

DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO Y TIPO DE INTERES EN ESPAÑA

José L. RAYMOND BARA

1. CONSIDERACIONES GENERALES

El incremento de los tipos de interés que se ha producido en la mayoría de economías occidentales a fines de la década de los sesenta, y hasta mediados de los ochenta, ha renovado la preocupación por el estudio de los mecanismos causales que los determinan.

Un reciente documento de trabajo de la Fundación FIES (véase Raymond y Palet, 1989) analiza la relación existente entre el déficit esperado del sector público y los tipos reales de interés en España. El objeto de esta breve nota es referenciar los principales resultados.

En efecto, tres han sido los hipotéticos factores de variación de los tipos que han suscitado mayor análisis por parte de los economistas: el déficit público, las variaciones en la rentabilidad del capital y la política monetaria. Procedemos a continuación a repasar brevemente algunos trabajos relevantes tendientes a evaluar la influencia de estos factores.

El déficit público ha sido considerado con frecuencia el principal responsable de la elevación de los tipos de interés, aunque no existe consenso entre los economistas acerca de tal vinculación. La que se ha dado en llamar «visión convencional» (Modigliani y Jappelli, 1988) defiende que un aumento del déficit deprime el ahorro agregado de la economía, presionando los tipos al alza y reduciendo la inversión. Este resultado puede derivarse en el marco del modelo IS-LM y es perfectamente conocido: un aumento del déficit desplaza a la curva IS a la derecha, dando lugar a un nuevo equilibrio con un tipo de interés nominal mayor. Podemos tomar el modelo IS-LM como una buena aproximación de lo que ocurre en el corto plazo, pero la variación de los tipos de interés a largo plazo dependerá de las expectativas que se formen sobre el efecto a largo plazo de la reducción del ahorro. Blanchard y Summers (1984) sostienen que, a largo plazo, el *stock* de capital se ajustará a un nivel inferior, asociado a una productividad marginal mayor y, en consecuencia, a un tipo de interés también mayor.

Las decisiones de consumo no dependen exclusivamente de la renta corriente, sino que los agentes contemplan un horizonte temporal relativamente amplio. Por tanto,

en la medida en que los consumidores asocian tipos impositivos futuros más elevados a déficit corrientes, los efectos de éstos sobre el ahorro serán menores. Barro (1974) sostiene que si las economías domésticas contemplan en sus preferencias el bienestar de las generaciones futuras, pueden reaccionar a un aumento del déficit con una reducción equivalente en el consumo. En efecto, bajo la hipótesis de mercados de capitales perfectos, el déficit corriente equivale al valor presente de los impuestos futuros, de modo que ahorrar el propio volumen del déficit resulta suficiente para pagar el servicio futuro de éste. Esta hipótesis es conocida como el «teorema de equivalencia ricardiana», y ha hallado soporte empírico en trabajos de algunos autores, entre los que destaca Evans (1985). Otros, en cambio, han obtenido evidencia en contra de la hipótesis de Barro. Tal es el caso de Feldstein (1986) para la economía de Estados Unidos. Para España, Raymond y González-Páramo (1987).

La condición de equilibrio de los mercados financieros es que, excepto por los efectos de la aversión al riesgo, el rendimiento esperado ha de ser el mismo para todos los activos. Por tanto, los tipos de interés a largo plazo deben incorporar la información relativa a los tipos a corto plazo futuros y, en consecuencia, a las variables que en el futuro puedan afectarlos. Los déficit futuros aparecen, pues, como posible fuente de oscilación de los tipos, y han sido objeto de atención por parte de algunos autores. Entre los que han defendido con mayor énfasis el papel desempeñado por los déficit futuros en la determinación de los tipos de interés destaca Martin S. Feldstein. En concreto, Feldstein considera el déficit estructural esperado como la variable clave, entendiéndose por déficit estructural aquél que se produciría si la economía se hallase en su nivel potencial. A su vez, el nivel potencial de *output* puede definirse como el que se alcanzaría si la tasa de paro correspondiese a su nivel NAIRU, es decir, la mínima tasa de paro compatible con procesos no acelerados de inflación. Feldstein (1986) ha obtenido resultados acordes con la hipótesis planteada, en detrimento de los déficit corrientes como determinantes de los tipos. Evans (1985, y 1987a y b), por su parte, ha obtenido evidencia en contra de los déficit esperados (también de los déficit corrientes, como se ha comentado).

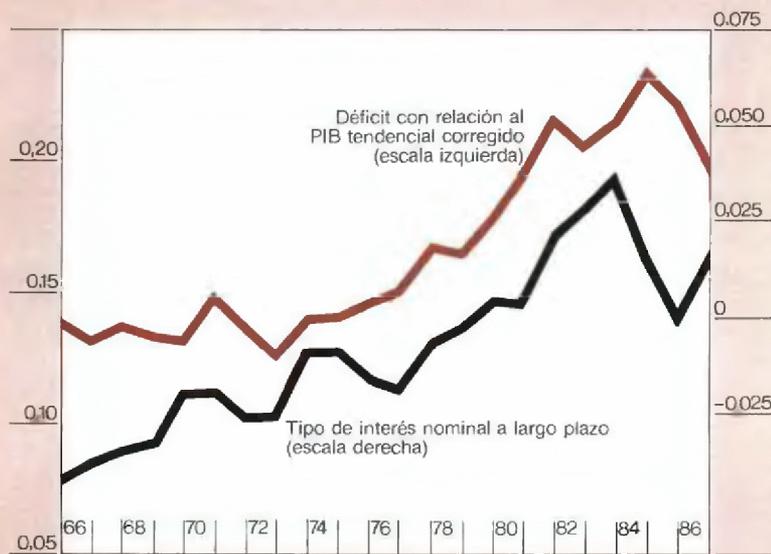
La utilización del déficit estructural plantea, sin embargo, dificultades en periodos

prolongados de alejamiento de la economía de su senda potencial, puesto que en este caso se está infravalorando la magnitud del mismo y su efecto sobre las variables económicas. En este sentido, parece más apropiada la consideración del déficit esperado cíclicamente ajustado, alternativa que defienden, entre otros, Blanchard y Summers (1984).

Otro factor aducido con frecuencia para explicar la elevación de los tipos de interés en la década de los ochenta es el aumento de la demanda de fondos originado por una mejora en la rentabilidad del capital. Este componente ha sido también enfatizado por Blanchard y Summers (1984) para el caso de la economía de los Estados Unidos. La ventaja de este planteamiento es su capacidad para explicar un periodo de fuertes aumentos en los tipos reales de interés acompañados por incrementos muy significativos de los precios en los mercados de valores. Una mejora de la rentabilidad supone, a corto plazo, un desplazamiento a la derecha de la curva IS, con la consiguiente elevación de los tipos y de la inversión. Como señalan Blanchard y Summers, el efecto a largo plazo es más complejo. El *stock* de capital se ajustará a un nivel mayor, asociado a una productividad marginal más baja. El signo del efecto global es, por tanto, *a priori*, ambiguo, dependiendo de si la mayor rentabilidad inicial compensa el aumento del *stock* de capital y, por tanto, la disminución de la productividad marginal. Existe, además, otra fuerza que opera con signo contrario al del efecto inicial. Como ha señalado Mauleón (1987), en la medida que una mayor rentabilidad supone para las empresas ver mejorada su capacidad de autofinanciación, la necesidad de acudir al mercado para demandar crédito disminuye. Este efecto puede ser significativo para el caso de la economía española a partir de 1984.

Queda, finalmente, referirnos a los efectos de la política monetaria. La teoría de la neutralidad del dinero defiende, como es sabido, que las variaciones en la cantidad de dinero no afectan a las variables reales de la economía, sino únicamente al nivel de precios (entre aquéllas se encuentran, lógicamente, los tipos reales de interés). Existe un relativo consenso acerca de la neutralidad del dinero a largo plazo, aunque a corto parece existir evidencia empírica clara en torno a los efectos de la política monetaria sobre las variables reales de la economía.

GRAFICO 1 TIPO DE INTERES Y DEFICIT CON RELACION AL PIB TENDENCIAL CORREGIDO



Nota: El gráfico está elaborado con duplicidad de escalas para facilitar la interpretación.

2. PRINCIPALES HECHOS

Un estudio econométrico detallado de los efectos del déficit sobre el tipo de interés en España se efectúa en el documento de trabajo ya citado. Centrándonos únicamente en la relación déficit-tipo de interés, cabe recurrir a dos gráficos.

El primero de ellos (gráfico 1) contrapone el tipo nominal de interés a largo plazo en España (medido por la tasa de rentabilidad interna de las obligaciones eléctricas) y el déficit del sector público con respecto al PIB tendencial. Puede observarse que el grado de paralelismo que entre ambas series se da es notorio. Se comprueba también un cierto «adelantamiento» del tipo de interés con respecto al déficit, acorde con un modelo de «expectativas» tipo Feldstein.

Cabe formular un modelo teórico (véase Raymond y Palet, 1989) en que la variable dependiente es el tipo real de interés a largo plazo, y en que una de las variables explicativas está constituida por el valor esperado del déficit del sector público cíclicamente ajustado. Sin entrar en detalles de la construcción de estas series, el gráfico 2 muestra su evolución. Atendiendo a este gráfico, el fenómeno de la elevación de los tipos reales de interés en la economía española se inicia a partir de 1977. Así, desde 1966 hasta 1971 el tipo real de interés era reducido, si bien

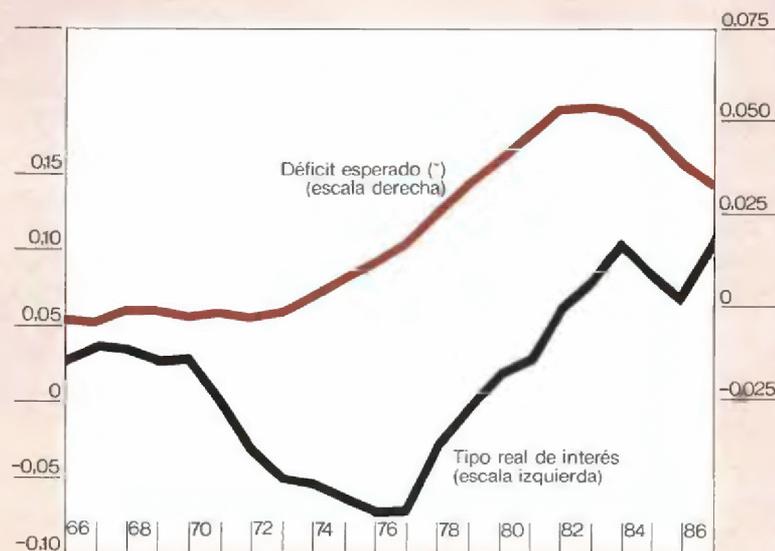
positivo, y situado alrededor del 2 ó 3 por 100. En el año 1972 se inaugura una fase de tipos de interés reales negativos y decrecientes, que alcanza el máximo exponente en 1977, en que el tipo real de interés se cifra en «menos» 7,5 por 100. A partir de esta fecha, se produce una rápida elevación de tipos, de suerte que en 1979 el tipo real de interés es prácticamente nulo, y en 1987 llega a exceder el 10 por 100. El déficit del sector público ha desempeñado en todo este proceso un importante papel.

Junto a esta variable, completar el modelo exige considerar los efectos derivados de la política monetaria y de la productividad del capital. En el trabajo que se comenta, se comprueba que el conjunto de estas tres variables es capaz de ofrecer una explicación bastante satisfactoria de la evolución de los tipos reales de interés en España. En particular, el aumento de la productividad del capital puede ser responsable del mantenimiento en los últimos años de elevados tipos reales de interés, a pesar de la atenuación del déficit público. Una política monetaria de tipo restrictivo también influye en igual sentido.

3. CONCLUSIONES

Un problema que la economía española tiene planteado es el de los elevados tipos

GRAFICO 2 DEFICIT ESPERADO, CICLICAMENTE AJUSTADO, Y TIPOS REALES DE INTERES



(*) Déficit esperado cíclicamente ajustado = $1/4$ [déficit ajustado (0) + déficit ajustado (+1) + déficit ajustado (+2) + déficit ajustado (+3)]. Este déficit se expresa con relación al PIB.

Nota: El gráfico está elaborado con duplicidad de escalas para facilitar la interpretación.

reales (y monetarios) de interés. El problema se agudiza con la reciente entrada en el Sistema Monetario Europeo (SME), que comporta el mantenimiento de unos tipos de cambio estables. En efecto, los elevados tipos de interés incentivan la entrada de capitales, y éstos tienden a impulsar la sobrevaloración del tipo de cambio. Adicionalmente, esta entrada de capitales se acentúa con la pertenencia al SME que, al reducir la variabilidad de los tipos de cambio, hace que los movimientos de capital sean más sensibles al diferencial de rentabilidad.

Aparte de este efecto, y de las dificultades que puede crear a la autoridad monetaria, los elevados tipos reales de interés repercuten adversamente sobre la formación de capital y la senda de expansión a largo plazo de la economía.

En esta nota se ha referenciado un estudio más amplio que tiene por objeto establecer qué factores explican la elevación de los tipos reales de interés en España. Tres son las variables que la literatura ha destacado como relevantes (véase, por ejemplo, Feldstein, 1986): el déficit del sector público, la política monetaria y la productividad del capital. A través de la formulación de un modelo que integra estas tres variables se comprueba que, efectivamente, es factible hallar una explicación de la dinámica de los tipos reales de interés en España. En particular, de las tres variables contempladas, destaca el significativo papel desempeñado por el déficit del sector pú-

blico. La mejor explicación, acorde con la teoría, se obtiene operando con el valor esperado del déficit del sector público cíclicamente ajustado. Sin embargo, todas las definiciones de déficit ensayadas apuntaban en el mismo sentido.

Por tanto, si se desea evitar los adversos efectos que las elevaciones de los tipos reales de interés tienen sobre el comportamiento de la economía, es conveniente que el sector público trate de controlar su déficit. Por otro lado, se dispone de cierta evidencia relativa a que la tasa de ahorro de las familias ha experimentado en los últimos años un apreciable recorte (véase Raymond, en este mismo número de PAPELES), comportamiento que no es ajeno a la evolución de la fiscalidad (una rápida progresión de la fiscalidad directa sobre las familias puede tender a deprimir la tasa de ahorro familiar), y que, lógicamente, debe ejercer un efecto positivo sobre los tipos de interés. Dar cabida a estas variables exigiría una ampliación del modelo, si bien la falta de información estadística limita esta posibilidad.

En cualquier caso, esta primera aproximación desarrollada pone de manifiesto que el control del déficit presupuestario constituye un principio deseable de sanidad financiera si la ultrarracionalidad «a la Barro» no se verifica (parece que éste es el caso, al menos en la economía española; véase, por ejemplo, Raymond y González-Páramo, 1987) y si se desea que la actividad del sector público no genere importantes distorsiones en la economía.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BLANCHARD, O. J., y L. H. SUMMERS (1984): «Perspectives on high world real interest rates», *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, páginas 273-334.
- BARRO, R. J. (1974): «Are government bonds net wealth?», *Journal of Political Economy*, 82, páginas 1095-1117.
- EVANS, P. (1985): «Do large deficits produce high interest rates?», *American Economic Review*, 75, n.º 1, págs. 68-87.
- (1987a): «Interest rates and expected future deficits in the United States», *Journal of Political Economy*, 95, n.º 11, págs. 34-58.
- (1987b): «Do budget deficits raise nominal interest rates? Evidence from six countries», *Journal of Monetary Economics*, 20, págs. 281-300.
- FELDSTEIN, M. (1986): «Budget deficits, tax rules and the real interest rates», *Working Paper*, número 1970, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. 02138, julio.
- MAULEÓN, I. (1987): «Determinantes y perspectivas de los tipos de interés», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 32, págs. 79-92.
- MODIGLIANI, F., y T. JAPPELLI (1988): «The determinants of interest rates in the Italian economy», *The Review of Economic Conditions in Italy*, número 1, enero-abril, págs. 9-34.
- RAYMOND, J. L., y J. M. GONZÁLEZ-PÁRAMO (1987): «¿Son equivalentes deuda pública e impuestos? Teoría y evidencia», *PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA*, n.º 33, págs. 365-392.
- y PALET (1989): «Factores determinantes de los tipos reales de interés en España: el papel del déficit esperado del sector público», *Documentos de Trabajo*, n.º 50, Fundación FIES de la CECA.

destaca, en este sentido, que la inversión acumulada en España, entre 1975 y 1984, en la red de transportes es el 43 por 100 de la de los países europeos de la OCDE, como media (10).

Parece obvio que la hacienda española deberá intensificar este tipo de gasto público para atender las necesidades de nuestro desarrollo y de la indispensable aproximación a Europa.

El segundo aspecto distinto, aunque próximo al anterior, de insuficiencia en la actuación del sector administraciones públicas en España es el inadecuado nivel de servicios públicos tradicionales (defensa, justicia, orden público, sanidad, educación y vivienda). Tanto los estudios económicos como sociológicos realizados en nuestro país muestran la insatisfacción relativa de los ciudadanos españoles con el nivel y calidad de los servicios públicos que reciben, así como el distanciamiento de tales servicios de lo que sería la *norma* comunitaria para un país de la dimensión y características del nuestro. Una insatisfacción que ha ido creciendo en

claro paralelismo con el aumento de la presión fiscal registrado en España en los últimos años (11).

El cuadro n.º 1 ofrece, en su parte inferior, una estimación del gasto en las cinco principales categorías de servicios públicos entre 1983 y 1985. Es perceptible la fijeza, cuando no el deterioro, de la fracción del PIB que la hacienda española dedica a la atención de los servicios públicos fundamentales. Entre 1985 y 1988, el esfuerzo principal se ha dedicado al saneamiento financiero, reduciendo el déficit por el efecto combinado del aumento de los ingresos públicos y —en menor medida— de la disminución de la cuota del gasto público total en el PIB, lo que ha conducido al estancamiento, e incluso a una ligera reducción, de los gastos dedicados a la prestación de servicios públicos en términos de proporción en el PIB.

Cabría afirmar, en general, que, pese a la moderación de 1987 y 1988, el elevado nivel de los gastos de transferencias no ha dejado hueco para que los