiciones de equilibrio, la evidencia econométrica no excluye un cierto papel de sostenimiento de la actividad por parte de los déficit pú-

blicos, éstos son considerados hoy día, en el peor de los casos, como un impedimento para la recuperación económica por el efecto de *crowding out* que producen sobre los inversores privados y, en el mejor, demasiado altos como para excluir la posibilidad de un efecto fiscal contra-cíclico. Esta aparente contradicción entre las conclusiones a las que se llega en la mayor parte de los modelos econométricos y los principios sobre los cuales se basan hoy las políticas fiscales proviene de dos deficiencias en el estado actual del conocimiento cuantitativo. La primera es la imprecisa estimación de los efectos sobre el tipo de interés de los déficit fiscales, dada la complejidad de los factores que influyen sobre el comportamiento del ahorro financiero privado. La segunda se deriva de la dificultad de valorar el impacto de los déficit públicos en un contexto a medio plazo, así como de incorporar al análisis variables representativas de las expectativas y la confianza de los agentes económicos.

NOTAS

(*) Este artículo resume pasajes de dos recientes publicaciones de la OCDE tituladas *Budget Financing and Monetary Control* (producido por P. Atkinson y A. Blundell-Wignall) y *Public Sector Deficits: Problems and Policy Implications* (con R. Price). También resume un artículo de la misma publicación, escrito por A. Blundell-Wignall y yo mismo, que apareció en el *Observer de la OCDE* de noviembre 1981. Los puntos de vista expresados son los del autor y no reflejan necesariamente las opiniones de la OCDE o sus estados miembros.

(1) Estas cuestiones son examinadas en detalle en algunas publicaciones recientes de la OCDE: ver *Budget Financing and Monetary Control*, OECD Monetary Studies Series (1982); *Public Sector Deficits: Problems and Policy Implications*, por J. C. Chouraqui y R. Price, OECD Occasional Studies (junio 1983); «Medium-Term Financial Strategy: The Co-ordination of Fiscal and Monetary Policies», por J. C. Chouraqui y R. Price, *OECD Working Papers* (julio 1983). Ver también «Budget Financing and Monetary Targets with Reference to the Seven Major OECD Countries», por P. Atkinson, A. Blundell-Wignall y J. C. Chouraqui, *Economies et Sociétés* (julio, 1983); y «Budgetary Deficits and Monetary Policy: A British Economist's View», por A. Budd, *OECD Observer*, Enero 1982.

(2) El término «estructura de la deuda pública» es de importancia para cuestiones tales como: la regularidad con la que la deuda viva debe ser refinanciada; la suavidad con la cual los mercados financieros pueden absorber nuevas emisiones de deuda cuando están constreñidos por un techo en el crecimiento monetario; la estructura de los tipos de interés; los costes, en términos de los pagos de intereses presentes y futuros, de los sujetos pasivos de los impuestos correspondientes. En tanto que estas cuestiones no son el objeto central de este artículo, tienen importantes implicaciones sobre el control monetario y han sido examinadas con amplitud por el Comité de Mercados Financieros de la OCDE. Los resultados de este trabajo han sido publicados bajo el título *Government Debt Management*, Volumen I, *Objectives and Techniques* (1982), Volumen

II, *Debt Instruments and Selling Techniques* (1983).

(3) En tanto que para la mayor parte de los países el margen para fijar el tipo de cambio y controlar simultáneamente la oferta monetaria es limitado, los EEUU constituyen una significativa excepción. El papel del dólar como moneda internacional de reserva ha significado que la estabilización de su tipo de cambio ha sido llevada a cabo por los bancos centrales extranjeros. Los efectos en el sistema monetario americano de tal intervención de los bancos centrales extranjeros ha sido generalmente neutralizada por simultáneas operaciones de mercado abierto de fondos públicos americanos.

(4) Esta modificación fue introducida para dar importancia al crecimiento de las reservas bancarias como medio de controlar los agregados monetarios, en lugar de centrar la atención en las condiciones de los mercados financieros.

(5) Al menos hasta hace poco tiempo. Los recientes cambios introducidos en la política monetaria del Reino Unido incluyen la desaparición del «corsé» (topes en la capacidad de los bancos para financiar préstamos mediante la oferta de depósitos remunerados) y la imposición de una exigencia uniforme de saldos en caja, y de mayor énfasis sobre la flexibilidad de tipos de interés en general.

(6) Eligiendo objetivos monetarios y estableciendo tipos de interés, los bancos centrales de los sistemas Tipo 2 tienen en cuenta las previsiones sobre el déficit presupuestario. En consecuencia, son los cambios imprevistos en el déficit público los que pueden llevar a fluctuaciones monetarias.

(7) El impacto de la política fiscal sobre la actividad económica puede diluirse a través de varios canales no financieros. En tanto que el principio en el que se basan los déficit presupuestarios radica en el deseo de compensar «excesos» de ahorro en otros sectores de la economía, una acción fiscal expansiva puede, en la práctica, estar acompañada de incrementos compensatorios en el ahorro privado y/o mayores importaciones (un fenómeno llamado a menudo *crowding out* real). Esto puede ser así tanto bajo condiciones monetarias acomodantes como no acomodantes. A este respecto, ver J. C. Chouraqui y R. Price, *Public Sector*

Deficits: Problems and Policy Implications, op. cit. págs. 19-20.

(8) Ver *Budget Financing and Monetary Control*, OCDE (1982) op. cit. págs. 33-36.

(9) En este caso, los responsables de la emisión de deuda pueden actuar cambiando la estructura de vencimientos de la deuda hacia títulos a corto plazo, lo que podría reforzar la sustituibilidad de los bonos por dinero. A este respecto, ver B. Friedman, «Crowding out or Crowding in, Economic Consequences of Financing Government Deficits», *Brookings Papers on Economic Activity*, n.º 3, 1978.

(10) Ver, por ejemplo, T. F. Dermburg, «Fiscal Analysis in the Federal Republic of Germany: the Cyclically-Neutral Budget», *IMF Staff Papers*, 1975.

(11) *Budget Financing and Monetary Control*, OCDE (1982), op. cit. Ver, en particular, Part.II. D, Part.III.E y Part.IV.

(12) Aunque tal correlación puede ser casual —los tipos de interés nominales tenderían a reaccionar a las presiones monetarias a corto plazo tanto como a la demanda prevista de crédito y a las expectativas inflacionarias—, es consistente con el argumento de que los déficit presupuestarios previstos pueden afectar a los tipos de interés actuales.

(13) A la inversa, debe advertirse que la percepción del déficit presupuestario en los mercados de cambio, asociándolo a la acomodación monetaria, puede ser tal que origine salidas de capital y presiones a la baja en el tipo de cambio. Las posibles consecuencias inflacionarias de este proceso pueden provocar una reacción de la política monetaria de nuevas subidas en los tipos de interés, que llevarían de nuevo a un *crowding out* financiero. La experiencia más reciente en Francia, entre 1981-1983, ilustra este caso.

(14) Estas cuestiones se discuten con detalle, país por país, en el estudio monetario de la OCDE anteriormente citado.

(15) El estudio monetario de la OCDE anteriormente citado proporciona también algunos datos de los multiplicadores del gasto público bajo hipótesis alternativas de política monetaria y regímenes de tipos de cambio. Estos se extraen de un pequeño modelo econométrico desarrollado por la Secretaría de la OCDE.